

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

RONALTY OLIVEIRA ROCHA

ESTRUTURADORES E CONFIGURAÇÕES DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS NO
PROCESSO DE INVESTIMENTO NO ECOSISTEMA BRASILEIRO DE EMPRESAS
SOCIAIS

CURITIBA

2025

RONALTY OLIVEIRA ROCHA

ESTRUTURADORES E CONFIGURAÇÕES DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS NO
PROCESSO DE INVESTIMENTO NO ECOSSISTEMA BRASILEIRO DE EMPRESAS
SOCIAIS

Tese apresentada ao Programa de Pós- graduação em
Administração, área de Concentração Inovação e
Tecnologia, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da
Universidade Federal do Paraná, como parte das
exigências para obtenção do título de Doutor.

Orientador(a): Prof(a). Dr(a). Andrea Paula Segatto

CURITIBA

2025

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SISTEMA DE BIBLIOTECAS – BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS

Rocha, Ronalty Oliveira

Estruturadores e configurações de instrumentos financeiros no processo de investimento no ecossistema brasileiro de empresas sociais/ Ronalty Oliveira Rocha. – 2025.

1 recurso on-line: PDF.

Tese (Doutorado) - Universidade Federal do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Administração, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas.

Orientadora: Andrea Paula Segatto.

1. Administração. 2. Empresas. 3. Investimentos. 4. Brasil. I. Universidade Federal do Paraná. Setor de Ciências Sociais Aplicadas. Programa de Pós-Graduação em Administração. II. Segatto, Andrea Paula. III. Título.

Bibliotecária Lívia Rezende Ladeia – CRB – 9/2199

TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação ADMINISTRAÇÃO da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da tese de Doutorado de **RONALTY OLIVEIRA ROCHA**, intitulada: **ESTRUTURADORES E CONFIGURAÇÕES DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS NO PROCESSO DE INVESTIMENTO NO ECOSISTEMA BRASILEIRO DE EMPRESAS SOCIAIS**, sob orientação da Profa. Dra. ANDRÉA PAULA SEGATTO, que após terem inquirido o aluno e realizada a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa.

A outorga do título de doutor está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

Curitiba, 18 de Fevereiro de 2025.

Assinatura Eletrônica
27/02/2025 06:06:19.0
ANDRÉA PAULA SEGATTO
Presidente da Banca Examinadora

Assinatura Eletrônica
24/02/2025 11:38:03.0
MARIA ELENA LEON OLAVE
Avaliador Externo (FUNDAÇÃO UNIVERSIDADE FEDERAL DE
SERGIPE)

Assinatura Eletrônica
27/02/2025 08:43:18.0
RODRIGO LUIZ MORAIS DA SILVA
Avaliador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Assinatura Eletrônica
21/02/2025 14:04:31.0
SAYURI UNOKI DE AZEVEDO
Avaliador Externo (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

AGRADECIMENTOS

A jornada do doutorado foi desafiadora e repleta de muitos desafios, mas felizmente me sinto aliviado por ter conseguido escrever essa tese, mesmo trabalhando regularmente dando aulas, coordenando um curso de graduação e estudando para um concurso público. Ufa, eu consegui!

Mas sei que consegui tudo isso com o apoio de pessoas muito especiais em minha jornada. Começo agradecendo aos meus pais, Edna e Gilberto, incentivadores e apoiadores, desde sempre, de minha carreira acadêmica. Esse trabalho e esse título são, acima de tudo, para vocês e por vocês, obrigado por tudo e por tanto. Amo vocês! Faço um agradecimento especial a minha mãe, minha maior incentivadora e pessoa mais compreensiva com a jornada acadêmica que escolhi trilhar. Mãe, você é a base de tudo o que sou e a inspiração que, diariamente, me impulsiona, te amo mais que a mim mesmo.

Não deixo de agradecer a minha irmã Francielly, que sempre torceu e me apoiou no que pôde nos momentos em que a vida acadêmica me limitou de cumprir tarefas diárias básicas. Obrigado também por trazer leveza aos meus dias, mesmo nos momentos de maior estresse. Estendo os agradecimentos a minha Rute (*in memoriam*), que mesmo a distância sempre demonstrou grande torcida e para quem dedico este trabalho.

Agradeço ainda ao meu esposo Jadson Nilo, que além de todo o apoio oferecido, inúmeras vezes ouviu minhas queixas e relatos de cansaço, sempre me incentivando e me dando forças nos momentos mais desafiadores. Obrigado por sempre me lembrar da importância do equilíbrio entre a vida acadêmica e pessoal, isso foi muito importante ao longo dessa jornada de doutoramento. Além de ser meu marido, você é meu amigo, meu confidente, meu companheiro de vida. Sou grato por dividir comigo os momentos, os sonhos e os obstáculos. Obrigado por me amar e por trazer tanta felicidade às nossas vidas. Esta conquista também é sua!

Agradeço a minha orientadora, professora Andréa Segatto, pela confiança, orientação e expertises compartilhadas durante o percurso acadêmico de doutoramento. Aos membros da banca, professores Elena, Rodrigo e Sayuri, muito obrigado pela disponibilidade, reflexões e valiosas contribuições para esse estudo.

Agradeço a todos os professores do PPGADM/UFPR pelos conhecimentos compartilhados e lições transmitidas. Agradecimento especial a professora Natália Rese, exemplo de profissional e ser humano, dona de uma sabedoria, gentileza e humanidade encantadoras. Professora Natália, você é mais que necessária! Suas palavras e ensinamentos

foram marcantes em minha trajetória acadêmica e, mesmo após o término das aulas, me incentivaram em muitos momentos de desânimo e dúvidas quanto à capacidade de finalizar essa pesquisa.

Agradeço a todos os colegas do PPGADM que tornaram essa jornada mais leve, divertida e agradável. Agradecimento especialíssimo aos amigos de vida que o doutorado me deu: Carla, Daniel e Noah. Muito obrigado por dar leveza e diversão ao processo de doutoramento, mais que colegas de turma, vocês foram confidentes, parceiros de estudos e as melhores companhias de viagens e comemorações.

Por fim, mas não menos importante, agradeço a todos os participantes (entrevistados) dessa pesquisa, que cederam um pouco do seu valioso tempo e de forma tão generosa compartilharam suas experiências, expectativas e incentivo para a popularização do tema e do investimento em empresas sociais. Vocês são fundamentais para a ampliação do investimento de impacto e superação de problemáticas sociais em nosso país.

Assim, agradeço a todos que, direta ou indiretamente, contribuíram para a realização dessa pesquisa e para a conclusão da jornada de doutorado.

RESUMO

Essa tese aborda o papel dos instrumentos financeiros no desenvolvimento de empresas sociais no Brasil. Esses negócios buscam equilibrar a geração de lucro com a resolução de problemas sociais e ambientais, enfrentando desafios como restrições financeiras e limitações de acesso a crédito. O estudo utiliza a *Benefits Theory of Nonprofit Finance* (BTNF) para explorar as características e configurações do financiamento externo ofertado a essas companhias. Dessa maneira, o objetivo foi analisar o processo de investimento de impacto social, a partir da configuração dos instrumentos financeiros, no ecossistema brasileiro de empresas sociais. Especificamente, o estudo buscou identificar os principais agentes financeiros, discutir as configurações desses instrumentos, explorar semelhanças e diferenças nos mecanismos de financiamento e propor um modelo brasileiro de processo de investimento em empresas sociais. Nesse cenário, a pesquisa é sustentada, em um primeiro momento, por um modelo teórico que integra lógicas de investimento, fontes de financiamento, instrumentos financeiros e suas configurações, oferecendo uma perspectiva abrangente sobre o tema. A metodologia combina uma revisão integrativa de literatura e uma análise qualitativa detalhada, com o exame de 45 documentos e entrevistas com 15 atores-chave do ecossistema brasileiro. Os resultados destacam alguns padrões e critérios para o investimento em empresas sociais a partir de diferentes instrumentos e estruturadores financeiros nacionais. Nesse contexto, a pesquisa propõe um modelo empírico que simboliza o processo de investimento, considerando as especificidades do contexto brasileiro. Este estudo contribui para a teoria ao segmentar estruturadores financeiros e detalhar os instrumentos financeiros por eles utilizados. Além disso, apoia a literatura existente ao propor um modelo de investimento, analisando aspectos configurativos e lógicas de investimento, integrando a *Benefits Theory of Nonprofit Finance* no processo de investimento de impacto em empresas sociais. Na prática, o estudo sugere adaptação de instrumentos financeiros às particularidades brasileiras, reconhecendo o papel de intermediários qualificados, destacando as preferências de investidores e estratégias para conectar investidores e empreendedores. Dessa maneira, a pesquisa oferece um retrato empírico de estruturadores e instrumentos financeiros, auxiliando gestores de empresas sociais no acesso a investimentos e obtenção de financiamentos. Em suma, o trabalho amplia a compreensão sobre o investimento em empresas sociais no Brasil, propondo soluções para superar os desafios estruturais e contribuindo para a consolidação de um ecossistema mais robusto e inclusivo.

Palavras-Chave: empresa social; instrumentos financeiros; processo de investimento em empresas sociais; ecossistema brasileiro de empresas sociais; *benefits theory of nonprofit finance*.

ABSTRACT

This thesis examines the role of financial instruments in the development of social enterprises in Brazil. These businesses seek to balance profit generation with addressing social and environmental challenges, facing obstacles such as financial constraints and limited access to credit. The study employs the Benefits Theory of Nonprofit Finance (BTNF) to explore the characteristics and configurations of external financing available to these companies. Accordingly, the objective is to analyze the social impact investment process based on the configuration of financial instruments within the Brazilian social enterprise ecosystem. Specifically, the study aims to identify key financial agents, discuss the configurations of these instruments, explore similarities and differences in financing mechanisms, and propose a Brazilian model for the investment process in social enterprises. In this context, the research is initially supported by a theoretical model that integrates investment logics, funding sources, financial instruments, and their configurations, offering a comprehensive perspective on the topic. The methodology combines an integrative literature review with an in-depth qualitative analysis, examining 45 documents and conducting interviews with 15 key actors within the Brazilian ecosystem. The findings highlight certain patterns and criteria for investing in social enterprises through different financial instruments and national structuring agents. Within this framework, the research proposes an empirical model that represents the investment process, considering the specificities of the Brazilian context. This study contributes to theory by segmenting financial structurers and detailing the financial instruments they employ. Furthermore, it supports the existing literature by proposing an investment model that analyzes configurational aspects and investment logics, integrating the Benefits Theory of Nonprofit Finance into the impact investment process in social enterprises. In practice, the study suggests adapting financial instruments to Brazilian specificities, recognizing the role of qualified intermediaries, highlighting investor preferences, and outlining strategies to connect investors and entrepreneurs. Consequently, the research provides an empirical depiction of financial structurers and instruments, assisting social enterprise managers in accessing investments and securing funding. In summary, this study enhances the understanding of investment in social enterprises in Brazil, proposing solutions to overcome structural challenges and contributing to the development of a more robust and inclusive ecosystem.

Keywords: social enterprise; financial instruments; investment process in social enterprises; Brazilian social enterprise ecosystem; Benefits Theory of Nonprofit Finance.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – MODELO DE PESQUISA: PROCESSO DE INVESTIMENTO EM EMPRESAS SOCIAIS	89
FIGURA 2 – PROCESSO DE INVESTIMENTO NO ECOSISTEMA BRASILEIRO DE EMPRESAS SOCIAIS	319

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 – PROCEDIMENTOS OPERACIONAIS DA REVISÃO INTEGRATIVA DE LITERATURA	27
QUADRO 2 - EMPRESA SOCIAL: PRINCIPAIS ASPECTOS	33
QUADRO 3 – AGENTES E COMPONENTES DO ECOSSISTEMA DE EMPRESAS SOCIAIS	36
QUADRO 4 – AGENTES CONSTITUINTES E PRINCIPAIS ATORES DO ECOSSISTEMA DE EMPRESAS SOCIAIS	37
QUADRO 5 – TIPOS DE ECOSSISTEMA DE EMPRESAS SOCIAIS.....	39
QUADRO 6 – DISTINÇÕES ENTRE AS MODALIDADES DE INVESTIMENTO PARA FINS SOCIAIS	41
QUADRO 7 – PRINCIPAIS ASPECTOS DO INVESTIMENTO DE IMPACTO SOCIAL ..	47
QUADRO 8 – LÓGICAS DE INVESTIDORES DE IMPACTO SOCIAL	57
QUADRO 9 – PRINCIPAIS FONTES PARA INVESTIMENTOS DE IMPACTO SOCIAL	69
QUADRO 10 – TIPOS DE CROWDFUNDING.....	75
QUADRO 11 – PRINCIPAIS INSTRUMENTOS FINANCEIROS PARA INVESTIMENTO EM EMPRESAS SOCIAIS	86
QUADRO 12 – ASPECTOS CONFIGURATIVOS DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS	106
QUADRO 13– ATORES DA ESTRUTURAÇÃO, INVESTIMENTO E FINANCIAMENTO DE PRODUTOS FINANCEIROS PARA EMPRESAS SOCIAIS.....	117
QUADRO 14– NOMEAÇÃO FICTÍCIA DAS INSTITUIÇÕES E DOCUMENTOS PESQUISADOS	119
QUADRO 15- APANHADO GERAL DE FASES ANALÍTICAS PARA DADOS QUALITATIVOS	125
QUADRO 16- PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	127
QUADRO 17 - MATRIZ DE AMARRAÇÃO	128
QUADRO 18 – ATORES QUE CRIAM, GERENCIAM E DISTRIBUEM PRODUTOS DE INVESTIMENTO DE IMPACTO NO ECOSSISTEMA BRASILEIRO DE EMPRESAS SOCIAIS	129
QUADRO 19 – INSTRUMENTOS FINANCEIROS UTILIZADOS POR ACELERADORAS DE IMPACTO	132

QUADRO 20 – AVALIAÇÃO DE IMPACTO EM ACELERADORA	134
QUADRO 21 – EXIGÊNCIA DE IMPACTO SOCIAL POR ACELERADORAS DE IMPACTO	135
QUADRO 22 – ODS PRIORIZADOS POR ACELERADORAS DE IMPACTO.....	136
QUADRO 23 – MECANISMOS DE SELEÇÃO ADOTADOS POR ACELERADORAS DE IMPACTO	138
QUADRO 24 – VOLUME DE RECURSOS FINANCEIROS EM INICIATIVAS DE INVESTIMENTO POR ACELERADORAS DE IMPACTO.....	140
QUADRO 25 – REQUISITOS DE GESTÃO FINANCEIRA, DESEMPENHO INTERNO E GESTÃO DE RISCOS EM INICIATIVAS DE INVESTIMENTO POR ACELERADORAS DE IMPACTO	141
QUADRO 26 – INSTRUMENTOS FINANCEIROS UTILIZADOS POR BANCOS	145
QUADRO 27 - “BANCO C” IMPACTUAL SCORING TOOL	146
QUADRO 28 – EXIGÊNCIAS DE IMPACTO SOCIAL POR BANCOS	147
QUADRO 29 – MECANISMOS DE SELEÇÃO ADOTADOS POR BANCOS	150
QUADRO 30 – VOLUME DE RECURSOS FINANCEIROS APORTADOS POR BANCOS	152
QUADRO 31 – REQUISITOS DE GESTÃO FINANCEIRA E DESEMPENHO INTERNO ADOTADOS POR BANCOS	153
QUADRO 32 – MECANISMOS DE GESTÃO DE RISCOS ADOTADOS POR BANCOS	153
QUADRO 33 – MECANISMOS DE PRESTAÇÃO DE CONTAS ADOTADOS POR BANCOS	154
QUADRO 34 – INSTRUMENTOS FINANCEIROS ADOTADOS POR INICIATIVAS GOVERNAMENTAIS	157
QUADRO 35 – EXIGÊNCIAS DE IMPACTO SOCIAL UTILIZADAS POR INICIATIVAS GOVERNAMENTAIS	158
QUADRO 36 – MECANISMOS DE SELEÇÃO ADOTADOS POR INICIATIVAS GOVERNAMENTAIS	161
QUADRO 37 – VOLUME DE RECURSOS APORTADOS POR INICIATIVAS GOVERNAMENTAIS	164
QUADRO 38 – MECANISMOS DE PRESTAÇÃO DE CONTAS E GESTÃO DE RISCOS POR INICIATIVAS DE BASE GOVERNAMENTAL.....	166
QUADRO 39 – INSTRUMENTOS FINANCEIROS UTILIZADOS POR INSTITUTOS ..	169

QUADRO 40 – ATORES ENVOLVIDOS NO PROCESSO DE INVESTIMENTO OPERADO POR INSTITUTOS.....	172
QUADRO 41 – EXIGÊNCIAS DE IMPACTO SOCIAL UTILIZADAS POR INSTITUTOS	175
QUADRO 42 – MECANISMOS DE SELEÇÃO ADOTADOS POR INSTITUTOS	182
QUADRO 43 – VOLUME DE RECURSOS APORTADOS POR INSTITUTOS	186
QUADRO 44 – GESTÃO FINANCEIRA E DESEMPENHO INTERNO NOS INSTRUMENTOS FINANCEIROS OPERADOS POR INSTITUTOS	188
QUADRO 45 – ACOMPANHAMENTO DE USO DE RECURSOS E GESTÃO FINANCEIRA EM INSTITUTOS	191
QUADRO 46 – PRESTAÇÃO DE CONTAS E GESTÃO DE RISCOS EM INVESTIMENTOS LIDERADOS POR INSTITUTOS.....	193
QUADRO 47 – INICIATIVAS PARA AMPLIAR INVESTIMENTOS EM EMPRESAS SOCIAIS, CONFORME INSTITUTOS.....	197
QUADRO 48 – GESTORAS DE FUNDOS PARA INVESTIMENTO EM EMPRESAS SOCIAIS	197
QUADRO 49 – INSTRUMENTOS FINANCEIROS UTILIZADOS POR GESTORAS DE FUNDOS DE IMPACTO	202
QUADRO 50 – FONTE DOS RECURSOS FINANCEIROS UTILIZADOS POR GESTORAS DE FUNDOS PARA INVESTIMENTO EM EMPRESAS SOCIAIS	205
QUADRO 51 – ATORES ENVOLVIDOS NO PROCESSO DE INVESTIMENTO OPERADO POR GESTORAS DE FUNDOS PARA INVESTIMENTOS EM EMPRESAS SOCIAIS	209
QUADRO 52 – EXIGÊNCIAS DE IMPACTO EM GESTORAS DE FUNDOS PARA INVESTIMENTO EM EMPRESAS SOCIAIS	218
QUADRO 53 – MECANISMOS DE SELEÇÃO ADOTADOS POR GESTORAS DE FUNDOS PARA INVESTIMENTO EM EMPRESAS SOCIAIS.....	230
QUADRO 54 – VOLUME DE RECURSOS OPERACIONALIZADOS POR GESTORAS DE FUNDOS PARA INVESTIMENTO EM EMPRESAS SOCIAIS.....	239
QUADRO 55 – REQUISITOS DE GESTÃO FINANCEIRA E DESEMPENHO INTERNO EM GESTORAS DE FUNDOS PARA INVESTIMENTO EM EMPRESAS SOCIAIS	244
QUADRO 56 – PRESTAÇÃO DE CONTAS EM GESTORAS DE FUNDOS PARA INVESTIMENTO EM EMPRESAS SOCIAIS SOCIAL	247

QUADRO 57 – GESTÃO DE RISCOS PRATICADA POR GESTORAS DE FUNDOS PARA INVESTIMENTO EM EMPRESAS SOCIAIS	251
QUADRO 58 – RECOMENDAÇÕES, DADAS POR GESTORAS DE FUNDOS, PARA AMPLIAÇÃO DOS INVESTIMENTOS EM EMPRESAS SOCIAIS	256
QUADRO 59 – RECOMENDAÇÕES, DADAS POR GESTORAS DE FUNDOS, PARA AMPLIAÇÃO DOS INVESTIMENTOS EM EMPRESAS SOCIAIS	258
QUADRO 60 – MECANISMOS DE SELEÇÃO INICIATIVAS INDEPENDENTES	260
QUADRO 61 – VOLUME DE RECURSOS PRATICADO POR INICIATIVAS INDEPENDENTES	263
QUADRO 62 – GESTÃO DE RISCOS E PRESTAÇÃO DE CONTAS EM INICIATIVAS INDEPENDENTES	264
QUADRO 63 – ESTRUTURADORES, INSTRUMENTOS FINANCEIROS E FINANCIADORES NO ECOSSISTEMA BRASILEIRO DE EMPRESAS SOCIAIS	279
QUADRO 64 – EXIGÊNCIA DE IMPACTO SOCIAL POR ESTRUTURADORES FINANCEIROS NO ECOSSISTEMA BRASILEIRO	281
QUADRO 65 – ODS, ESTÁGIO DE FUNCIONAMENTO E FORMA ORGANIZACIONAL REQUERIDOS PELOS INVESTIDORES NO ECOSSISTEMA BRASILEIRO DE EMPRESAS SOCIAIS	288
QUADRO 66 – FATURAMENTO, REGIÕES DE INTERESSE E CONTEXTO DE BENEFICIÁRIOS COMO MECANISMOS DE SELEÇÃO DE INVESTIDORES NO ECOSSISTEMA BRASILEIRO DE EMPRESAS SOCIAIS	296
QUADRO 67 – MECANISMOS DE GESTÃO FINANCEIRA E DESEMPENHO INTERNO REQUERIDOS POR INVESTIDORES NO ECOSSISTEMA BRASILEIRO DE EMPRESAS SOCIAIS	304
QUADRO 68 – VOLUME DE RECURSOS FINANCEIROS NOS INVESTIMENTOS REALIZADOS ECOSSISTEMA BRASILEIRO DE EMPRESAS SOCIAIS	309
QUADRO 69 – MECANISMOS DE PRESTAÇÃO DE CONTAS DOS INVESTIMENTOS NO ECOSSISTEMA BRASILEIRO DE EMPRESAS SOCIAIS	311
QUADRO 70 - MECANISMOS DE GESTÃO DE RISCOS ADOTADOS POR INVESTIDORES NO ECOSSISTEMA BRASILEIRO DE EMPRESAS SOCIAIS	314

LISTA DE ABREVIATURAS OU SIGLAS

ASG / ESG	– Ambiental, Social e Governança (Environmental, Social and Governance)
BIA	– B Impact Assessment
CAC	– Custo de Aquisição de Clientes
CLT	– Consolidação das Leis Trabalhistas
CRA	– Certificado de Recebíveis do Agronegócio
CRI	– Certificado de Recebíveis Imobiliários
ES	– Empresa Social
FINEP	– Financiadora de Estudos e Projetos
IIS	– Investimento (s) de Impacto Social
IMP	– Impact Management Project
IRIS	– <i>Impact Reporting and Investment Standards</i> / Relatório de impacto e padrões de investimento
ISR	– Investimento socialmente responsável
KPI	– Key Performance Indicator (Indicador Chave de Desempenho)
ODS	– Objetivos de Desenvolvimento Sustentável
ONU	– Organização das Nações Unidas
ROB	– Receita Operacional Bruta
SIB	– Social impact bond / (Título (s) de Impacto Social)
SROI	– Social Return on Investment / (Retorno Social do Investimento)
TI	– Tecnologia da Informação

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	18
1.1 PROBLEMA	21
1.2 OBJETIVOS	21
1.2.1 Objetivos específicos	21
1.3 JUSTIFICATIVA	22
1.4 ESTRUTURA DA TESE	25
2 REFERENCIAL TEÓRICO	27
2.1 EMPRESA SOCIAL	29
2.1.1 Ecossistema de empresas sociais	34
2.2 INVESTIMENTO DE IMPACTO SOCIAL	40
2.2.1 Componentes do Investimento de Impacto Social	48
2.3 <i>BENEFITS THEORY OF NONPROFIT FINANCE</i> (TEORIA DOS BENEFÍCIOS DAS FINANÇAS SEM FINS LUCRATIVOS)	50
2.4 MERCADO E FONTES DE INVESTIMENTO DE IMPACTO SOCIAL	53
2.4.1 Investidores e Lógicas de Investimento em Impacto Social	54
2.4.2 Fundos mútuos, Aceleradores de impacto e Organizações religiosas	59
2.4.3 Bancos: Comerciais, Sociais; Bolsa de valores Sociais; Investidores-anjo	60
2.4.4 Empresas e Instituições Financeiras Cooperativas	62
2.4.5 Fundações filantrópicas	63
2.4.6 Fundos: Aposentadoria/pensão, Patrimônio, Investimento, Empreendimentos Sociais, Impacto, Empréstimos	64
2.4.7 Governo	67
2.4.8 Capital próprio	68
2.5 INSTRUMENTOS FINANCEIROS PARA INVESTIMENTO EM EMPRESAS SOCIAIS E SUA CONFIGURAÇÃO: UMA ABORDAGEM PRELIMINAR	70
2.5.1 <i>Crowdfunding</i>	72
2.5.2 Microfinanças	76
2.5.3 Títulos de Impacto Social	77
2.5.4 Capital de risco e filantropia de risco	81
2.5.5 Empréstimo de impacto social, Capital Mezanino, Crédito e Finanças Islâmicas	83
2.5.6 Doações e Subsídios	85
2.6 A CONFIGURAÇÃO DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS NO PROCESSO DE INVESTIMENTO EM EMPRESAS SOCIAIS	87
3 MATERIAL E MÉTODOS	111
3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA	111

3.2 ESTRATÉGIA/MÉTODO DE PESQUISA	112
3.3 FONTES DE EVIDÊNCIAS	114
3.3.1 Seleção e Caracterização das Organizações Analisadas	117
3.4 TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS	123
3.5 RIGOR, VALIDADE E CONFIABILIDADE	126
3.6 MATRIZ DE AMARRAÇÃO	127
4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS.....	129
4.1 UM OLHAR INICIAL SOBRE OS INVESTIMENTOS NO ECOSISTEMA DE EMPRESAS SOCIAIS NO BRASIL	129
4.1.1 Aceleradoras de Impacto	130
4.1.2 Bancos	142
4.1.3 Iniciativas Governamentais	155
4.1.4 Institutos	166
4.1.5 Gestoras de Fundos de Investimento	197
4.1.6 Outras Iniciativas: Empresas (fundo corporativo), Organização Paraestatal e Iniciativa de Fomento ao Ecossistema	257
5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS E AVANÇOS DO ESTUDO	265
5.1 ESTRUTURADORES, INSTRUMENTOS FINANCEIROS E FINANCIADORES NO ECOSISTEMA BRASILEIRO DE EMPRESAS SOCIAIS	265
5.1.1 Estruturadores Financeiros	265
5.1.2 Instrumentos Financeiros.....	268
5.1.3 Fonte de Recursos.....	273
5.1.4 Atores envolvidos	275
5.2 CONFIGURAÇÕES DOS INSTRUMENTOS FINANCEIROS DISPONIBILIZADOS ÀS EMPRESAS SOCIAIS	281
5.2.1 Exigência de Impacto Social e Ferramentas para comprovação	281
5.2.2 Mecanismos de Seleção.....	287
5.2.3 Gestão Financeira e Desempenho Interno	304
5.2.4 Volume de Recursos.....	308
5.2.5 Prestação de contas.....	311
5.2.6 Gestão de Riscos.....	314
5.3 PROCESSO DE INVESTIMENTO NO ECOSISTEMA BRASILEIRO DE EMPRESAS SOCIAIS.....	318
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	325
6.1 RETOMADA DO PROBLEMA E OBJETIVOS DE PESQUISA.....	325
6.2 CONTRIBUIÇÕES TEÓRICAS.....	328
6.3 CONTRIBUIÇÕES PRÁTICAS	331
6.4 LIMITAÇÕES DA PESQUISA	334

6.5 SUGESTÕES PARA NOVAS PESQUISAS.....	335
REFERÊNCIAS	337
APÊNDICE I - ROTEIRO DE ENTREVISTA.....	353

1 INTRODUÇÃO

Diante da crescente demanda por serviços em saúde, educação, segurança e lazer (Doherty, Haugh, Lyon, 2014), considerando também a limitada atuação de governos, as empresas sociais despontaram como alternativas para melhorar as condições de vida da população em situações de vulnerabilidade como fome, desemprego e degradação ambiental (Mollinger-Sahba *et al.*, 2020).

Essas empresas, que podem assumir várias formas, como cooperativas, braços comerciais de instituições de caridade, empresas comunitárias (Islam, 2020) e empresas privadas (Muir *et al.*, 2017), dedicam esforços para solucionar problemas sociais enquanto mantém o foco na obtenção de lucros, contribuindo para o desenvolvimento regional (Neverauskiene; Pranskeviciute, 2021), estímulo à inovação (Santamarta *et al.*, 2021) e a criação de uma sociedade mais equilibrada (Akbulaev; Aliyev; Ahmadov, 2019).

Geograficamente as empresas sociais recebem diferentes terminologias (França; Rigo; Souza, 2020; Barki *et al.*, 2020). Isso ocorre por conta da influência dos idiomas e das traduções para a delimitação dos vocábulos, pois os termos em inglês se misturam, como “*social enterprise*”, “*social business*”, ou “*social ventures*”, costumeiramente traduzidos como “negócios sociais” (Barki; Rodrigues; Comini, 2020).

No contexto latino-americano, são comuns denominações como negócios sociais (Comini, 2012; França; Rigo; Souza, 2020; Barki *et al.*, 2015; Barki *et al.*, 2020), empreendedorismo social, negócios com impacto social (Barki *et al.*, 2015; Barki *et al.*, 2020), empresa social (Comini, 2012), startups sociais (Schätzlein, Schlütter, Hahn, 2023) e negócios com impacto periférico (Barki *et al.*, 2020).

Tem-se então que uma empresa social é uma subdivisão do terceiro setor (López-Cózar; Priede, 2015) que complementa os esforços do setor público e é pioneira no desenvolvimento de novos serviços e mercados para os cidadãos e as administrações públicas (Jenson, 2017). Nesse cenário, as ES abordam problemas sociais, de humanidades e ausência de cuidados, envolvendo atores econômicos e capacitando a tecnologia aplicada para criar modelos financeiros sustentáveis (Pratono *et al.*, 2020).

No Brasil, foco desse estudo, o termo mais empregado é negócio de impacto social, iniciativa empresarial que intenciona gerar impacto socioambiental positivo e retorno financeiro (Ferreira, 2022; Brasil, 2023) a partir da oferta de produtos ou serviços que diminuam a

vulnerabilidade da população de baixa renda (Barki, 2015; Lehmen; Petrini; Silva, 2023), por meio de mecanismos de mercado (Comini, 2012; Barki *et al.*, 2020).¹

Nesta tese, adotamos uma compreensão específica de empresas sociais: empreendimentos com fins lucrativos que integram uma missão social intrínseca ao seu modelo de negócios (Aschari-Lincoln; Scheck, 2021; Biasin *et al.*, 2022). O que distingue essas empresas é a equivalência entre a prioridade da missão social e a busca por lucro (Baskaran, 2019; Djan *et al.*, 2023; Harders; Scheepers, 2023). Nessa concepção, ser uma empresa social significa contar com recursos de mercado e por meio de atividades comerciais gerar receitas que sustentem a missão social do negócio (Defourny; Nyssens, 2010).

Por outro lado, ainda que haja esforços para o desenvolvimento desses negócios, ainda existem dificuldades quanto a sua criação e manutenção, posto que empresas sociais têm acesso limitado a instituições e recursos financeiros, e não desfrutam de muitas fontes de financiamento (Thompson; Purdy; Ventresca, 2018; Muftugil-Yalcin; Mooijman, 2023).

Outrossim, essas empresas operam em um ambiente altamente competitivo em recursos. No entanto, como centralizam esforços em objetivos sociais, isso as coloca em uma posição mais difícil (Di Lorenzo; Scarlata, 2019; Mikołajczak, 2022; Moran; Ward-Christie, 2022) e fazem da obtenção de financiamento (Kabbaj; Hadi; Lemtaoui, 2016) e acesso a investimentos² um problema crucial (Akbulaev; Aliyev; Ahmadov, 2019; Lyon; Owen, 2019; Bacuilima *et al.*, 2023) ao crescimento e consolidação dessas companhias (Kumar; Giri, 2020).

Nesse contexto, a dificuldade desses negócios em obter recursos financeiros se dá por conta de seu modelo de negócio, que busca equilibrar retorno social e financeiro, o que não as torna atrativas aos investidores tradicionais, que buscam retornos mais rápidos e elevados. Adicionalmente, o risco é um elemento dificultador às empresas sociais, já que essas empresas operam, em contextos mais voláteis de solução de problemas socioambientais.

Nesse ínterim, ganha notoriedade a discussão sobre as fontes de financiamento e os recursos direcionados e acessíveis às empresas sociais, isto é, as ações de investimento de impacto social

¹ Em conformidade com a literatura internacional e com as informações obtidas na revisão integrativa que fundamentou o referencial teórico desta tese, as diferentes expressões que fazem menção a negócios que, intencionalmente, resolvem problemas da sociedade, enquanto geram lucros, foram padronizadas como **empresa social** ao longo do texto, a fim de garantir uniformidade terminológica e clareza conceitual. A expressão negócio de impacto social é mantida apenas na transcrição de entrevistas e de dados documentais, assim como na menção a títulos de documentos.

² Financiamento para a empresa que recebe o recurso e investimento para o agente/instituição que o disponibiliza.

(IIS). Esse investimento representa um campo emergente que cresceu rapidamente nos últimos anos (Abrahams; Walaza, 2019; Mollinger-Sahba *et al.*, 2020) e que abrange apoio financeiro a empresas, organizações e fundos com a intenção de gerar impacto social e ambiental com retorno financeiro (Visconti *et al.*, 2019; Mollinger-Sahba *et al.*, 2020).

Nessa perspectiva, as principais fontes e instrumentos de financiamento são representadas por diferentes agentes (Respondovsk, 2018; Akbulaev; Aliyev; Ahmadov, 2019) dispostos em grupos de investidores, intermediários, empresas e fundos (Barman, 2015). Para essa tese, os agentes e instituições inseridos nessa constelação de atores representam os investidores de impacto social, tidos como estruturadores de instrumentos financeiros para empresas sociais, já que elaboram, compõem e organizam investimentos para essas iniciativas.

Esse conjunto de agentes reflete a *Benefits Theory of Nonprofit Finance* (BTNF), perspectiva teórica que retrata a variedade de fontes de financiamento para organizações sem fins lucrativos (Young, 2007; Wilsker; Young, 2010) e empresas sociais com fins lucrativos (Young, 2017; Zook, 2020), tidas como uma subdivisão do terceiro setor (Jenson, 2017). A BTNF menciona a necessidade de conhecer as características dessas fontes e sua relação com empresas sociais (Young; Wilsker; Grinsfelder, 2010; Aschari-Lincoln; Jäger, 2015).

Tem-se, então, que embora as fontes de investimentos de impacto social possuam procedências diversas (Barman, 2015), essas iniciativas não seguem padrões de capital, critérios de concessão, mecanismos de divulgação (Lyons; Kickul, 2013), dentre outros aspectos configuradores. Adicionalmente, ainda que diferentes veículos para investimento de impacto social tenham surgido ao longo dos anos, o entendimento sobre seu surgimento, configuração e adoção ainda é limitado (Bhatt; Ahmad, 2017).

Outrossim, há uma variação considerável na maneira como iniciativas de investimento em empresas sociais são iniciadas e estruturadas, ou seja, quem são os promotores do projeto, o nível de inovação da intervenção, a estrutura do investimento, o retorno financeiro e os tipos de investidores envolvidos (Vecchi; Casaliniy, 2019).

Ainda que haja um interesse considerável nessa área e uma gama crescente de atores se envolvendo para formar um ecossistema de investimentos e empresas sociais no Brasil (Ferreira, 2022), não está claro como a configuração dos instrumentos financeiros e o processo de investimentos é operacionalizado dentro do ecossistema (Ambati, 2020).

Assim, é necessária mais investigação para explorar a forma como o investimento de impacto é estruturado ao nível do ecossistema, dada a variação entre regiões (Round, 2020), posto que esse fenômeno sofre com a falta de uma estrutura, metodologicamente, organizada e abrangente capaz de identificar a infraestrutura desse mercado (Calderini *et al.*, 2018).

Por fim, a ausência de uma discussão direcionada aos instrumentos financeiros, incluindo os atributos tomados como configuração desses instrumentos retrata, em diferentes aspectos, a necessidade de um modelo que simbolize o processo de investimento em empresas sociais (Rocha; Segatto, 2023). Essas discussões levam ao problema que norteia essa pesquisa.

Dadas as discussões anteriores, a declaração de tese nessa pesquisa é de que o processo de investimento de impacto social no ecossistema brasileiro de empresas sociais é influenciado pela configuração dos instrumentos financeiros disponíveis, cuja estruturação, características e acessibilidade determinam o desenvolvimento e a sustentabilidade dessas iniciativas. Assim, é essencial compreender e sistematizar os mecanismos de financiamento, identificar os principais agentes estruturadores e propor um modelo adaptado à realidade brasileira

1.1 PROBLEMA

Como está configurado, a partir dos instrumentos financeiros, o processo de investimento de impacto social no ecossistema brasileiro de empresas sociais?

1.2 OBJETIVOS

Analisar o processo de investimento de impacto social, a partir da configuração dos instrumentos financeiros, no ecossistema brasileiro de empresas sociais.

1.2.1 Objetivos específicos

- Discutir a atuação dos principais estruturadores financeiros do ecossistema brasileiro de empresas sociais.
- Descrever as configurações dos instrumentos financeiros disponibilizados às empresas sociais no processo de investimento de impacto social.

- Discutir as semelhanças e distinções dos instrumentos de financiamento no processo de investimento de impacto social.
- Desenvolver um modelo brasileiro para processos de investimento em empresas sociais (incluindo os aspectos configuradores de seus instrumentos financeiros), dentro de ecossistemas.

1.3 JUSTIFICATIVA

Dentre as razões para o estudo do tema, não foram identificados estudos acadêmicos que retratem, explicitamente, as configurações de recursos e instrumentos financeiros para empresas sociais, nem mesmo as semelhanças e complementariedades nas ações estabelecidas pelas instituições que promovem o investimento de impacto social (Roth, 2021). Esse cenário é corroborado na literatura nacional, em que não foram localizadas pesquisas dedicadas à compreensão das estratégias de investimento e instrumentos financeiros destinados às empresas sociais.

Adicionalmente, se mostram necessárias pesquisas mais abrangentes sobre a eficácia das atuais ferramentas de financiamento (Lyons; Kickul, 2013), isto é, se faz necessário fornecer uma classificação ampliada de critérios e atributos para os quais as empresas sociais devem atender.

Além disso, é pequeno o corpo de pesquisas sobre IIS (Rathee; Aggarwal, 2022; Gigante; Sironi; Tridenti, 2023) e as discussões sobre essa temática têm sido realizadas sob a ótica dos recebedores, com um foco estreito da perspectiva do investidor (Schätzlein, Schlütter, Hahn, 2023) e com pouco debate direcionado aos instrumentos de financiamento, seus operadores (Roth, 2021), configurações e efeitos no ecossistema. Esse realidade se estende ao contexto brasileiro, em que não foram identificados estudos que, explicitamente, discutissem o processo de investimento de impacto social, a partir da configuração dos instrumentos financeiros utilizados.

Tendo em vista que a relação entre investidor e investida (Harder; Scheepers, 2023), assim como as formas como o investimento de impacto social acontece e é sistematizado refletem uma lacuna significativa na literatura (Shahi; Parekh, 2021; Rocha; Segatto, 2023), é salutar compreender a tomada de decisão de investimento (Sharam *et al.*, 2017), as fontes disponíveis (Searing *et al.*, 2022) e os instrumentos financeiros utilizados, para os quais essa tese, a partir de discussões sobre a configuração de instrumentos financeiros, fez uma primeira tentativa.

Ademais, achados contraditórios (fontes, mecanismos de concessão e estratégias de investimento) sobre financiamento de empresas sociais e investimentos de impacto social, sugerem a necessidade de pesquisas detalhadas sobre as suas características (Schrötgens; Boenigk, 2017), para entender quais atributos (configuração) são realmente relevantes nas decisões de investimento (Schrötgens; Boenigk, 2017) e sistematizar seu grau de conformidade e requisitos mínimos (BIASIN *Et al.*, 2022), o que levará a uma melhor compreensão desse tema (Glanzel; Scheuele, 2015).

De modo complementar, há uma necessidade crescente de identificar a estrutura principal e o potencial desse mercado emergente (Biasin *et al.*, 2022) com a realização de pesquisas detalhadas sobre os mecanismos internos, lógicas e implicações desse fenômeno, seus mercados financeiros e os principais investidores (Berndt; Wirth, 2018).

A relevância desse tema é também reforçada pelos montantes financeiros destinados ao investimento de impacto social, já que em todo o mundo, estima-se que haja entre US\$ 502 bilhões (Moran; Ward-Christie, 2022) e US\$ 1 trilhão em ativos dessa natureza (Gigante; Sironi; Tridenti, 2023; Harder; Scheepers, 2023).

Outrossim, como a *Benefits Theory of Nonprofit Finance* (BTNF) incorpora características das fontes de receita das empresas sociais (Young, 2017; Zook, 2020), inclusive mecanismos de financiamento (Aschari-Lincoln; Jäger, 2015), deve ser aplicada às empresas sociais com um nível adicional de nuances (Searing *et al.*, 2022), que para essa tese é a vinculação ao processo, fontes e instrumentos financeiros para empresas sociais.

Embora não seja uma mudança na teoria, mas sim um incremento aos seus postulados, trata-se de uma inovação (ampliação das discussões sobre as fontes externas de financiamento), que atende a chamados acadêmicos em utilizar essa abordagem no contexto mais amplo das empresas sociais com fins lucrativos (Searing *et al.*, 2022), uma vez que Young (2007), inicialmente, direcionou seu uso as empresas sociais sem fins lucrativos, mas embora haja possibilidades de sua aplicação em empresas sociais com fins lucrativos (Young, 2017; Zook, 2020), isso ainda não ocorreu.

Tem-se ainda que há um descompasso entre as necessidades dessas empresas e os instrumentos financeiros oferecidos por investidores (Magomedova; Bastida-Vialcanet, 2019). Por conta disso, as pesquisas devem se dedicar ao debate das principais questões que os investidores

de impacto e as empresas sociais enfrentam ao negociar e estruturar acordos de investimento (Islam, 2021).

A pertinência dessa discussão se aplica ao cenário brasileiro, posto que, embora suas empresas sociais sejam avaliadas de forma positiva por investidores internacionais (Islam, 2021), ainda há ausência de recursos financeiros e pouca discussão dessa temática na América Latina (Bacuilima *et al.*, 2023) e em países em desenvolvimento (Michelucci, 2017; Bhatt; Ahmad, 2017).

Para mais, é necessário discutir as diferentes alternativas financeiras disponíveis para as empresas sociais, escolhendo a que melhor se adapta a cada caso, posto que existem diferenças substanciais entre países e comunidades regionais de investimento (Roundy, 2020; Santamarta *et al.*, 2021; Okker; Auvinen; Abrahamsson, 2022).

A relevância do estudo da configuração de instrumentos no processo de investimento nas empresas sociais é também reforçada pelo entendimento de que o Brasil enfrenta uma série de problemas que podem ser minimizados pela atuação desses negócios (Ferreira, 2022), tais como: é o país mais desigual da América Latina, com alta concentração de renda e pobreza (Ferreira, 2022); detém expressiva porcentagem (11%) de crianças e jovens, entre 11 e 19 anos, fora da escola (IPEC; UNICEF, 2022); aproximadamente 29 milhões de brasileiros não tem acesso à internet (Comitê gestor Da Internet, 2023), cerca de 45% da população não tem acesso a serviços de coleta de esgoto (Serviço Nacional de Informações sobre Saneamento, 2023); e nos últimos anos, as emissões brutas por desmatamento em todos os biomas brasileiros atingiram 1,19 bilhão de toneladas em emissões de gás carbônico (Sistema de Estimativas de Emissões e Remoções de Gases de Efeito Estufa, 2023).

Considerando que as empresas sociais são iniciativas para resolver parte desses problemas (Mollinger-Sahba, 2020; Fogaça *et al.*, 2021), mas enfrentam dificuldades e restrições no acesso à crédito (Muftugil-Yalcin; Mooijman, 2023), é preponderante identificar fontes de investimentos e requisitos para recebimento de recursos por esses negócios, como se propõe nessa tese.

Esse contexto é relevante porque o ecossistema de empresas sociais do Brasil tem se desenvolvido e ganhando destaque no cenário econômico nacional (Ferreira, 2022), principalmente pelo volume de recursos, que aumentou 12% entre 2018 e 2020, ultrapassando a marca de R\$ 1 bilhão em investimentos e ao menos R\$ 11 bilhões em ativos (Ande, 2022).

Outrossim, o Brasil é pioneiro no estabelecimento de uma Estratégia Nacional de Investimentos e Negócios de Impacto (Ferreira, 2022), por meio do Decreto 9.244/2017 (Brasil,

2017), cujos eixos estratégicos compreendem, dentre outros, a ampliação da oferta de capital e o fortalecimento da geração de dados que proporcionem mais visibilidade aos investimentos e as empresas sociais. Para este último eixo, a análise de dados dos investimentos, sob a ótica dos provedores de capital, é uma contribuição dessa pesquisa.

A relevância dessa pesquisa é decorrente também do entendimento de que, embora, as estruturas, teorias, ferramentas e abordagens de avaliação convencionais, tenham aplicabilidade, ficam aquém das necessidades dos investidores de impacto e empresas sociais (Abrahams; Walaza, 2019). Essas restrições dificultam a sistematização e organização de modalidades e a estruturação e configuração dos instrumentos financeiros, de diferentes fontes, isto é, do processo de investimento em empresas sociais (Rocha; Segatto, 2023).

Outrossim, tendo em vista que não são devidamente reconhecidos os atores nacionais que, efetivamente, atuam como estruturadores financeiros e investidores em empresas sociais, ganha relevância as proposições de modelo e empírico sobre o processo de investimento de impacto social, desenvolvidos ao longo dessa tese.

Por fim, a relevância das empresas sociais e a emergência de conhecer e estruturar os investimentos para essa modalidade de negócio, tornam essa pesquisa relevante e atendem a chamada para uma melhor compreensão do investimento de impacto social e construção de teorias profissionais sobre o assunto (Schrötgens; Boenigk, 2017).

1.4 ESTRUTURA DA TESE

Essa tese está estruturada em seis capítulos. O primeiro foi essa introdução, que contextualiza a importância das empresas sociais e do investimento de impacto social, assim como aborda a ausência de estudos direcionados a configuração dos instrumentos financeiros e de um processo de investimento nessas empresas.

O segundo capítulo retrata, por meio de uma revisão integrativa, o aporte teórico de base às temáticas suscitadas nos objetivos dessa investigação, prioritariamente a discussão sobre investimentos de impacto social, suas fontes, instrumentos financeiros e configurações, finalizando com a proposta de um modelo teórico que integra essas temáticas e apresenta proposições para posterior validação empírica. O capítulo de Material e Métodos dedica esforços ao delineamento,

estratégia, fontes de evidências, tratamento e análise dos dados, assim como os critérios de validade e confiabilidade adotados.

O quarto capítulo apresenta os resultados decorrentes da análise dos dados, ao passo em que o quinto capítulo analisa os resultados a luz da literatura do tema, assim como verifica a validade das proposições teóricas e ajusta o modelo de pesquisa a partir das evidências analisadas. Por fim, as considerações finais retomam o problema e objetivos específicos, destacam as contribuições, limitações e direções futuras.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Para elaboração do referencial teórico foi realizada uma revisão bibliográfica integrativa nas bases de dados Scopus, Web of Science, EBSCO e SPELL. Esta última, embora tenha sido inserida com o intuito de integrar estudos nacionais, não ofereceu resultados condizentes com a proposta dessa tese.

A busca foi realizada entre julho e agosto de 2023 e incluiu, em um primeiro momento, todas as publicações que retratavam o tema proposto. Por conta disso, não foram colocadas limitações quanto ao ano de publicação, uma vez que o investimento de impacto social é um campo incipiente e o termo é relativamente novo (Hochstadter; Scheck, 2014; Vasylichuk; Slyusarenko; Kotane, 2019).

Com base nos objetivos desta tese de estudar a disponibilidade e configuração de instrumentos financeiros no processo de investimento em empresas sociais foram inicialmente pesquisadas variadas expressões de busca, tais como “*social enterprise* finance*; social venture finance*; social organization* finance*; social business finance*; social organization* finance*; Hybrid organization* finance; Hybrid venture* finance*; Hybrid enterprise* finance*; social venture* funders; social venture* investors; Social enterprise* investor*; social enterprise financing institution; social venture* financing institution; social venture* funding institution; social venture* fund* corporation*; social enterprise* funding corporation*; social enterprise* financing corporation**. Entretanto, essas expressões não geraram resultados expressivos.

Nesse contexto, a partir dos resultados obtidos no ensaio teórico (Rocha; Segatto, 2023) que deu origem a essa tese, foram instituídas outras expressões de pesquisa, conforme exposto no Quadro 1.

QUADRO 1 – PROCEDIMENTOS OPERACIONAIS DA REVISÃO INTEGRATIVA DE LITERATURA

Termo/Expressão de busca	Scopus (Article Title, Abstract, Keywords)		Web Of Science (Topic)		EBSCO (AB Resumo)	
	Resultados	Estudos incluídos na amostra	Resultados	Estudos incluídos na amostra	Resultados	Estudos incluídos na amostra
“Social impact investment*”	57 resultados 46 estudos disponíveis	46	-	-	3 resultados 3 estudos repetidos	-
“Social impact invest*” AND “social enterprise”	18 resultados 09 estudos repetidos	04	-	-	1 Resultado 1 estudo repetido	-

Termo/Expressão de busca	Scopus (Article Title, Abstract, Keywords)		Web Of Science (Topic)		EBSCO (AB Resumo)	
	Resultados	Estudos incluídos na amostra	Resultados	Estudos incluídos na amostra	Resultados	Estudos incluídos na amostra
	05 estudos indisponíveis					
“Social enterprise” AND “financing*”	138 resultados 31 estudos indisponíveis	107	01 resultado	1	3 Resultados 1 estudo repetido 1 estudo indisponível	1
Benefits theory of nonprofit finance	06 resultados	06	-	-	-	-
“Impact-first” OR “Impact first” AND “Impact Invest*”	05 resultados 02 repetidos 01 indisponível	02	01 resultado (excluído pelo escopo do estudo)	-	2 resultados (excluídos pelo escopo do estudo)	-
“Social entrepreneurial ecosystem” OR “social entrepreneurship ecosystem”	35 resultados 05 estudos indisponíveis	30	-	-	01 resultado 01 estudo repetido	-
“Impact first” OR “impact-first” and “social enterprise”	01 resultado	01	-	-	-	-
“Social impact investing ecosystem” OR “impact investing ecosystem”	11 resultados 03 estudos repetidos 02 estudos indisponíveis	06	-	-	-	-
“Social Enterprise Ecosystem”	23 resultados 05 estudos indisponíveis	18	-	-	02 resultados 02 estudos repetidos	-
Total Primário		220		01		01
Descartados		36				
Total Final		184				

FONTE: Autor (2023)

Os trabalhos identificados foram adicionados em um projeto no software Atlas.Ti. Durante a leitura desse material foi realizada a análise temática. Essa técnica foi adotada por ser uma abordagem acessível e teoricamente flexível para mapear um campo intelectual em grandes temas e subtemas (Jones *et al.*, 2011).

O processo de codificação, em um primeiro momento, consistiu em uma leitura literal para ter uma visão geral do conteúdo e como as práticas, fontes, configurações e demais aspectos relacionados ao processo de investimento em empresas sociais estavam retratados nos textos.

Nesse processo, detectou-se que 36 trabalhos não contemplavam o escopo dessa tese, já que eram abordadas questões gerais ou fora da definição de IIS em empresas sociais. Em seguida, foi realizada a leitura de codificação propriamente dita, que deu origem aos tópicos e subtópicos discutidos no capítulo de referencial teórico, os quais integram temas comuns e significativos a esse estudo (Burnard *et al.*, 2008).

Para garantir a melhor exploração do material, alguns cuidados foram tomados: os documentos foram agrupados em uma matriz de classificação, conforme as expressões de busca em cada base; posteriormente foram codificados individualmente, e o texto final do referencial teórico contemplou similaridades, divergências e discrepâncias entre os trabalhos avaliados. Considerando que grande volume de pesquisas aborda superficialmente a questão do investimento de impacto social, apenas autores com discussões mais direcionadas foram contemplados no referencial teórico.

Dessa forma, o referencial teórico construído para essa tese é resultante de uma revisão bibliográfica integrativa. Por conta disso, os tópicos e subseções apresentados são decorrentes da análise temática da revisão bibliográfica e dos temas emergentes detectados em ensaio teórico (Rocha; Segatto, 2023) preliminar a essa tese.

Assim, esse capítulo discute os conceitos e implicações de empresas sociais; Ecossistemas de empresas sociais; Investimento de impacto social; *Benefits Theory of Nonprofit Finance*; Mercado e fontes de investimento de impacto social; e principais instrumentos financeiro. O capítulo finaliza com a proposição de um modelo de pesquisa para o processo investimento de impacto social em empresas sociais.

Sobre o modelo, explica-se que as fontes, instrumentos e configuração foram identificados e categorizados pelo autor, uma vez que os estudos analisados quase nunca adotavam essas terminologias, ou apresentavam todos esses elementos de forma discursiva, como se propôs nesse capítulo.

2.1 EMPRESA SOCIAL

Para facilitar a consecução dos objetivos dessa pesquisa, convém inicialmente discutir o conceito de empresa social (ES) e suas implicações. Nesse sentido, cabe esclarecer que embora os

termos empreendedor social, empreendedorismo social e empresa social tenham sido utilizados indistintamente, duas percepções são amplamente aceitas (Arabadzhieva; Vutsova, 2021).

Na perspectiva anglo-saxão, os empreendedores sociais são indivíduos que lançam atividades dedicadas a uma missão social, muitas vezes de forma empreendedora, enquanto na Europa, a ênfase é colocada nos resultados das atividades realizadas por eles, ou seja, nas empresas sociais (Arabadzhieva; Vutsova, 2021).

Com base nisso, o empreendedorismo social é visto como o processo em que os empreendedores sociais criam empresas sociais – concentrando motivação, liderança e atividade inovadora (Roy; Hazenberg, 2019). Logo, o empreendedorismo social é um sistema cujos componentes são empresas sociais que buscam gerar lucros enquanto resolvem problemas sociais (Akbulaev; Aliyev; Ahmadov, 2019).

Em outros termos, empresa social é a expressão institucional do empreendedor social (Cumberland; Litalien, 2018) em organizações cooperativas, empresas comunitárias, cooperativas de crédito, associações de trabalhadores, empresas privadas, braços comerciais de instituições de caridade e fundos de desenvolvimento (Muir *et al.*, 2017; Islam, 2020).

Sobre esses negócios, percebe-se que não há consenso sobre uma definição para empresas sociais. Seu conceito significa coisas diferentes para pessoas diferentes (Aisaiti *et al.*, 2019; Searing *et al.*, 2022), sendo frequentemente abordado de forma fluída e contestável (Hazenberg *et al.*, 2016a; 2016b).

A falta de homogeneidade é evidente, pois organizações com variações na estrutura legal, políticas de distribuição de lucros, diferentes vínculos entre missão e atividades comerciais são denominadas ES (Shahi; Parekh, 2021). No entanto, há um consenso crescente entre os estudiosos de que a busca de objetivos duplos com retornos sociais e financeiros é a característica distintiva das ES, com um problema social como motor central para a criação desses empreendimentos (Saebi *et al.*, 2019; Wu; Wu; Sharpe, 2020).

Historicamente o conceito de empresas sociais foi utilizado pela primeira vez no início dos anos de 1980 (MARTINS, 2015), embora suas características já fossem percebidas, ainda que parcialmente, no início da Revolução Industrial, a partir do movimento cooperativo de organizações administradas por trabalhadores (López-Cózar; Priede, 2015; Liston-Heyes *et al.*, 2017).

Compreende-se que as ES iniciam negócios em áreas de importância pública, onde os governos têm sido insuficientes e as indústrias operam apenas com ganhos ou lucros de curto prazo (Addae, 2016; Banhatti, 2016). Em outras palavras, a empresa social está na encruzilhada do governo, do mercado e da sociedade civil e gera interações dinâmicas com todos os três (Choi; Park, 2021), isto é, as ES enfatizam os modelos híbridos de lucro comercial e atividades tradicionais sem fins lucrativos (Satar; John, 2019). Assim, emprestam práticas de negócios, caridade e modelos sociais para lidar com problemas sociais complexos (Ng; Leung; Tsang, 2020).

Além disso, a ES pode ser representada por organizações com ou sem fins lucrativos que criam benefícios sociais e econômicos e cujos modelos de negócios são financeiramente sustentáveis e lucrativos (Martins, 2015). Consequentemente, definir empresa social é particularmente desafiador, pois as organizações podem ser localizadas em um continuum entre o puramente filantrópico e o puramente comercial (Dees, 1998; Lyon; Owen, 2019).

As ES sem fins lucrativos são organizações com status de isenção de impostos que se envolvem estrategicamente em atividades comerciais para realizar funções relacionadas ao seu objetivo constituinte e/ou gerar renda para apoiar suas missões sociais (Marjorie et al., 2016).

Na modalidade com fins lucrativos, as ES tendem a ser autofinanciadas e com inovação social corporativa flexível, em vez de enfatizar benefícios fiscais de governos, adotando financiamento de outras instituições (Ng; Leung; Tsang, 2020). Em síntese, a primeira categoria promove atividades socialmente benéficas sem foco em lucros, enquanto a segunda tem uma missão dupla de gerar retorno financeiro para reembolsar investidores e promover propósitos sociais (Guo; Peng, 2020).

Para essa tese, as empresas sociais são compreendidas como empreendimentos com fins lucrativos que incluem uma missão social em seu modelo de negócios (Aschari-Lincoln; Scheck, 2021; Biasin *et al.*, 2022). Mais que isso, a missão social tem primazia equivalente à geração de lucro (Baskaran, 2019; Djan *et al.*, 2023; Harders; Scheepers, 2023).

Assim, as ES aplicam uma lógica fortemente marcada pelo objetivo de criação de valor social positivo, aliada a um elevado interesse pela inovação (Shengfen, 2018) e pelo risco, com uma crença nitidamente pragmática na aplicação de mecanismos comerciais para atingir fins sociais (Moran; Ward-Christie, 2022).

E preciso considerar também que as ES são de natureza predominantemente multidimensional e exibem uma diversidade significativa em suas missões, estruturas, estratégias

e processos. Consequentemente, é difícil demarcar ou delimitar os limites de sua operação (Satar; John, 2019). O que é amplamente aceito é que a missão, estrutura e operação das empresas sociais são notavelmente diferentes daquelas das organizações com fins exclusivamente lucrativos (Ng; Leung; Tsang, 2020).

Consequentemente, uma definição operacional de empresa social envolve dimensões empreendedora (atividade econômica contínua); social (propósito social primário e explícito); e governança (mecanismos para proteger os objetivos sociais da organização) (Martinov, 2019). Além disso, quando se trata de definir ES bem-sucedidas, três critérios são importantes: criação de impacto social, geração de sustentabilidade e capacidade de crescer, expandir e desenvolver (Gumaste, 2010; Satar; John, 2019).

Logo, a ES é concebida e operada como uma empresa comercial, com produtos, serviços, clientes, mercados, despesas e receitas, mas com o princípio da maximização do lucro associado ao princípio do benefício social (Oberoi; Halsall, 2019). Sobre esse assunto, é preciso considerar que o lucro não é uma variável dispensável ou de pouco valor gerencial, mas sim que, embora as empresas sociais devam realizar várias prioridades entre lucratividade e alcance social, são obrigadas a cumprir ambas as missões (Ng; Leung; Tsang, 2020).

Por seu objetivo duplo – financeiro e social, ou triplo – pessoas, planeta e lucro (Martins, 2015), a empresa social é uma entidade híbrida (Scarlata; Alemany, 2010; Glanzel; Scheuerle, 2016; ELS; KANE, 2017; LYON; OWEN, 2019; Di Lorenzo; Scarlata, 2019; Harder; Scheepers, 2023), que opera com estratégias paradoxais (Cipriani *et al.*, 2020) na luta por objetivos sociais e econômicos, mas não é de forma alguma a entidade social ou comercial no sentido tradicional (Shengfen, 2018).

Essas novas formas organizacionais de natureza híbrida incorporam características de empresas com fins lucrativos, que oferecem maior segurança e flexibilidade operacional, e aquelas do setor sem fins lucrativos, garantindo que lucros e ativos beneficiem também as comunidades em vez de, apenas, ganhos privados (Phillips; Hebb, 2010).

Para facilitar a compreensão dos principais conceitos e classificações relacionados a empresa social, além do que foi anteriormente apresentado, o Quadro 2 oferece uma síntese do levantamento teórico empreendido.

QUADRO 2 - EMPRESA SOCIAL: PRINCIPAIS ASPECTOS

Característica principal	Autor (es)
Resultado de atividades de empreendedores sociais.	Cumberland; Litalien, 2018); Roy; Hazenberg, 2019; Arabadzhieva; Vutsova, 2020.
Geração de lucros e solução de problemas sociais (motor central).	Akbulaev; Aliyev; Ahmadov, 2019; Saebi <i>et al.</i> , 2019; Wu <i>et al.</i> , 2020; Harders; Scheepers, 2023; Heaney <i>et al.</i> , 2017; Mikořajczak, 2019; Nicholls, 2010; Satar; John, 2019; Solórzano-García <i>et al.</i> , 2018; Schätzlein; Schlütter; Hahn, 2023; Cipriani <i>et al.</i> , 2020; Muir <i>et al.</i> , 2017; Moran; Ward-Christie, 2022; Caro-Gonzalez; Perez-Suarez; Sánchez-Torné, 2019; Oberoi; Halsall, 2019; Ng; Leung; Tsang, 2020.
Modelos financeiros sustentáveis	Pratono <i>et al.</i> , 2020
Tipos: organizações cooperativas, empresas comunitárias, cooperativas de crédito, associações habitacionais, associações de trabalhadores, empresas próprias, braços comerciais de instituições de caridade, fundos de desenvolvimento.	Islam, 2021
Melhoria no bem-estar das pessoas	Caro-Gonzalez; Perez-Suarez; Sánchez-Torné, 2019.
Abordagens de subsistência	Oberoi; Halsall (2019)
Abordagens inovadoras para solução de problemas sociais.	Heaney <i>et al.</i> , (2017); Bacuilima <i>et al.</i> , (2023)
Preenchimento de lacunas de governos e indústria.	Addae, 2016; Banhatti, 2016; Jenson, 2017; Choi; Park, 2021.
Organizações com e sem fins lucrativos	Martins, 2015; Marjorie <i>et al.</i> , 2016; Bergamini; Navarro; Hilliard, 2017; Ng; Leung; Tsang, 2020; Guo; Peng, 2020; Aschari-Lincoln; Scheck, 2021; Biasin <i>et al.</i> , 2022.
Risco e inovação	Shengfen, 2018; Ono, 2016; Caro-Gonzalez; Perez-Suarez; Sánchez-Torné, 2019.
Atendimento de demandas locais da comunidade.	Magomedova; Bastida-Vialcanet, 2019; Ng; Leung; Tsang, 2020.
Dimensão empreendedora, social e governança.	Martinov, 2019; Phillip; Hebb, 2010.
Dimensão econômica e empreendedora, risco econômico, trabalhadores assalariados, gestão inovadora, dimensão social, iniciativa empreendedora, distribuição limitada de benefícios.	Caro-Gonzalez; Perez-Suarez; Sánchez-Torné, 2019.
Produção permanente de bens e serviços, autonomia, risco econômico, trabalhadores profissionais, governança participativa, processo decisório descentralizado.	Pratono <i>et al.</i> , 2020; Phillip; Hebb, 2010; Caro-González; Perez-Suarez; Sánchez-Torné, 2019.
Criação de impacto social, geração de sustentabilidade e capacidade de crescer, expandir e desenvolver.	Gumaste, 2010; Satar; John, 2019; Weppen; Cochrane, 2012.

FONTE: Autor (2024)

Adotamos a abordagem de renda ganha (Defourny; Nyssens, 2010) como requisito para definição de empresa social. De acordo com esta perspectiva, e para fins conceituais dessa tese, uma empresa social é a organização que comercializa para um fim social, superando a diminuição das subvenções públicas e, portanto, à procura fontes de renda alternativas (Defourny; Nyssens, 2010).

Nesse estudo, a empresa social é uma organização que usa abordagens de negócios para melhorar o bem comum. Essa definição chama a atenção para a missão social e a suficiência financeira como dois pilares equilibradamente importantes (Guo; Peng, 2020) e se refere às organizações constituídas como entidades legais com fins lucrativos que promove intencionalmente a missão social (Marjorie *et al.*, 2016; Shahi; Parekh, 2021).

Logo, a ES é uma entidade empresarial com fins lucrativos, na medida em que pode legitimamente equilibrar a preservação do ambiente e a promoção das comunidades locais, com a obtenção de lucro (Els; Kane, 2017) para reembolsar investidores e para promover propósitos sociais (Guo; Peng, 2020).

Assim, para fins dessa pesquisa, as empresas sociais surgem como respostas de mercado direcionadas à resolução de desafios sociais e ambientais do Brasil; tendo a solução de impacto como atividade principal; e atuando em uma lógica de mercado, com uma estrutura que busca retornos financeiros (Ferreira, 2022) com remuneração do capital investido (Barki; Rodrigues; Comini, 2020).

Adicionalmente, entende-se que os principais desafios que empresas sociais enfrentam incluem regulamentações governamentais, problemas na adoção de tecnologia e infraestruturas avançadas, ameaças competitivas externas, acesso limitado a fundos ou empréstimos, falta de sensibilização e aquisição de competências e conhecimentos, e conhecimento inadequado sobre questões sociais (Bataineh; Marcuello; Sellero, 2023).

Esse conjunto de aspectos abrem espaço para discussões sobre o ecossistema empreendedor de empresas sociais (Roy; Hazenberg, 2019; Neverauskiene; Pranskeviciute, 2021), conforme discussão a seguir.

2.1.1 Ecossistema de empresas sociais

O interesse pelo empreendedorismo e empresa social nos círculos acadêmicos floresceu nas últimas décadas, emergindo o entendimento que a compreensão desse fenômeno, pode variar significativamente dependendo do local, espaço, cultura, quadros políticos e legais em quais são empreendidos, isto é, do ecossistema em que ocorrem. Além disso, tornar o ecossistema empreendedor propício ao empreendedorismo social é fundamental para o surgimento e o crescimento das empresas sociais (Roy; Hazenberg, 2019).

Esse ecossistema é composto por vários fatores que incluem recursos humanos, capital financeiro, liderança, educação, redes, infraestrutura, serviços de apoio, clientes e histórias de sucesso (Ambati, 2020). Adicionalmente, os estudos do ecossistema empreendedor, em âmbito social, revelam que os países empregam diferentes conceitos, formas, quadros jurídicos, regulação e combinações únicas de atores que historicamente se formaram de baixo para cima ou de cima para baixo, influenciados pelo ambiente sociopolítico específico (Neverauskiene; Pranskeviciute, 2021).

Assim, os ecossistemas de empreendedorismo social/empresa social são concebidos como ambientes geograficamente organizados a nível nacional ou regional para apoio às empresas sociais. Isso não quer dizer que não possam ser maiores (transnacionais) ou menores (nível de cidade, município, ou bairro), mas como a política é geralmente promulgada em nível regional, estadual ou nacional, esse é geralmente o tamanho do ecossistema com que os decisores políticos estão preocupados (Roy; Hazenberg, 2019).

O ecossistema de empresas sociais, também chamado de ecossistema de negócios sociais ajuda os empreendedores a converter as suas ideias em oportunidades viáveis de negócio, desempenhando um papel importante na atração de pessoas que desejam escolher o empreendedorismo social como opção de carreira (Ambati, 2020).

O estudo dos ecossistemas das empresas sociais permite compreender e explicar a criação, o crescimento e a adaptação dos negócios sociais, isto porque, as empresas que estão rodeadas de estruturas de apoio têm muito mais probabilidades de sobreviver e prosperar do que as organizações que existem numa rede esparsa ou inexistente de relações positivas (Els; Kane, 2017).

O desenvolvimento de empresas sociais no ecossistema é impulsionado por associações, movimentos e organismos de financiamento locais e regionais, independentes de instituições estaduais ou municipais. Este contexto cria um ecossistema heterogêneo, formado por relações entre essas empresas e o Estado, outros terceiros setores e estruturas empresariais (Neverauskiene; Pranskeviciute, 2021). Além disso, inclui fundações, centros de investigação, incubadoras, centros de formação, escolas e financiadores (Warnecke, 2018).

Adicionalmente, nesse ecossistema, a presença de múltiplas partes interessadas coloca o empreendedorismo em um contexto social abrangendo redes sociais, capital de investimento, universidades e políticas econômicas que apoiam empreendimentos baseados na inovação, clientes e o governo (Bataineh; Marcuello; Sellero, 2023). Em síntese, um ecossistema de empresas sociais

normalmente possui características sustentadas através de suas relações com vários fatores, como elementos sociais, políticos, econômicos e culturais (Bataineh; Marcuello; Sellero, 2023).

Tem-se, então, que um ecossistema favorável para empresas sociais inclui uma diversidade de provedores de recursos, organizações de apoio suficientes e uma cultura que oferece a oportunidade de aprendizado empreendedor (Muftugil-Yalcin; Mooijman, 2023). Logo, pode ser conceituado como um sistema de nós e conexões com pólos definidos de componentes de negócios e valores sociais compartilhados. Os nós são as diversas organizações envolvidas na criação, sobrevivência, crescimento e regulação de uma empresa social e, portanto, incluem atores estatais, sociais e empresariais (Els; Kane, 2017).

Sobre esse assunto, os principais elementos e agentes componentes de um ecossistema de empresas sociais podem ser categorizados conforme exposto no Quadro 3.

QUADRO 3 – AGENTES E COMPONENTES DO ECOSSISTEMA DE EMPRESAS SOCIAIS

Ator	Descrição e atuação do ator
Líderes sociais	• Empreendedores sociais individuais e coletivos
Governos	• Departamentos ou instituições governamentais que fortalecem o ambiente regulatório, projetam e implementam políticas instrumentos, infraestruturas e medidas de apoio às empresas sociais. • Medidas de apoio com financiamento público para empresas sociais • Sistemas para medir e relatar o impacto social
Cultura em geral	• Cultura cooperativa, experiências de apoio mútuo e experiências comunitárias. • Promove valores sociais, participação na tomada de decisões e empoderamento da sociedade civil.
Histórias de sucesso visíveis	• O público vê que também pode tornar-se empreendedor social. • Inspira jovens e outros membros do público a se tornarem empreendedores sociais.
Pessoas conhecedoras	• Profissionais de conselhos e consultores em empresas sociais. • Constrói estruturas, sistemas, contratações e controles.
Fontes de capital	• Redes sociais e parcerias. • Atrai financiadores para apoiar as empresas sociais.
Associações sem fins lucrativos	• Organizações que podem atuar como órgãos observatórios. • Monitora o desenvolvimento e avalia as necessidades e oportunidades das empresas sociais.
Instituições educacionais	• Universidades e centros de pesquisa. • Dissemina valores sociais.
Geografia	• Locais apropriados para estabelecer empreendimentos sociais. • Próximo de universidades, agências de normalização, formação profissional, fornecedores, empresas de consultoria e associações profissionais.
Formal ou informal grupos	• Empreendedores sociais em diversas redes e países com ampla experiência. • Promove políticas e cooperação com especialistas externos na adoção de novos desenvolvimentos em empresas sociais.
Profissionais orientados para o risco	• Especialistas em diversas especialidades (como consultores técnicos) que atuam na área social. • Troca informações, conhecimentos e habilidades necessárias.

Ator	Descrição e atuação do ator
Potencial dos clientes (público atendido)	• Perspectivas sociais e conexões aprimoradas com os clientes. • Capacita os clientes e os envolve na tomada de decisões.

FONTE: Adaptado de Bataineh, Marcuello e Sellero (2023).

Em síntese, as principais partes interessadas nas empresas sociais, considerando o seu ecossistema, são: consultores, assessores, aceleradoras, incubadoras e organizações de desenvolvimento de negócios, investidores e instituições educacionais; especialistas também são parte essencial, pois são a principal alavanca para as empresas sociais construírem serviços e produtos; investidores e especialmente as empresas de investimento privado e os investidores individuais também têm um relacionamento próximo com as empresas sociais (Okker; Auvinen; Abrahamsson, 2022).

Adicionalmente, instituições educacionais fornecem especialistas e colaboram com empresas sociais em empreendimentos e projetos de pesquisa; atores governamentais têm impacto por meio de regulamentação e legislação; municípios colaboram por meio de projetos-piloto e como clientes; e as organizações de desenvolvimento de negócios oferecem serviços de consultoria (Okker; Auvinen; Abrahamsson, 2022).

As principais classificações quanto aos agentes atuantes no ecossistema de empresas sociais está disposta no Quadro 4.

QUADRO 4 – AGENTES CONSTITUINTES E PRINCIPAIS ATORES DO ECOSSISTEMA DE EMPRESAS SOCIAIS

Agentes constituintes e Principais atores	Autores
Atores individuais, empreendedores, instituições, organizações e processos que apoiam a atividade empreendedora	Roy; Hazenberg, 2019.
Recursos humanos, capital financeiro, liderança, educação, redes, infraestrutura, serviços de apoio, clientes e histórias de sucesso.	Isenberg, 2010; Ambati, 2020.
Ambientes geograficamente organizados a nível nacional ou regional para apoio às empresas sociais.	Roy; Hazenberg, 2019.
Papel do governo como agente facilitar e fomentador do ecossistema para empresas sociais.	Els; Kane, 2017.
Associações, movimentos e organismos de financiamento locais e regionais, tais como fundações, centros de investigação em empresas sociais, incubadoras, centros de formação, escolas e financiadores, entre outras instituições.	Warnecke, 2018.
Redes sociais, capital de investimento, universidades e políticas económicas empreendimentos baseados na inovação, clientes, governo, aspectos económicos e culturais.	Bataineh; Marcuello; Sellero, 2023
Consultores, assessores, aceleradoras, incubadoras, organizações de desenvolvimento de negócios, investidores, instituições educacionais, especialistas, atores governamentais e municípios.	Okker; Auvinen; Abrahamsson, 2022

FONTE: Elaborado pelo autor (2023)

No tocante aos tipos de ecossistemas de empresas sociais, a literatura revela classificações em macroestatística, microestatista, macro-privado e micro-privado (Roy; Hazenberg, 2019), que se formam entre as polaridades estatal versus privado e internacional versus local (Hazenberg, 2016).

O ecossistema macroestatista, predominante em países como Coréia do Sul (Kim *et al.*, 2020), Polónia, França, Sérvia, Áustria (Joy; Hazenberg, 2019) e Albânia, é caracterizado por uma dependência de instituições estatais e internacionais que orientam políticas e mecanismos de financiamento para apoiar o desenvolvimento de empresas sociais (Hazenberg; Bajwa-Patel; Giroletti, 2020). As empresas sociais neste tipo de ecossistema são bastante homogêneas em atividades, formas jurídicas, modelos e dependem de iniciativas locais e da auto-organização de redes ascendentes (Neverauskiene; Pranskeviciute, 2021).

O tipo microestatista está presente em nações como Escócia e Suécia, e também tem como atributo principal a dependência de instituições estatais para financiamento, com o diferencial de que o apoio político está bem integrado a um nível bastante local, particularmente por meio da utilização eficaz de contratos públicos e instrumentos de apoio comunitários financiados pelo Estado (Roy; Hazenberg, 2019).

Esse tipo de ecossistema depende de políticas institucionais locais e é mais comum em estados descentralizados. Outrossim, é altamente enquadrado pelos interesses da comunidade local ou município com ampla diversidade das ES em âmbitos, conceitos, modelos, bem como por uma elevada heterogeneidade entre as regiões (Neverauskiene; Pranskeviciute, 2021).

No tipo macro-privado, predominante na Alemanha e Inglaterra, não há dependência financeira do poder governamental, existindo relativa falta de subsídio financeiro estatal direto, pelo menos em comparação com os outros tipos (Roy; Hazenberg, 2019; Hazenberg; Bajwa-Patel; Giroletti, 2020). Eles são sintetizados por uma dicotomia entre o financiamento estatal limitado a nível nacional para ecossistemas de empresas sociais, mas níveis significativos de apoio político e/ou a criação de quadros jurídicos/regulamentares (Hazenberg; Bajwa-Patel; Giroletti, 2020).

Em outros termos, esse ecossistema é formado em grande parte pela iniciativa privada, fundos de investimento social, e aceleradores privados, com o Estado atuando como facilitador político, mas que não fornece financiamento significativo (Neverauskiene; Pranskeviciute, 2021). Assim, o Estado tem interesse em ajudar as empresas sociais a tornarem-se mais orientadas para o

mercado (mercantilização), formulando políticas públicas para apoiá-las a tornarem-se financeiramente sustentáveis (Roy; Hazenberg, 2019).

Logo, o governo assume o papel de formular políticas e incentivos específicos para desenvolver o setor empresarial social, inclusive no fomento a um estatuto legal como chave para o crescimento do número de ES, uma vez que isso facilita o acesso ao financiamento e ajuda a atrair talentos (Baskaran *et al.*, 2019). Assim, este ecossistema é caracterizado por uma forte orientação para o mercado e pelo domínio de modelos de negócios sociais (Neverauskiene; Pranskeviciute, 2021).

Por fim, o tipo micro-privado, presente na Holanda e Itália, semelhante ao antecessor, caracteriza-se pelo incentivo estatal à mercantilização do setor social, com a intenção de ampliar as fontes de rendimentos. Entretanto, não é necessariamente impulsionado pela política estatal e, sim, por organizações díspares do terceiro setor e do setor privado que operam a nível local, tais como associações, cooperativas, organismos de financiamento regionais, ONG (Hazenberg; Bajwa-Patel; Giroletti, 2020) e o próprio governo local (Roy; Hazenberg, 2019; Neverauskiene; Pranskeviciute, 2021).

Dessa maneira, as capacidades da sociedade civil para se auto-organizar direcionam o sucesso e nível de apoio do ecossistema (Neverauskiene; Pranskeviciute, 2021). A fim de facilitar a distinção entre os tipos de ecossistemas apresentados, o Quadro 5 apresenta uma síntese de suas principais características.

QUADRO 5 – TIPOS DE ECOSSISTEMA DE EMPRESAS SOCIAIS

Tipo de ecossistema de empresa social	Principais características	Autores
Macroestatista	- Dependência governamental de políticas públicas e mecanismos de financiamento. - Empresas sociais homogêneas.	Joy; Hazenberg, 2019; Hazenberg, 2016; Hazenberg; Bajwa-Patel; Giroletti, 2020; Neverauskiene; Pranskeviciute, 2021; Kim <i>et al.</i> , 2020
Microestatista	- Dependência estatal em nível local. - Interesses da comunidade local. - Empresas sociais heterogêneas	Joy; Hazenberg, 2019; Neverauskiene; Pranskeviciute, 2021; Hazenberg; Bajwa-Patel; Giroletti, 2020
Macro-privado	- Apoio governamental para quadros políticos e regulamentações. - Pouco apoio financeiro direto do governo. - Iniciativa privada	Joy; Hazenberg, 2019; Hazenberg; Bajwa-Patel; Giroletti, 2020; Neverauskiene; Pranskeviciute, 2021; Baskaran <i>et al.</i> , 2019
Micro-privado	- Mercantilização do setor social - Impulsionado por organizações do setor privado e do terceiro setor.	HAZENBERG; BAJWA-PATEL; GIROLETTI, 2020; Joy; Hazenberg, 2019; Neverauskiene; Pranskeviciute, 2021; Roy; Hazenberg, 2019

FONTE: Autor (2024)

Como foi mencionado ao longo dessa subseção, um dos elementos relevantes em ecossistemas de empresas sociais são as fontes de financiamento (Ambati, 2020), pois os recursos financeiros estão positivamente associados ao surgimento e consolidação de empresas sociais (Roy; Hazenberg, 2019). Além disso, a instabilidade do ambiente financeiro dificulta o desenvolvimento das empresas sociais e reduz sua longevidade (Arabadzhieva; Vutsova, 2020).

Consequentemente, o ecossistema é muito importante para o empreendimento social discutir suas ideias, apresentar planos de negócios e acessar recursos financeiros (Mason, Brown, 2013), que para essa modalidade de empresas podem ser estruturadas na forma de investimentos de impacto social (IIS). O IIS tem o potencial de abordar objetivos sociais mais amplos ao fornecer dinheiro e crédito muito necessários para comunidades e organizações, tais como as empresas sociais (Ono, 2016). Dada sua relevância, esses investimentos são discutidos a seguir.

2.2 INVESTIMENTO DE IMPACTO SOCIAL

Novas fontes de financiamento com o rótulo de investimento de impacto surgiram para promover o empreendedorismo em comunidades marginalizadas. Tais fontes se enquadram no grupo de investimentos de impacto, mas também são chamadas de investimentos sociais, finanças sociais, investimentos de impacto social (Bhatt; Ahmadb, 2017), investimentos de capital de risco social, investimentos solidários ou investimentos de desenvolvimento comunitário.

Embora essas expressões sejam utilizadas para descrever abordagens amplamente congruentes (Glanzel; Scheuerle, 2016), é pertinente diferenciá-las, ao menos no tocante ao investimento social, investimento de impacto social (IIS) e investimento socialmente responsável (ISR).

Nesse contexto, convém considerar que investimento social e investimento de impacto social possuem sutis diferenças. O investimento social se concentra em um retorno social, mas ao contrário do investimento de impacto social, não tem um foco explícito na medição desses retornos (Daggers; Nicholls 2017). Assim, enquanto o investimento social pode focar em financiar organizações sem fins lucrativos, o investimento de impacto social foca, principalmente, em empresas sociais e substitui doações por financiamentos na forma de empréstimos e patrimônio (Sharam *et al.*, 2017).

Outra distinção importante é entre o investimento de impacto social e o investimento socialmente responsável (ISR ou SRI, do inglês *Socially Responsible Investment*). Enquanto o primeiro está baseado nos aspectos de intencionalidade, expectativas de retorno e estruturas robustas de medição para geração de impacto social, o segundo adota práticas de investimento ético (Ormiston *et al.*, 2015), isto é, envolve a remoção ou escolha ativa de investimentos com base em diretrizes éticas específicas (Biasin *et al.*, 2019; ROUNDY, 2020; Gigante; Sironi; Tridenti, 2023), associadas a preocupações financeiras (Bhatt; Ahmadb, 2017) dos provedores de capital (Gigante; Sironi; Tridenti, 2023) e ativismo de acionistas (Hochstadter; Scheck, 2015) no processo de tomada de decisão de investimento (Hochstadter; Scheck, 2015; Biasin *et al.*, 2022) e seleção de programas sociais (Bukharina; Onyshchenko, 2019).

Para facilitar a distinção entre essas modalidades de investimento, foi elaborado o Quadro 6.

QUADRO 6 – DISTINÇÕES ENTRE AS MODALIDADES DE INVESTIMENTO PARA FINS SOCIAIS

Modalidade de investimento	Características	Autores
Investimento Social	Não foca na medição do retorno social.	Daggers; Nicholls, 2016.
	Pode focar em organizações sem fins lucrativos.	Sharam <i>et al.</i> , 2017.
Investimento de impacto social	Estruturas robustas são indispensáveis.	Daggers; Nicholls, 2016.
	Foco em empresas sociais e substitui doações.	Sharam <i>et al.</i> , 2017.
	Provisionamento de capital para organizações sem fins lucrativos, empresas sociais, fundos, pequenos negócios, organizações não financeiramente atrativas.	Then; Schmidt, 2020; Viscont <i>et al.</i> , 2019; Kumar; Giri, 2020; Hochstadter; Scheck, 2015; Alchleitner <i>et al.</i> , 2011.
	Foco nos produtos e serviços que as empresas produzem.	Biasin <i>et al.</i> , 2022.
Investimento socialmente responsável	Investimento ético	Ormiston <i>et al.</i> , 2015; Biasin <i>et al.</i> , (2022); Roundy, 2020; Gigante; Sironi; Tridenti, 2023
	Diretrizes éticas, ativismo de acionistas e preocupações financeiras.	Bhatt; Ahmadb, 2017; Gigante; Sironi; Tridenti, 2023; Hochstadter; Scheck, 2015; Auer, 2016; Schrötgens; Boenigk, 2017; Castellas; Ormiston; Findlay, 2018
	Tomada de decisão de investimentos a partir da seleção de programas sociais e comunidades.	Hochstadter; Scheck, 2015; Basin <i>et al.</i> , (2022); Bukharina; Onyshchenko2019; Motta; Dini; Sartori, 2017; Rizzi; Pellegrini; Battaglia, 2018.
	Decisão de investimento vinculada a fatores ambientais, sociais e de governança para mitigar hábitos prejudiciais.	Biasin <i>et al.</i> , 2022; Sharam <i>et al.</i> , 2017; Roundy (2020)
	Foco em grandes corporações	Hochstadter; Scheck, 2015
	Redução de riscos às empresas	Biasin <i>et al.</i> , (2022)

FONTE: Autor (2023)

Embora alguns pesquisadores usem os termos IIS e ISR de forma intercambiável, o IIS é a única estratégia que prioriza diretamente o impacto social positivo, razão pela qual se sobrepõe as demais categorias de investimento (Shelby, 2021). O investimento de impacto social (IIS) é tido com uma subforma, estratégia, ou subcampo de investimento social, que são todos aqueles que direta ou indiretamente geram retornos sociais positivos (Hochstadter; Scheck, 2015).

Por conta disso, a expressão investimento de impacto social é adotada nessa pesquisa por representar uma diferenciada classe de ativos (Achleitner; Spiess-Knafl; Volk, 2014), um novo paradigma para as políticas sociais enraizadas no discurso neoliberal, que adota o termo impacto para distinguir-se de outras formas de investimento e enfatizar a primazia da missão social como motivação dos investidores (Daggers E Nicholls, 2016; Calderini *et al.*, 2018).

Nesse sentido, alguns autores relatam que esses investimentos foram introduzidos em 2007 (Rodin; Brandenburg 2014; Sharam *et al.*, 2017), quando a Fundação Rockefeller convidou líderes em finanças, filantropia e desenvolvimento para discutir a necessidade e os meios de construir uma indústria global que buscasse investimentos com impacto social e ambiental positivo (Hochstadter; Scheck, 2015; Michelucci, 2017) para mobilizar o capital necessário para financiar problemas da sociedade (Abrahams; Walaza, 2019).

Nesse contexto, outros pesquisadores expõem que embora a ideia de investir dinheiro em objetivos sociais ou ecológicos não seja novidade e possa ser rastreada por séculos, já que tem raízes históricas em instituições religiosas, cooperativas e sociedades mútuas (Rizzi; Pellegrini; Battaglia, 2018), a ideia de alavancar mecanismos de capital de risco para fins sociais é relativamente nova (Glanzel; Scheuerle, 2016) e foi impulsionada pela globalização, tendências demográficas de longo prazo, mudanças nas preferências do consumidor e o estado das finanças públicas (Martins, 2015).

Dessa forma, esses investimentos são aportes financeiros em empresas, organizações e fundos (Islam, 2021) com a intenção de gerar, simultaneamente, impacto social e ambiental com retorno financeiro (Abrahams; Walaza, 2019; Viviers; Villiers, 2021; Okker; Auvinen; Abrahamsson, 2022).

Adicionalmente, o IIS é visto como uma estratégia de gestão de crises usada por formuladores de políticas com o objetivo de deslocar o lócus de responsabilidade pelas desigualdades sociais do Estado e dos mercados econômicos para o indivíduo e a sociedade civil (Mollinger-Sahba *et al.*, 2020). Outrossim, são anticíclicos, diferentemente da maioria dos tipos de

ativos financeiros e, portanto, podem ser úteis para a diversificação do portfólio de investidores (Biasin *et al.*, 2019).

Portanto, no IIS o impacto social é classificado como superior ou pelo menos equivalente aos retornos financeiros (Glanzel; Scheuerle, 2016). Em verdade, essa modalidade de investimento melhora intencionalmente os resultados sociais por meio do uso de mecanismos próprios do mercado financeiros para gerar ganhos sociais (Ono, 2016; Muir *et al.*, 2017), representando uma tendência de financeirização do desenvolvimento social (Green, 2023).

Sob essa percepção, o IIS combina objetivos filantrópicos com a tomada de decisões financeiras convencionais, ocupando um meio termo entre investimentos tradicionais e atividades de financiamento que não buscam retornos financeiros, como doações ou filantropia (Berndt; Wirth, 2018). Esse tipo de investimento é considerado uma variante da filantropia de risco ou do capitalismo filantrópico, que opera com a crença de que fazer o bem, fazendo bons negócios, é a melhor abordagem para resolver problemas sociais arraigados (Mitchel, 2016).

Por conta disso, é predominantemente visto como parte de um diversificado mix de financiamento (Heaney *et al.*, 2017). Logo, diferente das empresas comuns que buscam o lucro máximo por meio do investimento, o IIS é uma opção estratégica que transcende a doação de caridade e visa o crescimento do impacto social por meio das atividades lucrativas com retorno econômico (Shengfen, 2018; Santamarta *et al.*, 2021).

Por conseguinte, representa uma troca entre o investidor e a investida em relação a questões sociais que devem estar relacionadas à provisão de bens públicos ou privados necessários às pessoas em risco, a partir da atuação de organizações intermediárias como bancos sociais e bancos de investimento social (Shengfen, 2018).

Nessa tese, o IIS refere-se ao comportamento e motivações de investimento de indivíduos (Motta; Dini; Sartori, 2017), empresas ou instituições com benefícios sociais e ambientais positivos, observáveis, e a intenção de retorno do investimento (Liu; Yin, 2021). Três características, estabelecidas pela *Global Impact Investing Network* (2016), definem os parâmetros da definição de investimento de impacto social: intencionalidade, expectativas de retorno e estruturas robustas para avaliar o impacto social e ambiental (Calderini *et al.*, 2018).

Dito em outras palavras, no IIS os retornos sociais são intencionais e proativos e o capital emprestado deve ser reembolsado (Calderini *et al.*, 2018; Harder; Scheepers, 2023); (I) gerar

impacto social positivo específico e (II) medir com precisão o alcance de suas metas de resultado social (Biasin *et al.*, 2019).

Nesse cenário, estudiosos definem que as características essenciais que se repetem nos estudos sobre IIS, estão sintetizadas em: a) busca conjunta de impacto social ou ambiental; b) impacto social ou ambiental intencional; impacto social ou ambiental mensurável; e faixa de expectativas de retorno financeiro (Magomedova; Roig; Bastida-Vialcanet, 2020).

Sob esses parâmetros, os investidores de impacto social adotam como missão contribuir ativa e intencionalmente com soluções para melhorar a situação ambiental e social (Glanzel; Scheuerle, 2016; Michelucci, 2017), inclusive com metas e estratégias de impacto (Gigante; Sironi; Tridenti, 2023). Essa característica os distingue dos investimentos que geram um retorno social incidental ou não intencional (Hochstadter; Scheck, 2015; Sharam *et al.*, 2017).

Quanto a expectativa de retorno, os investidores que optam por essa estratégia de alocação de recursos, esperam um retorno financeiro junto com a consecução dos objetivos sociais (SHARAM *Et Al.*, 2017; BIASIN *et al.*, 2022). Tem-se então que os IIS visam intencionalmente empreendimentos que tenham um objetivo social e/ou ambiental específico, juntamente com um modelo de negócios, baseado em mecanismos economicamente eficazes (Shengfen, 2018), que possa gerar retornos financeiros (Bhatt; Ahmadb, 2017), isto é, o retorno do aporte de capital acrescido de juros (Wiggan, 2018) ou dividendos (Glanzel; Scheuerle, 2016).

Além disso, no que se refere à dimensão financeira, o retorno do principal investido, ainda que seja apenas a cobertura da inflação (Rizzi; Pellegrini; Battaglia, 2018), é um requisito mínimo para o IIS, que o difere de doações e filantropia, por exemplo (Hochstadter; Scheck, 2015) e cria condições para novas rodadas de investimento (Roundy, 2020).

No tocante as estruturas robustas para medir e avaliar o impacto social e ambiental – juntamente com indicadores financeiros, o objetivo é demonstrar o valor do investimento para todas as partes interessadas, com foco particular nos dados que podem ser comunicados aos investidores para pagamento, fortalecimento da responsabilidade e transparência (Muir *et al.*, 2017; Sharam *et al.*, 2017).

Para alguns estudiosos, a medição do impacto é a característica mais importante do investimento de impacto social, pois evita adivinhações e dados unicamente qualitativos ou quantitativos e se concentra em dados de impacto mensuráveis e confiáveis (Gigante; Sironi; Tridenti, 2023).

Consequentemente, a avaliação não ocorre apenas em termos de dinheiro, mas também em relação à sustentabilidade, capacidade de aceitação social e seu impacto na sociedade como um todo, ou seja, em uma sistemática e integrada avaliação de fatores monetários e não monetários (Raikkonen *et al.*, 2016), que envolvem aspectos ambientais e culturais (Hochstadter; Scheck, 2015).

Logo, o IIS concentra-se no papel mais amplo dos negócios na criação de valor, por meio de inovação e desenvolvimento social (Liu; Yin, 2021), para grupos e indivíduos que não podem influenciar outros negócios e gerar soluções para problemas da população (Harder; Scheepers, 2023). Nesse entendimento, o IIS é direcionado às organizações que fazem do resultado social a sua missão (Biasin *et al.*, 2019), por meio da produção de produtos ou oferta de serviços que atendam necessidades sociais ou ambientais (Magomedova; Roig; Bastida-Vialcanet, 2020).

Dessa forma, o IIS é convencionalmente definido em torno da motivação social do investidor e do tipo de organização da investida – negócios híbridos, não totalmente comerciais cujos objetivos sociais estão acima da maximização do lucro (Hochstadter; Scheck, 2015). Logo, as investidas não estão restritas a uma forma jurídica específica, mas devem cumprir os requisitos mencionados (Hochstadter; Scheck, 2015).

Entretanto, ainda que essas perspectivas sobre intencionalidade, retornos e medição sugiram o entendimento básico do investimento de impacto social para melhorar intencionalmente os resultados sociais por meio do uso de mecanismos financeiros, ainda não há um entendimento claramente articulado sobre o papel que a medição desempenha na definição desses investimentos (Muir *et al.*, 2017).

Em vista disso, o IIS está no centro de um amplo “impacto contínuo” que vai da filantropia ao investimento responsável e sustentável, sem substituir nenhum deles (Michelucci, 2017), e inclui todas as práticas que buscam alcançar um impacto social positivo (Ono, 2016).

Nessa discussão, os IIS representam transações combinadas baseadas em estruturas híbridas (Roundy, 2020) e de valor misto (Gigante; Sironi; Tridenti, 2023), que combinam uma lógica social, chamada de lógica de impacto ou de bem-estar com uma lógica institucional comercial (Moran; Ward-Christie, 2022).

Dessa maneira, IIS é uma classe de ativos emergente, que se encontra na interseção do financiamento privado e do financiamento orientado (Kumar; Giri, 2020) ao entregar valor

combinado, decorrente da combinação de lógicas potencialmente conflitantes, como a filantropia e os gastos governamentais (Castellas; Ormiston; Findlay, 2018).

Quanto aos seus campos de aplicação, embora os investidores de impacto sejam heterogêneos (Islam, 2021), o IIS fornece capital para enfrentar os desafios mais urgentes do mundo (Kumar; Giri, 2020), em áreas como habitação popular (Heaney *et al.*, 2017; Islam, 2021); inclusão financeira, acesso à energia limpa, serviços financeiros, agricultura, saúde, educação e (Bukharina; Onyshchenko, 2019; Kumar; Giri, 2020; Islam, 2021; Viviers; Villiers, 2021).

Outrossim, o IIS tendo sido também adaptado para as artes (Whitaker; Grannemann, 2019), custeio de iniciativas culturais e aporte financeiro em favor de organizações do terceiro setor que atuam como prestadoras de serviços no enfrentamento de questões sociais e de saúde relevantes (Minguzzi; Modina; Gallucci, 2019).

De igual forma, os IIS produzem bens e serviços que devem ser o menos rivais e exclusivos possíveis e visam resolver problemas sociais e ambientais como acesso à água potável e gestão dos recursos hídricos, redução da desigualdade social e econômica, proteção dos direitos humanos, melhoria da produtividade e redução pobreza, combate à poluição ambiental, proteção da biodiversidade, utilização sustentável do solo, acesso seguro à nutrição, resolução de conflitos e muitas outras ações que visam a resolução de problemas sociais, econômicos, políticos e ambientais (Andrikopoulos, 2020).

Por outro lado, esse tipo de investimento pode gerar impacto social positivo ou negativo, com o impacto negativo propenso a ser *greenwashing* (falsa divulgação sobre sustentabilidade), em que os investidores lucram com os mercados verdes emergentes ou inadvertidamente causam resultados externos desfavoráveis ao meio ambiente ao fabricar “produtos verdes” (Shengfen, 2018) ou quando tecnologias de energia aparentemente limpa inadvertidamente destroem ambientes ou habitats ao redor (Shelby, 2021).

Sobre esse assunto, o setor de investimento de impacto social já enfrenta duras críticas em relação ao potencial de “lavagem de impacto”, que pode resultar da falta de envolvimento significativo das partes interessadas e da resultante falta de materialidade na forma como o impacto é determinado e relatado (Bolinson; Allan, 2022).

Para essa tese, o investimento de impacto social é o investimento intencional em empresas sociais com o intuito de alcançar retorno financeiro e social simultaneamente (Hochstadter; Scheck, 2015; Magomedova; Roig; Bastida-Vialcanet, 2020; Bacuilima *et al.*, 2023).

O quadro 7, a seguir, sintetiza alguns dos principais aspectos identificados ao longo dessa subseção.

QUADRO 7 – PRINCIPAIS ASPECTOS DO INVESTIMENTO DE IMPACTO SOCIAL

Aspectos discutidos/defendidos	Autor (es)
Mistura de retornos sociais e/ou ambientais e financeiros.	Rodin; Brandenburg, 2014; Sharam <i>et al.</i> , 2017; Aggarwal; Elembilassery, 2018; Islam, 2021; Abrahams; Walaza, 2019; Viviers; Villiers, 2021; Okker, Auvinen; Abrahamsson, 2022; Muir <i>et al.</i> , 2017; Mollinger-Sahba <i>et al.</i> , 2020.
Transações combinadas em estruturas híbridas	Roundy, 2020; Gigante, Sironi; Tridenti, 2023; Moran; Ward-Christie, 2022; Harders; Scheepers, 2023; Visconti <i>et al.</i> , 2019; Kumar; Giri, 2020; Castellás, Ormiston; Findlay, 2018; Hochstadter; Scheck, 2015
Investimento em empresas sociais	Hill, 2011; Hochstadter; Scheck, 2015; Magomedova, Roig; Bastida-Vialcanet, 2020; Bacuilima <i>et al.</i> , 2023.
Abrange propósito, meio ambiente, direitos humanos e lucros	Whitaker; Grannemann, 2019
Financeirização do desenvolvimento social	Ono, 2016; Muir <i>et al.</i> , 2017; Green, 2023; Heaney <i>et al.</i> , 2017; Shengfen, 2018; Santamarta <i>et al.</i> , 2021.
Comportamento de investimento de indivíduos, empresas e instituições promotoras de benefícios sociais e ambientais positivos.	MOTTA; DINI; SARTORI, 2017; LIU; YIN, 2023.
Requisitos para o investimento de impacto social: intencionalidade, expectativa de retorno e estruturas robustas de avaliação de resultados sociais.	Calderini <i>et al.</i> , 2018; Muir <i>et al.</i> , 2017; Shengfen (2018); Glanzel; Scheuerle, 2016; Michelucci, 2017; Gigante, Sironi; Tridenti, 2023; Hochstadter; Scheck, 2015; Sharam <i>et al.</i> , 2017; Biasin <i>et al.</i> , 2022; Shengfen, 2018; Bhatta; Ahmadb, 2017; Iggan, 2018; Rizzi, Pellegrini; Battaglia, 2018; Roundy, 2020; Muir <i>et al.</i> , 2017; Sharam <i>et al.</i> , 2017; Raikkonen et al., 2016; Minguzzi, Modina; Gallucci, 2019; Spiess- Knafli; Jansen, 2014; Djan <i>et al.</i> , 2022; Magomedova, Roig; Bastida-Vialcanet, 2020.
Os retornos sociais são intencionais, os retornos sociais são proativos e o capital emprestado deve ser reembolsado	Calderini <i>et al.</i> , 2018; Harders; Scheepers, 2023.
Inovação e desenvolvimento social	Liu; Yin, 2021; Biasin <i>et al.</i> , 2019; Magomedova, Roig; Bastida-Vialcanet, 2020; Andrikopoulos, 2020
Principais aplicações em habitação popular, inclusão financeira, energia limpa, serviços financeiros, agricultura, saúde, educação, cultura, acesso à água potável e gestão dos recursos hídricos, redução da desigualdade social e econômica, proteção dos direitos humanos, melhoria da produtividade e redução pobreza, combate à poluição ambiental, proteção da biodiversidade, utilização sustentável do solo, acesso seguro à nutrição, resolução de conflitos.	Heaney <i>et al.</i> , 2017; Islam, 2021; Bukharina; Onyshchenko, 2019; Kumar; Giri, 2020; Viviers; Villiers, 2021; Whitaker; Grannemann, 2019; Minguzzi, Modina; Gallucci, 2019; Andrikopoulos, 2020.
Distinções entre investimentos de impacto social e investimento socialmente responsável	Ormiston <i>et al.</i> , 2015; Biasin <i>et al.</i> , 2019; Roundy, 2020; Gigante, Sironi; Tridenti, 2023; Bhatta; Ahmadb, 2017; Hochstadter; Scheck, 2015; Bukharina; Onyshchenko, 2019; Auer, 2016; Ono, 2016; Shengfen, 2018; Then; Schmidt, 2020; Visconti <i>et al.</i> , 2019; Kumar; Giri, 2020; Schrötgens; Boenigk, 2017; Achleitner <i>et al.</i> , 2011; Hazenberg, Seddon; Denny, 2015; Castellás, Ormiston; Findlay, 2018.
Críticas e potenciais desvios no uso do investimento de impacto social	Shengfen, 2018; Shelby, 2021; Bolinson; Allan, 2022.

FONTE: Elaborado pelo autor (2023)

Tendo em vista a escassez de recursos para o empreendedorismo social, o IIS desempenha o papel de medidor de impacto dentro das empresas sociais, procurando promover os objetivos do empreendedor e da empresa social (Bacuilima *et al.*, 2023). Além disso, esse investimento é uma subforma de investimento de impacto com foco em empresas sociais (Hochstadter; Scheck, 2015).

Nessa discussão, para esses negócios, três grupos de stakeholders são prioritários no IIS: o investidor, intermediários e beneficiários (Harder; Scheepers, 2023). Esses agentes estão melhor discutidos no tópico a seguir.

2.2.1 Componentes do Investimento de Impacto Social

Diferentes estudiosos delinearão que os principais componentes do investimento de impacto social podem ser rastreados em três áreas (Magomedova; Roig; Bastida-Vialcanet, 2020; Biasin *et al.*, 2022; Harder; Scheepers, 2023) I) lado da demanda, que inclui necessidades sociais e provedores de serviços sociais (Biasin *et al.*, 2022), assim como os beneficiários diretos e pessoas a quem as intervenções financiadas se destinam a ajudar (Muir *et al.*, 2017); (II) Lado da oferta, derivado dos *pools* de capital e investidores; e (III) intermediários de transações financeiras e instrumentos de financiamento (Biasin *et al.*, 2022).

Nessa pesquisa, o lado da demanda, tido como de geradores de impacto, é composto por organizações que têm uma missão social, definem objetivos e medem sua realização (LYONS; KICKUL, 2013), isto é, são as organizações que recebem investimentos de impacto social.

Sobre essas organizações, entende-se que podem ser tanto organizações do setor social, como fundações e cooperativas sociais, quanto empresas sociais, posto que não há consenso sobre a natureza e tipologia das organizações receptoras de investimentos de impacto social (Magomedova; Roig; Bastida-Vialcanet, 2020). Em outros termos, os investidores olham para o mundo em busca de problemas que devem ser melhorados e depois para as empresas que poderiam resolvê-los (Okker; Auvinen; Abrahamsson, 2022).

Os intermediários, por sua vez, conectam investidores e organizações geradoras de impacto, nos casos em que os investidores não investem diretamente nessas instituições. Este tipo de ator inclui entidades bancárias éticas e tradicionais, gestores de fundos de investimento, plataformas de financiamento, entre outros (Nicholls; Emerson, 2015; Magomedova; Roig; Bastida-Vialcanet,

2020). Eles intermediam transações, produtos e oportunidades de investimento; capacidade de suporte e prontidão para investimento; apoiam a medição do impacto e o monitoramento do desempenho do investimento; e empreendem a construção de redes (Muir *et al.*, 2017).

No grupo de intermediários, também podem ser incluídas organizações de consultoria, empresas de investimento e bancos comerciais que apoiam empresas sociais iniciantes em formas de aconselhamento, orientação, treinamento e visam conectar empresas com investidores e outras partes interessadas, afetando significativamente o financiamento disponível às empresas sociais (Okker; Auvinen; Abrahamsson, 2022).

Organizações sem fins lucrativos como associações laicas, fundações de bancos e empresas e instituições religiosas; organizações com fins lucrativos, como empresas de consultoria, empresas sociais e outras empresas com fins lucrativos; administração pública, que inclui organismos públicos regionais e centrais; e investidores de varejo e institucionais, também são vistos como intermediários (Michelucci, 2017).

De igual modo, as instituições educacionais são intermediárias e estão relacionadas ao IIS de três maneiras: fornecem especialistas para impactar os mercados de investimento; avançam em pesquisas sobre o ecossistema; colaboram com empresas privadas e organizações públicas para construir novos produtos e serviços e colaborar em projetos de pesquisa (Okker; Auvinen; Abrahamsson, 2022).

Os investidores de impacto, que serão melhor discutidos adiante, são os atores encarregados de fornecer o capital necessário para entidades financiadoras e empresas sociais. Esse grupo é também chamado de compradores de impacto, apresentados como entidades e indivíduos que fornecem a receita necessária para empresas que geram impacto social (Magomedova; Roig; Bastida-Vialcanet, 2020).

Nessa discussão, vários atores atuam nesse grupo, tais como administrações públicas, projetos sociais, empresas, governos, empresas sociais, organizações sem fins lucrativos, fundações, investidores institucionais, indivíduos de alto patrimônio, instituições de pesquisa, gestoras de ativos, incubadoras e aceleradoras, capacitadoras, consultorias, instituições financeiras e fundos de *crowdfunding* (Okker; Auvinen; Abrahamsson, 2022; Ormiston; Seymour, 2014; Magomedova; Roig; Bastida-Vialcanet, 2020).

Discutidos aspectos básicos à compreensão do investimento de impacto social como fonte de financiamento às empresas sociais, o próximo tópico discute uma abordagem teórica que discute

a natureza das fontes de financiamento para organizações sem fins lucrativos e empresas sociais (Felipe; Johnson, 2018; Magomedova; Roig; Bastida-Vialcanet, 2020), inclusive para aquelas inseridas em ecossistemas, foco dessa pesquisa.

2.3 *BENEFITS THEORY OF NONPROFIT FINANCE* (TEORIA DOS BENEFÍCIOS DAS FINANÇAS SEM FINS LUCRATIVOS)

A teoria dos benefícios das finanças Sem Fins Lucrativos incorpora características que afetam o acesso às fontes de receita das organizações sem fins lucrativos (Guo; Peng, 2020). Ela distingue fontes de receita de benfeitores, como doações, subsídios, contratos e captação de recursos; e fontes de receita geradoras de renda, como associações, renda de investimento, vendas de bens e programas de serviços (Aschari-Lincoln; Jager, 2016).

Inicialmente proposta como uma teoria financeira sobre organizações sem fins lucrativos (Young, 2007) e posteriormente estendida para explicar o financiamento da empresa social (Young 2015, 2017), essa teoria argumenta que a carteira de renda de uma empresa social deve corresponder aos tipos de serviços e benefícios ofertados à sociedade (Young, 2017).

Em outras palavras, o mix de apoio financeiro depende dos beneficiários, benefícios fornecidos pela organização (Young, 2007, 2017; Searing *et al.*, 2022) e principalmente da missão da instituição (Stühlinger; Hersberger-Langloh, 2021). Nessa conjuntura, essa teoria destaca a relação direta entre a natureza das receitas sem fins lucrativos – de origem privada, doação ou pública – e os beneficiários das organizações sociais (Aschari-Lincoln; Jacobs, 2018).

No âmbito das empresas sociais, tem-se que esses empreendimentos fornecem serviços para favorecer vários grupos de constituintes, e tais benefícios incluem benefícios para clientes individuais, isto é, benefícios privados; benefícios para um subgrupo da sociedade, chamados de benefícios de grupo; benefícios para a sociedade como um todo, colocados como benefícios públicos; e benefícios para grupos ou instituições que fornecem recursos e esperam retorno, logo, benefícios de troca (Young 2017; Guo; Peng, 2020).

Assim, sob o âmbito dos benefícios de troca as empresas sociais acessam fontes externas de financiamento, dentre as quais está o investimento de impacto social. Dessa maneira, em linha com os objetivos dessa tese, e sob a ótica dos benefícios de troca, é possível discutir os grupos de investidores que fornecem financiamento a esses negócios.

No tocante ao fornecimento de capital para empreendimentos sociais, segundo essa teoria, as perspectivas dos empreendedores sociais no estágio inicial, determinam as fontes de financiamento para seus empreendimentos (Young, 2015). Logo, os empreendedores são mais propensos a serem bem-sucedidos, neste estágio, se conseguirem combinar os benefícios prometidos de seus empreendimentos com os interesses das fontes de capital (Guo; Peng, 2020).

Para tanto, a escolha da forma organizacional, missão, prestação de serviços e benefícios, embora predominantemente definido pelos interesses dos empreendedores, são moldados por potenciais fontes de capital (Young, 2017). Consequentemente, uma forma com fins lucrativos é preferida se os investidores forem a fonte potencial de capital, enquanto uma forma sem fins lucrativos será selecionada se a filantropia for a fonte escolhida (Guo; Peng, 2020).

Conforme essa teoria, as empresas sociais com fins lucrativos, foco dos investimentos de impacto social nessa tese, com maior ênfase em objetivos financeiros acumulam benefícios privados para os clientes por meio da venda de bens e serviços; assim como pela recepção de recursos financeiros externos de investidores (Guo; Peng, 2020).

Em verdade, essa teoria direciona mais esforços para duas categorias de receitas: doação e geração de rendas por atividades de vendas de produtos e serviços (Fischer; Wilsker; Young, 2010), direcionando pouca discussão às fontes externas decorrentes do investimento de impacto social, trabalhado nesse estudo.

A teoria destaca que durante a fase de inovação, as empresas sociais iniciantes tendem a acessar receitas de doadores de fundações e governos, enquanto em estágios posteriores, elas acessam receitas geradoras de renda de atividades econômicas, tais como bancos e investidores sociais (Aschari-Lincoln; Jager, 2016). Embora essa abordagem teórica abra discussões sobre esses agentes investidores, restringe seu debate as escolhas do empreendedor social, sem uma discussão aprofundada sob o “olhar” dessas fontes externas.

De modo que sua literatura, embora forneça insights profundos, concentra-se diretamente nas prioridades das organizações sociais e, apenas, indiretamente nas prioridades dos recursos financeiros (Aschari-Lincoln; Jager, 2016), isto é, dos provedores de capital. Assim, embora essa lente teórica seja relevante para estudo do investimento de impacto social em empresas sociais, não inclui debates direcionados sobre as fontes de financiamento, os mecanismos de investimentos e os instrumentos financeiros disponibilizados e acessíveis às empresas sociais (Aschari-Lincoln;

Jager, 2016), deixando espaço para sua ampliação sob a ótica dos investidores, isto é, dos financiadores desses negócios.

Além disso, essa perspectiva revela a necessidade de conhecimentos empíricos sobre as prioridades de financiamento (investidores), dependendo da natureza do beneficiário (Aschari-Lincoln; Jager, 2016). Embora essa teoria seja comumente aplicada para explicar as finanças das organizações sem fins lucrativos, ela detém amplo potencial para ser explorada na compreensão mais ampla das finanças das empresas sociais (Searing *et al.*, 2022).

Outrossim, a amplitude dos tipos de receitas das organizações sem fins lucrativos, como taxas, contribuições, apoio governamental e retorno de investimento (Young, 2017) se sustentam em uma ampla variedade de combinações que também são identificadas em empresas sociais com fins lucrativos, demonstrando a aderência dessa lente teórica a esses negócios (Searing *et al.*, 2022).

Corroborando esse entendimento, a percepção de que as empresas sociais existem praticamente no mesmo espaço que as organizações sem fins lucrativos convencionais, produzindo um tipo de bem ou serviço para um beneficiário pretendido com a possibilidade de financiamento de várias fontes (Battilana; Lee, 2014; Dees, 1998; Searing *et al.*, 2022).

Se entendermos que a intencionalidade do investidor (Calderini *et al.*, 2018) e da empresa social (HEANEY *Et Al.*, 2017; BACUILIMA *et al.*, 2023) é um dos requisitos para investimento de impacto social (Aschari-Lincoln; Jacobs, 2018) e que a missão (intencionalidade) torna-se a variável-chave na teoria dos benefícios (Stühlinger; Hersberger-Langloh, 2021), como preditiva da composição da carteira de rendimentos (Young; Kim, 2015), essa abordagem teórica se estende ao financiamento desses negócios. Assim, há espaço e necessidade para que a teoria dos benefícios seja aplicada, além do setor sem fins lucrativos, às empresas sociais e a um número crescente de outras formas jurídicas (Zook, 2020).

Assim, a teoria dos benefícios deve ser aplicada às empresas sociais com um nível adicional de nuances que não é necessário para as organizações sem fins lucrativos tradicionais (Searing *et al.*, 2022), discutindo a composição da carteira de receita e financiamento de forma holística, ao mesmo tempo em que aborda as nuances das fontes de receita individuais dessas empresas (Zook, 2020).

Discutidos aspectos básicos à compreensão da teoria dos benefícios de financiamento sem fins lucrativos e sua aderência ao financiamento das empresas sociais, o próximo tópico discute o

mercado de investimento de impacto social, destacando as origens do investimento para empresas sociais e destacando as principais fontes disponíveis.

2.4 MERCADO E FONTES DE INVESTIMENTO DE IMPACTO SOCIAL

O mercado de investimento de impacto social é um mercado “preocupado” e fortemente moldado por preocupações coletivas com questões sociais e ambientais (Mollinger-Sahba *et al.*, 2021b). Esse mercado tem se desenvolvido significativamente em países como Estados Unidos, Canadá, Reino Unido, Holanda e Dinamarca, que foram pioneiros na utilização dessa modalidade de financiamento (Magomedova; Roig; Bastida-Vialcanet, 2020).

Para as empresas sociais, esse mercado representa o acesso a diferentes opções de financiamento, sejam elas convencionais, a exemplo de bancos; ou extremamente inovadores, como plataformas de financiamento coletivo (Satar; John, 2019; Minguzzi; Modina; Gallucci, 2019).

Esse mercado apela a investidores com mentalidade social, como organizações filantrópicas, comunidades e indivíduos com motivação pró-social, que estão buscando cada vez mais modelos inovadores para alocar recursos financeiros em iniciativas que maximizem o retorno social do investimento (Rizzi; Pellegrini; Battaglia, 2018).

O mercado de investimento de impacto, como qualquer outro mercado, é uma combinação de demanda de capital, intermediários (discutidos anteriormente) e oferta de capital de impacto (Andrikopoulos, 2020). Outrossim, a oferta de investimentos específicos para empresas sociais está se expandindo com programas especializados em investimento de impacto social em todo o mundo (Mirza *et al.*, 2020; Rizzi; Pellegrini; Battaglia, 2018).

O lado da oferta compreende corporações (Banhatti, 2016; Felipe; Johnson, 2018), governo (Michelucci, 2017; Rizzi; Pellegrini; Battaglia, 2018) bancos e outras instituições financeiras (Michelucci, 2017; Muir *et al.*, 2017; Calderini; Chiodo; Michelucci, 2017); bancos sociais (Hazenber; Seddon; Denny, 2015), cooperativas de crédito (Aisaiti *et al.*, 2019), poupança coletiva (Calderini; Chiodo; Michelucci, 2017), instituições religiosas (Aschari-Lincoln; Jacobs, 2018) e fundos de investimento (Andrikopoulos, 2020).

Além destes, a oferta também é representada por instituições públicas; indivíduos de alto patrimônio (Muir *et al.*, 2017; Rizzi; Pellegrini; Battaglia, 2018; Minguzzi; Modina; Gallucci,

2019; Rathee; Aggarwal, 2022), fundações (Calderini; Chiodo; Michelucci, 2017), investidores anjos (Rathee; Aggarwal, 2022), comunidade e outros fundos de desenvolvimento (Bhatt; Ahmadb, 2017).

Nesse vasto conjunto de atores, as empresas sociais podem escolher entre uma ampla gama de recursos financeiros (Bhatt; Ahmadb, 2017), incluindo ferramentas características do setor sem fins lucrativos (tais como doações em espécie, financiamento público, subvenções privadas, taxas de adesão e contribuições), ferramentas do setor com fins lucrativos (tais como ganhos receita, dívida e ações) ou dispor de ferramentas híbridas que combinem vários elementos dos dois setores (tais como investimento de impacto social) (Searing *et al.*, 2022).

Além disso, embora as fontes e ferramentas mencionados acima sejam os principais provedores de capital, não é possível fazer uma generalização, pois as configurações do mercado de IIS não estão evoluindo igualmente nos contextos nacionais (Minguzzi; Modina; Gallucci, 2019). Nesse contexto, é importante compreender que os investidores atuantes no mercado de investimento de impacto social podem assumir lógicas distintas que influenciam os instrumentos utilizados conforme debate apresentado no próximo tópico.

2.4.1 Investidores e Lógicas de Investimento em Impacto Social

Há uma nova tendência que sugere que uma proporção de investidores modernos são socialmente preocupados e tendem a se concentrar mais em retornos sociais do que em retorno financeiro (Djan *et al.*, 2023). Assim, os investidores individuais ou organizações e instituições que investem sistematicamente em projetos e empresas sociais, a fim de desenvolver um efeito social e obter rendimentos comerciais (em parte, como opção), são considerados investidores sociais (Bukharina; Onyshchenko, 2019).

Entretanto, as decisões de investimento são tomadas em um ambiente operacional complexo e turbulento, onde os tomadores de decisão são tipicamente confrontados com múltiplas necessidades, requisitos e valores (Raikkonen *et al.*, 2016). Por conseguinte, os investidores em IIS são geralmente descritos como dotados de lógicas *finance-first* ou *impact-first* (Freireich; Fulton 2009; Hochstadter; Scheck, 2015; Biasin *et al.*, 2022; Moran; Ward-Christie, 2022; Rathee; Aggarwal, 2022).

Essas lógicas estão baseadas na percepção de retorno financeiro e de ativos (Bukharina; Onyshchenko, 2019), e têm se mostrado um fator explicativo importante para o comportamento do investimento de impacto social (Hochstadter; Scheck, 2015). Logo, enquanto os primeiros priorizam o retorno financeiro com um piso para o impacto não financeiro, os últimos fazem o oposto (Hochstadter; Scheck, 2015).

Nesse entendimento, os investidores de impacto atuam em classes que variam de mercado concessionado a taxas de mercado (Bukharina; Onyshchenko, 2019). Os investidores *finance-first* exigem retornos financeiros não concessionais e os investidores de impacto colocam o resultado social em primeiro lugar e estão dispostos a aceitar retornos abaixo das taxas de mercado (Muir *et al.*, 2018).

Sob a primeira lógica, investidores tipicamente comerciais (Freireich; Fulton, 2009), como gestores de fundos, investidores de dívida privada e investidores de *private equity* (Heaney *et al.*, 2017), bancos, fundos de pensões, fundos soberanos e instituições financeiras de desenvolvimento (Viviers; Villiers, 2021) exigem uma taxa de retorno ajustada ao risco (Roundy, 2020; Freireich; Fulton 2009; Muir *et al.*, 2017).

Na lógica *finance-first*, os investidores não estão dispostos a fazer sacrifícios financeiros para atingir seus objetivos (Sharam *et al.*, 2017; Islam, 2021), mas distinguem-se dos investimentos sem impacto pela intencionalidade, exigência de medição de resultados (Aschari-Lincoln; Jacobs, 2018) e são notáveis por discernir as oportunidades de investimento que os investidores comuns não veem (Moran; Ward-Christie, 2022). Nesse cenário, esta lógica, embora orientada comercialmente, não se apresenta como uma lógica comercial pura (Pache; Santos, 2013).

De forma semelhante, outros autores abordam aspectos da lógica *finance-first* chamando-a de lógica comercial-social. Os investidores que operam sob essa racionalidade se assemelham a lógica comercial, inclusive em seus critérios para tomada de decisão, e expressam claramente o desejo de criar impacto social positivo, isto é, privilegiam a rentabilidade e o retorno financeiro, mas também há uma clara vontade de criar mudanças sociais (Moran; Ward-Christie, 2022).

Consequentemente, algumas empresas sociais argumentam que a tomada de decisão dos investidores ainda é predominantemente moldada por esse raciocínio econômico, moldado por orientações de retorno financeiro e com raízes nos setores de capital de risco e finanças corporativas, fazendo com que os termos e condições de investimento sejam orientados com

parâmetros de capital de risco, enquanto os retornos sociais têm um caráter secundário (Glanzel; Scheuerle, 2016).

Outras organizações parecem mais interessadas em encontrar maneiras de fornecer aos investidores acesso a investimentos de impacto, proporcionando algum retorno sobre seu investimento, mesmo que esse retorno não seja totalmente compatível com o risco envolvido (Heaney *et al.*, 2017), sendo por isso chamadas de *Impact-First*.

Os investimentos de *Impact-first*, também chamados de social-comercial ou *impact-led*, privilegiam a criação de valor social ou ambiental sobre o retorno financeiro (Freireich; Fulton, 2009; Glanzel; Scheuerle, 2016; Viviers; Villiers, 2021). Sob essa lógica, os investidores utilizam dados robustos, educação, capacitação e crescimento para obter retornos menores e aceitam iliquidez para alcançar impactos sociais alinhados com seus objetivos (Heaney *et al.*, 2017).

Sob essa lógica, os investidores se concentram em fundos de investimento e mostram-se orientados para o impacto, com disposição para aceitar retornos mais baixos (Roundy, 2020), refletindo seus objetivos variados e a capacidade de equilibrar retornos financeiros e metas de impacto (Biasin *et al.*, 2022).

Dessa maneira, no mercado de IIS, investidores dotados com esse entendimento introduzem a dimensão do impacto social que o investimento é capaz de gerar. Isso os induz a considerarem valiosos até mesmo aqueles investimentos com retornos em linha ou abaixo das taxas de mercado (Minguzzi; Modina; Gallucci, 2019; Gigante; Sironi; Tridenti, 2023) se houver evidências de geração de impacto social (Viviani; Maurel, 2019; Harder; Scheepers, 2023).

Essa lógica vê a atividade comercial como um meio de melhorar a vida dos beneficiários-alvo e prefere seu bem-estar à geração de lucro (Moran; Ward-Christie, 2022). Sob a lógica *impact-first*, os investidores costumam aceitar outras garantias de empréstimos, dívida subordinada ou posições de capital, prazos mais longos antes da saída e flexibilidade na adaptação dos investimentos de necessidades da empresa social (Sharam *et al.*, 2017).

As características dessa lógica (Moran; Ward-Christie, 2022) fomentam a atuação de investidores em *Catalyst first*. Sob essa estratégia, os investidores identificam e promovem investimentos que beneficiem a sociedade, com papel de atrair outros investidores, além de oferecer suporte técnico e de governanças às empresas investidas (Shelby, 2021).

Há também outra racionalidade, chamada de lógica filantrópica, em que os provedores de capital atuam apenas com doação, subsídios e concessão de recursos financeiros (Moran; Ward-

Christie, 2022; Harder; Scheepers, 2023) com o único foco de apoiar a provisão de um bem social (Spiess- Knaf; Jansen, 2014).

Outra classificação proposta é que os operadores que financiam mudanças ambientais e sociais positivas, esperando um retorno financeiro sobre o capital investido, enquadram-se na categoria de investidores de “*impacto*”, enquanto aqueles que vão um passo além e incorporam a quantificação do impacto na triagem do processo, bem como na gestão de seus investimentos são classificados como “*estritamente impactantes*” (Gigante; Sironi; Tridenti, 2023).

Complementarmente, outros autores destacaram a existência de outros dois tipos de investidores para empresas sociais. O primeiro tipo são os “*stock traders*” – investidores, que fornecem financiamento sem envolvimento ativo no negócio em si e com o único objetivo de maximizar a rentabilidade de seus investimentos.

Esse tipo de investidor tem visão de curto prazo, busca retorno rápido, sem interesse em gerar impacto social. O segundo tipo são os “parceiros-investidores”, que têm visão de longo prazo e estão interessados no sucesso da empresa, tanto economicamente quanto em termos de impacto social (Magomedova; Roig; Bastida-Vialcanet, 2020).

Além dessas classificações, os investidores de impacto social podem ser categorizados com base na correlação entre objetivos de impacto, retorno financeiro e abordagem estratégica em: benevolentes estratégicos, *Double Enhancers* (duplos intensificadores), *Social Business Angels* (Grabenwarter; Liechtenstein, 2011; Minguzzi; Modina; Gallucci, 2019).

Os benevolentes estratégicos adotam uma abordagem altamente estratégica, mas pouco se preocupam com retornos financeiros. Os *Double Enhancers* além da abordagem altamente estratégica, estão muito mais interessados em alcançar objetivos sociais com retorno financeiro. Os *Social Business Angels* adotam uma abordagem pouco estratégica e não se restringem aos aspectos financeiros das intervenções (Minuzzi; Modina; Gallucci, 2019).

Uma síntese das lógicas apresentadas é apresentada no Quadro 8 a seguir.

QUADRO 8 – LÓGICAS DE INVESTIDORES DE IMPACTO SOCIAL

Autores	Classificação	Características	Investidores
Freireich; Fulton, 2009; Hochstadter; Scheck, 2015; Biasin <i>et al.</i> , 2022; Moran; Ward-Christie, 2022; Rathee; Aggarwal, 2022; Bukharina; Onyshchenko, 2019; Heaney <i>et al.</i> , 2017, Roundy, 2020; Muir <i>et al.</i> , 2017; Aschari-Lincoln;	Finance-first; comercial social (ASCHARI-LINCOLN; JACOBS, 2018); Investidores de impacto	• Retorno financeiro não concessional. • Abordagem de escala • Raízes no setor de capital de risco e finanças corporativas.	Gestores de fundos, investidores de dívida privada e investidores de <i>private equity</i> , bancos, fundos de pensões, fundos soberanos e instituições

Autores	Classificação	Características	Investidores
Jacobs, 2018; Shelby, 2021; Gigante, Sironi; Tridenti, 2023.		• Dívida e patrimônio	financeiras de desenvolvimento.
	<i>Impact-First; Catalyst-first; Impact-led;</i> Estritamente impactantes	• Impacto social • Retorno financeiro concessional • Estruturas robustas de medição de impacto social • Assistência técnica e governança • Construir infraestrutura de investimentos de impacto social • Prazos mais longos	-
Moran; Ward-Christie, 2022; Harder; Scheepers, 2023.	Lógica filantrópica	• provedores de capital atuam apenas com doação, subsídios e concessão de recursos financeiros	Doadores e fundações
Magomedova; Roig; Bastida-Vialcanet, 2020.	<i>Stock traders</i>	• Financiamento sem envolvimento ativo. • Maximização de investimentos. • Visão de curto prazo. • Retorno rápido.	-
	Parceiros-investidores	• Retorno social e econômico. • Visão de longo prazo.	-
Grabenwarter; Liechtenstein, 2011; Minguzzi; Modina; Gallucci, 2019.	Benevolentes estratégicos	• Abordagem estratégica e pouco foco financeiro.	-
	<i>Double Enhancers</i>	• Abordagem estratégica • Alto interesse em objetivos sociais	-
	<i>Social Business Angels</i>	• Abordagem pouco estratégica. • Pouco foco em interesses financeiros	-

FONTE: Elaborado pelo autor (2023).

Apesar das distinções apresentadas, alguns estudiosos afirmam que em investimento de impacto social, as transações de natureza híbrida adotam diferentes combinações dessas lógicas, executadas por diferentes partes interessadas: investidores, investidas e intermediários (Moran; Ward-Christie, 2022).

Outrossim, na prática, a bifurcação do mercado de IIS e a consequente escassez de capital de impacto resultam no desenvolvimento de estruturas combinadas de transações de IIS projetadas para permitir que essa modalidade de investimento flua para empreendimentos sociais que, de outra forma, seriam incapazes de se financiar (Moran; Ward-Christie, 2022). Isso reflete a multiplicidade de lógicas e racionalidades do investidor que sustentam cada organização específica (Rizzi; Pellegrini; Battaglia, 2018).

Por conta disso as principais fontes identificadas na revisão de literatura estão discutidas a seguir. Convém esclarecer que as fontes discutidas nem sempre se apresentavam com essa terminologia. Essa classificação foi realizada pelo autor a partir do entendimento de fonte de financiamento como origem do investimento de impacto para empresas sociais.

Além disso, dada a variedade e níveis de discussão (detalhamento) encontrados, os tópicos a seguir nem sempre apresentam os mesmos elementos caracterizadores. Outrossim, fontes pouco exploradas na literatura foram agrupadas em um mesmo tópico, a fim de evitar subseções muito curtas.

2.4.2 Fundos mútuos, Aceleradores de impacto e Organizações religiosas

Os fundos mútuos, formados pela comunhão de recursos de diferentes investidores, têm a capacidade de mobilizar grande quantidade de capital para empresas sociais. Esses fundos, podem ser listados, ou não, em uma bolsa de valores e configurados como fundo de varejo ou de atacado (Heaney *et al.*, 2017). Embora esses fundos não tenham sido originalmente instituídos para investimento do impacto social, sua natureza flexível significa que eles podem ser adaptados a essa modalidade de investimentos (Heaney *et al.*, 2017).

Esses fundos são geralmente constituídos como ativos administrados por diretores de empresas fiduciárias em benefício dos beneficiários. Embora os fundos mútuos possam construir suas próprias carteiras recursos, também é possível que adquiram carteiras criadas por investidores de *private equity* (Heaney *et al.*, 2017).

A literatura menciona também, sem aprofundamento, aceleradores de impacto, projetados para apoiar o estágio inicial de empresas sociais iniciantes, ofertando apoio financeiro, orientação e educação (Schätzlein, Schlütter, Hahn, 2023).

No tocante as organizações religiosas, essas instituições adotam a ideia de apoiar empresas sociais com fins lucrativos como alternativas para fornecer alívio a esses negócios. No geral, essas organizações financiam empresas sociais que atuam em atividades religiosas, entendendo que empreendimentos baseados na fé não devem ser medidos apenas em termos de desempenho empresarial (lucros, ativos, taxa de crescimento), mas também em termos de estabilidade social, capital humano e benefícios para a população (Ndemo, 2006).

2.4.3 Bancos: Comerciais, Sociais; Bolsa de valores Sociais; Investidores-anjo

Os bancos também atuam no fornecimento de recursos financeiros para empresas sociais. Os bancos comerciais financiam as primeiras experimentações das empresas sociais porque podem assumir esse risco com seus fundos filantrópicos ou fundos de garantia de terceiros (Michelucci, 2017).

Além disso, os bancos possuem expertises financeiras consolidadas em operações de financiamento, o que facilita sua atuação (Michelucci, 2017). Eles são responsáveis pelo funcionamento dos investimentos de impacto social, elaboração de estudos técnicos sobre o financiamento e assessoria técnica às empresas sociais (Michelucci, 2017).

Outrossim, os bancos trabalham mais de perto com fundações, organizações sem fins lucrativos, associações e instituições de caridade religiosas, instituindo fundos de garantia e misturando competências empresariais e sociais para impulsionar a iniciativa de impacto (Michelucci, 2017).

Os bancos comerciais e de investimentos oferecem produtos e serviços financeiros, inclusive empréstimos personalizados, para empresas sociais a partir de fundos constituídos com capitais filantrópicos ou públicos (Calderini; Chiodo; Michelucci, 2017). Essa fonte fornece empréstimos personalizados, esquemas de garantias, parcelas suaves e hipotecas acessíveis (Calderini; Chiodo; Michelucci, 2017).

Por outro lado, alguns autores defendem que os bancos comerciais tendem a ser mais exigentes à medida que a solvabilidade do requerente (empresa social) diminui. Assim, é comum que essas instituições solicitem garantias pessoais (fianças) ou reais (bens que servem de garantia) para procederem à concessão de capital, de forma que empresas sociais com poucos recursos

financeiros e pouco poder de barganha tem diminuídas suas possibilidades de financiamento (López-Cózar; Priede, 2015).

Bancos com atividades direcionadas ao financiamento de ES são comuns e bem estabelecidos em países como Itália (Michelucci, 2017), Inglaterra (Michelucci, 2016), França, Austrália, Canadá e Portugal (Calderini; Chiodo; Michelucci, 2017). De forma semelhante, essa modalidade de financiamento está presente em bancos norte-americanos como *Goldman Sachs*, *Deutsche Bank*, *Morgan Stanley* e *JP Morgan* que criaram fundos específicos para IIS (Calderini; Chiodo; Michelucci, 2017) e no londrino *Big Society Capital* (Lyon; Owen, 2019).

Os bancos sociais, por sua vez, são instituições financeiras que fornecem especificamente fundos para organizações que visam a criação de valor social (Bengo; Arena, 2019), tais como as empresas sociais. Dessa forma, são organizações baseadas em valor que não se esforçam para maximizar lucro, mas sim para gerar um equilíbrio justo entre finanças e objetivos sociais (Cornée *et al.*, 2020; Schätzlein, Schlütter, Hahn, 2023). Além disso, esses bancos incentivam o IIS por meio de fundos de garantia para diminuir os riscos de acesso ao capital pelos empreendimentos sociais (Michelucci, 2017).

Tem-se ainda as chamadas bolsas de valores sociais, plataformas que reúnem associações e investidores de impacto, especialmente investidores institucionais, que estão dispostos a comprar participações em empresas sociais. Essas bolsas funcionam como uma bolsa de valores regular com listagem de potenciais receptores, negociação e liquidação de ações, títulos e outros instrumentos financeiros, com a diferença que a decisão de investimento não se baseia apenas nos resultados financeiros, mas também no potencial de positivamente atingir a sociedade, que ocorre pela verificação de relatórios de impacto social e ambiental, além dos tradicionais critérios financeiros (Patel; Patel, 2022). Nos últimos anos, a bolsa de valores social está em ascensão, como testemunham a *Social Stock Exchange* em Londres, a empresa pública sul-africana Nexii e a *Impact Investment Exchange Asia* em Cingapura (Shengfen, 2018).

No que se refere ao investidores-anjo ou *business angels*, são pessoas que contribuem para o capital de empresas sociais recém-criadas, com a expectativa de obter uma mais-valia, a médio prazo, após a reavaliação do projeto de investimento. O objetivo não é ficar muito tempo na empresa, mas se retirar quando o projeto consolidar sua posição no mercado. Além dos recursos financeiros, esses investidores também contribuem com sua experiência, conhecimento, assessoria e rede de contatos (López-Cózar; Priede, 2015).

2.4.4 Empresas e Instituições Financeiras Cooperativas

As empresas, principalmente, grandes corporações também figuram como fontes de investimento para empresas sociais, posto que a chave para o desenvolvimento e funcionamento bem-sucedidos do empreendedorismo social é o suporte financeiro de grandes corporações empresariais (Akbulaev; Aliyev; Ahmadov, 2019).

Empresas privadas selecionam potenciais investidas a partir do propósito social explícito (Hochstadter; Scheck, 2015) e realizam investimentos de impacto social para atender diretrizes de investimento social responsável (Harders; Scheepers, 2023; Gigante; Sironi; Tridenti, 2023).

Essas empresas podem atuar também fornecendo capital a outros intermediários financeiros que investem diretamente em empresas sociais e participam de programas e fundos de prontidão para investimento de impacto social (Michelucci, 2017).

Para financiamento de empresas sociais, as instituições financeiras cooperativas, a exemplo daquelas existentes na Espanha e Itália, se desenvolvem em contextos, geralmente, não atrativos para grandes grupos financeiros e são baseados em valores comunitários e em fortes laços sociais, representando um elo essencial entre mercados, pequenas empresas e cidadãos (Giagnocavo; Gerez; Sforzi, 2012).

Essas instituições fornecem apoio institucional, financiam a infraestrutura necessária, incentivaram o treinamento e a educação e facilitaram a transição, quando necessário, para mercados internacionais (Giagnocavo; Gerez; Sforzi, 2012).

Também chamadas de bancos cooperativos ou cooperativas de crédito, essas instituições estão fortemente enraizadas no território, são de propriedade democrática, reguladas pelo governo e operacionalizadas por parcerias com bancos comerciais (Sharam *et al.*, 2017). Seu objetivo é fornecer serviços financeiros acessíveis e de alta qualidade aos seus membros proprietários – consumidores, produtores ou trabalhadores – e empreendedores sociais (Sharam *et al.*, 2017).

Além disso, são prevalentes em pequenas comunidades, apoiando empresas sociais e outras entidades de missão social, por meio de financiamentos acessíveis e sem garantias financeiras (Giagnocavo; Gerez; Sforzi, 2012). Isto quer dizer que as garantias econômicas e financeiras não são as únicas aceitas, já que sustentabilidade do empreendimento e garantias sociais ajudam a avaliar a confiabilidade da organização investida.

2.4.5 Fundações filantrópicas

As fundações filantrópicas são atores significativos no financiamento de empresas sociais (Shengfen, 2018) a partir de suas ações em desembolsos de doações e investimentos, que podem gerar retornos concessionais ou não-concessionais (SHARAM *Et Al.*, 2017). Essas fundações, de caráter privado, possuem valores, crenças e normas distintas tanto da lógica comercial-social quanto da lógica social-comercial (Moran; Ward-Christie, 2022).

Por isso, evidenciam uma terceira lógica, chamada de lógica filantrópica, que combina elementos de lógicas puramente comerciais e de bem-estar social para o atendimento de necessidades de diferentes partes interessadas (Moran; Ward-Christie, 2022).

No entendimento da filantropia de risco, a lógica do bem-estar social foi associada a um sistema de valores que prefere uma gestão financeira prudente e avessa ao risco, associada também às concessões de doações. De modo complementar, a base da lógica filantrópica é o crescimento cuidadoso e estável da organização para apoiar doações alinhadas com propósitos benéficos (Moran; Ward-Christie, 2022).

A estratégia de filantropia de risco ou filantropocapitalismo levanta fundos por meio de abordagens baseadas no mercado, e mudou a lógica tradicional de doação de apenas caridade para financiamentos a partir de doações, ações e empréstimos para fornecer às organizações sociais apoio financeiro e não financeiro (Shengfen, 2018).

Nesse conceito, que se assemelha ao capital de risco (Ono, 2016), o capitalismo é reorientado para a maximização do lucro com o objetivo de criar mais impacto social e ambiental (Bishop; Green, 2015). Assim, o filantropocapitalismo adota a lógica do capital financeiro e gestão de negócios com ênfase no retorno sobre o investimento, alavancagem de fundos, avaliação baseada em evidências, escalabilidade e locais direcionados para investimento (Mitchel, 2016).

Esse tipo de filantropia desenvolveu-se, portanto, como um modelo de financiamento inovador que implanta recursos financeiros específicos às empresas sociais que combinam negócios e caridade em seu núcleo (Di Lorenzo; Scarlata, 2018), para abordar questões sociais de maneira escalável e financeiramente sustentável (Phillip; Hebb, 2010; Sahasranamam *et al.*, 2023).

Indo além, a filantropia de risco funciona como um aval institucional para os esforços locais e sociais das empresas sociais que o recebem. Esse endosso funciona como uma validação de

terceiros, ou autenticação do viés social das ES, ampliando as implicações das atividades sociais das ES apoiadas nos níveis de desigualdade (Di Lorenzo; Scarlata, 2018).

Outrossim, fundações filantrópicas reúnem investidores de impacto, instituições financeiras, organizações intergovernamentais, organizações não governamentais e capitalistas de risco para identificar oportunidades de investimento de impacto e responder a desafios sociais e ambientais (Andrikopoulos, 2020).

As organizações de filantropia de risco financiam empreendimentos sociais e projetos de desenvolvimento com recursos financeiros e *know-how*, fornecendo, também, o suporte técnico necessário para consolidação da empresa investida (Andrikopoulos, 2020). O apoio inclui ainda treinamento e consultoria sobre questões atuais de suas atividades, incluindo planejamento de negócios (Akbulaev; Aliyev; Ahmadov, 2019).

Adicionalmente, essas fundações têm desempenhado diversas funções no setor de investimento de impacto social, incluindo a facilitação do desenvolvimento de infraestrutura de IIS por meio do financiamento de estudos, suporte técnico e intermediários; e contribuindo para a construção do mercado, fornecendo capital, apoiando a capacitação para aumentar o fluxo de negócios, compartilhando as melhores práticas e reduzindo os custos de transação (Bolinson; Allan, 2022).

Por conta disso, o investimento financeiro e a filantropia tornaram-se fortes parceiros no desenvolvimento de empreendimentos sociais (Harder; Scheepers, 2023). Assim, as fundações operam cada vez mais os chamados investimentos de missão social em que a alocação do capital tem como premissa apoiar organizações sociais inovadoras consideradas capazes de se tornarem economicamente sustentáveis ao longo do tempo (Langley, 2020).

Nessa perspectiva, as fundações ascenderam ao papel de geradoras de impacto social, pois são diretamente capazes de gerar mudanças sociais e gerar, ao mesmo tempo, retornos econômicos sustentáveis para os investidores (Minguzzi; Modina; Gallucci, 2019).

2.4.6 Fundos: Aposentadoria/pensão, Patrimônio, Investimento, Empreendimentos Sociais, Impacto, Empréstimos

Os fundos de pensão e aposentadoria são investidores de destaque nos mercados público e privado, com longa tradição em investimentos sustentáveis e, recentemente, sua ênfase em temas

de impacto também aumentou (Okker; Auvinen; Abrahamsson, 2022). Tais fundos são vistos como uma fonte inexplorada de capital significativo e escala para investimentos de impacto social, especialmente em habitação popular (Muir *et al.*, 2017).

Entretanto, os investidores institucionais, como fundos de pensão, ainda permanecem à margem dos processos em investimento de impacto social, tanto por ceticismo quanto por insegurança jurídica (Calderini; Chiodo; Michelucci, 2017). Quando operacionalizados em empresas sociais, esses fundos representam uma oportunidade de atender às demandas percebidas dos clientes por opções de investimento mais estáveis, baseadas em valor para melhorar a sociedade (Muir *et al.*, 2017).

Além disso, esses fundos detêm apoio significativo para o uso do financiamento por dívida no investimento de impacto social, em grande parte porque é um tipo de financiamento simples, bem compreendido e associado a um perfil de risco mediano e a expectativas de retorno mais baixas (Muir *et al.*, 2017). Ademais, nos EUA, os fundos privados de pensão e aposentadoria são considerados fatores ambientais, sociais e de governança nas decisões de investimento (Calderini *et al.*, 2018) e nos países europeus, o investimento de impacto tem sido uma grande preocupação para os fundos de pensões (Bukharina; Onyshchenko, 2019).

Outro fundo identificado no levantamento bibliográfico foi o Fundo Nacional de Desenvolvimento. Esse tipo de fundo adota um modo semelhante ao *UK Big Society Capital* para apoiar empresas sociais com recursos financeiros. Ele segue a tendência de apoiar as empresas sociais com investimento social em vez de subsídios do governo, o que pode levar à dependência excessiva de recursos pelas empresas sociais (Shengfen, 2018).

Foram identificados também os fundos de patrimônio. Sobre essa fonte, as informações obtidas informam que são sem personalidade jurídica, que pertencem a muitos investidores, e cuja administração e representação é assegurada por uma sociedade gestora, que não é a sua titularidade. A atividade fundamental destes fundos de investimento consiste no financiamento de projetos orientados para a inovação social (López-Cózar; Priede, 2015).

Da mesma forma são mencionados os fundos de investimento que alocam seu capital exclusivamente para investimentos de impacto social, criando valor social e ambiental. São conhecidos principalmente como fundos de impacto, mas também como fundos responsáveis, fundos de investimento filantrópicos ou fundos de investimento de impacto social.

Constituem-se como fundos de capital de risco, instituições de investimento coletivo alternativo. Em linhas gerais, caracterizam-se por investir em sociedades não cotadas que se encontram em fase de criação ou desenvolvimento, com participação temporária e minoritária (Santamarta *et al.*, 2021).

De forma semelhante, tem-se os fundos de empreendimento social, a exemplo do *Social Venture Fund*, com sede na Alemanha, que investe em empresas sociais com espírito inovador e empreendedor para enfrentar os desafios sociais e ambientais cada vez mais graves (Shengfen, 2018). Similarmente existem os fundos de impacto, que são vocacionados para as empresas sociais com o objetivo de gerar um impacto positivo (Santamarta *et al.*, 2021).

Tais fundos atuam em múltiplas áreas de atuação, com foco em saúde e bem-estar, sustentabilidade ambiental e clima, educação, inovação social, inclusão social, energias renováveis, agricultura ecológica, bioconstrução e comércio justo. Esses fundos, a exemplo do *Creas Impact Fund*, que funciona em Bilbao, Espanha, e do *European social entrepreneurship funds* (EuSEF) atuam como uma sociedade de capital de risco sob a supervisão da Comissão Nacional do Mercado de Valores Mobiliários (Santamarta *et al.*, 2021).

Prosseguindo, identificou-se também a menção a fundos de empréstimos, que seriam instituições financeiras de desenvolvimento comunitário que fornecem financiamento, na modalidade de investimento de impacto, e assistência técnica para empresas sociais, especialmente sob a forma de incorporadores imobiliários e habitacionais com e sem fins lucrativos (Rubin, 2008). Como instituições financeiras, eles são gerenciados principalmente por indivíduos com experiência no setor privado, que trazem consigo uma compreensão dos métodos e modelos de negócios (Rubin, 2008).

O empréstimo é feito à empresa social, com a expectativa de ser reembolsado numa data futura. Ao contrário do que acontece com o capital próprio, os subscritores do capital de dívida não se tornam proprietários da empresa social, mas permanecem credores (Martins, 2015).

Sobre os fundos apresentados, percebe-se que, embora disponham de características similares adotam nomenclaturas distintas. Por conta disso, prega-se a necessidade de os diferentes fundos unificarem e alinharem seus esforços na mesma direção de trabalho (Santamarta *et al.*, 2021).

2.4.7 Governo

O governo apoia empresas sociais de diferentes formas: de subsídios a incentivos fiscais e compensação de parte dos salários dos funcionários (Muir *et al.*, 2017; Akbulaev; Aliyev; Ahmadov, 2019). A combinação de apoio do governo varia de acordo com o tipo de investimento realizado e jurisdição da investida.

Além disso, o governo tem um importante papel facilitador no desenvolvimento do mercado de IIS como removedor de barreiras ao estabelecer regras regulatórias para remover inconsistências no tratamento de diferentes veículos e tipos de entidade executoras do IIS, oferecendo, assim, um ambiente político estável (Rizzi; Pellegrini; Battaglia, 2018).

Assim, o governo pode atuar sobre a empresa social com um papel regulador, no fornecimento de licenças e requisitos legais; ou em um papel de sustentação, fornecendo subsídios ou rendimentos representando um grande nó com uma linha de conexão significativa no ecossistema (Els; Kane, 2017).

O governo também atua por meio de tratamento fiscal preferencial e/ou diferenciado (Muir *et al.*, 2017). Essas medidas incluem alívio fiscal sobre investimento social – como o fornecido no Reino Unido desde 2013 para incentivar o investimento em empresas sociais – e o fornecimento de garantias ou subsídios para tornar as estruturas de investimento social relativamente seguras para investidores com inclinação ética e avessos ao risco (Langley, 2020).

De forma resumida, os fundos públicos podem ser fornecidos às empresas sociais por meio de vários veículos diferentes, tais como subvenções, isenções fiscais e subsídios (Liston-Heyes *et al.*, 2017; Akbulaev; Aliyev; Ahmadov, 2019; Searing *et al.*, 2022). Outrossim, à medida que as ES crescem e se consolidam, os governos podem selecioná-las para participar de parcerias público-privadas e transferência de recursos por meio de contratos administrativos (Shengfen, 2018).

Essa ativa atuação do poder governamental no financiamento de ES é validada em nações como Reino Unido, EUA, Israel, Portugal, Alemanha, México, Canadá e Austrália, em que o governo financia ES e estimula o crescimento do mercado de IIS usando seu poder de compra (Calderini *et al.*, 2018).

Os próprios governos podem ser investidores de impacto social investindo diretamente em empresas sociais (Rizzi; Pellegrini; Battaglia, 2018). Os governos atuam também comprando

serviços de empresas sociais (Phillip; Hebb, 2010; Okker; Auvinen; Abrahamsson, 2022) para serem fornecidos a beneficiários sociais (Glanzel; Scheuerle, 2016).

Adicionalmente, governos municipais facilitam iniciativas de empresas sociais por meio do fornecimento de terrenos, instalações, apoio financeiro ou competências profissionais (Muftugil-Yalcin; Mooijman, 2023). Além dessa atuação, o governo atua no financiamento desses empreendimentos preferindo provedores, tais como empresas sociais, durante procedimentos de aquisição (Calderini *et al.*, 2018).

2.4.8 Capital próprio

Quando se discute o investimento de impacto social sob a ótica de financiamento de empresas sociais, fala-se que esse financiamento pode ser realizado por dívidas, como as fontes anteriormente discutidas, e por patrimônio, quando os empreendedores utilizam recursos próprios (Muir *et al.*, 2017; Castellás; Ormiston; Findlay, 2018) ou renunciam a fluxos de capital decorrentes do funcionamento do negócio (Cipriani *et al.*, 2020).

Dessa maneira, as empresas sociais financiam suas despesas operacionais com financiamento interno em um modelo de autofinanciamento baseado na geração de receita por meio da oferta de vários serviços voltados para a missão (Phillip; Hebb, 2010; Bryce, 2014; Ng; Leung; Tsang, 2020; Arabadzhieva; Vutsova, 2021).

Por outro lado, quando desejam expansão buscam financiamento externo fornecido por instituições do mercado de capitais (Spiess- Knaf; Jansen, 2014), que pode ser realizado pelo capital próprio de investidores, também referido como patrimônio líquido ou capital de risco (Martins, 2015).

Quando acessa esse tipo de financiamento, a empresa social oferece o direito residual ou participação de investidores em ativos (Martins, 2015). O capital próprio não implica reembolso, mas dá ao provedor de capital controle e direitos de voto, bem como uma participação nos lucros (Spiess- Knaf; Jansen, 2014).

Por outro lado, nessa modalidade de financiamento os mecanismos de saída (acionistas) ainda não estão bem estabelecidos (Bergamini; Navarro; Hilliard, 2017). Assim, o capital social é uma opção atraente de financiamento externo para empresas sociais estruturadas como entidades

com fins lucrativos, capazes de acomodar acionistas, para financiar atividades e escalar o empreendimento (Martins, 2015).

Por conta disso, o capital próprio é uma importante fonte de financiamento para o empreendedorismo social, sendo fonte fundamental de financiamento (Andrikopoulos, 2020). Nesse cenário, estudiosos já identificaram que a maioria das ES utiliza seu próprio financiamento, o que inclui respostas como liquidação de empregos anteriores, sustento familiar, poupanças e/ ou créditos (Murta; Willetts; Triwahyudi, 2018) em fontes tradicionais não relacionadas ao investimento de impacto social (Bacuilima *et al.*, 2023).

Em geral, para o início da empresa social, os recursos financeiros costumam vir da poupança do próprio empresário e é comum contar com recursos do seu círculo mais próximo (Achleitner; Spiess-Knafl; Volk, 2014), os chamados 3Fs (*family, friends, fools*), ou seja, o apoio de familiares e amigos que, motivados pela relação pessoal com o empreendedor, aceitam aportar recursos no projeto (López-Cóza; Priede, 2015).

Em contrapartida, o capital próprio, embora seja uma opção viável no início do processo de criação, geralmente é bastante limitada e, portanto, raramente cobre a quantidade de capital necessária para alcançar a consolidação e o desenvolvimento adequado da empresa social (Lehner, 2013; Achleitner; Spiess-Knafl; Volk, 2014).

O Quadro 9 apresenta uma síntese das fontes de investimento de impacto social identificadas ao longo da revisão de literatura.

QUADRO 9 – PRINCIPAIS FONTES PARA INVESTIMENTOS DE IMPACTO SOCIAL

Fonte	Características
Fundos mútuos	- Recursos de diferentes investidores - Grande quantidade de capital
Aceleradores de impacto	Apoio (financeiro, orientação e educação) ao estágio inicial de empresas sociais
Organizações religiosas	Apoio financeiro a instituições religiosas.
Bancos comerciais	- Financiam as primeiras experimentações - Empréstimos personalizados
Bancos sociais	- produtos e serviços financeiros ligados aos objetivos do empreendimento social. - Diminui o risco de acesso ao capital.
Bolsa de valores sociais	Associações sociais e investidores de impacto institucionais que comprem participações em empresas sociais.
Investidores anjos	Disponibilizam recursos financeiros, experiência, conhecimento, assessoria e rede de contatos par obter uma mais-valia a médio prazo em resultado da reavaliação do projeto
Empresas (corporações)	Investimentos de impacto social para atender diretrizes de investimento social responsável
Instituições financeiras cooperativas	Fornecem apoio institucional, financiam a infraestrutura necessária, incentivaram o treinamento e a educação.

Fonte	Características
Fundações filantrópicas	• desembolsos de doações e investimentos que podem gerar retornos concessionais ou não-concessionais. • apoio financeiro na forma de doações, empréstimos e participação no capital autorizado; treinamento e consultoria.
Fundos de aposentadoria e pensão	• Investimento estáveis e baseadas em valor para melhorar a sociedade.
Fundos de Patrimônio	• Financiamento de projetos orientados para a inovação social.
Fundos de Investimento	• Investem em sociedades não cotadas em fase de criação ou desenvolvimento, com participação temporária e minoritária.
Fundos de empreendimentos sociais	• Investe em empresas sociais com espírito inovador ou empreendedor.
Fundos de Impacto	• Vocacionados para as empresas com o objetivo de gerar impacto positivo.
Fundos de empréstimos	• Financiamento, na modalidade de investimento de impacto, e assistência técnica para empresas sociais.
Governo	• Criação de fundos, subsídios, incentivos fiscais, compensação de parte dos salários dos funcionários, garantias e pagamentos estatutários, infraestrutura, compra de serviços, estruturas legislativas.
Capital próprio	• Autofinanciamento (liquidação de empregos anteriores, sustento familiar, poupanças e/ ou créditos) baseado de geração de receita por meio da oferta de vários serviços voltados para a missão. • capital próprio de investidores, também referido como patrimônio líquido ou capital de risco.

FONTE: Autor (2024)

Até aqui foram expostas as principais fontes de financiamento para empresas sociais disponíveis no mercado de investimentos de impacto social. Essas fontes foram sintetizadas em grupos de corporações, institutos, fundações e instituições, conforme características dispostas no Quadro 9. Entretanto, essas fontes nem sempre identificam os instrumentos financeiros a elas vinculados.

Por essa razão, o levantamento bibliográfico, a partir do entendimento do autor de que instrumentos financeiros são as formas como o investimento é disponibilizado, identificou aqueles discutidos a seguir.

2.5 INSTRUMENTOS FINANCEIROS PARA INVESTIMENTO EM EMPRESAS SOCIAIS E SUA CONFIGURAÇÃO: UMA ABORDAGEM PRELIMINAR

Existe uma ampla gama de categorias para investimentos de impacto social, incluindo finanças responsáveis, finanças verdes, finanças baseadas em valores, finanças éticas e finanças sustentáveis, bem como serviços como microfinanças, empreendedorismo social, bancos éticos, filantropia de risco, investimento socialmente responsável e impacto social.

A principal característica inovadora dessas novas formas de financiamento é sua capacidade de gerar dividendos sociais e financeiros à medida que propõem a mudança de operações comerciais voltadas para o lucro em operações orientadas e focadas no impacto (Ono, 2016).

Assim, os investimentos de impacto se materializam por meio de um conjunto heterogêneo de instrumentos que são utilizados para captar, nos mercados financeiros, recursos para financiar investimentos que permitam obter, ao mesmo tempo, retorno financeiro e retorno social ou ambiental (Magomedova; Roig; Bastida-Vialcanet, 2020).

Com relação aos instrumentos financeiros, a abordagem geral comum a todos os países é uma preferência prudencial por instrumentos semelhantes a dívida e filantropia de risco baseada em dívida, geralmente combinada com doações (Calderini *et al.*, 2018). O capital de dívida dá à empresa social alta flexibilidade empresarial no uso dos fundos, mas também acarreta a perda de direitos de longo alcance em caso de inadimplência (Spiess- Knafl; Jansen, 2014).

Esses instrumentos são materializados por meio de dívida, como debêntures, empréstimos de empresas de investimento de impacto, bancos, pessoas físicas (Rathee; Aggarwal, 2022), *private equity* (participação acionária/societária), títulos, plataformas de financiamento (Shengfen, 2018; Magomedova; Roig; Bastida-Vialcanet, 2020), depósitos (Höchstädter; Scheck, 2015; Glanzel; Scheuerle, 2016), concursos (Kabbaj *et al.*, 2016; Dodo, 2018), ações e fundos negociados publicamente (Rizzi; Pellegrini; Battaglia, 2018).

Por outro lado, como as empresas sociais não operam com um orçamento permanente elas dependem de instrumentos financeiros específicos (Arabadzhieva; Vutsova, 2021), de abordagem dinâmica e baseados no hibridismo lucro e retorno social (Neverauskiene; Pranskeviciute, 2021).

Diante dessas possibilidades, em geral, parece não haver limitação quanto às classes de ativos e instrumentos financeiros disponíveis para investimento de impacto social (Hochstadter; Scheck, 2015). Em contrapartida, existe uma discussão limitada sobre a configuração dos instrumentos financeiros disponibilizados às empresas sociais, isto é, as características, aspectos e requisitos, níveis de risco, liquidez, horizonte de tempo, custo e facilidade de implantação.

Nesse sentido, durante a leitura do material que compôs a amostra que fundamentou o referencial teórico, foram buscadas características que relatassem a configuração dos instrumentos financeiros, as quais, sempre que possível, são indicadas.

Outrossim, cabe destacar que as pesquisas sobre o IIS nem sempre identificam os instrumentos financeiros com essa nomenclatura (instrumento, mecanismo ou forma de

investimento, o que foi categorizado pelo autor) ou promove discussões direcionadas às suas características, o que pode interferir nos padrões (detalhamento) dos instrumentos apresentados a seguir.

2.5.1 Crowdfunding

Crowdfunding é um dos principais temas emergentes em empreendedorismo dos últimos anos, talvez de forma mais significativa nos anos que se seguiram à crise financeira global de 2008 (HEMINWAY, 2017). Existem inúmeras definições de *crowdfunding*, no entanto, não existe uma definição universalmente aceita. Além disso, existem vários termos usados para *crowdfunding*, tais como *crowdfinancing* e *crowdinvesting*, sendo a terminologia *crowdfunding* a mais aceita e utilizada (Tomczak; Brem, 2013).

O conceito de *crowdfunding* surgiu a partir da ideia de “*crowd*”, que indica a necessidade da participação da comunidade para tornar uma alternativa financeira viável para gerar ideias, feedback e soluções (Pratono *et al.*, 2020). Bastante flexível, esse instrumento assume diversas formas e está principalmente relacionado com os fundos para a criação de empresas ou para a concretização de ideias inovadoras obtidas por empreendedores sociais ou microempresários através de plataformas de angariação de fundos (Shengfen, 2018).

Pode-se dizer que o *crowdfunding* envolve uma chamada aberta (Presenza *et al.*, 2019), principalmente pela internet/web (Akbulatov; Aliyev; Ahmadov, 2019; Heminway, 2016; Andrikopoulos, 2020), para o fornecimento de recursos financeiros, seja na forma de doação, troca do futuro produto ou alguma forma de recompensa para apoiar iniciativas com fins específicos (Banhatti, 2016). Em outros termos, envolve grupos de pessoas reunindo dinheiro via internet para apoiar um projeto (Ahlers *et al.*, 2015).

Assim, em um processo de *crowdfunding* estão envolvidos três grupos de participantes: o empreendedor ou promotor do projeto, os financiadores ou investidores que apoiam a iniciativa e as plataformas tecnológicas que permitem o contato entre ambos (López-Cózar; Priede, 2015; Bergamini; Navarro; Hilliard, 2017).

Nesse contexto, o *crowdfunding* é visto como um instrumento inovador no cenário de investimentos de impacto social. É comumente considerado uma maneira mais acessível,

transparente e simples de arrecadar fundos para causas e atividades sociais/ambientais específicas e de participar do cenário de investimentos (Bergamini; Navarro; Hilliard, 2017).

O *crowdfunding* envolve uma coalizão de stakeholders (Brent; Lorah, 2019), clientes e afins – multidão – (Pratono *et al.*, 2020), como investidores e profissionais (Magomedova; Roig; Bastida-Vialcanet, 2020) que podem financiar e sustentar os propósitos originais das empresas sociais (Pratono *et al.*, 2020).

Esse instrumento permite que as empresas sociais captem recursos financeiros, se concentrem em promover o impacto social (Andrikopoulos, 2020) e compartilhem riscos com as partes interessadas – doadores e investidores específicos – a partir de campanhas em plataformas padronizadas (Pratono *et al.*, 2020).

Como instrumento para ES, entende-se que à medida que a empresa social cresce e entra na fase de expansão, para ampliar seu impacto social deve enfrentar os desafios da ampliação da organização, para os quais o *crowdfunding* é uma estratégia pertinente (Shengfen, 2018), porque investidores desse tipo são movidos por uma forte lógica socioambiental e seu interesse em retornos financeiros é muitas vezes equilibrado ou até mesmo insignificante (Magomedova, Bastida-Vialcanet, 2022).

Por outro lado, alguns estudiosos entendem que o *crowdfunding* é especialmente adequado para empresas sociais jovens porque os financiadores geralmente não exigem histórico financeiro (Maehle, 2020; Schätzlein, Schlütter, Hahn, 2023). Além disso, no contexto da inovação e empresa social, têm sido estimulados *Social Crowdfunding Business Ecosystems* (SCBEs), que identificam comunidades de organizações e indivíduos em interação que estabelecem seus relacionamentos para superar desafios de alto impacto social (Presenza *et al.*, 2019).

Por meio de plataformas de mídia social, os criadores apresentam seu projeto ou ideia, fora de uma bolsa regulamentada, e os financiadores investem em projetos de sua escolha, facilitando a interação entre ambos (Banhatti, 2016). Essa interação é facilitada pela inexistência de excessivas formalidades do financiamento tradicional, promovendo um novo mecanismo de desintermediação financeira (Bergamini; Navarro; Hilliard, 2017).

Acrescenta-se que os financiadores não são indivíduos passivos ou meros doadores, pois buscam ativamente projetos que correspondam ao seu interesse e financiam apenas aqueles que consideram ter maior chance de causar impacto (Banhatti, 2016). Além disso, esse instrumento financeiro costuma ser caracterizado em transações pontuais, com quantias pequenas (Gupta *et al.*,

2023; López-Cózar; Priede, 2015; Banhatti, 2016), de curto prazo, baseadas na demanda heterogênea e reputação da empresa a ser financiada (Pratono *et al.*, 2020).

Embora com denominações distintas, no geral, os tipos de *crowdfunding* são: altruísta ou de doação (Banhatti, 2016; Heminway, 2016; Bergamini; Navarro; Hilliard, 2017; Ziegler; Shneor; Zhang, 2020; Pratono *et al.*, 2020); hedonista; com fins lucrativos (Shengfen, 2018); de empréstimo/*debt*, *equity*/patrimônio, recompensa/*reward*, (Heminway, 2016; Banhatti, 2016; Pratono *et al.*, 2020; Andrikopoulos, 2020).

O *crowdfunding* altruísta é uma doação, sem necessidade de recuperação (Shengfen, 2018) no financiamento de projetos e organizações (Cholakova; Clarysse, 2015; Heminway, 2016); o *crowdfunding* hedonista, persegue retornos não monetários; e o *crowdfunding* com fins lucrativos enfatiza o retorno monetário e se enquadra como empréstimo e/ou patrimônio (Shengfen, 2018).

O *crowdfunding* de empréstimos, também chamado de *Lending* ou *debt crowdfunding*, é uma forma de captação de recursos em que diferentes atores podem financiar uma iniciativa em troca do reembolso do capital e recebimento de juros (Banhatti, 2016). No *equity crowdfunding*, também chamado de patrimônio ou de ações, os investidores buscam o controle acionário de uma organização (Banhatti, 2016) a partir da alocação de recursos financeiros que gerem recompensas financeiras (Pratono *et al.*, 2020).

O *crowdfunding* de recompensa reflete como os patrocinadores individuais ou organizações financiadoras fornecem recursos financeiros a indivíduos, projetos ou organizações em troca de recompensas não monetárias, como produtos ou serviços (HEMINWAY, 2016; BERGAMINI; NAVARRO; HILLIARD, 2017; ZIEGLER *et al.*, 2018; PRATONO *et al.*, 2020).

Diante dessas modalidades, percebe-se que o *crowdfunding* pode ser ativo quando os patrocinadores estão envolvidos e gerenciando o projeto financiado, ou passivo, quando o envolvimento consiste apenas em fornecer financiamento (Andrikopoulos, 2020). De igual forma, existem vários modelos híbridos que são uma variação e/ou combinação desses modelos básicos (Banhatti, 2016).

Cabe destacar que diante da existência de vários tipos de *crowdfunding*, para ser considerado investimento de impacto, os investidores devem buscar retorno financeiro e os projetos devem buscar um impacto social ou ambiental positivo e mensurável. Por conta disso, foi criado um novo tipo de financiamento participativo denominado “*crowdimpacting*”, para empresas que

combinam um bom modelo de negócios com potencial de crescimento e que produzem um impacto positivo na sociedade e no meio ambiente (Magomedova; Roig; Bastida-Vialcanet, 2020).

Os principais tipos de crowdfunding estão resumidos no Quadro 10, a seguir.

QUADRO 10 – TIPOS DE CROWDFUNDING

Tipologia	Características
Altruísta ou doação	Doação sem necessidade de recuperação.
Hedonista	Prioriza retornos não monetários.
Com fins lucrativos	Enfatiza o retorno monetário a partir de empréstimo e patrimônio
Empréstimo, <i>Lending</i> ou <i>debt crowdfunding</i>	Diferentes atores financiam uma iniciativa em troca do reembolso do capital e recebimento de juros.
<i>Equity</i> /Patrimônio	Busca o controle acionário a partir da alocação de recursos financeiros que gerem recompensas financeiras.
Recompensa/ <i>reward</i>	Recompensas como produto ou o reconhecimento pelo financiamento do empreendimento.
<i>Crowdimpacting</i>	Direcionado às empresas que combinam potencial de crescimento e impacto socioambiental.

FONTE: Autor (2024)

As informações obtidas sobre a configuração desse instrumento dão conta que a contribuição por investidor é bem pequena. Para arrecadar uma quantia substancial, é preciso atrair dezenas de milhares de *crowdfunders*, e isso dificilmente é possível (Magomedova, Bastida-Vialcanet, 2022).

Além disso, mesmo com empresas e plataformas sociais bem-intencionadas, o tipo de investidor atraído para a empresa social por meio de *crowdfunding* pode não corresponder ao perfil do investidor de empresa social ideal – aquele que está comprometido com a missão (financeira e não financeiro) da companhia (Heminway, 2016).

Outrossim, ainda falta legislação para definir uma série de limites sobre os valores que podem ser captados para cada projeto e o investimento máximo permitido por investidores não profissionais, bem como certos requisitos de divulgação destinados a garantir que os investidores sejam informados sobre os rendimentos sociais e riscos econômicos (Bergamini; Navarro; Hilliard, 2017).

Adicionalmente, para mitigar o risco fraudulento, as plataformas, assim como os intermediários financeiros precisam ser regulamentados e fornecer informações e triagem básica sobre os projetos (Lehner; Nicholls, 2014), tais como o número de membros, canais utilizados para captação, reputação social do empreendedor (Presenza *et al.*, 2019).

Mesmo com os aspectos acima identificados percebe-se que ainda não há padronização sobre os tipos de agentes, mecanismos de conexão e interação, mecanismos de coordenação,

mecanismos de gestão da informação e mecanismos de financiamento (Presenza *et al.*, 2019), que retratem a configuração desse instrumento financeiro.

2.5.2 Microfinanças

As microfinanças ou microfinanciamento, que compreende micropoupança, microtransferências, microsseguros e microcrédito (Karrer-Rüedi, 2011), é uma categoria de serviços financeiros dirigida a indivíduos e pequenas empresas que não têm acesso a serviços bancários convencionais. Dentre estes, destaca-se como investimento de impacto social, o microcrédito, quando fornece capital a populações e regiões carentes (Hochstadter; Scheck, 2015).

Na verdade, o microfinanciamento foi um dos primeiros setores do mundo a divulgar que os investidores financeiros podem, simultaneamente, obter lucro e promover bens sociais como a redução da pobreza (Green, 2023). Nesse contexto, o Banco Mundial recomendou a sua expansão e comercialização como uma solução pró-mercado para lidar com falhas políticas (Green, 2023).

O microcrédito permite que empreendedores sociais tenham acesso a um crédito que normalmente não conseguiriam através do sistema bancário (Karrer-Rüedi, 2011). Tida como empréstimos, as microfinanças são operacionalizadas em pequenos montantes que são concedidos sem garantia a pequenos grupos de mutuários que assumem responsabilidade solidária pelo reembolso (Akbulaev; Aliyev; Ahmadov, 2019; Andrikopoulos, 2020).

Em contrapartida, essa estratégia de investimentos provoca alguns questionamentos, uma vez que funciona como empréstimos bancários com taxas de juros muito altas (Green, 2022). Isso porque os microcredores estão sujeitos a custos de transação significativamente mais altos em termos absolutos e relativos (Karrer-Rüedi, 2011), gerando alto endividamento e até mesmo suicídios em países com a Índia (Martins, 2015).

Tem-se ainda que uma instituição de microcrédito persegue o lucro necessário para sua sobrevivência, mantendo, porém, a ênfase no desenvolvimento econômico, financiando e educando profissionalmente pessoas e empresas excluídas do mercado de capitais e da perspectiva de montar seu próprio negócio (Andrikopoulos, 2020; Djan *et al.*, 2023). Por outro lado, alguns observadores consideram a microfinança evoluindo gradualmente para um setor bancário mais comercializado que mobiliza fundos de fontes de mercado (Djan *et al.*, 2023).

Em geral, as microfinanças são disponibilizadas por organizações diversas que vão desde associações sem fins lucrativos ou empresas sociais, assim como fundações, cooperativas, uniões de crédito, instituições financeiras não bancárias ou grandes bancos comerciais (Martins, 2015). Essas instituições costumam ser financiadas por uma mistura de doações, depósitos de clientes, capital próprio e dívida provenientes de investidores de impacto internacionais (Djan *et al.*, 2023).

2.5.3 Títulos de Impacto Social

O Título de impacto social, do inglês *Social impact bond* (SIB), também conhecido como *Pay-for-Success Bonds* nos EUA; *Pay-for-Benefits Bonds* na Austrália (Martins, 2015; Vecchi; Casaliniy, 2019), é considerado um investimento de impacto social e representa uma forma de fundo e um contrato baseado em desempenho entre governo e investidores privados (Okker; Auvinen; Abrahamsson, 2022).

Esses títulos são exemplos de colaboração público-privada e embora tenham sido criados em 2010 no Reino Unido (Berndt; Wirth, 2018; Calderini *et al.*, 2018; Gigante; Sironi; Tridenti, 2023), atualmente podem ser encontrados em países como Reino Unido, autoproclamado líder mundial em SIB (Langley, 2020), EUA, Alemanha, Bélgica, Holanda (Arena *et al.*, 2016; Magomedova; Roig; Bastida-Vialcanet, 2020), Canadá, Portugal, Índia, Suíça, Finlândia (Mollinger-Sahba *et al.*, 2021).

Os Títulos de impacto social são uma nova abordagem de programas sociais que visam captar recursos junto a entidades beneficentes e investidores para financiamento de programas sociais preventivos (Akbulaev; Aliyev; Ahmadov, 2019). São investimento em que investidores privados, por intermédio governamental, fornecem capital para projetos sociais (Schätzlein, Schlütter, Hahn, 2023) que têm como alvo uma população específica de indivíduos (Langley, 2020) que lida com problemas sociais diversos (MOLLINGER-SAHBA *Et Al.*, 2021; LANGLEY, 2020).

No que se refere às fontes de recursos para os SIB, além do próprio governo, os investidores costumam envolver grupos diversos como fundações, organizações de caridade e instituições religiosas; investidores de impacto, como as empresas gestoras de ativos especializadas; investidores tradicionais, como bancos e intermediários financeiros que comprometem dinheiro dentro de suas políticas de responsabilidade social corporativa (Vecchi; Casaliniy, 2019).

Apesar do nome, eles não são títulos no sentido convencional e podem ser melhor definidos como instrumentos híbridos com elementos de capital e dívida e representam um mecanismo de financiamento destinado a financiar intervenções preventivas com base em um contrato baseado em resultados (Arena *et al.*, 2016). Os SIB podem, então, ser considerados como uma forma específica de conduzir políticas sociais e gastar dinheiro público, e uma radicalização do fenômeno do investimento de impacto social (Berndt; Wirth, 2018).

Em outras palavras, são alianças estratégicas com o objetivo de gerar lucro financeiro por meio da inovação social na prestação de serviços sociais públicos, além de serem um relevante produto no mercado de investimentos de impacto social (Berndt; Wirth, 2018; Mollinger-Sahba *et al.*, 2021).

Adicionalmente, os SIB são mecanismos contratuais e financeiros inovadores nos quais os governos ou comissários celebram acordos com provedores de serviços sociais, como empresas sociais ou organizações sem fins lucrativos, e investidores privados para pagar pela entrega de resultados sociais predefinidos (Vecchi; Casalini, 2019).

O SIB aproveita o empreendedorismo, a inovação e o capital para impulsionar a melhoria social por meio do direcionamento direto aos governos, que desempenham uma série de importantes papéis facilitadores (Rizzi; Pellegrini; Battaglia, 2018). Assim, constituem-se em uma inovação financeira que amplia o alcance do mercado de capitais para investimentos de impacto (Andrikopoulos, 2020).

Os SIB são uma forma de cooperação intersetorial público-privada (Arena *et al.*, 2016; Shengfen, 2018; Biasin *et al.*, 2019; Vecchi; Casalini, 2019), que vincula o pagamento de serviços sociais por órgãos governamentais ao alcance de metas de desempenho pré-definidas para áreas sociais selecionadas. Em outros termos, os SIB são baseados em um modelo de retorno contingente em que a obtenção de resultados sociais predeterminados desbloqueia um retorno financeiro (Martins, 2015; Andrikopoulos, 2020).

Teoricamente, esse instrumento beneficia todas as partes interessadas por meio de melhorias contínuas nos programas sociais com base em indicadores de desempenho, impacto mais significativo para os beneficiários-alvo, retornos satisfatórios para os investidores e uma redução nos orçamentos governamentais de bem-estar (Ono, 2016).

Complementarmente, o título de impacto social não é doação nem patrocínio no sentido comum, mas envolve um processo em que o governo lidera o investimento de fundos fiduciários,

investidores empresariais e indivíduos de alto patrimônio líquido. O provedor de serviço, como as empresas sociais, deve implementar o contrato com a mais alta eficiência e maximizar, de forma inovadora, o benefício para os grupos-alvo (Shengfen, 2018).

2.6.3.1 Configuração e operacionalização de Títulos de Impacto Social

Quanto a configuração e operacionalização dos títulos de impacto social, amplo levantamento com acadêmicos e profissionais revelou que esse instrumento financeiro é composto por oito aspectos principais (Arena *et al.*, 2016):

(1) Cobertura de uma questão social: refere-se a como uma questão social já é abordada pelos serviços prestados pelo setor público. Em particular, um SIB pode abordar uma área que está (I) descoberta pelas ofertas públicas, devido à falta de recursos, (II) descoberta por ofertas públicas, já que não é um serviço estatutário, ou (III) coberta pelas ofertas públicas, com resultados ruins.

(2) Inovação do programa: descreve as características da intervenção social financiada pela SIB, que pode financiar (I) um programa que é totalmente novo; (II) a implementação de um programa, cujos princípios básicos já foram testados com um resultado positivo, mas ainda não foram implementados; e (III) a expansão de um programa existente que já foi implementado em casos anteriores; (3) Zona-alvo: especifica a área geográfica visada por um SIB, que pode ser de nível local (cidade), regional e nacional (país).

(4) Natureza do promotor: ilustra se o SIB foi promovido por (I) administrações públicas (estadual/nacional, regional, local) ou (II) organizações privadas; (5) Envolvimento do comissário: aborda o papel do comissário governamental em relação aos prestadores de serviços e o seu nível de controle sobre as organizações participantes; (6) Flexibilidade da estrutura de prestação: relação entre prestadores de serviços e entre prestadores de serviços e o intermediário.

(7) Alocação de riscos: o risco pode ser suportado por investidores privados ou distribuído entre intervenientes públicos e privados por meio de medidas de proteção de capital e acordos de partilha de riscos; e (8) Distribuição das economias potenciais: relação entre as economias geradas pela intervenção e os pagamentos de resultados efetuados pelo comissário governamental.

Dentro de um SIB, uma pluralidade de partes interessadas está envolvida, por um lado, os investidores privados investem capital inicial e os provedores de serviços trazem experiência em

abordagens inovadoras de prestação de serviços; por outro lado, o setor público tem a capacidade de desenvolver um quadro de coordenação abrangente (Vecchi; Casaliniy, 2019).

Como arranjos institucionais, os SIB são o resultado do trabalho colaborativo de vários atores: o comissário é quase exclusivamente algum tipo de órgão do setor público ou uma autoridade local (Arena *et al.*, 2016; Berndt; Wirth, 2018; Langley, 2020). Esse ator predefine metas de desempenho e deve ser distinto das demais entidades participantes. O provedor pode ser uma instituição de caridade, organização sem fins lucrativos ou empresa social, é o agente responsável pela prestação do serviço a um grupo predefinido de pessoas (Arena *et al.*, 2016).

Por isso, recebe capital financeiro antecipadamente e realiza o serviço nos termos definidos nos contratos (Arena *et al.*, 2016; Berndt; Wirth, 2018). Os investidores privados fornecem os meios financeiros para a prestação dos serviços estipulados. Em troca, eles esperam lucro financeiro e algum benefício social (Berndt; Wirth, 2018).

Consequentemente, os investidores fornecem o capital para entregar a intervenção, assumindo o risco financeiro. Se os resultados mensuráveis acordados antecipadamente forem alcançados, o governo reembolsará os investidores acrescido de um retorno pelos riscos financeiros assumidos (Vecchi; Casaliniy, 2019).

Dessa forma, os riscos financeiros são distribuídos de forma desigual, posto que o comissário deve pagar ao investidor apenas quando o projeto atingir suas metas de desempenho predefinidas. Recebendo o financiamento antecipadamente, os prestadores de serviço não correm nenhum risco financeiro imediato, ou seja, não há reembolso em caso de falha.

Em vez disso, é o investidor que assume todos esses riscos (Martins, 2015; Ono, 2016). No caso de menor ou maior desempenho na obtenção dos resultados almejados, o pagamento será, respectivamente, maior ou menor; neste último caso, nenhum pagamento é garantido se nenhum resultado for gerado (Vecchi; Casaliniy, 2019).

Adicionalmente, se bem-sucedidos, os serviços operacionalizados pelas organizações sociais criam um importante valor social e economia de custos para o setor público, enquanto os investidores recebem um retorno financeiro determinado como uma porcentagem dessas economias (Martins, 2015)

Diante dessa estrutura financeira, apesar de seus nomes, os SIB não são obrigações no sentido convencional, pois o capital, que é algo na mesma linha de um investimento em ações,

geralmente é fornecido por um ou alguns investidores, tais como fundações, bancos ou outros investidores de impacto social (Vecchi; Casaliniy, 2019).

Além disso, a existência de robustas exigências de impacto pode favorecer organizações maiores em detrimento de organizações pequenas, locais e diferenciadas, escolhendo aqueles projetos com histórico comprovado, pois eles podem garantir grandes retornos sociais (Arena *et al.*, 2016).

Sobre esse assunto, tem-se que o desenvolvimento de medidas robustas ainda está em sua infância e a falta de dados desenvolvidos publicamente disponíveis e o custo de desenvolvê-los são observados por muitos participantes do mercado como uma grande barreira para o desenvolvimento do mercado de SIB (Heaney *et al.*, 2017).

Isso corrobora que, apesar do número de SIBs lançados em todo o mundo, o mercado ainda está em fase de desenvolvimento e não há uma abordagem padronizada sobre como projetar e configurar esses projetos (Arena *et al.* 2016; Vecchi; Casaliniy, 2019). Além disso, dada esta diversidade, muitas vezes existem diferenças substanciais no contexto e conteúdo destes contratos, e a maioria dos SIB desvia-se da estrutura prototípica, o que torna necessária sua discussão direcionada a cada contexto de sua implementação (Arena *et al.*, 2016; Mollinger-Sahba *et al.*, 2021).

2.5.4 Capital de risco e filantropia de risco

O capital de risco é o investimento que garante alguma forma de participação na entidade investida com o objetivo de obter elevados índices de retorno financeiro. Esse instrumento fornece valor agregado na forma de suporte não financeiro, como consultoria e acesso a redes para apoiar empresas sociais com grandes perspectivas de crescimento, exigindo altos níveis de retornos econômicos para seus investimentos (Bhatt; Ahmadb, 2017).

Além desse instrumento, anteriormente, as fundações filantrópicas foram apresentadas como fontes de investimento de impacto social. Para essas instituições, detectou-se que operam com instrumentos de capital de risco filantrópico (filantropia de risco).

A filantropia de risco combina empreendedorismo e finanças sociais em um único campo, a partir da aplicação de métodos de capital de risco para financiar e desenvolver empreendimentos que buscam impacto social junto com lucro (Di Lorenzo; Scarlata, 2018). Sobre esses instrumentos,

embora a pouca discussão direcionada, tem-se que o capital de risco social e filantropia de risco são conceitos semelhantes e geralmente se concentram em métodos de capital de risco para alcançar um impacto social positivo, ao mesmo tempo em que fornece um alto nível de apoio financeiro e não financeiro (Schätzlein, Schlütter, Hahn, 2023).

Os filantropos de risco fornecem suporte e orientação para desenvolver capacidade organizacional para desempenho operacional e medição de resultados, bem como investimento de capital personalizado para planos de negócios, enfatizando a responsabilidade pelos resultados e garantindo um relacionamento direto com sócio-gerente da empresa social investida (Ono, 2016).

No tocante à configuração desses instrumentos, as informações obtidas são de que o capital filantrópico pode ser usado como o desembolso de capital inicial para um investimento social, subscrevendo títulos de impacto e fornecendo garantia para um empréstimo a uma empresa social. Dessa forma, a filantropia absorve e reduz parte do risco financeiro assumido pelos demais investidores; eles conseguem uma melhor relação risco-retorno e avaliam mais favoravelmente sua participação em um investimento de impacto (Andrikopoulos, 2020).

A filantropia de risco não apenas está estendendo seu escopo para abordagens de investimento reembolsáveis, mas também os principais investidores privados e institucionais, como indivíduos de alto patrimônio líquido e fundos de pensão, estão cada vez mais interessados nesse fenômeno (Glanzel; Scheuerle, 2016).

Portanto, tornou-se uma nova tendência apoiar empresas sociais por meio de operações de filantropia de risco (Shengfen, 2018). Entretanto, ainda que esses fundos se enquadrem na categoria de investidores sociais, também utilizam instrumentos financeiros comerciais como dívida, capital, garantias e financiamento híbrido (Aschari-Lincoln; Jacobs, 2018).

A combinação de práticas de investimento de capital de risco com a abordagem de fundações de doação em relação ao impacto social faz com que esses investidores variem ao longo de uma série de objetivos: alguns buscam puramente um retorno social (com retorno econômico sendo a sustentabilidade econômica) e outros querem retornos econômicos e sociais (Di Lorenzo; Scarlata, 2018).

Merece atenção que a maioria dos investidores filantrópicos apoiam empresas sociais iniciantes, e a filantropia de risco se distingue por mostrar mais preocupação em ajudar a empresa social a superar a zona de perda no estágio de empreendimento, corrigindo seu déficit de receita, de modo a reduzir o risco de falência do empreendimento social (Shengfen, 2018).

Como acontece com o capital de risco convencional, a perspectiva do investimento é a saída do capital filantrópico assim que o projeto é financeiramente independente e lucrativo (ANDRIKOPOULOS, 2020). Todavia, não está claro se existe um período médio para essa saída ou se os instrumentos de capital de risco filantrópico já determinam esse intervalo.

2.5.5 Empréstimo de impacto social, Capital Mezanino, Crédito e Finanças Islâmicas

Embora a literatura não apresente de forma vinculada, acredita-se que o empréstimo de impacto social sejam o instrumento trabalhado por bancos sociais, cooperativas de crédito e bancos de desenvolvimento. Além disso, as empresas sociais nem sempre buscam doações, mas sim investimentos de capital ou fornecedores de dívida abaixo do mercado e a oferta tem crescido de forma sustentada, com novos intervenientes no mercado, como os *business angels* e os investidores sociais, que também têm prioridades específicas (Bacuilima *et al.*, 2023).

Esses empréstimos fornecem crédito em condições razoáveis a residentes de baixa renda ou populações desfavorecidas (por exemplo, propriedade indígena em terras com títulos nativos) atualmente excluídas do financiamento convencional (Muir *et al.*, 2018). É claro que há limites para as vantagens do financiamento por empréstimos: empréstimos extremos podem levar uma empresa social à falência. No entanto, o empréstimo é uma forma mais frequente de financiamento social do que a equidade e a maioria dos investimentos de impacto são financiados por essa estratégia financeira (Andrikopoulos, 2020).

Os instrumentos *mezzanine* referem-se a uma dívida subordinada ou a um instrumento de capital preferencial que representa um direito sobre os ativos de uma empresa social (Glanzel; Scheuerle, 2016; Islam, 2020; Ono, 2016). Isso significa que o reembolso é necessário e a propriedade não é diluída (Martins, 2015).

O pagamento de juros pode ser vinculado aos lucros da empresa, enquanto o valor total é reembolsado após determinado período. Esse financiamento é prioritário apenas para ações ordinárias e pode ser estruturado como dívida não garantida ou ações preferenciais. Dado seu maior risco, o capital mezanino é normalmente uma fonte de financiamento mais cara (Martins, 2015).

Em outros termos, o capital mezanino é uma combinação de capital próprio e capital de dívida com taxas de juros fixas e uma obrigação de reembolso, bem como um componente adicional relacionado ao desempenho. Pode ser estruturado de forma flexível e dá ao investidor

direitos de participação nos lucros em caso de sucesso financeiro da empresa social. Semelhante ao capital de dívida, requer fluxos de caixa previsíveis e um modelo de negócios de baixo risco (Achleitner; Spiess-Knafl; Volk, 2014; Spiess- Knafl; Jansen, 2014).

O crédito mútuo, embora não haja clara associação na literatura consultada, é um instrumento financeiro que parece ser utilizado por bancos comunitários e cooperativas de crédito (Sharam *et al.*, 2017; Andrikopoulos, 2020). Nesse instrumento, investidores e investidas podem ser identificado como os mesmos grupos (Motta; Dini; Sartori, 2017).

Um exemplo de crédito mútuo é a Sardex, na Itália. Essa instituição habilita crédito mútuo para pequenos e médios empreendimentos quando isto está indisponível no sistema bancário convencional (Motta; Dini; Sartori, 2017). No tocante a sua configuração, percebeu-se que no caso da Sardex, uma empresa privada, que opera o sistema e a medição de impacto é assumida pelos membros do circuito de crédito (Motta; Dini; Sartori, 2017).

O valor máximo concedido é estruturado em termos contratuais e depende de indicadores como o histórico e volume de negócios etc. (Motta; Dini; Sartori, 2017). Outro aspecto característico a esse instrumento é a ausência de juros, fazendo dele, muitas vezes, sistemas multilaterais de escambo para empresas sociais (Motta; Dini; Sartori, 2017).

A expressão finanças islâmica é usada para designar as operações realizadas respeitando as orientações da Sharia, regras que direcionam o comportamento dos muçulmanos. Essas finanças são instrumentos de IIS não apenas na medida em que aplicam princípios de investimentos socialmente responsáveis, mas também porque as decisões de investimento e a prática financeira buscam – além do lucro – impacto social por meio da implementação da Sharia nas sociedades muçulmanas (Andrikopoulos, 2020).

No contexto das finanças islâmicas, os empréstimos com juros são proibidos, o que leva a diferentes serviços financeiros, de modo que os princípios religiosos sejam respeitados, enquanto o lucro é buscado por meio da intermediação financeira e do empreendedorismo. Adicionalmente, essas finanças aplicam práticas familiares de investimentos socialmente responsáveis e responsabilidade social corporativa e enfrentam dificuldades em combinar os princípios éticos com a relação risco-retorno da carteira de investimentos (Andrikopoulos, 2020).

Não existem direcionamento específicos sobre a configuração desses instrumentos, especialmente no tocante a operacionalização de empréstimos sem juros ou políticas de reembolso. Adicionalmente, no Brasil, a adoção de operações financeiras nesses moldes requer ajustamento

da legislação nacional para que não haja tributação dupla sobre os seus ativos, além do aperfeiçoamento de tratados internacionais de comércio e investimentos mantidos pelo Brasil (AGÊNCIA SENADO, 2021).

2.5.6 Doações e Subsídios

É comum que empreendedores sociais com fins lucrativos operem com algum tipo de renda de doação, seja em dinheiro ou trabalho voluntário, em seu mix de receita (Thornton; King, 2017). Na verdade, as empresas sociais geralmente não constroem seu modelo de negócios em um modelo de doação, mas muitas vezes recebem grandes somas de fundos de filantropia de risco ou fundações (Spiess- Knaf; Jansen, 2014). Por isso, subsídios e doações, são uma forma atraente de financiamento para ES em relação a empréstimos e outras formas de financiamento comercial (Liston-Heyes *et al.*, 2017).

Enquanto instrumento de investimento de impacto social, as doações não geram nenhum controle ou direito de voto e nem são reembolsáveis (Liston-Heyes *et al.*, 2017); costumam ser restritas a projetos pré-definidos, acarretam altos custos de captação de recursos e menor flexibilidade empresarial (Spiess- Knaf; Jansen, 2014).

Outrossim, esses investidores, chamados de investidores de taxa zero, estão focados apenas na missão social e não exigem nenhum retorno financeiro, mas não renunciam ao retorno social. O seu instrumento de financiamento preferido é o financiamento de subvenções, que continua a ser uma importante fonte de financiamento para as empresas sociais. Doações irrestritas, ou seja, sem finalidade específica e, portanto, não limitando o empreendimento social, podem ser preferidas pelos empresários sociais devido à flexibilidade empresarial, mas podem aumentar a necessidade de monitoramento (Achleitner; Spiess-Knafl; Volk, 2014).

Em termos de configuração, embora não se retrate as formas, prazos e mecanismos de seleção de investidas, os doadores são geralmente agências governamentais, fundações, fundos de caridade ou entidades do setor privado (Martins, 2015), como cooperativas de crédito, corporações e bancos (Liston-Heyes *et al.*, 2017). Esses agentes geralmente não monitoram o empreendimento social, pois não há reembolso futuro ou qualquer outra forma de retorno monetário (Achleitner; Spiess-Knafl; Volk, 2014).

Por outro lado, embora a inexistência de necessidade de reembolso seja um atrativo, suas somas não costumam ser suficientes para manutenção duradoura das atividades de uma empresa social (Martins, 2015; Magomedova; Bastida-Vialcanet, 2019; Andrikopoulos, 2020), razão pela qual esses negócios optam por financiamento próprio ou de terceiros (SPIESS- KNAF; JANSEN, 2014; ANDRIKOPOULOS, 2020). O quadro 11 sintetiza os instrumentos identificados.

QUADRO 11 – PRINCIPAIS INSTRUMENTOS FINANCEIROS PARA INVESTIMENTO EM EMPRESAS SOCIAIS

Instrumento Financeiro	Características	Investidores	Configuração (aspectos identificados)
Crowdfunding	Financiamento colaborativo de ideias inovadoras e empresas sociais, em plataformas online.	Investidores, doadores e profissionais	• Quantias pequenas • Curto prazo
Microfinanças	Serviços financeiros de crédito	Bancos, investidores públicos, institucionais e de varejo.	• Pequenos montantes financeiros. • Altas taxas de juros.
Títulos de impacto social	Forma de fundo e um contrato baseado em desempenho entre o governo e investidores privados	Entidades beneficentes, governo, bancos e intermediários, Fundações, organizações de caridade e instituições religiosas.	• Contrato de prestação de serviços baseado em desempenho. • Requisitos: Cobertura de uma questão social, Inovação, Zona-alvo, Natureza do promotor, Envolvimento do comissário, Flexibilidade da estrutura de prestação, • Alocação de riscos, • Distribuição das economias potenciais.
Capital de risco/Filantropia de risco	Métodos de capital de risco, com alto nível de apoio financeiro e não financeiro, para alcançar um impacto social positivo.	Fundações filantrópicas, investidores institucionais, <i>business angels</i> .	• Garante alguma forma de participação na entidade investida.
Empréstimo de impacto social	Crédito em condições razoáveis a residentes de baixa renda ou populações desfavorecidas	Bancos sociais, cooperativas de crédito e bancos de desenvolvimento	----- ----
Capital Mezanino	Dívida subordinada que representa um direito sobre os ativos de uma empresa social.	-----	• Pagamento de juros vinculados ao lucro da empresa social e reembolso de capital. • Dívida não garantida ou ações preferenciais.
Crédito mútuo	Investimentos realizados, mutualmente, por investidores e investidas, que podem ser os mesmos agentes.	Bancos comunitários e cooperativas de crédito.	• Ausência de juros.

Finanças islâmicas	Operações financeiras baseadas na Sharia (religião muçulmana)	-	• Empréstimos sem juros.
Doações e Subsídios	Algum tipo de renda de doação, seja em dinheiro ou trabalho voluntário	Investidores de taxa zero, agências governamentais, fundações, fundos de caridade ou entidades do setor privado	• Não geram nenhum controle ou direito de voto e nem são reembolsáveis.

FONTE: Elaborado pelo autor (2023)

O quadro 11 sintetiza os instrumentos identificados e as informações acerca de suas configurações. Entretanto, considerando que o investimento de impacto social é um fenômeno regional e que difere entre as comunidades de investimento (Roundy, 2020; Santamarta *et al.*, 2021; Okker; Auvinen; Abrahamsson, 2022), não há garantias que esse quadro seja representativo a diferentes ecossistemas de empresas sociais (Roy; Hazenberg, 2019).

Indo além, a mistura de diferentes estratégias e tipos de instrumentos de financiamento permite individualizar os pacotes de investimentos de acordo com as necessidades e possibilidades das empresas sociais e do financiador social, ao mesmo tempo em que torna mais complexas as relações entre esses atores (Aschari-Lincoln; Jacobs, 2018), destacando a necessidade de conhecer a configuração desses instrumentos no processo de investimento em empresas sociais, conforme discussão a seguir.

2.6 A CONFIGURAÇÃO DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS NO PROCESSO DE INVESTIMENTO EM EMPRESAS SOCIAIS

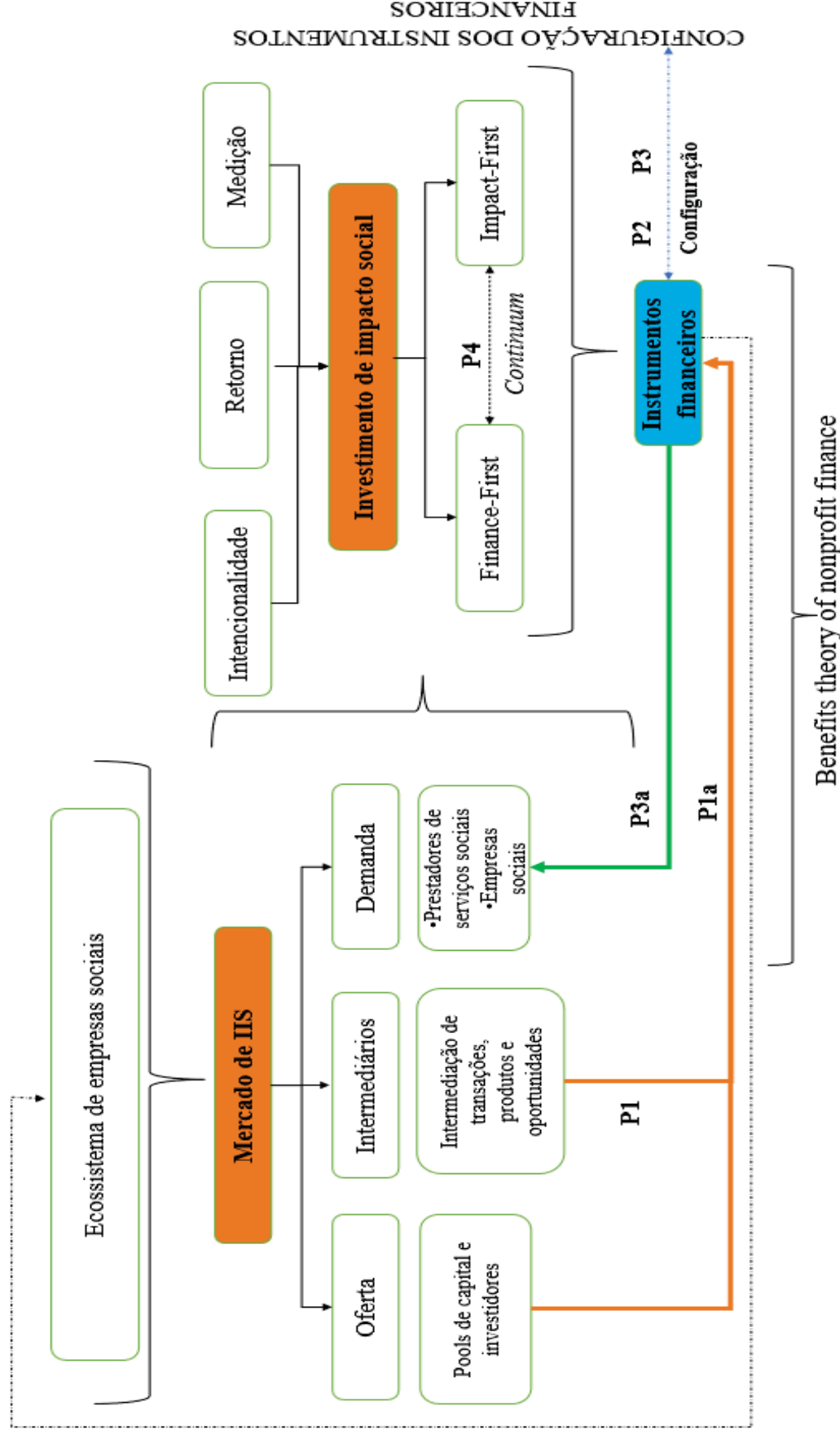
Convém explicar, antecipadamente, que ao longo dessa subseção estão apresentados aspectos classificados como elementos configurativos dos instrumentos financeiros para investimento em empresas sociais. Esses elementos, por serem resultantes da revisão de literatura integrativa realizada para construção do referencial teórico, não seguem o mesmo padrão de discussão, uma vez que sua exposição é diversa e limitada nos estudos consultados.

Além disso, os elementos discutidos não são apresentados, na literatura examinada, como itens configurativos dos instrumentos financeiros, tendo sido essa classificação decorrente da análise temática realizada.

Dessa maneira, o conjunto de achados identificados nesse trabalho demonstra que a ausência de uma discussão direcionada aos instrumentos financeiros disponibilizados às empresas

sociais, assim como a necessidade emergente do mercado de investimento de impacto social de combinar as demandas de capital de empresas sociais com a lógica de financiamento do investidor (Minguzzi; Modina; Gallucci, 2019), - retrata, em diferentes aspectos, a pertinência de um modelo que simbolize o processo de investimento em empresas sociais (Rocha; Segatto, 2023) para o qual, a estrutura apresentada a seguir é uma proposta inicial com base na literatura.

FIGURA 1 – MODELO DE PESQUISA: PROCESSO DE INVESTIMENTO EM EMPRESAS SOCIAIS



FONTE: Elaborado pelo autor (2023)

A ideia subjacente à estrutura proposta, com base nas discussões anteriormente apresentadas, é que o contexto geográfico, isto é, o ecossistema de empresas sociais direciona a disponibilidade de recursos financeiros e a atuação de agentes governamentais e privados, como investidores e financiadores (Akbulaev; Aliyev; Ahmadov, 2019; Glanzel; Scheuele, 2015; Calderini; Chiodo; Michelucci, 2018; Bhatt; Ahmad, 2017; Shahi; Parekh, 2022).

Nesse contexto, é necessário considerar que os principais componentes do mercado de investimento de impacto social podem ser classificados em três áreas: (I) lado da demanda, que inclui necessidades sociais, beneficiários e provedores de serviços, como as empresas sociais (Biasin *et al.*, 2022); (II) Lado da oferta, derivado dos *pools* de capital e investidores que patrocinam capital para o investimento de impacto social, por meio de crédito, dívida ou devolução de parte dos recursos arrecadados (Michelucci, 2017); e (III) os intermediários que facilitam a interação entre as outras partes (Biasin *et al.*, 2022; Harder; Scheepers, 2023).

O lado da demanda inclui as empresas sociais e demais provedores de serviços sociais, isto é, os receptores do capital disponibilizado por investidores. Por outro lado, o entendimento de governança social, se pautado na atuação governamental ou de agentes de mercado, vai influenciar na definição das instituições de financiamento e nas categorias de investidores existentes em cada localidade, isto é, no lado da oferta.

O lado da oferta sintetiza esses fornecedores, que desde que embasados em intencionalidade, retorno e medição de resultados, são classificados como investimentos de impacto social. Esses investimentos, conforme levantamento realizado, podem ser representados por ser fundos mútuos, aceleradoras de impacto, organizações religiosas, bancos comerciais, bancos sociais, bolsa de valores sociais e investidores anjos. O pool de investidores pode ainda incluir empresas, instituições financeiras cooperativas, fundações filantrópicas, fundos de aposentadoria, governo e até mesmo capital próprio.

Os investidores podem assumir lógicas e papéis com diferentes denominações, mas que no geral assumem racionalidades do tipo *finance-first* ou *“impact-first* (Moran; Wardy-Christie, 2022). Consequentemente, esses investidores disponibilizarão recursos por meio de instrumentos financeiros como títulos de impacto social, microcrédito, bolsas de valores Sociais, filantropia de risco, *crowdfunding*, capital de risco, empréstimo de impacto social, capital mezanino, crédito mútuo, finanças islâmicas, doações e subsídios.

Mesmo diante da variedade de instituições que representam a oferta de capital, as empresas sociais ainda têm dúvidas sobre o papel do investidor (Shengfen, 2018) e este ainda sofre com ausência de informações consolidadas sobre tais empreendimentos (Bacuilima *et al.*, 2023).

Nesse cenário, despontam os intermediários, que conectam os investidores com as empresas sociais. Esses intermediários podem ser instituições bancárias, gestores de fundos, plataformas de financiamento, aceleradoras e incubadoras (Magomedova; Roig; Bastida-Vialcanet, 2020), organizações de consultoria, instituições educacionais (Okker; Auvinen; Abrahamsson, 2022), associações, instituições religiosas e o próprio governo (Michelucci, 2017).

Esses atores intermediam transações, produtos e oportunidades de investimento; estimulam capacidades de suporte e prontidão; apoiam a medição do impacto e empreendem a construção de redes (Muir *et al.*, 2017). Além disso, oferecem aconselhamento, orientação, treinamento e buscam conectar empresas com investidores e outras partes interessadas, afetando expressivamente o financiamento disponível no ecossistema (Gur; Mooney, 2019; Okker; Auvinen; Abrahamsson, 2022).

No geral, o investidor e a investida não dependem apenas de uma rede de outros investidores, mas também de mentores e tutores para aprender como se envolver em oportunidades de investimento de impacto (Casasnovas; Bruno, 2013; Roundy; Fayard, 2019; Roundy, 2020). Essas discussões levam ao surgimento da seguinte proposição:

P1. A existência de intermediários qualificados fomenta o processo de investimento em empresas sociais e facilita a identificação de negócios, dessa natureza, habilitados a receber o capital de investidores.

Como o mercado de investimento de impacto social (IIS) está crescendo rapidamente e atraindo o interesse dos principais investidores, avaliações precisas e específicas são cada vez mais solicitadas por gerentes, investidores e tomadores de decisão, a fim de identificar os limites dessa classe de ativos, bem como para classificar alvos potenciais com base em seu grau relativo de conformidade com os recursos mínimos exigidos (Biasin *et al.*, 2022). Entende-se que esse conjunto de avaliações direcionem as configurações estabelecidas aos instrumentos financeiros ofertados às empresas sociais.

Adicionalmente, considerando o papel dos intermediários (Okker; Auvinen; Abrahamsson, 2022; Muftugil-Yalciný; Mooijman, 2023) e o entendimento de que o IIS está atrelado às características das regiões em que é implementado (Roundy, 2020; Bacuilima *et al.*, 2023), que

não ocorre no vácuo e nem está separado de outras forças econômicas, sociais e culturais de determinada região (ROUNDY, 2020), acredita-se que:

P1a: Dada a localidade³, os intermediários influenciam na configuração dos instrumentos financeiros disponibilizados, por investidores, às empresas sociais.

Outros aspectos que interferem no processo de investimento e configuração dos instrumentos financeiros, tomando como base o cenário alemão, são as expectativas de **retorno financeiro**, **retorno social** e a **relação entre investidores individuais, investidas e a infraestrutura circundante** (Glanzel; Scheuerle, 2016), isto é, o ecossistema de empresas sociais (Roundy, 2020).

No tocante ao retorno financeiro, sua importância está vinculada à continuidade do processo de investimento em diferentes empreendimentos sociais. Assim como o tradicional investimento de capital, se a empresa social investida obtiver lucros, o principal e os rendimentos serão retirados de acordo com o mecanismo de saída definido antecipadamente, de modo a reciclar os fundos em benefício de mais empresas sociais (Shengfen, 2018).

Outrossim, quando se fala em retorno financeiro, os estudos associam o investimento de impacto com alguma baixa taxa de retorno para cobrir a inflação. No entanto, a maioria dos textos acadêmicos deixa o nível esperado de retorno financeiro indefinido ou apenas afirmam que o retorno financeiro pode variar de abaixo, no mesmo nível ou acima da taxa de mercado (Hochstadter; Scheck, 2015).

Não obstante, outras pesquisas informam que os investidores podem desenvolver produtos financeiros de investimento de impacto social que oferecem cerca de 1% menos retorno financeiro do que os tradicionais investimentos comerciais (Schrötgens; Boenigk, 2017) ou que exigem retornos de investimento acima de 10% (Andrikopoulos, 2020).

No tocante a **relação entre as partes** (investidor e investida), diferentes estudiosos têm abordado os potenciais problemas decorrentes da informação assimétrica entre investidor e investida na busca dos objetivos acordados e na geração de retornos financeiros e sociais (Achleitner *et al.* 2013), a tal ponto que muitas vezes há um **“gap” de comunicação** entre os atores do setor empresarial social (Glanzel; Scheuerle, 2016).

A prontidão de investimento de uma empresa social não está apenas relacionada à percepção do investidor sobre o negócio, mas também ao conhecimento do empreendedor sobre o

³ Refere a localidade em nível local, regional, nos ambientes “imediatos” de atuação dos estruturadores financeiros.

mercado financeiro (Hazenbergh; Seddon; Denny, 2015). Em todo caso, seria aconselhável adotar medidas que promovam e incentivem a criação de canais que facilitem o acesso à informação, a realização de ações de formação e a profissionalização, tanto de investidores como de empresários sociais (López-Cózar; Priede, 2015).

Nesse contexto, um necessário foco de pesquisa é a exploração de como a proximidade do provedor de capital com seus destinatários financeiros, e sua própria lógica de mercado influenciam o alinhamento entre a missão e a medição do impacto e o crescimento percebido do impacto social (Aschari-Lincoln; Jacobs, 2018). Nesse sentido, para além do papel do ecossistema como fomentador dos IIS, é necessário debater como essa assimetria de informações e desconhecimentos dos papéis pode ser superada e se a configuração dos instrumentos financeiros pode auxiliar nesse processo.

Nesse cenário, a configuração é influenciada também pelas **expectativas do financiador** na estratégia de empresas sociais (Bhatt; Ahmad, 2017). Além disso, as exigências multidimensionais de retorno dos investidores podem levar a uma concentração da estrutura de financiamento, desencadeando uma mudança na estratégia de negócios da empresa social para refletir melhor as expectativas e os interesses dos provedores de recursos.

Ainda no tocante à relação entre investidores e investidas, percebe-se que ela pode ser sobrecarregada pelas disposições de valor das investidas (Glanzel *et al.* 2013). Isto ocorre porque a disposição de assumir riscos pontua muito baixo entre os valores mais importantes para as empresas sociais, ao menos no cenário alemão, que percebem várias formas de risco como inibidoras de sua capacidade de inovar (Glanzel; Scheuerle, 2016).

No cenário alemão, as ES também valorizam o foco nos resultados financeiros e na solidez financeira dos parceiros como algo de menor importância e tudo isso pode estar em desacordo com a lógica de investimento dos provedores de capital e trazer potencial de conflito, já que os investidores procuram condições contratuais que minimizem os riscos do investimento (Glanzel; Scheuerle, 2016).

Ademais, o aumento da incerteza do investidor implica maior custo de capital e, em última análise, menos recursos disponíveis para as organizações financiadas (Andrikopoulos, 2020). Essa situação – resistência das empresas sociais investidas – foi constatada, também, em empresas sociais polonesas, que ajustam com menos frequência sua direção gerencial aos interesses de seus financiadores (Mikořajczak, 2019).

Assim, encontrar financiamento que não exija tais alterações continua sendo um desafio para os empreendedores sociais (Bhatta; Ahmadb, 2017), ao passo em que alcançar essa congruência de valores é também uma dificuldade para os investidores. Isso significa que os empreendedores e investidores de impacto social precisam considerar cuidadosamente se o “DNA” de um investidor é compatível com os valores da empresa social (Martins, 2015), e como isso tem se refletido no processo de investimento e nos instrumentos financeiros disponibilizados.

Sobre esse assunto, a literatura relata dois cenários: o desejo dos empreendedores por controle (ético) de seu serviço ou produto, o que pode sufocar o crescimento da empresa social (Aschari-Lincoln; Jacobs, 2018) e afastar os investidores; e as empresas que oferecerão bens e serviços mais compatíveis com as preferências dos financiadores (Liston-Heyes *et al.*, 2017). Novamente, esse é um aspecto que deve ser explicitado na configuração dos instrumentos financeiros destinados a esses negócios.

Logo, é necessário compreender como são instituídos requisitos de seleção de empresas sociais e comparação de expectativas. Mesmo porque ainda há uma falta de clareza conceitual sobre características exigidas de uma investida de impacto (Höchstädter; Scheck, 2015; Bhatt; Ahmad, 2017).

Adicionalmente, outras pesquisas têm constatado que as características específicas da organização, como a forma organizacional, a natureza do negócio, o estágio de vida da empresa, a discrição e os valores do empreendedor social desempenharam papéis críticos nas decisões de financiamento para essas empresas (Shahi; Parekh, 2022).

Entretanto, essa é uma visão baseada nas percepções dos empresários sociais, sendo, portanto, necessário comparar se esses parâmetros se estendem aos provedores de capital. Especialmente porque as empresas sociais geralmente abordam questões muito locais e é difícil para elas ampliarem seu modelo de negócios, o que as torna pouco atraentes para potenciais investidores (Magomedova; Bastida-Vialcanet, 2019).

Adicionalmente, o **contexto dos beneficiários das empresas sociais** também emerge como um elemento preponderante no processo de investimento. Esse elemento refere-se ao público-alvo da empresa social e o quanto esse público é relevante aos interesses dos provedores de recursos (Biasin *et al.*, 2022). Outra variável é a **localização geográfica** dos projetos de financiamento de impacto social (Castellas; Ormiston; Findlay, 2018). Os investidores de impacto avaliam

favoravelmente iniciativas localizadas em regiões econômicas mais populosas e avançadas de um país (Islam, 2021).

Esse entendimento demonstra que empresas sociais, localizados em cidades mais desenvolvidas, como Deli e Bangalore na Índia, Madrid e Catalunha na Espanha, e São Paulo no Brasil, são avaliados de forma mais positiva pelos investidores de impacto do que aqueles localizados em cidades menos desenvolvidas (Islam, 2021).

Supõe-se que esse aspecto se reflete na configuração dos instrumentos financeiros em disposições relacionadas ao local de atendimento, natureza dos problemas sociais e “rapidez” para geração de retornos econômicos e sociais. Esse conjunto de exigências é decorrente também do **risco** associado ao investimento em empresas sociais, posto que a integração de questões de sustentabilidade financeira na tomada de decisões é impulsionada principalmente por preocupações de gerenciamento de risco (Ono, 2016).

Deve-se notar que o risco sempre vem junto com o investimento (Shengfen, 2018), aliás, os investidores de impacto carregam altos riscos reputacionais além dos riscos financeiros mais óbvios (Lehner; Nicholls, 2016). O IIS representa riscos específicos para o governo, prestadores de serviços, investidores, intermediários e, mais importante, para os beneficiários, se for mal concebido, mal executado ou usado em ambientes inadequados (Muir *et al.*, 2017).

Por conta disso, os investidores de impacto social tentam minimizar o risco intervindo na autonomia das empresas sociais por meio de **condições contratuais restritivas** e reivindicando direitos formais de **participação nos processos de tomada de decisão**. Esses investidores, argumentam que, mesmo sem experiência no nicho de atuação do empreendedor social, costumam ter experiência com negócios em estágio inicial e gestão da inovação e, assim têm um interesse justificado em fazer valer seu direito de codeterminar o destino da organização através da obtenção e exercício dos direitos de decisão (Glanzel; Scheuerle, 2016).

Em verdade, os investidores querem saber se os recursos estão sendo bem utilizados e o impacto social alcançado, enquanto os gestores querem entender a eficácia organizacional e se mudanças precisam ser feitas para aumentar o impacto financeiro e social (Harder; Scheepers, 2023).

Embora se reconheça que os riscos são inerentes aos investimentos em geral, ainda não está claro como esses aspectos de codecisão são operacionalizados e nem mesmo se são preponderantes

em todas as fontes e instrumentos de financiamento, principalmente aqueles de abordagem mais coletiva, como o *crowdfunding*.

O foco nos resultados sociais é uma característica fundamental do IIS, mas há pouca concordância sobre como e em quais tipos de programas esses resultados podem ser mais bem alcançados (Muir *et al.*, 2017), isto é, qual a natureza, preferência e características das investidas. Outrossim, os resultados sociais, na forma explícita de intenção de entrega devem ter uma **demonstração verificável da intenção social** da empresa e do compromisso com a causa social, para evitar que as empresas sociais continuem relatando suas realizações de impacto apenas com informações sobre compromissos e processos e raramente pontuando o impacto verdadeiramente causado (Harder; Scheepers, 2023).

Por isso, relatórios de resultados sociais devem compor os estatutos da organização; certificação externa ou restrições legalmente obrigatórias poderiam, também, fornecer uma indicação clara do compromisso com as metas sociais (Biasin *et al.*, 2022). Isto ocorre porque os investidores não podem confiar apenas em medidas de retornos e avaliações de ativos para avaliar a qualidade de uma proposta, eles precisam de alguma noção de como definir e monitorar a quantidade de bem social que será produzida (Liston-Heyes *et al.*, 2017).

De modo complementar, a intenção social da empresa deve gerar **mecanismos e relatórios, qualitativos e/ou quantitativos, de mensurabilidade do impacto social**, que idealmente devem ser divulgados na forma de um relatório de sustentabilidade que inclua uma medida do impacto social real da empresa (Biasin *et al.*, 2022).

Esses relatórios para medição de impacto geralmente se preocupam com a coleta, análise e comunicação do impacto ambiental e social de um investimento de impacto (Abrahams; Walaza, 2019; Langley, 2020). Essa dinâmica pode criar incentivos para que os gerentes de empresas sociais controlem os números e escolham métodos contábeis que os façam parecer mais “dignos” para os financiadores (Liston-Heyes *et al.*, 2017).

O retorno social mensurável é um elemento particularmente importante para o investimento de impacto social, pois os investidores costumam usar uma prova de impacto social como pré-requisito para iniciar ou continuar um investimento (Schrötgens; Boenigk, 2017). Dessa forma, o IIS não apenas beneficia as organizações receptoras com capital adicional, mas também as leva a focar na melhor entrega de seus programas (Schrötgens; Boenigk, 2017; Langley, 2020; Green, 2023).

Por outro lado, esse entendimento recebe algumas críticas, posto que é necessário um desenvolvimento substancial das abordagens para medição de impacto e a prática atual usa noções baseadas em produção ou relatórios (Giin, 2018) sem efetivamente discutir resultados comprovados ou medidas de impacto (Then; Schmidt, 2020).

Como os investidores de impacto procuram um empreendedor que diferencie cuidadosamente o conceito de empreendimentos sociais daqueles que buscam evitar impactos ambientais e sociais negativos, impõem exigências sobre os empresários sociais, o que é tedioso para eles (Bacuilima *et al.*, 2023).

Consequentemente, o investimento de impacto pode ter um papel limitante para a empresa social, pois quem tentaria buscar esse tipo de financiamento e tentar utilizá-lo não o faz por ter uma série de requisitos a cumprir; assim, recorrem a modalidades de financiamento mais fáceis por considerá-lo pouco acessível e limitante (Bacuilima *et al.*, 2023).

Nesse cenário, em um mercado de IIS voltado principalmente para as funções de inovação social das empresas sociais, a medição do impacto deve, necessariamente, ser mais exigente (Then; Schmidt, 2020). Indo além, em decorrência da pouca clareza e consenso na literatura sobre os termos que definem o investimento de impacto; isso se estende aos critérios para determinar retornos sociais aceitáveis (Magomedova; Bastida-Vialcanet, 2019; Harder; Scheepers, 2023).

Assim, embora as ferramentas existentes possam ser adequadas para fins regulatórios, elas tendem a subestimar o impacto real das atividades sociais cujos destinatários seriam mais bem atendidos por avaliações de longo prazo e mais qualitativas (Liston-Heyes *et al.*, 2017).

Outrossim, à medida que muda o papel e a importância dos atores do investimento de impacto social na cadeia de suprimentos de finanças sociais, **as ferramentas de medição de desempenho também devem mudar de acordo com o destinatário**, isto é, as empresas sociais (Minguzzi; Modina; Galucci, 2019).

Como o mercado de negócios sociais é fortemente caracterizado por relacionamentos dinâmicos e complexos, a influência que cada categoria de atores de investimento exercerá na cadeia de fornecimento financeiro também determinará a mudança nas abordagens de medição implementadas nos negócios. Se atores e instituições mais tradicionais do mercado financeiro poderão desempenhar um papel importante, pode-se inferir que uma lógica mais financeiramente orientada prevalecerá sobre uma lógica mais socialmente constituída (Minguzzi; Modina; Gallucci, 2019).

Nesse cenário despontam duas ferramentas para medição de impacto: Relatório de impacto e padrões de investimento (*Impact Reporting and Investment Standards – IRIS*) e o retorno social do investimento (*Social return on Investment – SROI*) (Felipe; Johnson, 2019). O primeiro é um conjunto de indicadores padronizados que reportam o desempenho social e ambiental das organizações.

O SROI, por sua vez, representa uma medida de retorno social para cada unidade de capital investido em iniciativas socialmente relevantes, assim pode ajudar os investidores a tomarem decisões mais informadas ao considerar projetos de empreendedorismo social (Minguzzi; Modina; Galucci, 2019). Como indicador sintético, o SROI é uma medida interessante, mas tende a privilegiar elementos quantitativos de difícil extração e, portanto, de avaliação, quando as iniciativas sociais não apresentam fortes elementos estruturais (Harder; Scheepers, 2023).

Há uma necessidade fundamental de entender melhor a natureza da profundidade do impacto, uma vez que a falta de métricas e indicadores claros para sua medição e avaliação também é um obstáculo a concretização do IIS (Bacuilima *et al.*, 2023). O paradoxo da situação é que nem os provedores, nem os destinatários financeiros estão discutindo abertamente esse desafio.

Recomenda-se, então, uma abordagem coerente em que essas diferentes estratégias e processos de escala de impacto social sejam complementares e inter-relacionados (Aschari-Lincoln; Jacobs, 2018). Isso não se refere apenas à mensuração do impacto, mas também ao desenvolvimento dos modelos de negócios, que exigem maior esforço de intermediação entre investidores e investidas para alinhar seus perfis de risco-retorno financeiro e social (Then; Schmidt, 2020).

Adicionalmente, estruturas de controle adicionais que consideram múltiplas dimensões da **gestão de desempenho** de empresas sociais são baseadas na consideração conjunta de medidas tradicionais orientadas para finanças, indicadores de resultados socialmente orientados e legitimidade institucional (Minguzzi; Modina; Galucci, 2019). Entretanto, embora essas estratégias sejam direcionadas às empresas sociais, ainda não está claro se são integralmente adotadas pelos investidores, como são requeridas pelos provedores de capital e qual o papel das lógicas de investimento nesse processo.

Esses elementos estruturais também não estão explorados na literatura levantada, mas certamente estão relacionados com **os mecanismos de gestão** da empresa social investida. Isso

corroborar que a falta de **competência organizacional** é a barreira mais notável para uma medição de impacto eficaz e concessão de capital financeiro (Harder; Scheepers, 2023).

Nesse âmbito dos debates, alguns autores defendem que um sistema de classificação de impacto social deve incorporar características do modelo aplicado pelo setor bancário, exigindo mecanismo identificável e procedimentos específicos de escalonamento (quantitativo, qualitativo ou ambos) para atender melhor aos requisitos necessários ao financiamento e seleção de projetos sociais (Minguzzi; Modina; Galucci, 2019).

Embora essa sugestão seja pertinente e factível, não é possível padronizá-la a todas as fontes e instrumentos financeiros, uma vez que muitos deles se diferenciam das lógicas praticadas por instituições bancárias. Indo além, as demonstrações de impacto são pautadas em maneiras, ditas mais adequadas, para as diferentes relações de investimento entre provedor e investida (Glanzel; Scheuerle, 2016).

Por outro lado, além dos mecanismos de gestão, é necessário levar em consideração que a medição de impacto, em si, tem um custo, posto que o processo de coleta e análise de dados é um exercício contínuo, que requer não apenas competência e recursos financeiros, mas também tempo (Felipe; Johnson, 2019; Harder; Scheepers, 2023). Nesse entendimento e no cenário de escassez de capital, certamente que as empresas sociais se veem no dilema de investir recursos para medição ou para geração do impacto social.

Nessa conjuntura, não estão estabelecidos padrões sobre as modalidades de mensuração de impacto, nem como isto é praticado nos instrumentos financeiros, uma vez que a definição conceitual de impacto difere entre grupos de partes interessadas (Abrahams; Walaza, 2019; Harder; Scheepers, 2023). Existindo, então, a impressão preliminar, que naturalmente se distinguem a partir das lógicas de investimento dominantes.

Esse entendimento é reforçado pela necessidade emergente do mercado de investimento de impacto social combinar as demandas de capital de empresas sociais com a lógica de financiamento do investidor privado (Castellas; Ormiston; Findlay, 2018). Além disso, ainda não está completamente discutido em que medida o impacto social em diversas áreas, por exemplo, meio ambiente, educação, integração, emprego e saúde, cresce por meio do envolvimento financeiro dos investidores (Aschari-Lincoln; Jacobs, 2018).

Infere-se, então, que embora os requisitos para recebimento de recursos financeiros não estejam explícitos nos estudos sobre o tema, é recorrente a menção da necessidade de comprovação

de impacto social (Glanzel; Scheuele, 2015; Aschari-Lincoln; Jacobs, 2018; Bhatt; Ahmad, 2017; Schrötgens; Boenigk, 2017; Hochstadter; Scheck, 2014) e adequado gerenciamento interno das empresas sociais (Glanzel; Scheuele, 2015; Di Lorenzo; Scarlata, 2019).

Desse modo, o foco na geração de impacto social, com definição e mensuração desse processo, pode fazer com que empresas sociais experientes e com clara estruturação gerencial de seu impacto sejam selecionadas em processos de financiamento/investimentos de impacto social, o que nos leva a crer que:

P2. A configuração dos instrumentos de investimento em empresas sociais, construídos por investidores e intermediários, privilegia negócios cujo impacto social gerado é mais perceptível, por possuir definição clara (alguma forma de mensuração) desse impacto.

Essa proposição atesta que embora haja uma falta de poder explicativo das fontes de financiamento em relação ao foco do impacto, as tarefas relacionadas a ele desempenham um papel cada vez mais crucial na atração de financiamento e gerenciamento desses negócios (Ebrahim, 2003; Stuhlinger; Hersberger-Langloh, 2021).

A configuração dos instrumentos financeiros precisa ainda estabelecer o **tamanho das empresas sociais** a serem investidas, principalmente diante do entendimento que uma estrutura típica de investimento de impacto visa pequenas empresas (Fleming, 2012). Nesse entendimento, novas pesquisas devem determinar se os investidores de impacto e outros atores no campo colocam limites no tamanho e na estrutura de propriedade das investidas (Hochstadter; Scheck, 2015).

Adicionalmente, alguns estudos revelam que os gestores visam diferentes **estágios de investimento**, sendo que alguns fundos visam mais de um estágio. Foi notável, ao menos na Austrália, que não houve apoio ao investimento em empresas sociais em estágio inicial e que a grande maioria dos investidores está visando investimentos em estágio maduro, paralelamente às tendências do financiamento e investimento convencionais (Castellas; Ormiston; Findlay, 2018).

No tocante aos **fluxos de capital**, durante a fase de startup, o investidor fornece o fundamento que estabelece as bases para as empresas sociais, mas é possível que um lucro muito limitado seja obtido na operação inicial do negócio. Com a saída do investidor inicial e a entrada do capitalista de risco, pode surgir o receio de que os frutos dos esforços anteriores sejam levados por outros, o que dificulta que as empresas sociais encontrem uma maneira de calcular o investimento e recompensar e ganhar o apoio dos investidores de diferentes estágios (Shengfen, 2018).

Assim, a **maturidade comercial** da investida também é considerada muito importante, pois os fundos, geralmente não estão interessados em investir em empresas sociais iniciantes. Dessa forma, embora a lucratividade da receita comercial não seja crucial, os investidores procuram empresas sociais em estágio de validação, com 2 a 3 anos de funcionamento (Hazenbergh; Seddon; Denny, 2015).

Outros pesquisadores relatam, sobre esse aspecto, que quando se trata de conseguir investidores, as empresas sociais devem considerar que os investidores não costumam disponibilizar o capital de uma só vez (Magomedova; Roig; Bastida-Vialcanet, 2020). Naturalmente que esse é também um aspecto que deve compor a configuração dos instrumentos financeiros, mas que não está adequadamente discutido na literatura estudada.

A perspectiva do provedor financeiro fornece informações com relação à determinação de características – por exemplo, **campo, prontidão de escala interna e externa, profundidade de impacto, meta e afinidade de missão, processos de relatórios, potencial de colaboração** (Aschari-Lincoln; Jacobs, 2018). Ainda assim, dada a variedade de fontes e instrumentos existentes, acredita-se que esse parâmetro deva ter características próprias de acordo com os interesses do investidor, instrumento utilizado e as características e tipo de ecossistema.

Adicionalmente, as responsabilidades de **prestação de contas** diferem entre provedores de recursos financeiros e investidas e, para uma adequada integração da responsabilidade das partes interessadas, elas precisam ser vistas separadamente (Harder; Scheepers, 2023). Pesquisadores observam que, às vezes, a obsessão dos investidores de impacto com a expectativa de prestação de contas pode exigir avaliações e relatórios onerosos sem fornecer recursos extras, levando as organizações sociais a desviarem recursos preciosos do atendimento aos beneficiários ou da operacionalização de seu funcionamento (Phillips; Johnson, 2021; Islam, 2020). Novamente, surgem questionamentos sobre os mecanismos para prestação de contas adotados, uma vez que cada instrumento possui particularidades na cessão de capital.

Fala-se também que, embora, os investimentos de impacto social sejam direcionados para a geração de um impacto social positivo, as **estruturas financeiras inovadoras** usadas para implementá-los garantem que sejam sustentáveis, lucrativos e atrativos (Minguzzi; Modina; Gallucci, 2019). O design dessas estruturas inovadoras e a forma como são requisitadas em instrumentos de financiamento é outro aspecto configurativo que não está claro na literatura consultada. O que é mencionado, em algumas pesquisas, é a necessidade de um plano de negócios

(Hazenber; Seddon; Denny, 2015) e financeiro com um modelo funcional de gestão (Glanzel; Scheuerle, 2016).

Assim a **sustentabilidade dos resultados** é particularmente importante para os investidores de impacto social (Muir *et al.*, 2017), embora empresas sociais com melhor desempenho social nem sempre sejam as que tem um melhor desempenho econômico (Biasin *et al.*, 2022). A esse respeito, os estudiosos sublinharam a importância de modelos escaláveis que possam atrair investidores e tornar o financiamento de empresas sociais mais popular (Hehenberger *et al.*, 2019; Magomedova; Bastida-Vialcanet, 2019).

Os empreendedores sociais frequentemente não conseguem enviar sinais adequados aos credores sobre sua confiabilidade e acabam com problemas de liquidez e acesso limitado ao capital (Andrikopoulos, 2020), fazendo com que a oferta de financiamento seja um problema particular para as empresas que carecem de garantias e de histórico (Lyon; Owen, 2019).

Por conta disso, o **histórico profissional e confiável dos empreendedores** e empresas sociais são também avaliados no processo de concessão de capital (Calderini *et al.*, 2018), posto que os antecedentes profissionais parecem importar, principalmente, experiências no setor empresarial privado, que favorecem acordos mutuamente benéficos com parceiros de seu setor de origem (Glanzel; Scheuerle, 2016).

Essa valorização do setor profissional privado não deixa clara se são aspectos de gestão, rede de contatos ou experiências que facilitam a interação com os investidores, nem mesmo se esse entendimento prevalece nas diferentes lógicas dos provedores de capital.

Consequentemente, empreendedores sociais experientes têm maior sucesso no acesso ao investimento de impacto social (Lyon; Owen, 2019). As características e habilidades do empreendedor e de suas equipes de gerenciamento (Islam, 2021) são extremamente importantes para acessar financiamento e ser considerado pronto para investimento (Hazenber; Seddon; Denny, 2015), pois os investidores consideram tal experiência como necessária para alcançar a sustentabilidade financeira (Mogapi *et al.*, 2019).

Em contrapartida, é preciso considerar que diante da heterogeneidade dos investidores há também aqueles que julgam negativamente a maior experiência comercial da equipe de liderança, reconhecendo tal experiência como um dos principais impulsionadores do “relaxamento” da missão social do negócio (Scarlata *et al.*, 2017; Lim *et al.*, 2020).

Aditivamente ao histórico profissional dos empreendedores sociais, a falta de **habilidades de gestão** ou experiências de negócios sustentáveis pode levar à perda de perspectivas de retorno financeiro e, portanto, dificuldades para acessar e absorver investimentos (Glanzel; Scheuerle, 2016).

Consequentemente, fundadores com experiências corporativas ou empreendedoras que demonstram mais flexibilidade, abertos às oportunidades e que adotam ideias inovadoras podem acessar uma variedade de fontes de financiamento (Baskaran *et al.*, 2019). Essas habilidades de gestão são também valorizadas porque demonstram a capacidade interna para garantir que o negócio seja capaz de “entregar” medições robustas (Harder; Scheepers, 2023).

No tocante aos **mecanismos de concessão dos recursos financeiros**, não foi identificada discussão direcionada ou padrões a essa atividade no processo de investimento. Em verdade, alguns estudiosos relatam que o provedor financeiro pode exigir que uma determinada abordagem de escala seja usada, vinculando os pagamentos das parcelas financeiras ao alcance de metas e exigindo relatórios regulares ao longo do acordo de investimento (Aschari-Lincoln; Jacobs, 2018).

Nessa discussão, tem-se que projetos e serviços que exigem grandes investimentos para alcançar impactos e retornos financeiros necessitam de sofisticação financeira e sistemas para gerenciar grandes quantias e múltiplos fluxos de capital, bem como expertise em programas substanciais para entregar resultados (Filipe; Johnson, 2019). Nesse sentido, não está claro se a transferência de recursos é realizada diretamente à empresa social, o papel operacional dos intermediários nesse processo, ou como esses aspectos são retratados nos instrumentos financeiros.

Além disso, a concessão e fluxo de capital podem ser influenciados por aspectos relativos à geração de impacto social, isso é especialmente verdadeiro se o investidor concordou em reduzir os retornos financeiros em troca da criação de impacto (Harder; Scheepers, 2023). Esses aspectos despertam reflexões também sobre o grau de autonomia que as empresas sociais mantêm quando acessam investimentos de impacto social de diferentes fontes e/ou quando utilizam combinações de diferentes instrumentos financeiros.

Esse questionamento é válido se considerarmos o cenário australiano, em que os empreendimentos sociais adotam a abordagem de engenharia financeira, combinando capital não concessionário, *finance-first*, com doações e qualquer capital liderado por impacto, para financiar seus negócios e gerar impacto social (Moran; Ward-Christie, 2022).

No que se refere a **duração do investimento**, investidores de impacto buscam investir em fundos com vencimentos mais curtos, mas é normal que a demanda por esse investimento tenha um vencimento de longo prazo; assim, o investidor busca um melhor retorno ou, dependendo do setor, deve ter paciência e buscar um relacionamento próximo com os empresários, o que eles relutam em fazer (Bacuilima *et al.*, 2023).

Outrossim, embora alguns estudos afirmem que o investimento de impacto social, geralmente, é de médio prazo, com duração entre 3 e 5 anos (Miller; Wesley 2010; Bhatta; Ahmadb, 2017), outros autores relatam as dificuldades das investidas em darem retornos nesse prazo, dada a pressão dos investidores (Glanzel; Scheuerle, 2016). Esses novos aspectos reforçam a ausência de padronização nas discussões sobre o tema e o papel da configuração dos instrumentos financeiros nesse processo.

A **inovação** também é identificada como um aspecto preponderante ao processo de investimento em empresas sociais, posto que a inovação percebida de um projeto aumenta significativamente a probabilidade de um investimento de impacto social, desde que esses investidores percebam as empresas sociais como operadores da inovação (Schrötgens; Boenigk, 2017; Rathee; Aggarwal, 2022), mesmo porque, devido ao aumento da concorrência, as empresas sociais dependem fortemente de inovações para alcançar a sustentabilidade (Sharma *et al.*, 2017).

Investir em organizações inovadoras com potencial para crescer rapidamente e produzir impactos e retornos financeiros significativos, vem ganhando popularidade no setor de IIS, pois permite que esse mercado cresça atraindo mais recursos graças a casos de sucesso (Magomedova; Bastida-Vialcanet, 2019). Ademais, uma das principais funções do investimento de impacto no empreendedorismo social é a promoção deste tipo de negócio, pois cria mais do que oportunidades de financiamento, formação, aconselhamento e apoio à gestão e administração, ao desenvolver e promover iniciativas inovadoras (Bacuilima *et al.*, 2023).

Por outro lado, alguns pesquisadores já constataram que uma possível explicação para a escassez de inovação em empresas sociais é que os investidores motivados por um retorno sobre o investimento têm pouco incentivo para financiar experimentos inovadores arriscados que são propostos nas etapas iniciais do empreendimento (Vecchi; Casaliniy, 2019).

No geral, isso indica que um melhor marketing e comunicação de produtos de investimento de impacto, articulando claramente sua capacidade de inovação e eficácia, pode atrair mais investidores privados para o investimento em empresas sociais (Islam, 2020).

Entretanto, embora um alto grau de inovação possa aumentar as chances de obter fundos de fundações ou financiadores similares, também é provável que diminua sua competitividade para oportunidades de receita pública. Isso se deve a uma falta de adequação aos termos bastante restritos dos comissários públicos e às estruturas de financiamento disponibilizadas (Glanzel; Scheuerle, 2016). Esse entendimento desperta reflexões sobre o real papel da inovação como requisito ao ISS e como os financiadores definem, avaliam e selecionam inovações decorrentes de práticas de empresas sociais.

Como esperado, o acesso a investimentos de impacto social é influenciado pela **capacidade organizacional da ES** (Felipe; Johnson, 2019). Nesse cenário, alguns estudiosos defendem que os empreendedores sociais devem direcionar o mesmo esforço, iniciativa e métodos que os negócios comerciais tradicionais (Chiapello, 2015).

Outrossim, à semelhança da propriedade tradicional, a maior participação de investidores de impacto leva a maiores retornos (Gigante; Sironi; Tridenti, 2023). Por outro lado, alguns investidores estão percebendo que alguns resultados insatisfatórios estão relacionados ao seu envolvimento, muitas vezes mais no nível da transação do que da colaboração e que precisam ouvir mais atentamente seus parceiros e as empresas sociais investidas (Aschari-Lincoln; Jacobs, 2018).

Dessa forma, os interesses dos investidores financeiros precisam ser bem equilibrados com os das outras partes interessadas em uma empresa social, por meio do monitoramento de informações financeiras e não financeiras relevantes para sua missão (Ng; Leung; Tsang, 2020). Sob esse entendimento, as empresas sociais são moldadas tanto pela experiência de seus fundadores quanto por fatores relacionados ao seu financiamento (Sahasranamam *et al.*, 2023).

Logo, as organizações que desejam atrair capital de investimento carecem de competências para desenvolver e implementar esse recurso financeiro (Glanzel; Scheuerle, 2016), a partir da criação de valor social, geração de finanças sustentáveis e gestão transparente de recursos (Rizzi; Pellegrini; Battaglia, 2018).

Esses “requisitos”, além de determinar quem e o que é financiado (Liston-Heyes *et al.*, 2017), podem fazer com que investidores e intermediários de investimento sempre se concentrem nos mesmos candidatos (Glanzel; Scheuerle, 2016). Outrossim, embora os investidores de impacto sejam heterogêneos, eles possuem seus setores de investimento preferidos e, em nível global, sua preferência recai em serviços financeiros, energia limpa, tecnologia, saúde, agricultura e habitação (Phillips; Johnson, 2021; Islam, 2020).

Ademais, as estratégias de investimento de impacto parecem ser definidas e discutidas principalmente em torno de objetivos e setores de impacto, e não de bens ou serviços específicos e com isso as mesmas empresas sociais podem reiteradamente ser escolhidas (Hochstadter; Scheck, 2015). A sistematização dos elementos configurativos aos instrumentos financeiros no processo de investimento de impacto social está disposta no Quadro 12.

QUADRO 12 – ASPECTOS CONFIGURATIVOS DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS

Aspectos configurativos	Autores de base
Retorno financeiro	Glanzel; Scheuerle, 2016; Shengfen, 2018; Hochstadter; Scheck, 2015; Schrötgens; Boenigk, 2017; Andrikopoulos, 2020.
Relação entre investidores e investidas	Glanzel; Scheuerle, 2016; Bhatt; Ahmad, 2017; Bacuilima <i>et al.</i> , 2023; Hazenberg; Seddon; Denny, 2015; Aschari-Lincoln; Jacobs, 2018; Mikořajczak, 2019; Martins, 2015; Liston-Heyes <i>et al.</i> , 2017.
Retorno (impacto) social	Muir <i>et al.</i> , 2017; Harder; Scheepers, 2023; Biasin <i>et al.</i> , 2022; Liston-Heyes <i>et al.</i> , 2017; Abrahams; Walaza, 2019; Langley, 2020; Schrötgens; Boenigk, 2017; Green, 2023; Then; Schmidt, 2020; Bacuilima <i>et al.</i> , 2023; Magomedova; Bastida-Vialcanet, 2019; Minguzzi; Modina; Galucci, 2019; Felipe; Johnson, 2019; Aschari-Lincoln; Jacobs, 2018; Castellás; Ormiston; Findlay, 2018.
Contexto dos beneficiários das empresas sociais	Biasin <i>et al.</i> , 2022.
Localização geográfica	Castellás; Ormiston; Findlay, 2018; Islam, 2021.
Risco	Ono, 2016; Shengfen, 2018; Lehner; Nicholls, 2016; Muir <i>et al.</i> , 2017; Bacuilima <i>et al.</i> , 2023.
Gestão de desempenho e sustentabilidade de resultados	Muir <i>et al.</i> , 2017; Miguzzi; Modina; Galucci, 2019; Felipe; Johnson, 2019; Biasin <i>et al.</i> , 2022; Hehenberger <i>et al.</i> , 2019; Magomedova; Bastida-Vialcanet, 2019.
Competência Organizacional	Harder; Scheepers, 2023; Felipe; Johnson, 2019.
Estruturas financeiras	Hazenberg; Seddon; Denny, 2015; Glanzel; Scheuerle, 2016; Minguzzi; Modina; Gallucci, 2019.
Tamanho das empresas sociais	Fleming, 2012; Hochstadter; Scheck, 2015.
Estágio para investimento e maturidade comercial	CASTELLAS; ORMISTON; FINDLAY, 2018; HAZENBERG; SEDDON; DENNY, 2015.
Fluxos de capital	Shengfen, 2018
Prestação de contas	Harder; Scheepers, 2023; Phillips; Johnson, 2021; Islam, 2020.
Histórico profissional	Glanzel; Scheuerle, 2016; Calderini <i>et al.</i> , 2018; Lyon; Owen, 2019; Mogapi <i>et al.</i> , 2019; Scarlata <i>et al.</i> , 2017; Lim <i>et al.</i> , 2020.
Habilidade de gestão	Glanzel; Scheuerle, 2016; Baskaran <i>et al.</i> , 2019; Harder; Scheepers, 2023.
Mecanismos de concessão dos recursos financeiros	Aschari-Lincoln; Jacobs, 2018; Filipe; Johnson, 2019; Harder; Scheepers, 2023; Moran; Ward-Christie, 2022.
Duração do investimento	Glanzel; Scheuerle, 2016; Bacuilima <i>et al.</i> , 2023; Miller; Wesley 2010; Bhatta; Ahmadb, 2017.
Inovação	Schrötgens; Boenigk, 2017; Magomedova; Bastida-Vialcanet, 2019; Rathee; Aggarwal, 2022; Sharma <i>et al.</i> , 2020; Bacuilima <i>et al.</i> , 2023; Vecchi; Casaliniy, 2019; Islam, 2020.
Capacidade organizacional	Felipe; Johnson, 2019; Chiapello, 2015; Gigante; Sironi; Tridenti, 2023; Sahasranamam <i>et al.</i> , 2023.

Aspectos configurativos	Autores de base
CrITÉrios de seleÇão	Liston-Heyes <i>et al.</i> , 2017; Phillips; Johnson, 2021; Islam, 2020; Hochstadter; Scheck, 2015.

FONTE: Autor (2024)

Os investidores intencionam a coloca  o e gestão eficiente de ativos com o desenvolvimento de modelos de investimento e financiamento que assegurem a aloca  o ideal de recursos para alcançar o impacto social desejado, garantindo a preserva  o de seu capital acrescido de retorno financeiro (Rizzi; Pellegrini; Battaglia, 2018).

Dessa maneira, para que um investidor de impacto apoie uma empresa social, ele desenvolve primeiro o papel de um medidor de saúde financeira, procurando analisar a situa  o financeira do negócio, desenvolvendo uma ideia dos ativos e patrimônio que a ES pode ter ou tem, uma vez que esta    a sua principal garantia de retorno do investimento (Bacuilima *et al.*, 2023). As discussões anteriormente apresentadas levam a suposi  o de que:

P3. A configura  o dos instrumentos financeiros disponibilizados por investidores sociais privilegia aspectos gerenciais (gestão de desempenho, tamanho e estágio, estruturas financeiras, histórico profissional, habilidades de gestão, capacidade organizacional, participa  o na gestão), o que pode fazer com que negócios sociais estabelecidos tenham vantagens e o investimento de impacto social seja sempre direcionado aos mesmos candidatos.

P3a. Investidores de impacto social optam por setores, localidades e serviços de sua preferência, o que leva a sele  o de um grupo restrito de empresas sociais para recebimento de investimentos de impacto social.

Os aspectos anteriormente mencionados são decorrentes da configura  o dos instrumentos financeiros, que parecem direcionar o processo de concessão de capital para as empresas sociais. Entretanto, sabe-se também que as lógicas dos investidores também interferem na configura  o desses instrumentos (Agrawal; Hockerts, 2019), com a lógica comercial emergindo como dominante (Castellas; Ormiston; Findlay, 2018), levando a uma predominância do *finance-first* no mercado (Moran; Ward-Christie, 2022).

Adicionalmente, mesmo com as distin  o es apresentadas, alguns estudiosos defendem que o campo de investimentos sociais, ainda que atrelado ao impacto socioambiental, permanece

dominado por uma lógica de finanças e, por extensão, *finance-first*, ou ainda que é possível a presença de várias lógicas em cada transação de investimento (Moran; Ward-Christie, 2022). Dadas essas percepções esse estudo supõe que:

P4. A configuração de instrumentos financeiros para investimentos em empresas sociais, geralmente baseados em contratos de risco e retorno financeiro, apresentam aspectos e combinações que buscam, em um primeiro momento, atender investidores de lógica *finance-first* para gradualmente torná-los em *impact-first*.

A ideia implícita a essa proposição é que os instrumentos financeiros (e suas fontes) disponibilizados ao mercado de empresas sociais, embora costumem seguir parâmetros comerciais (Moran; Ward-Christie, 2022), podem ser ajustados (e considerar) a financiamentos direcionados ao *impact-first* à medida que se aproximam, participam e reconhecem os benefícios e papel das empresas sociais (Neverauskiene; Pranskeviciute, 2021).

Além disso, emerge o entendimento que investimentos de impacto social sob a racionalidade *impact-first* precisam ser discutidos e economicamente estimulados, uma vez que essa lógica parece estar estagnada (Castellas; Ormiston; Findlay, 2018; Moran; Ward-Christie, 2022), não tem sido objeto de institucionalização (Phillips; Johnson, 2019) e se apresenta em proporções muito menores ao *finance-first* (Sharam *et al.*, 2018), mesmo diante de sua relevância para o fortalecimento de mercados e da infraestrutura institucional de investimento de impacto social (Shelby, 2021).

No tocante à transição de *finance-first* para *impact-first*, partiu-se do entendimento de que a lógica *finance-first* é predominante no mercado de investimentos sociais (Mudaliar *et al.*, 2018; Castellas; Ormiston; Findlay, 2018; Moran; Ward-Christie, 2022) e que as empresas sociais que melhor se adequam aos requisitos dessa racionalidade são priorizadas pelos investidores (Ebrahim, 2003).

Em contrapartida, além do capital, as empresas sociais investidas esperam que seus investidores reconheçam e valorizem o valor social criado pelo negócio (Angrawal; Hockerts, 2019) e, em busca de investimentos sociais, precisam, em um primeiro momento, focar esforços para demonstrar responsabilidade em atividades que gerem retorno econômico (Stuhlinger; Hersberger-Langloh, 2021), e à medida que receberem volumes de capital, destacar os retornos sociais e seus requisitos, tais como o maior prazo para retornos econômicos (Roundy *et al.*, 2017), índices de liquidez (Ormiston *et al.*, 2015) e taxa básica/mínima de retorno (Harji; Jackson, 2012),

de modo a estabelecer uma relação de confiança com seus investidores (Ormiston *et al.*, 2015) mantendo-os atuantes, mesmo quando o impacto social se sobressair ao retorno financeiro.

Nesse contexto, entende-se que à medida que os investidores se associam às empresas sociais investidas, reconhecem sua função no fomento à inovação, desenvolvimento regional (Neverauskiene; Pranskeviciute, 2021) e sustentabilidade econômica (Mikołajczak, 2022), podendo reduzir os retornos financeiros em troca da criação de impacto social (Harder; Scheepers, 2023).

Acredita-se ainda que essa transição gradual de *finance-first* para *impact-first* seja possível e pertinente, uma vez que as finanças sociais têm desafiado essa dicotomia tradicional que afirma existir uma relação inversa entre impacto social e retorno financeiro, demonstrando a existência de valor combinado entre ambos (Nicholls, 2010; Ormiston *et al.*, 2015).

Assim, considerando que investidores costumam aplicar essas lógicas de forma combinada, que os intermediários desse processo nem sempre são instituições financeiras, e que as empresas investidas costumam manter o foco no impacto social (Moran; Wardy-Christie, 2022), infere-se que seja plausível essa migração ou enfoque na racionalidade de *impact-first*⁴.

Dada a seleção das empresas sociais com base nos parâmetros anteriores, os investidores prosseguem com a elaboração de acordos contratuais baseados nas configurações e requisitos estabelecidos aos instrumentos financeiros por eles utilizados. Esses instrumentos, à medida que são disponibilizados às empresas sociais, também ajustam o próprio mercado de IIS, ao definir os meios de oferta, o papel dos intermediários e as formas de acesso pelas empresas sociais. Nesse último aspecto, também incrementam a *benefits theory of nonprofit finance*, já que oferece um retrato detalhado das fontes de recursos disponibilizadas/utilizadas pelas empresas sociais.

Apesar dessa discussão e da estrutura proposta, a análise de estudos sobre o tema revela que os investidores de impacto são heterogêneos na forma como avaliam as variáveis organizacionais, é que não há padrões nesse processo (Islam, 2021), e que, portanto, cada cenário deve ser avaliado de forma individual e independente.

Nesse contexto, o modelo de pesquisa proposto e os aspectos configurativos identificados representaram uma proposta inicial de sistematização desses elementos e seu agrupamento em um

⁴ Para a etapa de coleta dos dados, essa proposição será verificada pela exposição de entrevistados e análise de documentos sobre a evolução do relacionamento entre estruturador financeiro, investidor e empresa social.

processo de IIS, que foi submetida a validação empírica durante a pesquisa de campo para essa tese e adequado na Figura 2 desse estudo.

3 MATERIAL E MÉTODOS

Esse capítulo tem a finalidade de apresentar e discutir as escolhas metodológicas dessa tese. Nesse cenário, partiu-se do princípio de que os estudos em gestão devem ser delineados quanto aos seus objetivos, procedimentos técnicos e forma de abordagem (Raupp; Beuren, 2006). Além disso, aspectos relacionados a finalidade e desenvolvimento no tempo também foram considerados (Fontelles *et al.*, 2009). Outrossim, aspectos relacionados a coleta de dados, análise de evidências, rigor e validade também estão explorados nesse capítulo.

3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

No tocante à forma de abordagem, trata-se de um estudo qualitativo, indicado para adquirir em profundidade a compreensão do fenômeno estudado (Trauth; O'connor, 1991; Strauss; Corbin, 2008), a partir do entendimento e os significados que os participantes atribuem a ele (Humble; Mozelius, 2012).

A abordagem qualitativa se mostrou pertinente porque fornece uma conduta estruturada e técnicas analíticas, que se baseiam na teoria e na literatura existentes, e oferecem flexibilidade na compreensão dos fenômenos sob investigação ao liberar o pesquisador da imposição de pressupostos a priori (Cohanier, 2014).

Quanto aos objetivos foi realizado um estudo exploratório-descritivo. As pesquisas descritivas especificam contextos, cenários sociais ou relacionamentos (Newman, 2013). Estudos dessa natureza esclarecem quais fatores contribuem para a ocorrência de determinado fenômeno (Vergara, 2010). Nessa pesquisa, o aspecto descritivo foi representado pelo detalhamento da configuração e estruturação de recursos financeiros no processo de investimento em empresas sociais.

Essa pesquisa é exploratória porque realizou um exame mais detalhado do cenário que se pretende estudar (configuração de instrumentos financeiros para empresas sociais), para desenvolver, esclarecer e alterar conceitos e ideias (Collis; Hussey, 2005), posto que explora assuntos poucos investigados (Neuman, 1997; Saunders; Lewis; Thornill, 2015).

O caráter exploratório (Saunders; Lewis; Thornill, 2015) foi evidenciado pela discussão da configuração e processo de investimento em empresas sociais, assunto pouco trabalhado na

literatura brasileira (levantamento na plataforma SPELL) e internacional, que embora discuta as fontes para financiamento desses negócios, não direciona esforços representativos a configuração dos instrumentos financeiros e ao processo de investimento.

No que se refere ao desenvolvimento no tempo, essa pesquisa adotou a temporalidade transversal. Dessa maneira, os dados foram coletados, e representativos de forma detalhada, de um determinado período (Gray, 2009; Fontelles *Et Al.*, 2009; Saunders; Lewis; Thornill, 2015; Newman, 2013), ou seja, dos momentos de publicação dos documentos analisados (2020-2023) e da realização das entrevistas (janeiro a abril de 2024).

No tocante aos procedimentos técnicos, além da pesquisa de campo com estudo de caso, para elaboração do referencial teórico, foi realizada uma revisão bibliográfica integrativa nas bases de dados Scopus, Web of Science, EBSCO e SPELL, a qual resultou na análise de 184 artigos sobre investimentos de impacto social em empresas sociais.

Convém reforçar que a revisão integrativa de literatura corroborou a abordagem exploratória dessa pesquisa, posto que embora grande volume de trabalhos tenha sido identificado, a configuração dos instrumentos financeiros e o processo de investimento em si não está clara na literatura consultada.

3.2 ESTRATÉGIA/MÉTODO DE PESQUISA

O método adotado nessa tese foi o estudo de caso. Essa estratégia é indicada para o exame profundo e exaustivo de determinado fenômeno, a fim de compreender as complexidades de determinada realidade (Yin, 2015), assim como a dinâmica de determinada configuração (Eisenhardt, 1989). Nesse método, os casos podem ser constituídos por indivíduos, grupos, organizações, regiões, Estados, cidades, comunidades e programas, isto é, qualquer evento que seja delimitado, específico e único (Patton, 2002).

O tipo de estudo de caso utilizado é o exploratório, já que teve como objetivo ajudar o pesquisador a fazer perguntas refinadas sobre a situação atual e a desenvolver proposições que pudessem ser comparadas com a teoria existente (Cohanier, 2014). Nessa tese, o estudo de caso selecionado considera o ecossistema de empresas sociais do Brasil, visto que ele ainda não foi bem estruturado, no tocante a sistematização das fontes, configuração de instrumentos financeiros e processo de investimento, podendo se provar um caso único e revelador.

Essa tese foi ainda caracterizada como um estudo de caso único incorporado, que envolve mais de uma unidade de análise ou várias unidades incorporadas (Yin, 2015), o que permite uma melhor compreensão do fenômeno e torna os resultados obtidos mais robustos e convincentes.

Na escolha do caso único incorporado sua particularidade e potencial contribuição para o campo de pesquisa são importantes critérios que fundamentam a seleção dessa estratégia (Yin, 2015). A singularidade, representatividade, distinção, potencial para ilustração e inspiração para novas descobertas teóricas são também critérios de seleção na escolha do único (Siggelkow, 2008).

Nesta pesquisa foi selecionado o ecossistema brasileiro de investimentos e empresas sociais, que tem despertado a atenção de empresários, agentes governamentais, empreendedores e investidores de impacto social, mas para o qual ainda não há estudos sobre seu panorama geral, principalmente no tocante a configuração dos instrumentos financeiros e o processo de investimentos em si. Outrossim, empresas sociais localizadas no Brasil são avaliadas de forma positiva pelos investidores internacionais de impacto (Islam, 2021).

Reforça a relevância desse cenário, o fato do Brasil ser precursor em fixar uma Estratégia Nacional de Investimentos e Negócios de Impacto (Ferreira, 2022), por meio do Decreto 9.244/2017 (Brasil, 2017). Outrossim, avulta-se a percepção de que o ecossistema de investimentos e empresas sociais do Brasil tem se desenvolvido e despertado atenção no cenário econômico nacional (Ferreira, 2022), dado o volume de recursos movimentados, que aumentou 12% entre 2018 e 2020, superando o montante de R\$ 1 bilhão em investimentos e ao menos R\$ 11 bilhões em ativos sob gestão de investidores de impacto social (Ande, 2022).

Para esta tese, as unidades de análise consideradas foram as diferentes instituições que investem em empresas sociais no ecossistema brasileiro desses negócios. Para identificação dessas instituições foi realizado um levantamento, entre os meses de dezembro/2023 e janeiro/2024, na plataforma Investir com Impacto, desenvolvida e mantida pela Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto.

A Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto é uma iniciativa que produz conteúdos, desenvolve projetos, promove articulação nacional e internacional, além da influência em políticas públicas, para impulsionar os investimentos e negócios de impacto no Brasil (Aliança Pelos Investimentos e Negócios de Impacto, 2024).

“A plataforma Investir com Impacto é um projeto desenvolvido pela Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto para democratizar o conhecimento sobre investimentos de

impacto no Brasil e estimular novos investidores a participar deste movimento global transformador” (Investir Com Impacto, 2024). Cabe ressaltar que a plataforma utilizada foi a única iniciativa de catalogação de investidores de impacto no cenário brasileiro e na qual constavam 21 atores, até janeiro de 2024, como investidores de impacto.

Dada a relevância dessas iniciativas, elas foram consideradas como pertinentes para aproximação com o campo e identificação de subunidades de análise ao estudo de caso incorporado. Além das instituições identificadas na plataforma, adotou-se também a técnica de bola de neve (Biernacki; Waldorf, 1981; Vinuto, 2014), que permitiu localizar institutos e fundações também atuantes nos investimentos em empresas sociais.

3.3 FONTES DE EVIDÊNCIAS

Na pesquisa qualitativa, três principais fontes de evidências podem ser utilizadas: entrevistas, observação, análise de documentos (Flick, 2009). O uso de diferentes fontes é uma importante estratégia para obter a profundidade necessária aos estudos qualitativos, além de ser uma das salvaguardas da validade do construto e veracidade dos dados coletados (Saunders; Lewis; Thornill, 2015; Cohanier, 2014). Na presente investigação, a validação cruzada de evidências foi realizada a partir de entrevista e análise documental.

A entrevista foi adotada por ser uma ferramenta capaz de extrair saberes de determinados atores (Dahler, 2016) e por gerar interação diádica entre as partes, gerando novos insights para o tema da pesquisa (Qu; Dumay, 2011). Em termos do processo de desenho da entrevista, há muitas decisões que devem ser cuidadosamente consideradas, tais como quem entrevistar, quantos entrevistados serão necessários, que tipo de entrevista conduzir e como os dados da entrevista serão analisados (Qu; Dumay, 2011).

A entrevista semiestruturada foi a modalidade selecionada, que envolve questionamentos guiados por temas identificados de maneira consistente e sistemática, interpostos com sondagens destinadas a obter respostas mais elaboradas. Assim, o roteiro de entrevista abordou uma série de temas amplos que ajudaram a direcionar a conversa para os tópicos e questões (abordagem temática) sobre os quais os entrevistadores desejam aprender (Qu; Dumay, 2011).

O roteiro de entrevista (Apêndice I) foi formulado antes do início do trabalho de campo, após uma revisão da literatura sobre investimentos em empresas sociais. Assim, foi composto por

10 itens que contemplam categorias relacionadas as fontes de investimento, os principais investidores, os instrumentos utilizados, a configuração desses instrumentos e o processo de investimento a partir das fontes, instrumentos e configurações.

As perguntas propostas não tiveram caráter definitivo e foram ajustadas à medida que as entrevistas aconteciam, a partir das respostas e elementos mencionados pelos entrevistados, de modo que essa pesquisa adotou um sistema misto de grade de categorias (Vergara, 2010).

No que se refere a quem entrevistar, o ponto de partida foi o contato com as instituições elencadas na Plataforma Investir com Impacto, a fim de identificar os atores diretamente vinculados à temática em estudo. Quanto ao número de entrevistados, entende-se que na pesquisa qualitativa é admitido que o pesquisador vá a campo sem determinações antecipadas (Glaser; Strauss, 1967; Cohanier, 2014), restringindo a coleta dos dados a partir da saturação dos resultados (Eisenhardt, 1989).

Nessa tese, foram contatadas as 21 instituições listadas na plataforma Investir com Impacto em janeiro de 2024. Destas, 9 (nove) foram entrevistadas; 3 (três) responderam que não teriam disponibilidade dado o alto volume de projetos e o pequeno tamanho da equipe; 2 (duas) instituições, embora tenham agendado a entrevista, alegaram indisponibilidade e não responderam aos contatos para agendamento de novas datas; 1 (uma) delas solicitou o roteiro de entrevista para apreciação preliminar e retornou com alguns documentos para análise, indicando indisponibilidade. As instituições restantes (6) não responderam aos contatos, mesmo com reenvio quinzenal do convite entre os meses de janeiro e abril de 2024.

Em pesquisas nos sites das empresas listadas na plataforma Investir com Impacto, foram identificadas outras instituições, como institutos (6), fundação (1) e bancos (2). Além dessas instituições, por meio do levantamento de leis que tratassem do investimento em empresas sociais, foram identificadas iniciativas de 3 (três) governos estaduais (Rio Grande do Norte, Espírito Santo, Mato Grosso).

Das instituições acima identificadas foram realizadas entrevistas com a quase totalidade de Institutos (5) e a Fundação, entretanto, a entrevista com a Fundação foi descartada, pois durante a conversa o entrevistado explicou que não trabalhavam diretamente com empresas sociais, mas sim que realizavam convênios com projetos e organizações do terceiro setor que poderiam evoluir para negócios sociais, mas que não existiam relações diretas de investimento. Em um dos bancos,

embora a entrevista tenha sido confirmada e iniciada, durante a conversa o entrevistado indicou que não se sentia confortável para responder as questões, encerrando o encontro.

Dessa forma foram realizadas 15 entrevistas (8 gestoras de fundos de investimentos, 5 institutos, 1 aceleradora, 1 iniciativa governamental) entre os meses de janeiro e abril 2024. As instituições foram contatadas por e-mails e comunicação no campo de “fale conosco” de seus sites. As entrevistas foram realizadas por meio de reuniões virtuais e tiveram duração média de 1 hora cada.

A coleta documental foi também uma técnica para obtenção de evidências para essa tese. Na abordagem qualitativa, a pesquisa documental produz novos conhecimentos e novas formas de compreender o fenômeno a partir do “mergulho” nas perspectivas neles contidas (Sá-Silva; Almeida; Guindani, 2009; Kripka; Scheller; Bonotto, 2015). Assim, foram previamente analisados documentos como relatórios de impacto, relatórios de atividades, leis estaduais, editais e chamadas públicas disponíveis na internet e no site das instituições consultadas.

Além disso, a descrição das instituições cadastradas na Plataforma Investir com Impacto também foi analisada como conteúdo documental de acesso aberto, uma vez que as informações de cada uma das instituições listadas foram salvas em arquivo PDF e chamado, para controle do autor, de “nome da instituição: Investir com impacto”.

A utilização de dados documentais a partir de site da internet é uma técnica poderosa para coletar dados valiosos da web de forma eficaz e responsável (Cocón *et al.*, 2023), dado que os espaços ou ambientes virtuais são geradores de grande potencial documental (Calliyeris *et al.*, 2015) e modificaram procedimentos convencionais de coleta, armazenamento, análise e apresentação desse tipo de dado (López; Gómez, 2006).

Para esses dados, os documentos encontrados foram, previamente, submetidos às etapas de: 1. Avaliação de critérios de autenticidade, na qual foi constatada origem confiável; 2. credibilidade/exatidão, pela verificação de erros ou distorções nas informações apresentadas; 3. representatividade, se os documentos tratavam de investimentos em empresas sociais; e 4. significação, se os documentos eram claros e compreensíveis (Flick, 2009).

Cumprir explicar que as duas primeiras etapas foram empreendidas pela consulta de informações diretamente nos sites das instituições investidoras e na plataforma Investir com Impacto. As etapas de representatividade e significação foram validadas pela leitura dos

documentos, em que se percebeu que atendiam aos requisitos estabelecidos de retratar investimento em empresas sociais.

Nesse processo, foram identificados e lidos integralmente 53 documentos, dos quais 8 foram excluídos por não dispor das informações representativas a essa pesquisa. Todos os documentos foram examinados a partir das mesmas categorias de análise anteriormente informadas (fontes de investimento de impacto social, os principais investidores, os instrumentos utilizados, a configuração desses instrumentos e o processo de investimento a partir das fontes, instrumentos e configurações).

É pertinente esclarecer que elementos correspondentes a essas categorias foram buscados nos documentos analisados, sendo destacados na análise dos resultados, aqueles disponíveis na documentação examinada. Por conta disso, antecipa-se que nem todos os documentos analisados dispunham de todas as categorias de análise, uma vez que foram elaborados de forma independente pelos atores de investimento em empresas sociais.

3.3.1 Seleção e Caracterização das Organizações Analisadas

Nesta seção estão apresentadas as organizações pesquisadas e analisadas nessa pesquisa. Informa-se que todas as instituições autoras dos documentos analisados foram contatadas para entrevistas, sem resposta de algumas delas. As instituições que concederam entrevistas, aquelas listadas na Plataforma Investir com Impacto e os documentos analisados estão apresentados no Quadro 13, totalizando a análise de 45 documentos e 15 entrevistas.

QUADRO 13– ATORES DA ESTRUTURAÇÃO, INVESTIMENTO E FINANCIAMENTO DE PRODUTOS FINANCEIROS PARA EMPRESAS SOCIAIS

Documentação analisada		Instituições concedentes de entrevistas
Instituição proponente	Documento	• Agência de Fomento do Rio Grande do Norte • Artemísia • Fundo Estímulo • Grupo Gaia • Instituto Beja • Instituto Helda Gerdau • Instituto Nelson Williams • Instituto Phi • Instituto Sabin
Amaz Aceleradora de Impacto	• Amaz: Investir com Impacto, 2024 • Amaz aceleradora de Impacto – Relatório de Impacto, 2022 • Amaz Aceleradora de Impacto: Chamada de Negócios 2024.	
Artemísia	• Artemísia: Investir com Impacto, 2024 • Artemísia: Relatório de Atividades 2022	
Banrisul	• 3º Edital de Inovação Banrisul, 2023.	
Bemtevi	• Bemtevi: Investir com Impacto, 2024	

BNDES	• BNDESPAR: Edital de Chamada Pública para a Seleção de Fundos de Investimento de Impacto 2021 • BNDES: Seleção Pública de Fundo Blended finance 2022 • BNDES: Edital Garagem – Negócios de Impacto – 2023 – Tração	• Mov investimentos • Positive Ventures • Synthase Ventures • Vinci Partners • X8 Investimentos • Yunus Negócios Sociais
BTG Pactual	• BTG Pactual: investir com Impacto 2024 • BTG: Relatório de Impacto, 2022 • BTG: Relatório de Impacto, 2023	
Coalização pelo Impacto	• Coalização pelo Impacto: chamada de financiamento para programas de apoio a negócios de impacto 2023	
Din4mo	• Din4mo: Investir com impacto, 2024	
Fama Re.capital	• Fama Re.capital: Investir com Impacto, 2024	
Fundação de Amparo à Pesquisa e Inovação do Espírito Santo (FAPES)	• FAPES – Edital 09/2022 de Apoio a Negócios de Impacto Socioambiental Inovadores Capixaba	
Fundo Estímulo	• Fundo Estímulo: Investir com Impacto, 2024. • Relatório de Transparência Estímulo 2023	
Fundo Vale	• Fundo Vale: Relatório de Impacto 2022	
Grupo Gaia	• Grupo Gaia: Investir com Impacto, 2024	
Instituto de Cidadania Empresarial (ICE)	• Programa ICE Investimentos de Impacto: Relatório de Impacto 2021	
Instituto Helda Gerdau	• Instituto Helda Gerdau: Edital 01/2023 Amplitude Perifa	
Instituto Nelson Williams	• Instituto Nelson Williams: Edital 2022 para negócios de impacto social fundados e geridos 100% por mulheres	
Kaetê Investimentos	• Kaetê Investimentos: Investir com Impacto, 2024	
Lightrock	• Lightrock: Investir com Impacto, 2024	
Mov Investimentos	• Mov investimentos: Relatório de Impacto 2023 • Mov Investimentos: Investir com Impacto, 2024	
Positive Ventures	• Positive Ventures: Relatório de Impacto 2022 • Positive Ventures: Investir com Impacto, 2024	
Rise Ventures	• Rise ventures: Balanço 2021	
Sebrae	• Sebrae: Edital 03/2023	
Secretaria de Estado de Cultura, Esporte e Lazer do Mato Grosso (SECEL/MT)	• MOVE MT2: Edital de Seleção para negócios de impacto social do estado de Mato Grosso, 2023	
Sitawi	• Sitawi: Transformação socioambiental com retorno real • Sitawi: Investir com Impacto, 2024	
Synthase Impact ventures	• Synthase Impact ventures: Investir com Impacto, 2024	
Trê Investindo com Causa	• Trê Investindo com Impacto: Relatório Anual 2022 • Trê Investindo com Causa: Investir com Impacto, 2024	
Vinci Partners	• Vinci Partners: Relatório Anual de Impacto 2022 • Vinci Partners: Investir com Impacto, 2024	
Vox Capital	• Vox capital: Relatório Vox 2020 • Vox capital: Investir com Impacto, 2024	
X8 Investimentos	• X8 Investimentos: Investir com Impacto, 2024	
Ya Ventures	• Ya Ventures: Investir com Impacto, 2024	
Yunus Negócios Sociais	• Yunus Negócios Sociais: Investir com Impacto, 2024	

FONTE: Autor (2024).

A fim de preservar a identidade das iniciativas identificadas, de modo a não identificar explicitamente os participantes da pesquisa, conforme solicitação dos entrevistados, que pediram para ser mencionados no estudo, mas não identificados explicitamente na transcrição dos resultados, os documentos analisados e instituições concedentes de entrevistas receberam as nomeações fictícias identificadas no Quadro 14.

QUADRO 14– NOMEAÇÃO FICTÍCIA DAS INSTITUIÇÕES E DOCUMENTOS PESQUISADOS

Instituição Investidora	Documentação analisada	Cargo do entrevistado	Identificação do entrevistado
Aceleradora A	Aceleradora A: Documento 1	Gerente de investimentos	EAC-A
	Aceleradora A: Documento 2		
Aceleradora B	Aceleradora B: Documento 1	-----	-----
	Aceleradora B: Documento 2		
	Aceleradora B: Documento 3		
Banco A	Banco A: Documento 1	-----	-----
Banco B	Banco B: Documento 1	-----	-----
	Banco B: Documento 2		
	Banco B: Documento 3		
Banco C	Banco C: Documento 1	-----	-----
	Banco C: Documento 2		
	Banco C: Documento 3		
Gestora de Fundo de Investimento A	Gestora de Fundo de Investimento A: Documento 1	-----	-----
Gestora de Fundo de Investimento B	Gestora de Fundo de Investimento B: Documento 1	-----	-----
Gestora de Fundo de Investimento C	Gestora de Fundo de Investimento C: Documento 1	-----	-----
Gestora de Fundo de Investimento D	Gestora de Fundo de Investimento D: Documento 1	Diretor de relações institucionais e jurídicas	EIF-D
	Gestora de Fundo de Investimento D: Documento 2		
Gestora de Fundo de Investimento E	Gestora de Fundo de Investimento E	Líder de relações com investidores	EFO-E1
		Líder de estruturação de operações	EFO-E2
Gestora de Fundo de Investimento F	Gestora de Fundo de Investimento F: Documento 1	-----	-----
Gestora de Fundo de Investimento G	Gestora de Fundo de Investimento G: Documento 1	-----	-----
Gestora de Fundo de Investimento H	Gestora de Fundo de Investimento H: Documento 1	Sócia-Gestora	EIF-H
	Gestora de Fundo de Investimento H: Documento 2		
Gestora de Fundo de Investimento I	Gestora de Fundo de Investimento I: Documento 1	Sócia-gestora	EIF-I
	Gestora de Fundo de Investimento I: Documento 2		
Gestora de Fundo de Investimento J	Gestora de Fundo de Investimento J: Documento 1	-----	-----

Instituição Investidora	Documentação analisada	Cargo do entrevistado	Identificação do entrevistado
Gestora de Fundo de Investimento K	Gestora de Fundo de Investimento K: Documento 1	-----	-----
	Gestora de Fundo de Investimento K: Documento 2		
Gestora de Fundo de Investimento L	Gestora de Fundo de Investimento L: Documento 1	Sócio gestor	EIF-L
Gestora de Fundo de Investimento M	Gestora de Fundo de Investimento M: Documento 1	-----	-----
	Gestora de Fundo de Investimento M: Documento 2		
Gestora de Fundo de Investimento N	Gestora de Fundo de Investimento N: Documento 1	Responsável pela unidade Recife	EIF-N
	Gestora de Fundo de Investimento N: Documento 2		
Gestora de Fundo de Investimento O	Gestora de Fundo de Investimento O: Documento 1	-----	-----
	Gestora de Fundo de Investimento O: Documento 2		
Gestora de Fundo de Investimento P	Gestora de Fundo de Investimento P: Documento 1	Sócio Gestor	EIF-P
Gestora de Fundo de Investimento Q	Gestora de Fundo de Investimento Q: Documento 1	-----	-----
Gestora de Fundo de Investimento R	Gestora de Fundo de Investimento R: Documento 1	Gerente de Investimentos	EIF-R
Iniciativa Governamental A	Iniciativa Governamental A: Documento 1	-----	-----
Iniciativa Governamental B	Iniciativa Governamental B: Documento 1	Gerente de operações	EIG-B
Iniciativa Independente C	Iniciativa Independente C: Documento 1	-----	-----
Instituto A	Instituto A: Documento 1	-----	-----
Instituto B	Instituto B: Documento 1	Analista de Governança e Responsabilidade Social	EIT-B
Instituto C	Instituto C: Documento 1	Gerente de Projetos Sociais	EIT-C
Instituto D	-----	Gerente de projetos	EIT-D
Instituto E	-----	Coordenador de Projetos	EIT-E
Instituto F	-----	Diretor-executivo	EIT-F

FONTE: Autor (2024)

Sobre as instituições pesquisadas, a “Aceleradora A”, com sede em São Paulo, ao longo de quase duas décadas, se tornou referência em inovação social no Brasil, fortalecendo o ecossistema de impacto e promovendo o empreendedorismo social. A “Aceleradora B”, fundada em 2021 e atuante, principalmente, na região norte do Brasil, tem como objetivo impulsionar negócios que promovam o desenvolvimento sustentável na região.

O “Banco A”, com quase um século desde a sua fundação, é uma das maiores instituições financeiras regionais do Brasil. Essa instituição opera como um banco de crédito agrícola, pecuário

e industrial para diversos segmentos, incluindo pessoas físicas, empresas e governo. Fundado em 1952 e sediado no Rio de Janeiro, o “Banco B” é uma das principais instituições bancárias de fomento no Brasil, cuja atuação abrange áreas como infraestrutura, inovação, sustentabilidade e inclusão social.

O “Banco C” é um dos maiores bancos de investimentos da América Latina e se destaca pelo foco em inovação financeira e pela capacidade de lidar com grandes transações corporativas, fusões e aquisições, além de oferecer serviços a clientes institucionais e de alto patrimônio.

Acerca das iniciativas governamentais, explica-se que a “Iniciativa Governamental A”, criada em 2008 e com sede em uma capital da região Sudeste, apoia financeiramente projetos que geraram conhecimento e inovação, buscando melhorar a qualidade de vida da população local e fomentar a geração de emprego e renda na região. A “Iniciativa Governamental B”, está sediada em uma capital da região centro-oeste e foi fundada em 2015 para implementar políticas públicas que promovam o desenvolvimento humano e a inclusão social nas áreas de cultura, esporte e lazer.

A “Iniciativa Governamental C”, fundada em 2000, está domiciliada em uma capital da região Nordeste do Brasil. Esta iniciativa foca no fomento a projetos e negócios, especialmente de micro e pequenas empresas.

Sobre os Institutos, explica-se que, fundado em 1999 e com sede em São Paulo, o “Instituto A” reúne empresários e investidores para promover inovações voltadas à inclusão social e à redução da pobreza no Brasil. O “Instituto B” foi estabelecido em 2020, está localizado no Sul do Brasil e foi criado pela família fundadora de uma grande multinacional brasileira com o objetivo de potencializar iniciativas que promovam um impacto social positivo.

O “Instituto C”, fundado em 2017, tem sua sede na capital paulista e atua na promoção do empoderamento social e na redução das desigualdades sociais, com enfoque especial em jovens e mulheres. O “Instituto D” foi constituído em dezembro de 2021, na capital fluminense, com o propósito de promover um impacto positivo no campo da filantropia.

O “Instituto E” foi criado, no Rio de Janeiro, em 2014 e assessora indivíduos e empresas na doação para projetos sociais, que direcionam esforços na eficácia e transparência do impacto social gerado. Por fim, o “Instituto F”, responsável pelo investimento social privado de grupo empresarial com o mesmo nome, foi inaugurado em 2005 na capital federal, com o objetivo de promover a saúde e o bem-estar em comunidades em situação de vulnerabilidade social.

Sobre as gestoras de fundos de investimentos, percebeu-se que a quase totalidade delas, Gestoras “A” a “I”, Gestoras “L” e “M”, e gestoras “O” a “R” estão sediadas em São Paulo. A “Gestora A”, fundada em 2015 atua na promoção e fomento de negócios que buscam gerar impacto positivo nas e na biodiversidade do país.

A “Gestora B”, fundada em 2017, apoia negócios e empreendedores que atuam em soluções inovadoras com alvo em impacto social e solução de problemas sociais e ambientais. A “Gestora C”, em exercício desde 1993, tem se comprometido com investimentos éticos, buscando acelerar mudanças por meio de produtos que proporcionam retornos financeiros e impacto social positivo.

A “Gestora D”, fundada em 2020, utiliza o conceito de *blended finance*, que combina doações e investimentos para apoiar pequenos empreendimentos geradores de impacto. Criada em 2012, a “Gestora E” se destaca por seu compromisso com a inovação social e a promoção de projetos com impacto social significativo.

A “Gestora F”, fundada em 2011, é uma gestora especializada em investimentos de impacto, focando em empresas de médio porte que atendem consumidores de baixa renda e promovem o desenvolvimento econômico e social em regiões carentes. A “Gestora G”, desde sua fundação em 2017, foca em empresas com impacto positivo, especialmente na América Latina.

A “Gestora H”, constituída em 2012, é focada em impactar positivamente comunidades vulneráveis e promover o uso sustentável dos recursos naturais por meio do investimento em empresas que gerem impacto social e ambiental positivo, principalmente, na Amazônia. A “Gestora I” foi fundada em 2020 e especializada em apoiar empreendedores que buscam solucionar desafios sociais e ambientais por meio da tecnologia e inovação.

A “Gestora J”, a sua vez, é uma gestora de investimentos fundada em 2020, que se destaca por seu intento em startups da economia real que buscam gerar impacto socioambiental positivo. A “Gestora K”, desde 2008, desenvolve infraestrutura financeira para a economia de impacto, promovendo o investimento em negócios e iniciativas que geram impacto socioambiental positivo. A “Gestora L” foi fundada em 2019 e tem como prioridade de investimento startups que buscam resolver problemas sociais e ambientais no Brasil.

A “Gestora M”, por seu momento, foi fundada em 2021 com a missão de estruturar programas que apoiem e desenvolvam negócios que gerem impacto socioambiental positivo por meio de soluções financeiras que conectam investidores e doadores a esses negócios. A “Gestora N” é uma das maiores gestoras de recursos focada em investimentos alternativos do Brasil, fundada

em 2009, desde sua criação a empresa se destacou no mercado financeiro brasileiro, gerenciando mais de R\$ 58 bilhões em ativos.

A “Gestora O” é uma empresa de *venture capital* fundada em 2009 para investir em negócios inovadores e escaláveis que gerem impacto social. Desde sua fundação, tem se destacado como um dos primeiros fundos de investimento de impacto do Brasil, promovendo a ideia de que a tecnologia é uma ferramenta fundamental para resolver problemas sociais.

A “Gestora P” surgiu em 2020 a partir da fusão de outras duas gestoras. A empresa se destaca por seu foco em investimentos em empresas de médio porte que demonstram rápido crescimento e que têm um impacto positivo na sociedade. A “Gestora Q” foi fundada em 2021 e sua prioridade é promover o desenvolvimento econômico e tecnológico na América Latina, priorizando grupos historicamente marginalizados, como empreendedores negros e mulheres periféricas.

Por fim, a “Gestora R”, que iniciou suas atividades no Brasil em 2011, tem sede nacional em São Paulo e faz parte da rede global de “Gestora R” Social Business. O cerne dessa organização é utilizar o poder dos negócios para enfrentar problemas sociais e ambientais, promovendo o desenvolvimento de negócios que gerem impacto positivo.

No tocante às iniciativas independentes, tem-se que a “Iniciativa Independente A” foi fundada para fomentar empresas sociais em todo o Brasil, com foco no desenvolvimento sustentável e socioambiental. Seu principal objetivo é fortalecer ecossistemas de impacto em seis cidades brasileiras até 2026, com um aporte de R\$ 29 milhões para apoiar até 600 empresas sociais.

A “Iniciativa Independente B” foi fundado em 1972, com sede na capital do Distrito Federal. Sua atuação engloba capacitação, promoção do empreendedorismo e apoio às micro e pequenas empresas. Por fim, a “Iniciativa Independente C”, com sede em São Paulo, foi lançado em 2009 como parte da política de desenvolvimento sustentável e mecanismo voluntário de investimento social privado, dedicado a agenda socioambiental de uma mineradora multinacional com sede no Brasil.

3.4 TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS

A análise de dados compreende desde a preparação dos dados até a execução de diversas análises sobre as evidências coletadas, proporcionando a interpretação dos seus significados (Creswell, 2009).

Considerando que no momento de examinar dados qualitativos não existe uma forma melhor ou mais adequada, o que se exige é sistematização e coerência do esquema escolhido (Kripka; Scheller; Bonotto, 2015), tanto para as entrevistas, quanto para os dados documentais, adotou-se como técnica para tratamento o apanhado geral de fases analíticas para dados qualitativos (Yin, 2016). Esse processo é formado por um ciclo de cinco fases: compilar, decompor, recompor (e arranjar), interpretar e concluir, e nessa pesquisa foi realizado em conformidade com as explicações contidas no Quadro 15.

QUADRO 15- APANHADO GERAL DE FASES ANALÍTICAS PARA DADOS QUALITATIVOS

Etapas	Definição	Procedimento nessa pesquisa
1. Compilar	Organização preliminar dos dados e documentos, dispondo-os na ordem lógica estabelecida pelo pesquisador.	- Entrevistas: organização introdutória das evidências; audição das gravações e revisão dos textos gerados pelo software Notta. - Textos revisados e formatados em documentos individuais para cada entrevista. - Documentos foram analisados e segmentados, conforme as categorias de análise, a partir do software Atlas.Ti. - Documentos e transcrições de entrevistas foram armazenados nos ambientes (drivers e softwares) de preferência do autor.
2. Decompor	Compilação dos dados em códigos estabelecidos (ou não) para a pesquisa, para avançá-los as categorias que se enquadrem.	- Dados transcritos (compilados) classificados em fragmentos menores e associados aos códigos estabelecidos à pesquisa. - Codificação dos itens para avançá-los para um nível conceitual mais alto, isto é, as categorias identificadas a partir do levantamento teórico. - Esse processo envolveu a identificação de trechos na base original de conteúdos (transcrição de entrevistas e documentos) e foi apoiado pela inserção de comentários (notas) que justificassem sua associação a cada código e/ou categoria de análise. - Esse processo foi realizado com auxílio dos softwares Atlas.Ti e Notta.
3. Recompilar (e arrumar)	Associação das evidências obtidas (trechos) com temas substantivos da pesquisa.	- As evidências obtidas foram associadas aos temas substantivos da pesquisa e em alguns casos foram reagrupadas, uma vez que os entrevistados e os documentos em muitos momentos, abordavam categorias diferentes em uma mesma resposta. - O pesquisador reavaliou os dados para confirmar se estavam adequadamente vinculados às categorias de análise e, quando não, ajustou seu enquadramento. - Durante o processo de ajuste de enquadramento (recomposição), o autor interrogou-se se os dados estavam relacionados aos conceitos e proposições discutidos no corpo do texto/tema da pesquisa.
4. Interpretar	Aplicação de significado aos dados	- Nessa etapa, o pesquisador atribuiu significado aos dados, considerando aspectos de: Completude (começo, meio e fim); Justeza (outros pesquisadores de mesma postura interpretativa adotariam interpretações semelhantes?); Precisão empírica (representação correta dos dados); Valor agregado (interpretação que avança na teoria); Credibilidade (construção argumentativa que seja aprovada por especialistas no tema). - Quando necessário, o pesquisador retomou as fases de decomposição e recomposição dos dados, a fim de garantir mais precisão às interpretações propostas. - O pesquisador triangulou as fontes de evidências para identificar padrões e distinções.
5. Concluir	Desenvolvimento de argumentos e inferências a partir dos dados e resultados empíricos obtidos.	- Foram extraídas as primeiras conclusões sobre as evidências e resultados obtidos, as quais foram registradas em documento independente para posterior confecção do capítulo de conclusões. - As conclusões foram formadas por uma ou várias declarações abrangentes, as quais tentaram elevar os resultados do estudo a um nível conceitual mais elevado ou a um conjunto mais amplo de ideias. - Foram exploradas “lições aprendidas” e “implicações da pesquisa”, inclusive implicações práticas e teóricas. - A conclusão buscou fomentar novas descobertas; direcionar novos estudos; reforçar e/ou contestar generalizações convencionais sobre os temas estudados.

FONTE: Adaptado de Yin (2016)

3.5 RIGOR, VALIDADE E CONFIABILIDADE

A pesquisa qualitativa muitas vezes é cobrada a comprovar o rigor, precisão e confiabilidade de seus dados e resultados (Newman, 2013). Nesse cenário, despontam os aspectos de validade e confiabilidade (Saunders; Lewis; Tornill, 2009). A validade está relacionada a veracidade dos resultados e o quanto uma ideia se encaixa com a realidade (Newman, 2013). Um estudo válido é aquele que interpretou adequadamente seus dados, de forma que as conclusões refletem e representam com precisão o cenário estudado (Yin, 2016).

Assim, a validade desse estudo foi trabalhada por meio da generalização analítica, isto é, por oferecer um retrato empírico aos conceitos e princípios teóricos estudados considerando o contexto avaliado (Ecossistema de Empresas Sociais). Dentre as ações recomendadas para a validação da pesquisa qualitativa, estão o intensivo envolvimento com o campo, obtenção de dados ricos, triangulação de dados e comparação de resultados (Yin, 2016). Nessa tese, esses mecanismos foram implementados da seguinte forma:

- Intensivo envolvimento com o campo: ampla pesquisa e estudo dos agentes de investimento em empresas sociais, incluindo atividade e publicações relacionadas ao tema em redes sociais profissionais, revistas especializadas e relatórios divulgados por instituições como ANDE - *Aspen Network of Development Entrepreneurs*, Coalização pelo Impacto, além do acompanhamento de entrevistas especializadas sobre o tema.
- Obtenção de dados ricos: entrevistas detalhadas e análise aprofundada de documentos relacionados aos aspectos de investimento em empresas sociais e configuração dos instrumentos financeiros utilizados;
- Triangulação de dados: análise cruzada de dados decorrente de entrevistas e análise documental, a fim de esclarecer os significados e identificar padrões (Flick, 2009);
- Comparação dos resultados: Comparação dos resultados advindos de diferentes grupos de investidores de impacto social, assim como de diferentes instrumentos financeiros.

A confiabilidade, por sua vez, retrata o uso de técnicas de coleta e análise de dados que proporcionam resultados consistentes (Saunders; Lewis; Tornill, 2015). Para conseguir dados confiáveis e precisos podem ser adotadas ações como exposição detalhada do método, roteiro de pesquisa, validação do roteiro de entrevistas, triangulação de dados (Pozzebon; Petrini, 2013) e de investigadores (Yin, 2016). Parte desses aspectos foram instituídos ao longo da tese, tais como a

exposição do método (capítulo de material e métodos) e o roteiro de pesquisa, que define desde os aspectos para definição do objetivo e problema (introdução), levantamento de dados teóricos, definição de instituições para análise, mecanismos de contato e estratégias para coleta e análise de resultados (Yin, 2015).

A validação do roteiro de entrevista foi realizada em discussões em grupo de pesquisadores (orientandos) que discutem, de forma integrada, a atuação e aspectos relacionados às empresas sociais no Brasil. Essa validação ocorreu também pela banca avaliadora de qualificação, que considerou adequadas as questões apresentadas. A triangulação dos dados, dada a utilização de duas fontes de evidências, ocorreu por meio de análise cruzada de entrevistas e documentos; e a triangulação de pesquisadores ocorreu a partir das análises do doutorando e correções/validações da orientadora.

A síntese de procedimentos metodológicos adotados nesta tese está disposta no Quadro 16.

QUADRO 16- PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Classificações	
Delineamento da pesquisa	Finalidade: Pesquisa básica e aplicada
	Abordagem: Qualitativa
	Objetivos: Exploratório-descritivo
	Temporalidade: Transversal
Método/Estratégia de pesquisa	Estudo de caso exploratório e incorporado
Fonte de evidências	Entrevista semiestruturada
	Coleta documental
Tratamento dos dados	Apanhado geral de fases analíticas para dados qualitativos. -Compilar, decompor, recompor, interpretar, concluir.
Validade e Confiabilidade	Validade: Envolvimento com o campo, Dados ricos, Análise cruzada, Comparação entre grupos. Confiabilidade: Exposição detalhada do método, Roteiro de pesquisa, Validação do roteiro de entrevistas, Análise cruzada de dados

FONTE: Autor (2024)

3.6 MATRIZ DE AMARRAÇÃO

A matriz de amarração é o instrumento para representação sintética das escolhas adotadas em uma pesquisa científica. Em outros termos, essa ferramenta fornece um enfoque sistêmico para a análise da qualidade da pesquisa, a partir da adequação entre os objetivos a serem atingidos, questões ou hipóteses formuladas e tratamento dos dados (Telles, 2001). Nesse contexto, considerando as propostas de Mazzon (1981) e Telles (2001) foi estruturada a matriz de amarração dessa pesquisa, disposta no Quadro 17.

QUADRO 17 - MATRIZ DE AMARRAÇÃO

Problema de Pesquisa	Objetivo Geral	Objetivos Específicos	Referencial Teórico	Forma de coleta de dados	Itens do roteiro de entrevista	Técnica de Análise de Dados
Como está configurado, a partir dos instrumentos financeiros, o processo de investimento de impacto social no ecossistema brasileiro de empresas sociais?	Analisar o processo de investimento de impacto social, a partir da configuração dos instrumentos financeiros, no ecossistema brasileiro de empresas sociais.	Discutir a atuação dos principais estruturadores financeiros do ecossistema brasileiro de empresas sociais.	Empresa Social Ecossistema de empresas sociais Investimento de Impacto Social Mercado e Fontes de Investimento de Impacto Social	Roteiro semiestruturado de entrevista Documentos	Itens 1, 2, 9, 10	Apanhado geral de fases analíticas para dados qualitativos.
		Descrever as configurações dos instrumentos financeiros disponibilizados às empresas sociais no processo de investimento de impacto social.	Benefits theory of nonprofit Finance Instrumentos financeiros para investimento em empresas sociais e sua configuração: uma abordagem preliminar		Itens 3, 4, 5, 6, 7, 8.	
		Discutir as semelhanças e distinções dos instrumentos de financiamento no processo de investimento de impacto social.				
		Desenvolver um modelo brasileiro para processos de investimento em empresas sociais (incluindo os aspectos configuradores de seus instrumentos financeiros), dentro de ecossistemas.	A configuração de instrumentos financeiros no processo de investimento em empresas sociais		Itens 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10	

FONTE: O autor (2023)

4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

Esse capítulo apresenta os resultados obtidos a partir das evidências contidas em documentos e transcrições de entrevistas. Para facilitar sua compreensão, de acordo com os objetivos dessa tese, ele inicia com uma exposição acerca dos estruturadores, instrumentos financeiros e sua configuração no ecossistema brasileiro de empresas sociais.

4.1 UM OLHAR INICIAL SOBRE OS INVESTIMENTOS NO ECOSSISTEMA DE EMPRESAS SOCIAIS NO BRASIL

Considerando os levantamentos realizados pela Coalizão pelo Impacto (Investir Com Impacto, 2024), e pesquisas acessórias decorrentes das informações obtidas nessa plataforma, no Brasil, os principais atores que criam, gerenciam e distribuem produtos de investimento para empresas sociais estão indicados no Quadro 18.

QUADRO 18 – ATORES QUE CRIAM, GERENCIAM E DISTRIBUEM PRODUTOS DE INVESTIMENTO DE IMPACTO NO ECOSSISTEMA BRASILEIRO DE EMPRESAS SOCIAIS

Fonte de dados	Principais atores no investimento de impacto
Plataforma Investir com Impacto	• Amaz aceleradora de impacto • Artemisia • Bemtevi Investimento Social LTDA • BTG Pactual • Din4mo • Estímulo • Fama re.capital • Grupo Gaia • Kaeté Investimentos • Lightrack • Mov Investimentos • Positive Ventures • Rise Ventures • Sitawi Finanças do bem • Synthase Impact venture • Três Investindo com causa • Vinci Partners • Vox Capital gestão de Recursos • X8 Investimentos • Ya Ventures • Yunus Negócios Sociais Brasil
Pesquisas derivadas da plataforma Investir com Impacto	• Instituto Helda Gerdau • Instituto de Cidadania Empresarial • Instituto Nelson Williams • Banco do Nordeste (BNB)

Fonte de dados	Principais atores no investimento de impacto
	• Banco do Rio Grande do Sul • Secretaria de Estado de Cultura, Esporte e Lazer de Mato Grosso (SECEL/MT) • Fundação de Amparo à Pesquisa e Inovação do espírito Santo (FAPES) • Fundo Vale • Sebrae • Coalizão pelo Impacto

FONTE: Elaborado pelo autor com dados da Plataforma Investir com Impacto (2024)

Os atores identificados foram classificados como aceleradoras de impacto, bancos, iniciativas governamentais, institutos, gestoras de fundo de investimento e iniciativas independentes (fundo corporativo, organização paraestatal e iniciativa de fomento ao ecossistema). Essa categorização foi proposta levando em consideração as atividades principais desses negócios, antes mesmo de atuarem com produtos de investimento em empresas sociais.

4.1.1 Aceleradoras de Impacto

As aceleradoras identificadas, nomeadas como “Aceleradora A” e “Aceleradora B” atuam com fundos de impacto, com a “Aceleradora A” utilizando também fundos baseados em títulos de renda fixa. Esses estruturadores foram categorizados como aceleradoras tendo em vista que embora desenvolvam instrumentos financeiros para empresas sociais, mantém suas atividades principais no apoio e mentoria as empresas geradoras de impacto social e ambiental.

Instrumento Financeiro e atores envolvidos

No tocante aos **instrumentos financeiros**, ambos os fundos são capitalizados por meio de investimentos *blended finance*. A “Aceleradora B” oferece além dos recursos financeiros, acompanhamento gerencial pelo período de 10 anos, além da estimativa de investir o total de R\$ 50 milhões, decorrentes de *venture capital* e investidores privados, até o ano de 2030 (Aceleradora B: Documento 1). Sobre a “Aceleradora A”, o entrevistado contou que:

A gente trabalha com crédito, não trabalhamos com outros formatos de capital, e a gente trabalha com um capital não proprietário, ou seja, a “Aceleradora A” não tem o recurso que ela empresta para os negócios, e sim com capital de terceiros, de parceiros e investidores nossos (EAC-A).

Para melhor explicar sobre os recursos de terceiros, o entrevistado complementou que essa aceleradora teve a primeira iniciativa em 2022, quando articulou dois empréstimos com um importante filantropo brasileiro. Ele concedeu dois empréstimos para duas empresas de educação por meio da articulação da aceleradora. “A “Aceleradora A” selecionou as empresas,

e hoje faz a gestão de portfólio dos empréstimos feitos” (EAC-A). Pedido para classificar essa estratégia de investimento, o entrevistado argumentou que:

A gente tem essa iniciativa de *venture philanthropy*, é empréstimo com cabeça de capital, é empréstimo com capital de filantropia, ou seja, são empréstimos com termos totalmente diferentes, não comerciais, totalmente fora de mercado. Nesse caso, o investidor tem uma grande disposição de reduzir o seu apetite por retorno financeiro em prol do impacto socioambiental que as empresas investidas causam (EAC-A).

Após essa primeira iniciativa, “em 2022 e em 2023, a aceleradora estruturou um certificado de recebíveis denominado CRIAS, Certificado de Recebíveis de Investimentos de Impacto Ambientais Social junto com o Grupo Gaia” (EAC-A).

Essa foi nossa primeira iniciativa em mercado de capitais. Foram R\$ 2,5 milhões para dois negócios da nossa rede [aportados pelo filantropo] e essa do CRIAS foi um total de R\$ 9 milhões para cinco negócios aqui da nossa rede, dois de educação, dois de inclusão produtiva e um de saúde (EAC-A).

Sobre as razões para escolha do crédito como instrumento financeiro e se houve algum comparativo com outras iniciativas ou países, o entrevistado explicou que:

Olha foi com base em iniciativas de Brasil mesmo, do que a gente já conhecia de mercado. Por exemplo, a Yunus é uma organização que a gente estudou muito o modelo de negócio para entender o que faria sentido para a “Aceleradora A”, e o que a gente poderia replicar. A gente vê que o mercado de capitais é uma das formas de fazer o que a gente quer fazer, ampliar o acesso a crédito para esses negócios, porque a outra forma é o crédito bancário, que é o crédito que hoje domina o mercado (EAC-A)

Esse entrevistado também explicou que o crédito bancário, ainda que disponível às empresas sociais é um crédito de difícil acesso, por contas das exigências e garantias cobrados pelos bancos. Ele também argumentou sobre as razões para adoção de instrumentos de crédito:

Foi o caminho que a gente viu que dava para atingir esse objetivo de ampliar o acesso ao crédito, isso porque o certificado de recebíveis reflete o conceito de utilizar mercado de capitais, onde você consegue ter um maior nível de governança e formalização dentro da estrutura, o que torna mais fácil de um investidor entrar. Então foi mesmo olhando para a nossa realidade nacional. Então, a própria estrutura do mercado de capitais é uma das razões pela qual a gente acabou optando por certificar recebíveis ao invés de outros instrumentos, porque ele é mais barato em termos de estrutura, mesmo do que, por exemplo, uma debênture ou FIDC (EAC-A).

Para complementar as informações obtidas sobre a “Aceleradora B”, foram também analisados os arquivos Aceleradora B: Documentos 1 e 3. Nesses documentos, está descrito que essa entidade tem como parceiros estratégicos e fundadores o Fundo Vale, Instituto Humanize, Instituto Clima e Sociedade, Fundação Good Energies, Fundo JBS pela Amazônia e Plataforma Parceiros pela Amazônia (PPA).

De modo semelhante, o Aceleradora A: Documento 2 apresenta parceiros institucionais e estratégicos dessa instituição, dentre os quais destacam-se a Potência Ventures, BNDES, Meta, Gerdau, Fundação Grupo Volkswagen, Instituto ACP, Instituto Humanize, Fundação Arimax, Fundação Tide Setúbal, Instituto XP, Instituto Sabin, dentre outros. O referido

relatório, corroborando o relato do entrevistado, ainda menciona o apoio de um dos principais filantropos do país com capital para abertura do fundo de impacto (Aceleradora A: Documento 2).

Sobre os atores envolvidos no processo de financiamento, o entrevistado da “Aceleradora A” destacou que os principais atores atuam no fornecimento de capital para os fundos, mas não na definição direta das características do crédito ou dos negócios investidos. Ele contou que:

Esse é um dos principais papéis que “Aceleradora A” tem hoje no ecossistema, como uma originadora de negócios para o mercado. Então, a gente acaba que é uma das principais portas de entrada dos negócios para o nosso mercado de impacto. Então, somos os originadores de pipeline. Tanto no [nome do filantropo], quanto no CRIAS [Grupo Gaia], quanto no *Blended Finance* [BNDES], a “Aceleradora A” atuou como a organização que busca as empresas no mercado, as empresas para serem investidas, faz a construção de pipeline, faz toda a análise de investimento, toda a análise de crédito, apoia durante o processo de diligência jurídica da operação. A “Aceleradora A” apoia como uma articuladora e efetivamente lidera na originação e seleção dos negócios, além da gestão de portfólio, além, é claro, de apoiar as empresas investidas ao longo da vida dos empréstimos (EAC-A).

As informações obtidas, nos documentos analisados e a entrevista realizada, sobre os instrumentos financeiros utilizados por aceleradoras de impacto, estão apresentadas no Quadro 19.

QUADRO 19 – INSTRUMENTOS FINANCEIROS UTILIZADOS POR ACELERADORAS DE IMPACTO

Instrumento Financeiro e Atores envolvidos	Aceleradoras	
	Aceleradora A	Aceleradora B
Instrumento	• Empréstimo paciente	• Empréstimos conversíveis
Fonte	• Fundo de impacto (<i>Blended Finance</i>) • <i>Venture Philantropy</i> • BNDES • Certificado de recebíveis	• Fundo de impacto (<i>Blended Finance</i>)
Atores envolvidos	• Filantropo • Grupo Gaia • BNDES • Potência Ventures • Meta • Gerdau • Fundação Grupo Volkswagen • Instituto ACP • Fundação Arimax • Fundação Tide Setúbal • Instituto XP • Instituto Sabin	• Fundo Vale • Instituto Humanize • Instituto Clima e Sociedade • Fundação <i>Good Energies</i> • Fundo JBS pela Amazônia • Plataforma Parceiros pela Amazônia (PPA)

FONTE: Elaborado pelo autor a partir dos dados documentais da pesquisa

Dessa forma, ambos os fundos são resultantes de captação na modalidade *blended finance*, ou financiamento misto, em que diferentes fontes aportam capital, tais como capital privado, recursos públicos, de fomento e até mesmo filantrópicos para apoiar iniciativas que

gerem impacto socioambiental. Avançando na configuração dos **instrumentos financeiros** utilizados por essas aceleradoras, constatou-se que as duas oferecem instrumentos de dívida na forma de empréstimos (Aceleradora A: Documento 2; Aceleradora B: Documento 1; Aceleradora A: Documento 1).

Exigências de Impacto Social

Quanto as **exigências de impacto social**, a “Aceleradora A”, nos documentos analisados não dispõe sobre os mecanismos utilizados, mas revela o apoio para desenvolvimento de teoria de mudança para os negócios investidos. Entretanto, o entrevistado dessa Aceleradora explicou que antes mesmo da efetivação do investimento a “Aceleradora A” avalia, preliminarmente, a existência de estruturas próprias para gestão de impacto social.

Ele contou também que a “Aceleradora A” costuma requerer que as empresas investidas relatem “histórias, casos, pessoas que a gente poderia conhecer e ouvir de forma direta o impacto que essa empresa causa do ponto de vista de um beneficiário, de uma pessoa impactada” (EAC-A).

Grande parte das empresas tem um impacto positivo na sociedade, mas não necessariamente um impacto que a gente olha. O que é um impacto que a gente olha? São empresas que os principais produtos e serviços sejam direcionados para desenvolver ou melhorar a qualidade de vida de pessoas da classe C, D, E. Por exemplo, uma edtech que tem uma solução para ampliar e fortalecer a qualidade de ensino para alunos, para crianças, a gente só consegue trabalhar com ela se esses produtos forem direcionados para a classe C, D, E, ou seja, se ela vende só para escolas públicas ou para escolas privadas de alta renda, é claro que ela tem seu impacto, mas a gente não consegue trabalhar com ela. No entanto, se essa empresa vende para escolas públicas ou para escolas privadas em regiões mais marginalizadas, aí a gente consegue trabalhar (EAC-A).

Ele explicou que essa análise envolve também compreender se os impactos causados pela empresa fazem sentido social. “É um impacto real e relevante? É um impacto profundo? É um impacto contínuo para garantir que a gente está trabalhando com empresas que realmente consigam mudar o ponteiro em termos de impacto social e ambiental?” (EAC-A).

A “Aceleradora B”, por seu momento, revela a adoção de metodologias como o *Impact Reporting and Investment Standards* (IRIS) e as normas do *Global Reporting Initiative* (GRI) para verificação, entre outros, de indicadores relacionados a hectares de floresta conservada ou restaurada, manutenção de famílias de comunidades tradicionais, redução do desmatamento e conservação florestal da Amazônia.

Durante o ciclo de aceleração, a gestão de impacto pode adotar características específicas a cada negócio investido e geração de reporte trimestral e anual aos investidores do fundo (Aceleradora B: Documento 1). A “Aceleradora B” reitera o uso das ferramentas de

gestão e medição de impacto (IRIS, GRI), reforçando que os negócios devem ter impacto socioambiental relevante, capaz de ser mensurado e reportado já no momento da seleção ou em futuro próximo, inclusive, com o apoio da instituição para construção da teoria de mudança (Aceleradora B: Documento 3) e Modelo C (Aceleradora B: Documento 2; Aceleradora B: Documento 3).

Além disso, a “Aceleradora B” empreende uma avaliação por mecanismos, de 1 a 4, envolvendo o exame de receita + impacto, conforme disposto no Quadro 20.

QUADRO 20 – AVALIAÇÃO DE IMPACTO EM ACELERADORA

Mecanismo	Natureza do impacto	Variações analisadas	
1. Impacto no cliente	avalia se o impacto é gerado no cliente ou pelo cliente do negócio	Impacto por intermediário	O cliente compra uma solução do negócio, que o habilita a gerar impacto em uma população vulnerável.
		Redução no custo de transação	A organização cria mecanismos para o público acessar um produto já existente, mas que eles não têm acesso por conta de custos, geografia, logística, informação.
		Desenvolvimento por microcrédito	Oferecimento de crédito a taxas bem menores que as praticadas por bancos tradicionais.
2. Impacto na Cadeia	avalia se o impacto é gerado nos fornecedores ou por meio deles.	Valorização de Atributos Locais	Atendimento a uma geografia específica a partir da atuação do negócio em comunicação, canais de venda e capacitação.
		Impacto na Operação	Busca inserir os beneficiários nas operações do negócio,
3. Impacto com o serviço	O impacto é gerado pelo produto/serviço prestado, embora o consumidor não seja o público impactado nem o gerador de impacto.	Serviços Ambientais	Tem como foco primário o impacto no meio ambiente.
		Valor Indireto	A organização aplica uma intervenção junto ao público impactado, e gera valor atrativo para um cliente
		Circuito Fechado	A organização vende para o cliente um produto/serviço que é a intervenção que será aplicada junto ao público impactado
4. Impacto como subsídio	O público não atua exatamente na Cadeia de Valor principal do negócio, mas sim como um agente externo ao fluxo comercial que o sustenta.	Subsídio Cruzado Indireto	A organização não se relaciona, de modo direto, com o público impactado, mas o faz por meio de um intermediário ou agente do impacto.
		Subsídio Cruzado Parcial	O público impactado e os clientes acessam o produto/serviço na mesma qualidade, mas pagando preços diferentes. Geralmente, o público impactado paga preços menores.

FONTE: Adaptado de Aceleradora B: Documento 2 (2022)

Dessa maneira, os principais aspectos sobre a exigência de impacto no processo de investimento por aceleradoras, constantes nos documentos analisados e entrevista realizada, podem ser visualizados no Quadro 21.

QUADRO 21 – EXIGÊNCIA DE IMPACTO SOCIAL POR ACELERADORAS DE IMPACTO

Aceleradora A	Aceleradora B
• Intencionalidade de impacto • Histórias, casos e pessoas • Teoria da Mudança	• IRIS • GRIIS • Teoria da mudança • Modelo C • Mecanismos receita + Impacto

FONTE: Autor (2024)

Percebe-se então que a “Aceleradora A” foca em empresas que atendem a população de baixa renda, utilizando uma abordagem mais qualitativa para avaliar o impacto social, ao passo em que a “Aceleradora B” utiliza ferramentas mais estruturadas e quantitativas, com um foco maior em questões ambientais.

Mecanismos de Seleção

Quanto aos **mecanismos de seleção**, percebeu-se que a “Aceleradora B” tem sua atuação concentrada na região amazônica, focando em negócios que atuem na minimização de efeitos decorrentes do desmatamento e manutenção de famílias em suas comunidades de origem. Para isso, essa aceleradora faz uso também dos Objetivos de Desenvolvimento sustentável (ODS) estabelecidos pela ONU, adotando, prioritariamente, como critério de seleção a proposição de soluções para 9 (nove) deles: ODS 1; ODS 2; ODS 3; ODS 9; ODS 10; ODS 11; ODS 12 e ODS 13) (Aceleradora B: Documento 1). Convém acrescentar, que em seu relatório de impacto 2022, a exceção do ODS 16, os demais (ODS 4, ODS 5, ODS 6, ODS 7, ODS 8, ODS 14, ODS 15, ODS 17) também estão contemplados nos negócios investidos (Aceleradora B: Documento 2).

Os ODS também são direcionadores de seleção utilizados pela “Aceleradora A”, que indica a utilização dos 17 (dezessete) ODS, se diferenciando da “Aceleradora B” por incluir o ODS 16 – paz, justiça e instituições eficazes (Aceleradora A: Documento 1). Os ODS contemplados como requisitos para seleção de negócios estão dispostos no Quadro 22.

QUADRO 22 – ODS PRIORIZADOS POR ACELERADORAS DE IMPACTO

Aceleradoras	ODS
“Aceleradora B” e Aceleradora A	ODS 1 – erradicação da pobreza ODS 2 – fome zero e agricultura sustentável ODS 3 – saúde e bem-estar ODS 4 – educação de qualidade ODS 5 – igualdade de gênero ODS 6 – água potável e saneamento ODS 7 – energia limpa e renovável ODS 8 – trabalho decente e crescimento econômico ODS 9 – indústria, inovação e infraestrutura ODS 10 – redução de desigualdades ODS 11 – cidades e comunidades sustentáveis ODS 12 – consumo e produção responsável ODS 13 – ação contra a mudança global do clima ODS 14 – vida na água ODS 15 – vida terrestre ODS 17 – parcerias e meios de implementação
Aceleradora A	ODS 16 – paz, justiça e instituições eficazes

FONTE: Elaborado pelo autor a partir dos dados documentais da pesquisa

Na chamada de negócios, por sua vez, a “Aceleradora B” reforça a intenção de apoiar negócios com soluções direcionadas à conservação da Amazônia, valorização da biodiversidade e desenvolvimento socioambiental. Outrossim, os negócios candidatos devem ter foco na Amazônia, fora dos centros urbanos dessa região, e estar domiciliados nessa região, ou tê-la como foco de atuação (Aceleradora B: Documento 3).

Sobre esse assunto, o entrevistado da “Aceleradora A” explicou que há um foco na região sudeste, por ser onde, historicamente, a “Aceleradora A” se estabeleceu e por ser a região onde estão grande parte das startups de tecnologia que atendem as classes C, D, E. Ainda assim ele justificou que outras regiões também são atendidas, mas o foco é o Sudeste.

Sobre potenciais preferências por **setores de atuação**, o entrevistado da “Aceleradora A” contou que: “a gente vê setores que são mais simples e mais complexos. Então, a gente tem nossa própria análise de cada um desses mercados, mas a gente trabalha com todos os setores” (EAC-A).

Na “Aceleradora B” apenas o **estágio de funcionamento** é mencionado, restringindo a candidatura às ES em fase de ideia e validação. Logo, os potenciais negócios candidatos devem estar em estágio de operação, mesmo que recentes. Adicionalmente, para concorrer ao investimento, os negócios devem comprovar a existência de protótipo desenvolvido e em teste no mercado, produto testado e em fase de lançamento, e/ou produto lançado, em fase de captação ou expansão. Isto quer dizer que os candidatos devem funcionar com modelos operacionais e de receita já testados (Aceleradora B: Documento 3).

A chamada não deixa claro se alguma dessas etapas possui preponderância sobre as demais, indicando apenas que potencial de escalabilidade e impacto da iniciativa é requisito a sua seleção. A “Aceleradora A”, por sua vez, enquanto aceleradora, apoia negócios em atividades que envolvem prototipagem, validação de produto, validação de mercado (Aceleradora A: Documento 1) e, enquanto investidora, foca esforços em empresas sociais em fase de crescimento (Aceleradora A: Documento 2).

No que se refere ao **tamanho, estágio de funcionamento ou faturamento**, o entrevistado da “Aceleradora A” disse que a aceleradora seleciona empresas que faturem ao menos R\$ 1 milhão por ano, que já tenham um modelo de negócio consolidado e habitual fluxo de receitas. “Ou seja, que a empresa já se provou, já se validou para o mercado, tem base de clientes ativa, recorrente, tem um bom produto” (EAC-C). Ele também disse:

Trabalhamos com empresas que tem modelos escaláveis, ou seja, que os seus modelos têm uma perspectiva de replicabilidade, que seus negócios podem crescer sem grandes necessidades de investimento ou que tem um modelo que seja relativamente simples de ser replicado (EAC-A).

O **histórico do empreendedor** e sua equipe também são considerados, a tal ponto que a “Aceleradora B” exige que os proponentes da empresa social, assim como sua equipe, possuam ao menos 16 anos de experiência atuando no foco e/ou interesse do modelo de negócio, demonstrando, dessa forma, profundo conhecimento de sua área de atuação. Consequentemente, também é exigido que a equipe detenha conhecimentos para modelagem do negócio, implementação/melhoria da tese de impacto, e mecanismos/estratégias para crescimento da empresa (Aceleradora B: Documento 3).

O entrevistado da “Aceleradora A” contou que um aspecto básico verificado é a intencionalidade de impacto, buscando “empreendedores que estão lá para causar impacto, para resolver um problema social, ambiental. Você consegue identificar isso nos empreendedores, pelo discurso, pela trajetória, pelas experiências anteriores” (EAC-A). Acerca da realização de algum tipo de avaliação do histórico do empreendedor, o entrevistado disse que essa é uma prioridade do processo de análise.

A gente precisa entender com o que a gente está trabalhando, não só para avaliar a capacidade técnica, digo a experiência profissional, a experiência acadêmica, quanto de experiência essa pessoa tem relevante para agregar na posição que ela está hoje, para entender se ela tem a capacidade de entregar tecnicamente o plano de crescimento na empresa (EAC-A).

Os mecanismos de seleção utilizados por aceleradoras de impacto, informados nos documentos consultados e entrevista realizada, estão resumidos no Quadro 23.

QUADRO 23 – MECANISMOS DE SELEÇÃO ADOTADOS POR ACELERADORAS DE IMPACTO

Instituição	Mecanismos de seleção	
Aceleradora A	ODS	• 1 a 17
	Estágio de funcionamento	• Crescimento
	Faturamento	• R\$ 1 milhão por ano
	Região de interesse	• Sudeste
	Histórico do empreendedor	• Capacidade técnica, profissional e acadêmica • Empreendedor e seu time: aderência ao negócio e impacto
Aceleradora B	ODS	• 1, 2, 3, 8, 9, 10, 11, 12, 13
	Setores de interesse	• Conservação da Amazônia • Valorização da biodiversidade • Desenvolvimento socioambiental
	Regiões de interesse	• Norte (Amazônia)
	Estágio de funcionamento	• Ideia • Validação
	Histórico do empreendedor	• Experiência de 16 anos

FONTE: Autor (2024)

Tem-se, então, que a “Aceleradora A” tem um foco maior em negócios que atendem a população de baixa renda, utilizando uma abordagem mais flexível em relação aos setores de atuação, enquanto a “Aceleradora B” tem um foco mais específico na região amazônica e utiliza uma abordagem mais estruturada para seleção dos negócios.

Volume de Capital

No documento “Aceleradora B: Documento 3”, estão colocadas informações sobre o **volume de capital disponibilizado** por essa empresa. Nesse cenário, o documento revela o uso de empréstimos com valor inicial de R\$200 mil com prazo de pagamento em até 5 anos. De modo semelhante, o relatório de impacto dessa organização confirma esse valor como ticket médio dos investimentos realizados. Nessa aceleradora, esse empréstimo pode ser transformado em participação societária a partir de operações de *equity*, logo, trata-se de empréstimo conversível (Aceleradora B: Documento 2).

Embora a “Aceleradora B” não exponha a **metodologia para definição/concordância do montante a ser aportado**, ela exige que os empreendedores possuam clareza acerca das necessidades financeiras e de investimento para atender ao plano de negócios apresentado, e que essas necessidades sirvam de base para solicitação do empréstimo. Cabe informar, que nos primeiros 6 meses, durante período aceleração das iniciativas selecionadas, a partir das análises

realizadas e constatação de necessidade de mais recursos financeiros para consolidação e entregas da empresa, pode ser concedido um novo aporte no valor de até R\$ 400 mil (Aceleradora B: Documento 3).

Sobre a análise para definição da quantia aprovada para as empresas sociais, o entrevistado da “Aceleradora A” explicou que:

Falando do *range* de valores, a gente trabalha com empréstimos de 500 mil até 5 milhões. Claro que não está escrito em pedra, ou seja, se tiver uma operação superbacana que seja menor do que R\$ 500 mil a gente consegue avaliar e entender caso a caso, mas eu diria que esse *range* estaria mais em conformidade com as nossas capacidades operacionais (EAC-A).

Esse entrevistado comentou também que a aceleradora faz uma análise do *debt size* para cada negócio, a partir de uma ampla análise técnica, de impacto, de negócio e financeira. Para isso, ele relatou que utilizam uma análise de crédito própria, baseada na modelagem financeira construída para cada empresa.

Do ponto de vista qualitativo, é um bom mercado? A empresa está bem colocada nesse mercado? Tem perspectiva de crescimento? Tem como crescer sua rentabilidade nesse período? E do ponto de vista mais financeiro, com está o faturamento e lucro líquido? Como deve se comportar nos próximos anos? Para a gente ter uma dívida que funcione para o negócio, que não seja uma coisa que vai endividar a empresa e no pior cenário colocar uma dívida que não tem *fit* para o negócio, que não cabe dentro de uma negociação, porque não só está aumentando o seu risco de inadimplência e para os seus investidores, mas você também está prejudicando uma empresa que está aí para causar impacto, então esse é um exercício importante (EAC-A).

Quanto ao fluxo de liberação dos recursos financeiros, os documentos da “Aceleradora B” e “Aceleradora A” não tratam desse assunto. Por outro lado, o entrevistado da “Aceleradora A” contou que todos os recursos aprovados “foram desembolsados no T0 e sem faseamento”, mas que isso tem sido objeto de reflexão na aceleradora, pois “a gente acha que o ideal seja uma coisa mais faseada, porque a partir daí você consegue linkar isso com o *milestones*, com as metas, mas isso não é algo que a gente faz, mas que a gente vê com bons olhos” (EAC-A).

Sobre os prazos de duração e pagamento dos empréstimos concedidos, o entrevistado disse que as operações já realizadas foram de cinco anos, prazo suficiente para estruturação das operações financeiras e sustentabilidade econômica dos negócios. Sobre as possibilidades de conceder novos empréstimos após o pagamento do crédito concedido, o entrevistado argumentou que:

Então assim, a gente trabalha com empréstimos, não necessariamente no vencimento, como também durante a vida do empréstimo. Se a gente vê que a empresa está crescendo bem e precisa de mais crédito, se a gente tem mais capacidade para emprestar sem endividar a empresa, podemos fazer mais uma operação com ela, sim. A ideia aqui é a gente atuar justamente para suprir esse gap de *frame* que existe no mercado (EAC-A).

As informações sobre o volume de recursos nos documentos analisados e entrevista realizada estão sintetizados no Quadro 24.

QUADRO 24 – VOLUME DE RECURSOS FINANCEIROS EM INICIATIVAS DE INVESTIMENTO POR ACELERADORAS DE IMPACTO

Instituição	Volume de Recursos	
Aceleradora A	Quantia	• R\$ 500 mil a R\$ 5 milhões
	Fluxo de concessão	• Única parcela
	Prazos	• Até 5 anos.
Aceleradora B	Quantia	• R\$ 200 mil (aporte adicional de até R\$ 400 mil)
	Prazo de pagamento	• 5 a 7 anos (de acordo com a duração do fundo)

FONTE: Autor (2024)

Assim, constata-se que a “Aceleradora A” utiliza um “*range*” mais amplo de valores para os empréstimos, demonstrando maior flexibilidade na estruturação das operações, ao passo em que a “Aceleradora B” utiliza um valor fixo para o empréstimo inicial, com possibilidade de aumento em caso de necessidade.

Gestão Financeira e Desempenho Interno; Acompanhamento do Uso de Recursos

Embora os documentos da “Aceleradora B” não retratem, explicitamente, aspectos relacionados a **gestão financeira e desempenho interno** dos negócios investidos, reforçam a necessidade de dispor de produto/serviço e modelo operacional inovador que destaque o negócio em comparação a seus potenciais concorrentes, logo o crescimento e diferencial mercadológico são exigências de seleção (Aceleradora B: Documento 3).

Mesmo utilizando, a priori, o empréstimo como instrumento financeiro, a “Aceleradora B” promove envolvimento da equipe da aceleradora, acompanhamento e avaliação de KPIs, e indicadores de impacto construídos para o negócio. A participação nesses aspectos visa subsidiar as tomadas de decisões no período máximo de 7 anos (Aceleradora B: Documento 3). Esse direcionamento na gestão ocorre também com a inserção da investida em rede de parceiros da aceleradora, contato com novos investidores e fundos de investimento de impacto.

Os documentos da “Aceleradora A” não discutem aspectos relacionados à gestão financeira e desempenho interno, mas seu entrevistado contou que:

Não temos nenhum poder. A “Aceleradora A” atua como uma consultora dentro dessas estruturas, mas não somos uma instituição financeira. Então, tanto no CRIAS, quanto com o [nome do primeiro doador], a gente atua quase como consultor junto com o papel de credor. A gente faz o papel de trazer as nossas melhores recomendações, nossas melhores visões para o crescimento e adequação dos negócios, mas vai ficar a cargo de cada negócio, seguir ou não [as recomendações] [...]. As empresas são muito mais especialistas no seu respectivo mercado do que a gente, mas as vezes uma visão de fora acaba que agrega, então dá esse tipo de recomendações é um ponto que a gente gosta de considerar dentro da nossa proposta (EAC-A).

Além também de conexão com mentores, a “Aceleradora A” é uma organização que tem dezenas de mentores que são especialistas, alguns inclusive são *C-Levels* [executivos de alto nível] de grandes empresas, que se dispõem a atuar junto com as empresas apoiadas por nós, então às vezes alguns especialistas de marketing, alguns especialistas de tecnologia, alguns especialistas de RH, muitas vezes a gente pode conectá-los com as empresas investidas (EAC-A).

O entrevistado da “Aceleradora A” também explicou que eles fomentam outros apoios gerenciais, já que promovem conexões com outros investidores de crédito e *equity*, e conexão com potenciais fornecedores e clientes.

Mecanismos de prestação de contas, como característica do **acompanhamento de recursos**, não estão dispostos nos documentos das aceleradoras analisadas, entretanto, o entrevistado “Aceleradora A” relatou que as empresas do portfólio precisam reportar dois grupos de informações: demonstrações financeiras e relatório para indicadores de impacto. Ele explicou que esses relatórios são alinhados conjuntamente durante o processo de investimento. “A gente constrói o material da mudança para cada empresa e a partir dessa mudança a gente traça indicadores de impacto que devem ser mensurados e ser reportados com uma periodicidade trimestral” (EAC-A).

Gestão de Riscos

No tocante à **gestão de riscos**, apenas os documentos relacionados à “Aceleradora B”, fazem menção a esses processos. Nesse sentido, embora não exponha detalhadamente como a gestão de riscos deve acontecer, o documento retrata o cuidado de selecionar iniciativas que não ofereçam riscos, ou que sejam riscos mitigáveis, quanto a impactos negativos do ponto de vista ambiental e social (Aceleradora B: Documento 3).

O entrevistado da “Aceleradora A” explicou que a análise financeira e de impacto já cumpre esse papel de verificar a capacidade de pagamento pelas empresas investidas. Mas acrescentou que o risco reputacional também é uma preocupação, mas que a análise do perfil e histórico da equipe de cada negócio é um mecanismo para amenizar riscos dessa natureza.

Os principais aspectos relacionados à gestão financeira, desempenho interno e gestão de riscos, disponíveis nos documentos consultados e entrevista realizada, estão agrupados no Quadro 25.

QUADRO 25 – REQUISITOS DE GESTÃO FINANCEIRA, DESEMPENHO INTERNO E GESTÃO DE RISCOS EM INICIATIVAS DE INVESTIMENTO POR ACELERADORAS DE IMPACTO

Instituição	Gestão financeira e desempenho interno; e gestão de riscos	
Aceleradora A	Acompanhamento do uso de recursos (Prestação de contas)	• Trimestral • Demonstrações financeiras e relatórios com indicadores de impacto.

Instituição	Gestão financeira e desempenho interno; e gestão de riscos	
	Gestão de riscos	• Análise de crédito • Análise de perfil e histórico do empreendedor e sua equipe
Aceleradora B	Critério	• Produto, serviço, modelo operacional inovadores
	Participação	• Avaliação de KPIs e indicadores de impacto. • Inserção na rede da aceleradora
	Gestão de riscos	• Seleção de riscos mitigáveis

FONTE: Autor (2024)

De modo geral, a “Aceleradora A” utiliza a análise financeira e a avaliação do perfil dos empreendedores como principais mecanismos de gestão de riscos, enquanto a “Aceleradora B” possui um enfoque mais explícito na gestão de riscos ambientais e sociais, utilizando critérios de seleção mais rigorosos nesse sentido.

Iniciativas para ampliação do investimento em empresas sociais

Sobre iniciativas para ampliar os investimentos em empresas sociais, o entrevistado da “Aceleradora A” argumentou que:

Não é uma questão muito simples, o dado que a gente tem na “Aceleradora A” é o do relatório da ANDE, que indica R\$ 18 bilhões como ativo sob gestão no mercado de investimento de impacto no Brasil em 2021 ou 2022. É um número muito baixo, R\$ 18 bilhões no mercado que tem trilhões de reais no sistema financeiro, trilhões de reais na Bolsa, ou seja, se você comparar esses 18 bilhões com o *market cap* da Bolsa, comparar ao sistema financeiro nacional, esses R\$ 18 bilhões representam 0,1%, 0,2%. Ou seja, isso nem incluindo o mercado de *private equity*. Então, se incluir, isso provavelmente vai representar menos que 0,1% (EAC-A).

Nesse cenário ele argumentou que é um mercado muito pequeno, considerando os valores investidos, e que a atuação governamental é um primeiro elemento para destravar novos valores. “É preciso o governo oferecer incentivo fiscal tributário para o investidor de impacto, o governo precisa ampliar a contratação de serviços de negócios de impacto, e encontrar isenções fiscais ou tributárias para negócios de impacto” (EAC-A).

Ele defendeu que tudo isso “passa por uma mudança de mentalidade e vira aqui educação, principalmente de educação das classes mais abastadas que são as que tem o maior potencial de capital para realizar mudanças” (EAC-A).

4.1.2 Bancos

Os bancos analisados foram identificados a partir de levantamentos na Plataforma Investir com o Impacto, relatórios de impacto e em comentário por um dos entrevistados. Esses bancos foram, aleatoriamente, designados como “Banco A”, “Banco B” e “Banco C”.

Explica-se que embora duas dessas instituições sejam coordenadas por agentes estatais, elas não foram agrupadas em iniciativas governamentais porque possuem personalidade jurídica de direito privado; realizam operações financeiras típicas de bancos, como concessão de crédito, investimentos e gestão de recursos; além de estarem sujeitas à regulamentação do Banco Central.

Instrumento Financeiro, atores envolvidos e mecanismos de seleção

No tocante ao **instrumento financeiro**, o “Banco C” opera com recursos de um fundo de investimentos de impacto (Banco C: Documento 1), que encerrou a captação de investidores no ano de 2021, com duração de 7 anos. Para esse fundo, o banco já conseguiu US\$ 1,4 bilhão para o financiamento de ativos e projetos com resultados e impactos sociais e ambientais, dos quais US\$ 252 milhões foram captados por meio de CDBs Sustentáveis. Desde 2016, o banco já distribuiu US\$ 10,8 bilhões nos mercados de capitais de dívida vinculado a finanças e emissão sustentável (Banco C: Documento 3).

Esses montantes foram direcionados a iniciativas amplas de geração de impacto social e ambiental, dos quais R\$ 542 milhões, na forma de participação (*equity*), foram investidos em empresas com missões direcionadas à geração de impacto social e ambiental positivo, intencional e mensurável, associado a resultados financeiros robustos, bom desempenho empresarial e integração de iniciativas Ambiental, Social e de Governança (ASG) (Banco C: Documento 3).

O fundo de impacto também é uma estratégia/instrumento financeiro utilizado pelo “Banco B”, que lança editais com chamada específicas para a seleção de fundos de investimento de impacto (Banco B: Documento 1) e de estruturas financeiras híbridas do tipo *blended finance* (Banco B: Documento 2). Diferente do “Banco C”, o “Banco B” investe em empresas sociais por meio de intermediários, isto é, as gestoras de fundos selecionados.

Os fundos selecionados pelo “Banco B” são do tipo FIP Impacto MPME, destinado exclusivamente a investimentos em empresas sociais com Receita Operacional Bruta (ROB) de até R\$ 90 milhões por ano; e FIP Impacto Livre, reservado para investimento em ES sem limitação quanto ao ROB. Esses valores serviram também como **mecanismo de seleção** dos fundos inscritos em um dos editais patrocinados por esse banco (Banco B: Documento 1).

No tocante aos mecanismos de seleção estabelecidos no edital do “Banco A”, embora não estivesse estabelecido, explicitamente, o tamanho e estágio de funcionamento do NIS, havia a exigência que fossem negócios formalizados com ROB anual de até R\$ 300 milhões e atuação obrigatoriamente no Brasil.

Para os fundos de impacto, as iniciativas do “Banco B” envolvem também a seleção de estruturas financeiras do tipo *blended finance*. Em edital específico esse banco buscou fomentar, selecionar e participar de estruturas híbridas de financiamento formadas por capital subordinado (dívida, *equity* ou híbrido), garantias/seguros, programas ou fundos garantidores, *grants* (doações), pagamento por resultados e assistência técnica, com o intuito de atuar como capital catalítico nos fundos de impacto (Banco B: Documento 2).

No caso do “Banco A”, o instrumento utilizado é o crédito, com recursos oriundos de linhas de crédito, vinculadas à inovação, da FINEP, tais como o Inovacred, Inovacred Expresso, Inovacred 4.0 e Inovacred Aquisição Inovadora Telecom (Banco A: Documento 1).

No tocante aos **instrumentos financeiros utilizados**, o “Banco B” utilizou uma parcela dos seus recursos não reembolsáveis de diferentes tipos de capitais – públicos, privados e filantrópicos, nacionais ou internacionais, para alavancar o investimento em empresas com impacto socioambiental positivo. O edital não define instrumentos financeiros que devam ser adotados pelo fundo, indicando, aos proponentes, apenas a necessidade de informar o tipo de veículo de investimento a ser implementado, se dívida, participação acionária ou híbrido (Banco B: Documento 2).

Cabe expor que o “Banco B” atua também com o aporte de capital direto em empresas sociais, para isso, patrocina a premiação (recurso não reembolsável) em programas de criação e aceleração de NIS. Nessa modalidade, o “Banco B” atuou diretamente com o consórcio AWL, formado pelas aceleradoras Artemísia, Wayra e Liga Ventures, sendo estas instituições **atores envolvidos** em seu processo de concessão de capital (Banco B: Documento 3).

No que concerne aos atores envolvidos com o “Banco A”, o edital informa que essas instituições não participam do processo de realização do investimento em si, mas que para as empresas com faturamento anual de até R\$ 4,8 milhões seria fornecida consultoria especializada pelo Sebrae, de forma gratuita, para auxiliar na elaboração do projeto e preenchimento dos formulários de submissão da proposta (Banco A: Documento 1).

As principais informações acerca dos instrumentos financeiros utilizados por esses bancos, conforme documentos analisados, pode ser observada no Quadro 26.

QUADRO 26 – INSTRUMENTOS FINANCEIROS UTILIZADOS POR BANCOS

Instituição	Instrumento Financeiro			Atores envolvidos
Banco A	Instrumento	Operações de crédito (financiamento)		• FINEP • Sebrae
	Fonte	Linhas de crédito FINEP		
Banco B	Fundos de impacto	FIP Impacto MPME FIP Impacto Livre		• Gestoras de fundos de investimentos
		Fonte	• Recursos próprios	
	Estruturas de <i>Blended Finance</i>	Instrumento	• Recursos não reembolsáveis	
		Fonte	• Recursos próprios	
	Programas de aceleração	Instrumento	• Recursos não reembolsáveis	• Consórcio AWL
		Fonte	• Recursos próprios	
Banco C		Instrumento	• Equity Empréstimo	-
		Fonte	• Fundo de investimento de impacto	

FONTE: Autor (2024)

Assim, o “Banco A” adota, prioritariamente, linhas de crédito para financiar empresas sociais, com foco em empresas inovadoras; o “Banco B” emprega uma combinação de instrumentos financeiros, incluindo fundos de investimento, *blended finance* e capital direto (premiação em programas de aceleração); ao passo em que o “Banco C” utiliza um fundo de investimento para financiar uma ampla gama de iniciativas de impacto social e ambiental.

Exigência de Impacto Social

Quanto às **exigências de impacto**, os relatórios do “Banco C”, por sua vez, indicam que a escolha dos setores para investimento parte de dois objetivos de impacto principais: cidades resilientes e mitigação de mudanças climáticas; e aumento do acesso a bens e serviços básicos. Para esse banco, o impacto precisa estar caracterizado nas operações básicas da empresa, como um requisito fundamental para recebimento do capital (Banco C: Documento 2).

O edital do “Banco A” não faz menção ao processo gestão e medição de impacto, apenas indicando que os negócios deveriam ser empreendimentos ou startups de impacto socioambiental com atuação no Brasil, desenvolvimento de solução ou proposta de negócio inovador para enfrentar problemas sociais e ambientais (Banco A: Documento 1).

O “Banco C” e “Banco B”, nos três documentos analisados, seja nos relatórios de impacto (Banco C: Documento 2 e 3), descrições da Plataforma Investir com Impacto (Banco

C: Documento 1) ou nos editais para chamada de fundos de impacto (Banco B: Documento 1) e estruturas financeiras de *blended finance* (Banco B: Documento 2) adotam referências internacionais para gestão e mensuração do impacto como *Impact Management Project*, *Operating Principles for Impact Management* e *IRIS+*.

Além destes, o “Banco C” utiliza o *2X Challenge* e o “Banco C” ImPactual Scoring Tool (Banco C: Documento 1) – ferramenta proprietária para mensuração do impacto – e realização de diligências por consultorias externas, como a NINT (consultoria e avaliação ESG) (Banco C: Documento 3).

Acerca da ferramenta proprietária do “Banco C”, o relatório a destaca como um instrumento que, durante a diligência e anualmente, calcula uma nota entre 1 e 5 com base na avaliação de cinco dimensões do impacto, sendo que o score de impacto mínimo é 2.5 para receber recursos financeiros do fundo (Banco C: Documento 3), conforme disposto no Quadro 27.

QUADRO 27 - “BANCO C” IMPACTUAL SCORING TOOL

Passo	Questionamento	Natureza do impacto
1	Qual o impacto esperado e a intenção da empresa em contribuir para os ODS?	• Impacto predominante econômico • Impacto econômico e/ou social relevante OU econômico e/ou ambiental relevante • Impacto social, ambiental e econômico
2	Quanto impacto é gerado e o resultado para os stakeholders em termos de escala, profundidade, escalabilidade?	• Impacto de curto prazo e/ou mudança desconhecida e/ou limitada com baixa escalabilidade • Impacto moderado e de média durabilidade e de média escalabilidade • Impacto de mudança significativa com benefícios secundários, profundo e duradouro de alta escalabilidade
3	Quem são as partes interessadas que se beneficiarão do impacto?	• Impacto desconhecido ou sem impacto nas partes interessadas • População sem acesso a serviços básicos, mas não de vulnerabilidade • Impacto em uma população vulnerável e sem acesso a serviços básicos
4	Qual a adicionalidade e a contribuição da empresa em relação a indústria que ela opera?	• Baixa contribuição e adicionalidade • Contribuição e adicionalidade moderada • Alta contribuição e adicionalidade
5	Quais são os riscos de um impacto negativo ou de a empresa não entregar o impacto esperado?	• Risco alto, risco moderado, risco baixo ou sem risco.

FONTE: Adaptado de Banco C: Documento 3 (2023)

A partir da análise integrada do impacto do negócio, a equipe designada pelo banco obtém um diagnóstico de como melhorar o desempenho, otimizar práticas ESG e ampliar a gestão do impacto nas ES investidas (Banco C: Documento 2).

Nos editais do “Banco B” para seleção de fundo de impacto e estrutura financeira de *blended finance*, também são mencionadas, o *B Impact Assessment* (BIA) – GIIRS/B *Analytics*, Teoria da Mudança, Modelo C e ferramentas proprietárias desenvolvidas pelas gestoras proponentes (Banco B: Documento 1; Banco B: Documento 2).

Quando adota um programa de aceleração para concessão do capital financeiro, o “Banco B” impõe como requisito que seja gerado impacto social e/ou ambiental a partir da relevância do problema, correspondência entre o problema e a solução proposta, comprometimento e clareza na geração de impacto social e/ou ambiental e a existência e gestão da mensuração de impacto. Por se tratar de um programa de aceleração, os negócios selecionados que não disponham de mecanismos para avaliação do impacto passam por mentorias, *workshops* e consultorias (Banco B: Documento 3).

As exigências de impacto e ferramentas de mensuração utilizadas pelos bancos analisados estão apresentadas no Quadro 28.

QUADRO 28 – EXIGÊNCIAS DE IMPACTO SOCIAL POR BANCOS

Instituição		Exigências e ferramentas de Impacto Social
Banco A		• Desenvolvimento de solução inovadora para enfrentar um problema social ou ambiental
Banco B	Fundos de Impacto	• <i>Impact Management Project</i>
	Estruturas <i>Blended Finance</i>	• <i>Operating Principles for Impact Management</i> • IRIS+
	Programa de aceleração	• Geração de impacto a partir da relevância do problema
Banco C		• <i>2X Challenge</i> • “Banco C” ImPactual Scoring Tool • <i>Impact Management Project</i> • <i>Operating Principles for Impact Management</i> • IRIS+

FONTE: Autor (2024)

Os dados sintetizados no Quadro 28 corroboram a percepção de que o “Banco A” apresenta um enfoque menos estruturado na gestão de impacto, com menor detalhamento sobre as ferramentas e metodologias utilizadas; o “Banco B” aplica uma variedade de ferramentas e metodologias, baseadas principalmente em modelos internacionais; enquanto o “Banco C” possui uma abordagem mais sistemática, com o desenvolvimento de uma ferramenta proprietária e a realização de diligências por consultorias externas.

Mecanismos de Seleção

No tocante aos **mecanismos de seleção**, os documentos do “Banco C” retratam amplitude de adoção dos ODS, priorizando aqueles relacionados aos ODS 1, 4, 5, 8, 9, 10, 11, 13 (Banco C: Documento 3) e ODS 2, 6, 7, 12 (Banco C: Documento 2). Outrossim, esse banco destaca a predileção por **setores** como educação, saúde, tecnologias verdes (Banco C: Documento 1), gestão de resíduos, economia circular e agronegócio sustentável, tidos como de grande impacto financeiro, social e ambiental (Banco C: Documento 3).

Nesse cenário, o “Banco C”, entre os anos de 2021 e 2022, aportou capital em negócios do setor de agronegócio/agricultura sustentável, educação acessível (Banco C: Documento 2), e, em 2023, em iniciativa do setor de bioplásticos e economia circular. O banco opta por negócios com margens estáveis e fluxo de caixa relevante (Banco C: Documento 3).

No caso dos documentos referentes ao “Banco B”, percebeu-se, quanto aos **setores de atuação**, que as ES deveriam atuar com soluções em educação, empregabilidade, soluções financeiras inclusivas e educação financeira, saúde, bem-estar, meio ambiente e economia circular, prioritariamente, direcionadas ao público feminino (Banco B: Documento 3) e vertentes de Bioeconomia Florestal, Desenvolvimento Urbano (ODS 11) e Economia Circular (ODS 12) (Banco B: Documento 2).

Quanto aos mecanismos de seleção do fundo de impacto, o “Banco B” esclarece que o portfólio para investimento, obrigatoriamente, deverá ser formado por empresas sociais (ES), em conformidade com o Decreto 9.977/2019⁵ que instituiu a Estratégia Nacional de Investimentos e Negócios de Impacto, que definia esses negócios como empreendimentos com o objetivo e intencionalidade de gerar impacto socioambiental e resultado financeiro positivo de forma sustentável, para a solução de problemas socioambientais, operando na lógica de mercado e mensurando o impacto socioambiental (Brasil, 2019; Banco B: Documento 1).

No tocante aos mecanismos de seleção, foi possível perceber que o “Banco B”, junto aos parceiros para execução do programa de aceleração (Banco B: Documento 3), estabeleceu, a priori, a necessidade de serem negócios e fundos domiciliados/gerenciados no Brasil (Banco B: Documento 1; Banco B: Documento 3; Banco B: Documento 2).

O **estágio de funcionamento** é outro elemento de configuração detectado nos documentos do “Banco B”, uma vez que em determinado edital, foram direcionados esforços para desenvolver empresas em ponto de tração, isto é, que já haviam validado o modelo de

⁵ O Decreto nº 9.977/2019, que dispunha sobre a Estratégia Nacional de Investimentos e Negócios de Impacto e o Comitê de Investimentos e Negócios de Impacto foi revogado e substituído pelo Decreto nº 11.6646/2023 que institui a Estratégia Nacional de Economia de Impacto e o Comitê de Economia de Impacto, mantendo o conceito de negócio de impacto alinhado com o definido no decreto de 2019.

negócios no mercado, que tinham registro de receita positivas nos últimos 12 meses anteriores ao período de seleção, mas que ainda não haviam sido investidas. Embora esse edital também contemplasse negócios em estágio de criação, estes não concorriam a premiação, e por essa razão não foram objeto de análise (Banco B: Documento 3).

Ao considerar negócios em estágio de tração, o edital deixou clara a necessidade de que as ES possuísem nível de maturidade da solução, capacidade/potencial de replicabilidade e escalabilidade, diferencial da solução diante dos concorrentes, e sustentabilidade financeira disposta em dados de faturamento e número de clientes (Banco B: Documento 3).

Mesmo tratando de investimentos por meios diferentes (premiação, fundos de impacto, estruturas *blended finance*), percebeu-se que a **competência organizacional e histórico do gestor** eram elementos preponderantes. No tocante às experiências, a seleção de fundo retrata a importância de experiência do gestor do fundo, seus sócios e equipe em estruturação, acompanhamento, desinvestimento, avaliação de impacto, e demais operações de capital de risco e empresas sociais (Banco B: Documento 1).

O “Banco B” exige também que estejam justificadas as estratégias de alinhamento e manutenção da equipe de gestão do fundo, dadas as suas expertises, assim como os respectivos papéis na condução da gestora. A experiência do gestor é também conduzida a partir de um *track record* de seu desempenho em outros fundos de mesma natureza, especialmente em resultados relacionados a governança, agregação de valor, cumprimento da tese de impacto e retorno financeiro aos cotistas (Banco B: Documento 1).

Para a estrutura *blended finance*, a experiência era avaliada em termos de atuação em estruturas híbridas, parcerias estratégicas, operacionais e financeiras; seleção, análise de projetos e gestão de carteira, incluindo apoio financeiro e não financeiro; acompanhamento, prestação de contas e gestão da inadimplência da carteira; em captação de recursos de doação e de investidores comerciais e respectiva prestação de contas (Banco B: Documento 2).

Complementarmente, quando atua com premiação e programas de aceleração, o “Banco B” também institui requisitos relacionados ao histórico do gestor, da equipe e competência organizacional, principalmente nas complementariedades entre os sócios, experiências anteriores, conhecimento técnico e dedicação do time (Banco B: Documento 3). A diversidade de gênero, raça e geográfica é também um atributo exigido em todos os documentos desse banco (Banco B: Documento 1; Banco B: Documento 2; Banco B: Documento 3).

Outrossim, um mecanismo de seleção dos fundos pelo “Banco B” é o modelo de governança a ser estabelecido, principalmente em aspectos relacionados às instâncias decisórias (Assembleia Geral de Cotistas, Comitês de Investimento, Comitês Internos, Comitês

Gerenciais, Comitês de acompanhamento e compliance); mecanismos de acompanhamento dos investimentos, e políticas de *accountability* no relacionamento com cotistas e investidores (Banco B: Documento 1).

Os principais mecanismos de seleção identificados nos documentos analisados, acerca dos bancos estudados, estão disponíveis no Quadro 29.

QUADRO 29 – MECANISMOS DE SELEÇÃO ADOTADOS POR BANCOS

Instituição		Mecanismos de seleção	
Banco A		Faturamento	• ROB até R\$ 300 milhões
Banco B	Fundos de Impacto	Faturamento	• FIP Impacto MPME: ROB até 90 milhões por ano⁶ • FIP Impacto Livre: Sem limitação de ROB⁷
		Composição da equipe	• Diversidade geográfica, de gênero e raça
		Estágio de funcionamento	• Criação
		Histórico do gestor / equipe / Competência organizacional	• Gestão de fundos • Operações de capital de risco • Empresas sociais • <i>Track record</i>
	Programa de aceleração	Faturamento	• Receita bruta anual de até R\$ 16 milhões.
		Setores	• Educação • Empregabilidade • Soluções financeiras inclusivas • Educação financeira • Saúde • Bem-estar • Meio ambiente • Economia circular
		Composição da equipe	• Diversidade geográfica, de gênero e raça
		Estágio de funcionamento	• Tração
		Histórico do gestor / equipe / Competência organizacional	• Complementariedade entre os sócios • Experiências • Conhecimentos técnicos • Dedicção do time
	Estruturas de Blended Finance	ODS	• 11 e 12
		Setores	• Bioeconomia Florestal • Desenvolvimento Urbano • Economia Circular
		Composição da equipe	• Diversidade geográfica, de gênero e raça
		Estágio de funcionamento	• Criação

⁶ Para as empresas que serão investidas pelo fundo.

⁷ Criação do fundo, o estágio da empresa investida é definido pela gestora do fundo.

Instituição		Mecanismos de seleção	
		Histórico do gestor / equipe / Competência organizacional	• Gestão de fundos • Captação de recursos • Parcerias: operacionais, estratégicas e financeiras • Complementariedade entre os membros da equipe
Banco C		ODS	• 1 e 2 • 4 a 13
		Setores	• Educação • Saúde • Tecnologias verdes • Gestão de resíduos • Economia circular • Agronegócio sustentável

FONTE: Autor (2024)

De forma simplificada, emerge o entendimento de que o “Banco A” adota critérios de seleção mais gerais; o “Banco B” utiliza uma abordagem mais estruturada, com a definição de critérios específicos para cada tipo de investimento; e o “Banco C” tem uma abordagem mais estratégica, com a definição de setores prioritários.

Volume de Recursos

Acerca do **volume de recursos financeiros**, dadas as diferentes modalidades de investimento empreendidas pelo “Banco B”, o edital para seleção de fundos informava que o Capital Comprometido Alvo do Fundo deveria ser de, ao menos, R\$ 200 milhões na modalidade FIP Impacto MPME e de, pelo menos, R\$ 400 milhões na modalidade FIP Impacto Livre. Dessa forma, o percentual de até 25% seria o aporte máximo do banco (Banco B: Documento 1).

No edital para estrutura de *blended finance*, embora não estejam definidos valores a serem aportados em cada fundo selecionado, foi informado que cada proponente deveria explicar as necessidades e oportunidades de alocação de capital no fundo, e que essas informações seriam utilizadas para definição do aporte, até o limite de R\$ 90 milhões com recursos não reembolsáveis, limitado a R\$ 30 milhões por fundo. O **prazo de duração** do fundo (contrato) é de até 10 (dez) anos, com possibilidade de prorrogação por até mais 2 (dois) anos, mediante interesse do “Banco B” e do gestor do fundo (Banco B: Documento 2).

Na atuação por meio do programa de aceleração, o edital destaca que a ES (Startup) em estágio tração mais bem avaliado durante o processo de aceleração recebeu uma premiação em dinheiro de R\$ 30 mil, ofertada pelo “Banco B” (Banco B: Documento 3).

O edital do “Banco A” oferecia financiamentos limitados a R\$ 15 milhões. Além disso, o edital deixava claro que o valor disponibilizado deveria ser destinado ao desenvolvimento de

inovação em novos (ou melhorias) produtos, processos ou serviços, inovação em marketing ou inovação organizacional. Formulação e implementação de planos empresariais estratégicos de digitalização com a utilização em linhas de produção, de serviços de implantação de tecnologias habilitadoras da indústria 4.0 e tecnologias do setor de comunicações também eram aplicações autorizadas (Banco A: Documento 1).

Esses aspectos, acerca do volume de recursos, podem ser observados, de forma sintetizada, no Quadro 30, a partir das informações disponíveis na documentação analisada.

QUADRO 30 – VOLUME DE RECURSOS FINANCEIROS APORTADOS POR BANCOS

Instituição		Volume de recursos
Banco A		• Até R\$ 15 milhões
Banco B	Fundos de Impacto	Até 25% em fundos com captação mínima de: • FIP Impacto MPME: R\$ 200 milhões – até R\$ 50 milhões. • Capitam mínimo FIP Impacto Livre: R\$ 400 milhões – Até R\$ 100 milhões
	Estruturas <i>Blended Finance</i>	• Até R\$ 90 milhões, limitado a R\$ 30 milhões em cada fundo
	Programa de aceleração	• R\$ 30 mil.

FONTE: Autor (2024)

De modo geral, o volume de recursos nos bancos é diverso e está relacionado com o instrumento utilizado, se investimento direto, fundos de investimento e estruturas de *blended finance* ou apoio intermediário no financiamento de programas de aceleração.

Gestão Financeira e Desempenho Interno, Acompanhamento de Uso dos Recursos e Gestão de Riscos

Os relatórios de impacto do “Banco C” permitem identificar alguns aspectos relacionados aos **requisitos financeiros e desempenho interno**, indicando que o banco opta por participações minoritárias com governança ativa e forte, para aumentar o valor das companhias investidas, maximizar os impactos gerados na sociedade e gerar o valor prometido ao investidor. Outrossim, o fundo oferece o mesmo nível de retorno de *private equity*, e por isso a equipe atua de forma intensiva na gestão do negócio estabelecendo métricas, indicadores e métodos de mensuração para cada investimento (Banco C: Documento 3).

No fundo de estrutura *blended finance*, por sua vez, o “Banco B” impõe ter participação no Conselho de Supervisão da estrutura de *Blended finance* (Banco B: Documento 2). Esses aspectos estão apresentados no Quadro 31.

QUADRO 31 – REQUISITOS DE GESTÃO FINANCEIRA E DESEMPENHO INTERNO ADOTADOS POR BANCOS

Instituição		Gestão financeira e desempenho interno
Banco B	Estruturas <i>Blended Finance</i>	Participação no Conselho de Supervisão
Banco C		- Participações minoritárias - Definição de métricas, indicadores e métodos de mensuração

FONTE: Autor (2024)

No tocante a **gestão de riscos**, ainda que com pouca descrição, os documentos revelam que, no “Banco C”, durante o processo de diligência, são empreendidas avaliações quanto a exigências legais e boas práticas de mercado, com apoio da NINT, consultoria especializada em finanças sustentáveis, mitigando, dessa forma, riscos para os investidores do fundo e para as próprias investidas (Banco C: Documento 2).

No “Banco B”, no edital para seleção de estrutura de *blended finance*, está informado que os proponentes foram avaliados em critérios técnicos, jurídicos e de integridade, observando, entre outros aspectos, a análise cadastral e a avaliação de risco reputacional (Banco B: Documento 2).

No que se refere à gestão de riscos, o edital do “Banco A” apresenta apenas medidas para mitigação de riscos financeiros, indicando que poderá haver a existência de contrapartida de recursos próprios do beneficiário do financiamento, de no mínimo 10% do valor do projeto, se o regramento da linha de financiamento assim o exigir, assim como apresentação de garantias reais ou fidejussórias. Poderiam também ser solicitadas garantias adicionais de hipoteca/alienação de imóveis, aplicações financeiras e do Fundo Garantidor para Investimentos (FGI), no caso deste último, no percentual de 80% do valor do financiamento (Banco A: Documento 1).

Os principais aspectos relacionados à gestão de riscos nos documentos analisados estão apresentados no Quadro 32.

QUADRO 32 – MECANISMOS DE GESTÃO DE RISCOS ADOTADOS POR BANCOS

Instituição		Gestão financeira e desempenho interno
Banco A		- Contrapartida de 10% do valor do financiamento. - Garantias reais ou fidejussórias
Banco B (Estruturas <i>Blended Finance</i>)		- Ações para mitigação: - Avaliação de critérios técnicos, financeiros, jurídicos e de integridade. - Análise cadastral - Risco reputacional
Banco C		- Ações para mitigação: Processo de diligência - Exigências legais

Instituição	Gestão financeira e desempenho interno
	Boas práticas de mercado

FONTE: Autor (2024)

Percebe-se então que o “Banco A” apresenta um enfoque mais tradicional na gestão de riscos, com foco em garantias financeiras e acompanhamento da execução dos projetos; o “Banco B” utiliza uma abordagem mais sofisticada com a avaliação de diferentes critérios; e o “Banco C” se baseia em uma abordagem mais estratégica (resultados em mesmo nível de outras aplicações), com foco na geração de valor para os investidores, na maximização do impacto social e ambiental, e exigências legais.

No que tange a aspectos relacionados ao **acompanhamento de uso dos recursos (prestação de contas)**, o “Banco C” e o “Banco B” instituem a periodicidade semestral, a obrigatoriedade de realização de reunião de acompanhamento com a participação do “Banco B”, ao menos 2 vezes por ano (semestrais), para que sejam discutidos indicadores e resultados operacionais, financeiros e de impacto (Banco B: Documento 1).

Na iniciativa de *blended finance*, devem ser emitidos relatórios com informações relacionadas a: (I) avaliação do impacto socioambiental decorrente do apoio aos projetos e ou empresas, assim como a sua contribuição para o desenvolvimento em bases sustentáveis do país; (II) soluções para o problema socioambiental que o negócio busca resolver; (III) apreciação de iniciativas ASG; (IV) compromisso das empresas com a Ecoeficiência, quando aplicável; (V) medidas para ampliar os resultados pretendidos; e, (VI) análise de outros indicadores definidos, junto ao cliente, durante a fase de contratação (Banco B: Documento 1).

As formas de prestação de contas não estão detalhadas no edital do “Banco A”, constando apenas a informação que de os negócios financiados deveram apresentar comprovação físico-financeira dos investimentos e dos gastos realizados (Banco A: Documento 1). Essa informação, junto aos dados obtidos dos demais bancos analisados, quando dispostos nos documentos consultados, estão sintetizadas no Quadro 33.

QUADRO 33 – MECANISMOS DE PRESTAÇÃO DE CONTAS ADOTADOS POR BANCOS

Instituição	Acompanhamento do uso de recursos (prestação de contas)
Banco A	Comprovação físico-financeira
Banco B	Relatório e reuniões semestrais
Fundos de impacto Estruturas <i>Blended Finance</i>	- Reuniões semestrais - Relatório de - Impacto socioambiental - Desenvolvimento em bases sustentáveis - Soluções para os problemas socioambientais - Iniciativas ASG

		• Ecoeficiência • Ampliação de resultados

FONTE: Autor (2024)

4.1.3 Iniciativas Governamentais

O grupo de iniciativas governamentais é composto por atividades do poder público, que mesmo não tendo foco exclusivo no investimento em empresas sociais, operam instrumentos financeiros para esses negócios. Ao longo dessa seção, esses estruturadores estão nomeados como Iniciativa Governamental “A” a “C”.

Instrumento Financeiro

No tocante aos **instrumentos financeiros**, a “Iniciativa Governamental B” indicou uso de recursos não reembolsáveis no total de R\$ 413.630,00 para distribuição, na forma de premiação, para até 20 iniciativas de impacto (Iniciativa Governamental B: Documento 1). No edital da “Iniciativa Governamental A”, por sua vez, está indicada a disponibilidade de R\$ 3,1 milhões, oriundos de um Fundo Estadual de Ciência e Tecnologia, a ser disponibilizado por meio da celebração de Termo de Outorga de Subvenção Econômica (recurso não reembolsável) (Iniciativa Governamental A: Documento 1).

A entrevistada da “Iniciativa Governamental C” explicou que essa iniciativa apoia financeiramente as atividades econômicas dos pequenos negócios por meio de microcrédito. Ela disse também que em respeito as determinações do banco central, o microcrédito tem limite de até R\$ 21.000,00. “Então temos essa linha de crédito que atende às atividades econômicas no estado, desde o informal até o microempreendedor individual, e é exatamente nesses grupos que incluímos os negócios de impacto” (EIG-C).

Ela também explanou que esses negócios são definidos a partir “das determinações da legislação estadual, principalmente da 10.489 de 2019. A entrevistada foi questionada sobre o entendimento dessa iniciativa governamental sobre esses negócios:

A definição dos negócios de impacto é realizada a partir da lei 10.489 de 2019, que identifica que esses negócios têm como objetivo gerar impacto socioambiental e resultado financeiro positivo de forma sustentável. Buscamos nesses negócios a demonstração do que a lei exige, que é essa geração de vantagens para a sociedade, que transborda o que os outros negócios já fazem (EIG-C).

Sobre as razões para escolha do microcrédito como instrumento financeiro, a entrevistada explicou que essa iniciativa governamental já trabalhava com a concessão de créditos, e que essa experiência tornou mais rápida a operacionalização, “porque se fossem

outras opções seriam necessárias mais etapas dentro do governo e a burocracia poderia ter gastado mais tempo” (EIG-C). Outrossim, ela comentou ainda que dadas as diferenças regionais do Brasil, não houve comparativos com outros estados ou países.

Acerca da **origem dos recursos**, a entrevistada contou que são recursos próprios do orçamento anual da “Iniciativa B” para essa atividade. Ela disse também que se não fossem recursos próprios, subsidiados pelo governo do estado, não seria possível oferecer a bonificação de juros para os empreendedores adimplentes.

Foi também explanado que os recursos utilizados vêm de fundos constitucionais como Fundo Constitucional de Financiamento do Nordeste, direcionamentos dos orçamentos federal, do estado e municípios. Sobre a bonificação de juros foi informado que:

Os contratantes do serviço de microcrédito que realizam os pagamentos em dia, até a data do vencimento, têm bonificação de 100% dos juros. Essa estratégia foi adotada porque se os pequenos negócios já recebem muitas recusas das instituições financeiras tradicionais, imagina os negócios de impacto, que precisam se preocupar além do lucro, com a natureza, com a sociedade e com a comunidade. Mas isso não quer dizer que a bonificação de 100% dos juros faz do nosso microcrédito uma doação, ele é um recurso que sustenta o negócio de impacto enquanto ele atende as necessidades da comunidade e que é restituído sem provocar maiores sacrifícios no caixa dessas empresas (EIG-C).

Atores Envolvidos

Destaca-se que ambas as iniciativas, identificadas com a coleta documental, contam com apoio direto de parceiros (**atores envolvidos**), como o Instituto Telemar – Oi Futuro, no caso do edital da “Iniciativa Governamental B”, que aplica a aceleração e financia a iniciativa (Iniciativa Governamental B: Documento 1). No caso da “Iniciativa Governamental A”, esses atores envolvem o banco do estado, para movimentação dos recursos financeiros, e o Sebrae, que oferece capacitação aos negócios selecionados (Iniciativa Governamental A: Documento 1).

Sobre esse assunto, a entrevistada da “Iniciativa Governamental C” pontuou que essa iniciativa tem parceria com uma OSCIP que localiza os negócios e faz uma apresentação preliminar da agência e do crédito disponibilizado.

Eu posso te dizer que essa OSCIP qualifica e prepara os empreendedores para virem com a proposta de contrair o crédito. E isso é bom, porque a OSCIP já sabe dos nossos critérios, então eles já avaliam se aquele negócio tem as condições mínimas. E quando eu falo mínima, é a garantia de realizar uma atividade comercial que seja suficiente para pagar as parcelas do empréstimo, e que o empreendedor consiga pagar as parcelas mantendo o seu resultado social (EIG-C).

Aprofundando a explicação acerca da relação com a OSCIP, a entrevistada contou que é “uma parceria registrada e com as contrapartidas estabelecidas em contrato, logo é uma relação remunerada de fornecimento de serviços” (EIG-C). Explicou também que a “Iniciativa

Governamental C” direciona alguns negócios para cursos ou outras qualificações em outras instituições,” mas é muito mais uma indicação do que uma parceria, reforçando que “somos mais uma entidade autônoma mesmo” (EIG-C).

Sobre o papel desses agentes na definição das configurações do instrumento financeiro utilizado, a entrevistada foi categórica em afirmar que:

Quanto a isso de a OSCIP ou qualquer outro parceiro influenciar nas características do nosso microcrédito, isso não existe. As características, prazos, taxas, foi tudo definido pela gente. Quando a OSCIP chegou, essas coisas já estavam prontas. O que a OSCIP faz é trazer esses negócios e a gente avalia internamente pelo plano de negócios e pelas características dos empreendedores, a capacidade de pagamento. A partir dessa capacidade de pagamento definimos o valor, que nem sempre é aquele solicitado pelo empreendedor (EIG-C).

Os principais aspectos sobre os instrumentos financeiros utilizados nas iniciativas de base governamental, identificados nos documentos analisados e entrevista realizada, estão dispostos no Quadro 34.

QUADRO 34 – INSTRUMENTOS FINANCEIROS ADOTADOS POR INICIATIVAS GOVERNAMENTAIS

Instrumento financeiro	Iniciativa Governamental A	Iniciativa Governamental B	Iniciativa Governamental C
Instrumento	• Recurso de subvenção econômica	• Recursos reembolsáveis (premiação) não	• Microcrédito
Fonte	• Fundo Estadual de Ciência e Tecnologia	• Instituto Telemar – Oi Futuro	• Recursos próprios (governo do Estado) • Fundo Constitucional de Financiamento do Nordeste • Orçamentos federal, estadual, municipal.
Atores Envolvidos	• Banco do Estado. • Sebrae	• Instituto Telemar – Oi Futuro	• OSCIP

FONTE: Autor (2024)

Chama atenção, nas iniciativas governamentais, que a formação de parcerias com outras instituições, como o Instituto Telemar, o Sebrae e OSCIPs, é fundamental para ampliar o alcance e o impacto das iniciativas de financiamento às empresas sociais, pois as parcerias permitem complementar as competências das diferentes instituições, otimizando a utilização dos recursos e aumentando a eficácia das ações.

Exigência de Impacto

No tocante a **exigência de impacto social**, o edital da “Iniciativa Governamental A” informa que os negócios devem comprovar compromisso com o impacto social e ambiental de forma monitorada, se possuem clareza da transformação que geram ou irão gerar, e se dispõem de indicadores para monitorar/mensurar o impacto socioambiental que geram na sociedade.

Dessa forma, o edital não indica ferramentas específicas para essa atividade, mas a avalia a partir da missão dos negócios e de narrativas que envolvam o potencial inovador, tecnologia, metodologia e público-alvo do impacto socioambiental promovido pela ES (Iniciativa Governamental A: Documento 1). O “Iniciativa Governamental B: Documento 1” não trata diretamente do impacto social, mencionando apenas o “impacto sociocultural”.

Quanto a **natureza das empresas sociais**, a entrevistada da “Iniciativa Governamental C” contou que não era tão fácil definir o que são esses negócios, mas que a legislação estadual era baliza adotada, “e entendemos que esses negócios, na sua atuação normal, já promovem a defesa do meio ambiente, do consumidor, que são iniciativas artísticas, históricas e culturais, e que promovem a igualdade de gênero” nas empresas (EIG-C).

Para nós, mesmo depois que a lei começou mesmo a valer, nós já oferecíamos apoio a iniciativas informais e MEIs que se instituem no campo dos negócios sociais e que trabalham em atividades de sustentabilidade a partir de pequenos agricultores, agricultura familiar e até mesmo pequenos pecuaristas, apoiamos também iniciativas na área da cultura, que valorizam a história e identidade cultural da nossa gente. São pessoas que percebemos que executam atividades que preservam o meio ambiente, que utilizam pouco ou nenhum agrotóxico, que favorecem a própria comunidade, porque se mantêm em nosso estado e geram empregos. Então, a gente vai percebendo que são negócios que estão voltados a sobrevivência, não tem como fugir disso, mas são iniciativas que geram impactos sociais e ambientais também, e isso já é importante para a gente, porque se a gente fosse decidir critérios tão exigentes para esses pequenos negócios perderíamos tanto os resultados sociais, quanto a atividade econômica, porque ninguém passaria por uma peneira mais rígida (EIG-C).

Sobre metodologias ou métricas para auferir o **impacto gerado**, a entrevistada explicou que não são utilizadas métricas ou metodologias específicas, e que é observado o funcionamento da empresa como requisito para o impacto social a ser gerado. Ela acredita que se fossem solicitados documentos ou relatórios desse impacto, os negócios não o teriam.

As principais descrições sobre as exigências de impacto praticadas pelas iniciativas de base governamental, identificados nos documentos e entrevista realizada, estão dispostos no Quadro 35.

QUADRO 35 – EXIGÊNCIAS DE IMPACTO SOCIAL UTILIZADAS POR INICIATIVAS GOVERNAMENTAIS

Instituição	Exigência de impacto social
Iniciativa Governamental A	• Missão do negócio • Narrativas dos empreendedores: inovação, tecnologia, metodologia, público-alvo
Iniciativa Governamental B	• Impacto sociocultural
Iniciativa Governamental C	• Defesa do meio ambiente • Defesa do consumidor • Iniciativas artísticas, históricas e culturais • Igualdade de gênero • Agricultura familiar

Emerge o entendimento de que a flexibilidade na definição dos critérios de avaliação do impacto social permite adaptar os programas gerenciados por essas iniciativas às necessidades específicas de cada contexto e aos diferentes tipos de negócios, uma vez que as iniciativas demonstram um forte foco na geração de valor social, considerando aspectos desde a preservação do meio ambiente até a promoção da cultura.

Mecanismos de Seleção

Quanto aos **mecanismos de seleção**, se tratando de uma iniciativa governamental em nível estadual, o edital da “Iniciativa Governamental B” retrata a obrigatoriedade de as ES estarem situados e atuando no Mato Grosso. Além disso, que solucionem problemas cobertos por todos os ODS. Ademais, para concorrer aos recursos, os negócios deviam ser potencialmente sustentáveis, escaláveis e replicáveis.

Adicionalmente, era necessário apresentar, de forma clara, na inscrição, o problema sociocultural que se pretendia resolver; viabilidade/aplicação da solução inovadora aventada; impacto sociocultural; modelo e estrutura do negócio; estrutura para captação de recursos; viabilidade econômico-financeira e; conhecimento de mercado (Iniciativa Governamental B: Documento 1). Chama atenção a não exposição de mecanismos para comprovação do impacto sociocultural pretendido.

Competências organizacionais e histórico do gestor são aspectos comuns em ambos os editais, sintetizado como perfil do empreendedor e composição da equipe no edital da “Iniciativa Governamental B” (Iniciativa Governamental B: Documento 1) e com mais detalhamento no edital “Iniciativa Governamental A: Documento 1”, em que foi colocado que seriam verificados, quanto a equipe de trabalho, aspectos como formação e competência técnica associadas ao modelo de negócio, que garantam as entregas indicadas e se os membros da gestão estão em posições adequadas (cargos) para isso, uma vez que marcos de entregas e metas são avaliadas ao longo de todo o processo de seleção.

A entrevistada da “Iniciativa Governamental C” contou que “sim, falamos um pouco das experiências dos sócios, do histórico de crédito deles, onde já trabalharam, para ter um padrão que eles vão conseguir manter os números apresentados”. Mas fez questão de reforçar que essa análise não é um critério impeditivo de concessão do microcrédito.

No edital da “Iniciativa Governamental A”, os **mecanismos de seleção** foram mais explorados. Nesse documento, percebeu-se que quanto a **forma organizacional**, as propostas poderiam ser de pessoa jurídica ou pessoa física. No caso desse último, caso a proposta fosse

selecionada, era necessária a constituição de uma empresa sediada no Espírito Santo. Esse edital definiu, como requisito, **faturamento** bruto anual de até R\$ 4,8 milhões, ainda assim permitindo a inscrição de negócios em **estágio de funcionamento** entre os pontos de ideia, MVP, tração ou escala. No que se refere aos problemas endereçados, as propostas deveriam contemplar no máximo quatro **ODS**, sem restrição a nenhum deles e até **10 microrregiões** do estado do Espírito Santo (Iniciativa Governamental A: Documento 1).

A **inovação** também foi um aspecto bem delineado no edital da “Iniciativa Governamental A: Documento 1”, sendo requeridos epicentros de inovação no modelo de negócios dos NIS, quais fossem a partir de recursos principais: parcerias, oferta de produtos/serviços, propostas de valor; clientes: atendimento de maneira diferenciada aos concorrentes; finanças: estruturas de custo, mecanismos de preços; e múltiplos pontos de inovação.

Dado seu aspecto empresarial, o edital dispõe claramente sobre a necessidade de as ES adotarem compromissos com a **lógica econômica**, por meio de retornos financeiros e receita própria, deixando claro que embora o ES receba recursos de subvenção, estes não podem ser a fonte principal de capital da empresa (Iniciativa Governamental A: Documento 1).

A entrevistada da “Iniciativa Governamental C” destacou a documentação requerida, pontuando a importância de um plano de negócios que destaque a forma de propriedade, os sócios e o investimento necessário.

O plano de negócios, segundo a entrevistada da “Iniciativa Governamental C”, precisa destacar a área de atuação, o ramo da atividade, os produtos e os serviços comercializados, os principais clientes, os fornecedores, os concorrentes, “que é para a gente ter um parâmetro da empresa, porque a gente gosta de avaliar se a atividade econômica é reforçada no nosso estado, e isso é uma forma de impacto para a gente” (EIG-C).

A entrevistada da “Iniciativa Governamental C” explicou que é requerido também um demonstrativo de investimentos, se em obras, instalações, equipamentos, capital de giro. “Pedimos também para demonstrar se serão utilizados apenas nossos recursos, até para entender a sustentabilidade econômica da empresa. E claro, último faturamento e os custos projetados para 4 anos” (EIG-C).

A entrevistada também contou que, no próprio plano de negócio os proponentes das empresas sociais colocam as garantias oferecidas, que geralmente são bens imóveis e fica um campo para a agência preencher com o cronograma de liberação dos recursos, “se de uma vez, se parcelado, dependendo do que eles colocaram como usos do empréstimo” (EIG-C). E reforçou “mas pelo que tenho visto, quase sempre a liberação é de uma única vez, porque como

é um valor não tão grande, o plano de negócios já deixa claro onde a empresa vai aplicar e entendemos que uma vez é mais indicado” (EIG-C).

Quanto aos requisitos básicos para concorrer ao microcrédito, a entrevista acentuou que os empreendedores precisam comprovar a existência do negócio e funcionamento de ao menos 1 ano. “E quando a gente olha para o lucro, a gente analisa se ele é suficiente para pagar o financiamento e ainda assim manter funcionando as outras atividades da empresa (EIG-C).

Perguntada se os limites de valores e documentos informados eram padronizados para todos as empresas sociais atendidas, ela justificou que:

Todos esses aspectos mais formais são cobrados para os negócios formalizados, mas como eu disse a gente também atende aos informais, mas no caso deles, o limite de crédito é de R\$ 3.000,00, e após o pagamento, orientamos a formalização como MEI. Mesmo porque o fato de ser um negócio de impacto não o impede de se formalizar, ainda mais diante da nossa ausência de legislação sobre essas empresas. Esse valor é menor porque temos menos mecanismos de avaliação das condições econômicas do empreendedor, então precisamos ser cautelosos, porque é um empréstimo e queremos que o recurso retorne para ser emprestado a outras empresas, para girar e aumentar os benefícios (EIG-C).

Sobre a **preferência por setores de atuação** (mecanismos de seleção), a entrevistada disse que todos os negócios podem solicitar o microcrédito e que a “Iniciativa Governamental C” pauta esses setores a partir do que foi definido na lei.

A gente tem a lei que tem alguns setores colocados [...]. Olhando aqui na lei, vejo que estão descritas áreas como defesa do meio ambiente, do consumidor e da livre-concorrência; bens e direitos de valor artístico, estético, histórico, turístico e paisagístico e da ordem urbanística; interesses difusos ou coletivos; honra, igualdade de gênero e dignidade de minorias; patrimônio público e social; interesses dos seus trabalhadores e fornecedores. Mas aí os negócios que chegam vamos observando, porque quase todos os negócios se encaixam nisso. Mas eu posso te dizer, que pelo que tenho acompanhado, os que tem nos buscado atuam mais na defesa do meio ambiente, por meio de práticas de plantio, colheita e cuidado da lavoura pouco agressivos a natureza, e direitos de valor histórico e cultural, como os empreendedores da área de artesanato (EIG-C).

As principais especificações sobre os mecanismos de seleção instituídos por iniciativas de base governamental, identificados nos documentos analisados e entrevista realizada, estão dispostas no Quadro 36.

QUADRO 36 – MECANISMOS DE SELEÇÃO ADOTADOS POR INICIATIVAS GOVERNAMENTAIS

Instituição	Mecanismos de seleção	
Iniciativa Governamental B	ODS	• 1 a 17
	Setores de interesse	• Negócios da economia criativa
	Regiões de interesse	• Mato Grosso
	Histórico do gestor/empreendedor e competências organizacionais	• Perfil do empreendedor e composição da equipe
Iniciativa Governamental A	ODS	• 1 a 17
	Regiões de interesse	• Espírito Santo
	Forma organizacional	• Pessoa física • Pessoa jurídica
	Faturamento	• Até R\$ 4,8 milhões/ano

Instituição	Mecanismos de seleção	
	Estágio de funcionamento	• Ideia • MVP • Tração* • Escala*
	Inovação	• Modelo de negócios • Recursos principais: parcerias, ofertas, propostas de valor. • Clientes: diferencial • Finanças: estrutura de custos, preços • Múltiplos pontos de inovação
	Histórico do gestor/empreendedor e competências organizacionais	• Formação e competência técnica frente ao modelo de negócios • Posições da equipe
Iniciativa Governamental C	Tempo de funcionamento	• 1 ano de atividades
	Setor de atuação	• Meio ambiente • Defesa do consumidor e da livre concorrência. • Bens e direitos de valor artístico, estético, histórico, turístico, paisagístico e de ordem urbanística. • Patrimônio público e social • Interesse de trabalhadores e fornecedores.
	Histórico do empreendedor	• Experiências profissionais • Histórico de crédito

FONTE: Autor (2024)

Conforme os achados analisados, percebe-se que a “Iniciativa Governamental A” implementa uma abordagem mais estruturada, com a definição de critérios mais específicos no processo de seleção; a “Iniciativa Governamental B” direciona esforços aos negócios que solucionem problemas cobertos por todos os ODS e que sejam potencialmente sustentáveis, escaláveis e replicáveis; enquanto a “Iniciativa Governamental C” adota uma abordagem mais flexível, com foco na avaliação da capacidade dos negócios de gerar impacto social com viabilidade econômica.

Volume de Recursos

No tocante ao **volume de recursos**, percebeu-se que as duas iniciativas governamentais, identificadas na coleta documental, atuam de formas distintas. Nesse cenário, o edital “Iniciativa Governamental A: Documento 1” retrata dois ciclos (2 anos) de investimento nas empresas sociais, com direcionamento de até R\$ 2,1 milhões no primeiro ciclo (2023) e R\$ 1 milhão no segundo ciclo (Iniciativa Governamental A: Documento 1).

No caso do Edital “Iniciativa Governamental B: Documento 1”, por ser empreendido na forma de um programa de aceleração, esses recursos são disponibilizados em duas etapas. Na primeira, foram premiados, ao final do terceiro mês de atividades, os negócios que participaram ativamente das atividades de mentorias, consultorias e capacitações realizadas. Para essa etapa

percebe-se que a premiação foi uma bonificação aos negócios, que receberam R\$ 2.860,00 (Iniciativa Governamental B: Documento 1).

Entretanto, contando que a iniciativa dispunha de pouco mais de R\$ 400 mil, o saldo restante de R\$ 356.430,00, foi dividido para os negócios com os cinco melhores desempenhos em todo o processo de aceleração. Cabe destacar, que esse valor não foi dividido igualmente, sendo estabelecido que seria distribuído conforme as necessidades de capital informadas no modelo, estrutura do negócio e estrutura para captação de recursos (Iniciativa Governamental B: Documento 1).

Quanto ao edital da “Iniciativa Governamental A: Documento 1”, considerando os dois ciclos (2023 e 2024) de investimento, as propostas estavam limitadas a R\$ 70 mil e R\$ 100 mil em cada ciclo, respectivamente. É de ressaltar que no segundo ciclo, seriam considerados apenas os negócios mais bem avaliados, em estágio de tração/*scale-up*, e com desempenho econômico-financeiro e de impacto mais expressivo. O edital também informa que os mencionados valores são máximos, e que o orçamento de cada ES poderia ser aprovado integral ou parcialmente (Iniciativa Governamental A: Documento 1).

A entrevistada da “Iniciativa Governamental C” disse que esses valores são os mesmos praticados para os negócios “tradicionais”, isto é, valores entre R\$ 3.000,00 a R\$ 21.000,00. Foi também explicado que houve um entendimento de que os valores disponíveis no caixa do governo permitiriam ajudar muito mais negócios por meio de pequenas quantias, “e porque em pequenas quantias seria mais fácil aplicar juros e prazos acessíveis aos negócios de impacto” (EIG-C). Sobre esses valores foi dito também que:

Para definição do valor que vai ser liberado, a gente analisa o plano de negócios, as garantias, o perfil do empreendedor, o ramo que ele atua, e isso passa por uma análise interna, que é uma análise financeira mesmo. Mas partimos desse princípio básico de gerar lucro que compense e garanta o valor solicitado, e se o lucro não for suficiente, pelas nossas análises, aí informamos o valor que foi liberado (EIG-C).

Quanto as **formas de disponibilização** do capital, o edital “Iniciativa Governamental A: Documento 1” escreve que para cada ciclo, os recursos seriam liberados em duas parcelas, a primeira logo após a assinatura do Termo de Outorga de Subvenção Econômica (com depósito de contrapartida) e a segunda 30 dias após a apresentação da prestação de contas e depósito de contrapartida, todas por meio de transferência para conta corrente da empresa no “Banco do Estado”. Sobre o fluxo de pagamentos, a entrevistada contou que a “Iniciativa Governamental C” trabalha com prazos de pagamento de até 3 anos.

As principais informações sobre o volume de recursos praticado por iniciativas de base governamental, identificados nos documentos analisados e na entrevista realizada, estão dispostas no Quadro 37.

QUADRO 37 – VOLUME DE RECURSOS APORTADOS POR INICIATIVAS GOVERNAMENTAIS

Volume de Recursos Financeiros	Quantia	Fluxo de concessão	Duração
Iniciativa Governamental A	• 1º ciclo: R\$ 70 mil • 2º ciclo: 100 mil⁸	• Início e 1 mês após a prestação de contas / assinatura do termo.	• 2 anos
Iniciativa Governamental B	• 1ª etapa: R\$ 2.860,00 • 2ª etapa: R\$ 356.430 (para até 5 negócios)	• Início e Trimestralmente	• 6 meses
Iniciativa Governamental C	• R\$ 3 a 21 mil	• R\$ 3 a 21 mil	• Até 3 anos

FONTE: Autor (2024)

Percebe-se, então que as iniciativas demonstram flexibilidade na alocação de recursos, adaptando os valores e as formas de pagamento, quando é o caso, às necessidades específicas de cada negócio. Dessa maneira, a “Iniciativa Governamental A” desenvolve um modelo de financiamento em duas etapas, com valores máximos definidos para cada ciclo; a “Iniciativa Governamental B” aplica um modelo de premiação e financiamento complementar, com base no desempenho dos negócios durante o processo de aceleração; ao passo em que a “Iniciativa Governamental C” oferece microcrédito com valores mais acessíveis, com foco em microempreendedores individuais e até mesmo negócios informais.

Gestão Financeira e Desempenho Interno, Acompanhamento do uso de Recursos e Gestão de Riscos

Embora o edital não discuta sobre **gestão financeira e desempenho interno** durante o período de investimento, destaca que a “Iniciativa Governamental A” realizará ao menos 01 visita técnica para avaliação e acompanhamento dos projetos desenvolvidos pelas ES (Iniciativa Governamental A: Documento 1). O edital “Iniciativa Governamental B” não descreve aspectos relacionados a essa configuração, ao passo em que a entrevistada da “Iniciativa Governamental C” explicou que não existem mecanismos para tomada de decisão nos negócios que contratam o microcrédito. Ela explicou que toda a análise é preliminar a concessão do microcrédito.

Depois que a gente concede o empréstimo, a gente não assume nenhum papel no negócio, porque o empréstimo não nos dá nenhuma parte da empresa, e nem é essa a intenção. O que a gente faz é controlar a regularidade dos pagamentos, porque aqueles realizados em dia são bonificados sem a taxa de juros. E claro, os empreendedores precisam comprovar para a gente a aplicação dos recursos naquilo que ele preencheu

⁸Apenas negócios em estágios de tração e escala participaram do segundo ciclo de investimento.

no plano de negócios, porque se ele não faz isso, já vai para o histórico e o prejudica no caso dele vir solicitar um novo empréstimo (EIG-C).

O edital “Iniciativa Governamental B: Documento 1” não menciona aspectos sobre essa configuração, ao passo em que o edital “Iniciativa Governamental A” informa que, semestralmente, em formulários disponibilizados pela investidora, prestações parciais e finais devem ser realizadas por meio de relatórios técnicos e financeiros.

A prestação parcial tem como prazo o final do sexto mês de vigência do termo de subvenção, ao passo em que o relatório final deve ser encaminhado em até 30 dias, após o prazo de vigência do termo. Além disso, a “Iniciativa Governamental A” acompanhará e validará, nos relatórios, a execução de cronograma de desembolsos apresentado durante o processo de inscrição (Iniciativa Governamental A: Documento 1).

A entrevistada da “Iniciativa Governamental C” deixou claro que esse processo se resumia ao registro do pagamento de parcelas.

Os nossos agentes, em alguns casos, podem fazer visitas ao negócio para verificar se está funcionando direitinho, e caso haja alguma anormalidade fazem relatórios que são analisados por nós. Mas como o crédito já foi concedido, esses relatórios servem mais para evitar novos empréstimos caso sejam encontradas aplicações erradas do dinheiro (EIG-C).

A **gestão de riscos** não é tão discutida no edital da “Iniciativa Governamental B”, mas está informado que seriam desclassificados negócios que oferecessem riscos de integridade, ética e governança (Iniciativa Governamental B: Documento 1). Por outro lado, no edital da “Iniciativa Governamental A”, a fim de mitigar riscos financeiros, as ES selecionados precisam aportar recursos a título de contrapartida financeira, em 1% do valor do termo de subvenção. Assim, as parcelas só são liberadas após a comprovação de depósito da contrapartida financeira (Iniciativa Governamental A: Documento 1).

Outrossim, esses riscos são mitigados no próprio processo de seleção, que busca identificar eventos ou condições que, se ocorrerem, provocarão efeitos positivos ou negativos nos objetivos do projeto. Logo após a seleção, os proponentes responsáveis pelas ES são orientados para criar/justificar estratégias para atender situações de mitigação e/ou contingenciamento dos riscos identificados (Iniciativa Governamental A: Documento 1).

Ainda sobre a gestão de riscos, na “Iniciativa Governamental C”, a entrevistada contou que “tem a garantia de um imóvel, ou um avalista, que é um terceiro que assume os riscos também” (EIG-C).

O Quadro 38 apresenta uma síntese dos achados sobre a prestação de contas e gestão de riscos nas iniciativas de base governamental identificadas.

QUADRO 38 – MECANISMOS DE PRESTAÇÃO DE CONTAS E GESTÃO DE RISCOS POR INICIATIVAS DE BASE GOVERNAMENTAL

Instituição	Acompanhamento do uso de recursos (prestação de contas)	Gestão de riscos
Iniciativa Governamental A	• Semestral • Relatórios técnico-financeiros • Cronograma de desembolsos • Visita técnica	• Contrapartida de 1% • Análise de eventos e condições com efeitos negativos no projeto
Iniciativa Governamental C	• Registro de pagamento	• Imóvel • Avalista
Iniciativa Governamental B		• Integridade • Ética • Governança

FONTE: Autor (2024)

Desprende-se, então, que as três iniciativas apresentam abordagens distintas para a gestão financeira e o acompanhamento dos projetos, desde registro de pagamentos, visita técnica até a exigência de prestação de contas semestrais.

Assim, enquanto a “Iniciativa Governamental A” desenvolve uma estratégia mais estruturada, com a definição de mecanismos de acompanhamento e prestação de contas; a “Iniciativa Governamental B” tem abordagem mais simplificada, com foco na avaliação do desempenho dos negócios durante o processo de aceleração; ao passo em que a “Iniciativa Governamental C” adota uma conduta com foco na avaliação de viabilidade econômica do negócio. Na gestão de riscos, o comportamento é similar, com estratégias baseadas em contrapartidas financeiras, garantias e análises de governança.

4.1.4 Institutos

Os institutos também despontaram como investidores e estruturadores financeiros para empresas sociais brasileiras. Esses estruturadores por meio de financiamento, mentorias e suporte estratégico, impulsionam iniciativas que buscam equilibrar sustentabilidade financeira e transformação social. Ao longo dessa seção, os institutos identificados são nomeados com Institutos “A” a “F”

Instrumento Financeiro

A análise documental, no tocante aos **instrumentos financeiros**, revelou que o “Instituto A” fez uso de instrumentos de dívida na forma de capital semente e paciente. A fonte

de recursos foi o capital obtido a partir de uma parceria com o Banco de Desenvolvimento Interamericano (BID).

Quanto as razões para escolha dessa fonte de recursos, o documento destaca que essa parceria foi instada pela exiguidade de recursos e escassez de circunstâncias atrativas para financiar NIS. Nesse cenário, por meio de convênio entre essas instituições, foi disponibilizado pelo BID US\$ 1 milhão para o “Instituto A” fazer chamadas de investimento em empresas sociais (Instituto A: Documento 1).

Além dos recursos obtidos pelo convênio com o BID, o “Instituto A” empreendeu investimentos com recursos de *family offices* (12) de alta renda no Brasil. Por meio dessa fonte, foram destinados recursos a plataformas de empréstimo coletivo (R\$ 920 mil) e fundo de crédito privado (R\$ 140 mil) (Instituto A: Documento 1).

Outros institutos identificados, “Instituto B” e “Instituto C”, oferecem recursos não reembolsáveis às empresas sociais (Instituto B: Documento 1; Instituto C: Documento 1). No “Instituto B”, o financiamento é realizado pela contratação de aceleradoras de impacto, que qualificam o funcionamento desses negócios. Além disso, esse instituto concede durante o período de 6 meses de aceleração, bolsa de custeio e um aporte financeiro em forma de recurso não reembolsável (Instituto B: Documento 1).

No “Instituto B”, a entrevistada explicou que não eram realizados investimentos diretos em empresas sociais, mas em fundos que financiavam esses negócios e no financiamento de atividades para o seu funcionamento. Ela contou que: “Não é um capital injetado diretamente nessas empresas, mas em capacitação, aceleração e programas de desenvolvimento” (EIT-B).

Sobre a atuação com os fundos de investimento, a entrevistada do “Instituto B” explicou que os recursos financeiros são aplicados em cotas com retorno financeiro em padrões semelhantes ao mercado, mas também em cotas subordinadas. Ela contou que:

Quando a gente fala do programa da Yunus, por exemplo, a gente está trabalhando com o conceito de *Blended Finance*. A gente entrou no fundo de crédito, numa cota Sênior, que vai ter um retorno financeiro. A gente também entrou na cota subordinada, que é o capital do fundo, aquele que vai diminuir os riscos para os outros investidores. E acho que vale deixar destacado que os negócios estão entrando no programa a partir de um fundo de crédito, vamos recuperar esse crédito a partir da atuação da Yunus, mas não fica uma relação direta de quem está fornecendo crédito, não é exatamente o recurso do instituto, é o recurso que está lá no bolo do fundo da Yunus, que ela captou por um monte de jeito, e não apenas do nosso instituto (EIT-B).

Sobre a fonte dos recursos financeiros destinada ao investimento de impacto social, a entrevistada do “Instituto D” explicou que os recursos são próprios da fundadora dessa instituição. Sobre isso ela acrescentou:

A gente vê o investimento de impacto social como uma forma de filantropia, apesar da rentabilidade ser muito baixa e muitas vezes a gente entrar como colchão [cota

subordinada], para garantir um retorno para os outros investidores e não exatamente para a gente. Então normalmente, o Instituto realiza esse tipo de investimento, mas a nossa fundadora não tem uma preocupação com o retorno [financeiro] que esse investimento vai dar (EIT-D).

Ao optar por “investir capital catalítico, o “Instituto D” assume o papel de incentivar a aderência de outros investidores e fomentar um cenário de transformação e *mindset*” (EIT-D). Ela reforçou que a preocupação com o retorno financeiro é limitada nas ações do instituto, já que essa instituição avalia o investimento de impacto social como uma forma de filantropia, e esta não tem como preocupação basilar o alcance de retorno econômico, mas sim de “um retorno com indicador social” (EIT-D). Para reforçar esse aspecto, ela explicou:

A gente não pede nem prestação de contas, ao menos não nos moldes rigorosos de comprovações financeiras, a gente pede prestação de resultados. Qual é o impacto que atingiu? O que foi transformado na sociedade? Quais as consequências na vida das pessoas? A gente sabe o que o nosso investimento pode alcançar, mas a gente quer ver os resultados na prática, até para reforçar para outros investidores que vale a pena (EIT-D).

Foi dito também que o Instituto, em parceria com outras instituições de atuação semelhante, está encabeçando um processo de mudança na comunicação e linguagem do que é a filantropia, o investimento de risco e o investimento de impacto social. A intenção é construir uma linguagem que “fale a língua do mercado para demonstrar resultados financeiros e sociais, sem deixar um ou outro como mais importante, mas com uma linguagem compreensiva, integrativa, atrativa e não limitada aos mesmos grupos que já estão nesse campo” (EIT-D), e que a partir disso, os investidores decidirão qual o papel que assumirão em cada investimento, se de retorno financeiro, se capital “colchão”, ou de retornos em maiores prazos.

No “Instituto B”, a entrevistada explicou que essa instituição atua a partir de uma agenda de investimentos, a partir do investimento social privado, com aportes de recursos e investimento de impacto social, tanto em fundos e instituições, como em ações de filantropia. Ela explicou que o Instituto foi criado em 2021 para gerenciar os investimentos sociais da família “e partir do entendimento de buscar um capital que se reciclasse e estimulasse ações empreendedoras, a estratégia definida foi apoiar negócios de impacto social” (EIT-B).

O “Instituto F” adota uma abordagem semelhante ao Instituto B. Sobre esse assunto, seu entrevistado reforçou que o instrumento financeiro utilizado é o de doação, e que a escolha desse instrumento é decorrente de um dos eixos estratégicos do Instituto, o de Engajamento Social e Filantropia. Ele explicou que a doação como instrumento financeiro está relacionada a filantropia estratégica do Instituto:

Trabalhamos com uma filantropia estratégica em uma perspectiva de abordar não o beneficiário diretamente, mas organizações que já estão enfrentando os problemas sociais, sejam elas organizações das sociedades civil, sejam os negócios de impacto ou até as organizações dinamizadoras ou estruturantes de um ecossistema (EIT-F).

Ao considerar empresas sociais como instrumentos inseridos na filantropia estratégica, esse entrevistado explicou que esses negócios adotam a inovação social, que é uma bandeira estratégica dessa instituição. Esse entrevistado explicou que o uso da doação como instrumento financeiro não exclui seu papel como investimento para empresas sociais. Ele argumentou que o investimento de impacto não necessariamente é o feito no negócio e exemplificou sobre o financiamento de programas “como o [projeto] Transformação que apoia as primeiras fases da jornada do empreendedor que não tem um papel filantrópico” (EIT-F).

A exemplo dos institutos anteriores, o “Instituto E” opera com doações, chamada nessa instituição de “aportes a fundo perdido”. Sobre a fonte dos recursos destinados a doação, o entrevistado explicou que doadores (filantropos, pessoa física e entidades jurídicas) fazem aportes para o Instituto em si e para modelos de projetos que desejam financiar.

O “Instituto C”, por sua vez, aporta capital não reembolsável, diretamente nas empresas sociais selecionadas, conforme requisitos estabelecidos em seu edital. Quanto as razões para adoção desse instrumento, o edital destaca o Brasil como o pior lugar para empreendedorismo feminino entre 44 países avaliados, e que a exigência de recursos remunerados poderia representar uma barreira à seleção de ES (Instituto C: Documento 1).

O entrevistado desse Instituto explicou que a adoção da doação como instrumento financeiro teve influência, ainda que indireta, das relações institucionais da organização, a exemplo da Rede de Mulheres Empreendedoras, que estuda e defende iniciativas para fomentar o ecossistema feminino de empreendedorismo. “Então foi uma escolha de contexto, foi uma escolha pensando na realidade desses negócios, é, foi uma análise muito ligado ao impacto social que gera na ponta” (EIT-C).

A síntese de informações obtidas acerca dos instrumentos financeiros utilizados por institutos, conforme documentação analisada e entrevistas realizadas, está apresentada no Quadro 39.

QUADRO 39 – INSTRUMENTOS FINANCEIROS UTILIZADOS POR INSTITUTOS

Instituto	Instrumento Financeiro	Fonte
Instituto A	• Empréstimo (capital semente e paciente)	• BID • Family Offices
Instituto B	• Cotas subordinada e cota sênior em fundos de investimento de impacto • Doação • Financiamento de programas de aceleração	• Fundo Patrimonial
Instituto C	• Recurso não- reembolsável	• Fundo patrimonial
Instituto D	• Cotas subordinadas em fundos de investimento de impacto.	• Recursos próprios
Instituto E	• Doação a fundo perdido	• Doação de pessoas físicas e jurídicas

Instituto	Instrumento Financeiro	Fonte
Instituto F	• Cotas subordinadas em fundos de investimento de impacto. • Doações	• Recursos de instituição mantenedora

FONTE: Autor (2024)

Tem-se então que os institutos utilizam uma variedade de instrumentos financeiros, posto que o “Instituto A” opera empréstimos com capital semente e paciente, com recursos obtidos por meio de parcerias com instituições financeiras internacionais e *family offices*; os “Instituto B” e “Instituto D” realizam doações, e aportes em fundos de investimento, com o diferencial do “Instituto B” financiar também programas de aceleração para apoiar empresas sociais; o “Instituto C” disponibiliza recursos não reembolsáveis para financiar diretamente empresas sociais, com foco em empreendedoras.

Adicionalmente, o “Instituto E” transfere recursos a fundo perdido (doações) para financiar projetos conduzidos por empresas sociais, com foco em minimizar a desconfiança das organizações doadoras. Por fim, o “Instituto F” utiliza doações para financiar programas e projetos de impacto social, com foco na inovação social.

Atores Envolvidos

Quanto aos **atores envolvidos** no processo de investimento, os documentos relativos ao “Instituto A”, “Instituto B” e “Instituto C”, não os identifica explicitamente, retratando o BID e *family offices*, no caso do “Instituto A”, e aceleradoras de impacto no caso do “Instituto B”.

No “Instituto B”, por sua vez, a entrevista relatou que os atores envolvidos são diversos, incluindo o ICE, iniciativas como a Coalizão pelo Impacto e outras organizações com a intenção de envolver incubadoras, aceleradoras e hubs de negócios. Para reforçar essa forma de atuação, foi dito que:

É sempre uma triangulação. A gente entra com o capital que financia, paga alguma instituição de meio, que foi a Semente Negócios no caso do Amplitude Perifa, a Yunus investimentos, no caso do Pina, ou como a gente já teve com a Quintessa em São Paulo, e essas organizações aceleram, capacitam e fortalecem esses empreendedores a partir do nosso financiamento (EIT-B).

No “Instituto C”, o entrevistado relatou que os atores envolvidos, prioritariamente a Rede Mulher Empreendedora, não determinaram o instrumento utilizado, mas que foram influentes na definição do recorte de gênero e seleção final das empresas que seriam beneficiadas com os recursos ofertados. Ele contou que:

A construção foi nossa e depois foi compartilhada com as parcerias, que fizeram parte da escolha e ofereceram algumas mentorias. Então, nós trouxemos diversas mulheres que falaram como o negócio poderia crescer, chegar em níveis de investimento e tudo mais. O processo de parceria foi para capacitação dos negócios (EIT-C).

A entrevistada do “Instituto D” revelou que o instituto não atua apenas com o aporte de capital, mas também com a construção de um ecossistema de filantropia oxigenada, que, segundo ela, inclui o investimento de impacto social. Ela comentou que o instituto trabalha com *advocacy* e tem duas organizações parceiras que atuam em Brasília no incentivo para construção de legislações e políticas públicas direcionadas ao impacto social consistente e continuado.

A entrevistada do “Instituto D” também relatou que os parceiros são por setor e objetivo, mas que aqueles mais relacionados ao investimento de impacto social eram a aceleradora Quintessa, a Bemtevi Negócios Sociais, o ICE e a Fundação José Luiz Setúbal. No geral, esses parceiros não influenciam na modalidade de investimento praticada pelo Instituto, eles são instituições que recebem o investimento e fornecem serviços e parcerias (Quintessa, BemteVi Negócios Sociais, ICE) ou que trocam experiências em aspectos de filantropia (Fundação José Luiz Setúbal).

Ao buscar parceiros, a entrevistada do “Instituto D” relatou que a intenção é deixar claro que o “Instituto D” não é o dono da empresa que gera impacto social, mas que é um fomentador desse modelo de negócio. “Então, a gente busca outros parceiros para estarem com a gente, nós entramos com o recurso, outro com a tecnologia de pesquisa, outro com a ferramenta de comunicação. Essa é a nossa visão hoje” (EIT-D).

O entrevistado do “Instituto F” explicou que eles apoiam e têm parcerias com organizações em suas mais diversas formas, dentre as quais ele mencionou “incubadoras, aceleradoras, universidades, *blackbone organizations*” (EIT-F). Ele explicou que essas organizações auxiliam na geração do impacto social, e não necessariamente nas características dos investimentos realizados, que são, na maioria das vezes, definidas pela gestão interna do Instituto. Ela acrescentou que:

Isso vai variar muito de um programa para o outro. É lógico que quando a gente escolhe um parceiro para operar, por exemplo a Sitawi, ou quando a gente entra numa Coalizão pelo Impacto, a gente constrói também uma lógica de governança para que as decisões sejam tomadas. A gente deixa claro a necessidade de respeito aos nossos interesses estratégicos. Mas assim, via de regra, a gente prioriza elementos que estão na nossa teoria de mudanças, como territórios, negócios com mulheres, saúde (EIT-F).

O entrevistado destacou que o Instituto apoia iniciativas que fortalecem a jornada do empreendedor que empreende ações de inovação social e que as organizações intermediárias

nesse processo são selecionadas a partir dos relacionamentos institucionais mantidos pelo Instituto. Ele contou que:

A gente não faz empréstimo, a gente não faz dívida, não faz *equity*, a gente só doa, mas para doar a gente precisa de um uma régua de relacionamento grande com essas organizações, então a gente prefere atuar via outros programas que estão com essas organizações, mas assim como a gente tem por exemplo essa parceria com a Sitawi, a gente vai ver o Transformação que vai trabalhar com uma sensibilização para o empreendedorismo de impacto e com a ideação desses negócios (EIT-F).

O entrevistado do “Instituto E” relatou que os **atores diretamente envolvidos** no processo de financiamento são os doadores, os quais a Instituto procura diretamente e oferece seus serviços de intermediação para concessão de doações que serão destinadas a iniciativas que gerem impacto social para a sociedade. Ele comentou também que existem organizações que oferecem suporte às empresas sociais, mas que o Instituto não trabalha diretamente com esses agentes, mas sabe de sua relevância para os NIS. Ele mencionou a Superintendência de Economia Solidária e Cooperativismo da Bahia, o BNDES, ONGs que ajudam na estruturação de empresas sociais e aceleradoras como a Artemísia e a Quintessa.

A síntese de informações acerca dos atores envolvidos no processo de investimento empreendido por institutos está resumida no Quadro 40.

QUADRO 40 – ATORES ENVOLVIDOS NO PROCESSO DE INVESTIMENTO OPERADO POR INSTITUTOS

Aspecto configurativo	Institutos					
	Instituto A	Instituto B	Instituto C	Instituto D	Instituto E	Instituto F
Atores envolvidos	BID Family offices	ICE Incubadoras, aceleradoras Hubs de negócios Yunus Quintessa	Rede mulher empreendedora	Organizações de advocacy Quintessa Bemtevi Negócios Sociais ICE Fundação José Luiz Setúbal	Doadores (filantropos)	Incubadoras e aceleradoras Universidades <i>Blackbone organizations</i> Sitawi Coalisão pelo Impacto

FONTE: Autor (2024)

Em resumo, os atores envolvidos são diversos, mas estão segmentados em instituições financeiras e concedentes de capital (Institutos A e E); organizações de fomento ao ecossistema (Institutos B, D, F); tipologias empreendedoras (Instituto C); e iniciativas de aceleração e qualificação de empresas sociais (Institutos B, D, F).

Exigências de Impacto Social

No que se refere a **exigência de impacto**, o “Instituto A”, por meio da análise documental, foi o único instituto que identificou as ferramentas utilizadas. Para essa instituição o impacto é decorrente do alinhamento com os ODS, assim como a utilização de ferramentas como planilha de indicadores, *Impact Management Project* (IMP), *B Impact Assessment*, teoria da mudança e Iris +. O “Instituto A” faz uso também de uma ferramenta autoral chamada Matriz Financeiro x Impacto, que busca avaliar o desempenho financeiro e de impacto das empresas investidas (Instituto A: Documento 1).

Quanto aos demais institutos, o documento relacionado ao “Instituto B” menciona avaliação do potencial de impacto de acordo com as linhas de atuação do negócio e sua vinculação com os ODS (Instituto B: Documento 1). Durante a entrevista, a representante desse Instituto esclareceu que a geração de impacto social é definida para cada iniciativa de investimento e que não há um padrão para todas as iniciativas. Ela disse que:

Cada programa tem um modelo de governança e um modelo de prestação de contas de impacto. Entendemos que esse é um tema que tem bastante espaço para ser desenvolvido em todos os projetos que a gente já trabalhou, mas a gente entende que não é um demérito ou uma falta de capacidade das organizações parceiras quando elas não conseguem relatar para gente como estão gerando o impacto. A gente entende que é um assunto que está em evolução para todo mundo. Então a gente recebe demonstrações de impacto por relatórios e conversas que contam de iniciativas que levam mudanças sociais e ambientais no ambiente que o recurso chegou, confiamos também nas métricas e filtros estabelecidos pelo parceiro, mas não partimos de uma métrica ou exigência tão rígida (EIT-B).

A entrevista do “Instituto B” reforçou que a geração e comprovação do impacto social é um processo de longo prazo, cujos efeitos reais só podem ser auferidos no futuro. O edital do “Instituto C” não retrata exigências explícitas de impacto social, mas por seu foco em mulheres empreendedoras, destaca o papel do empreendedorismo feminino para amenizar vácuos socioeconômicos, promoção de inclusão produtiva de mulheres em situações de desemprego e diminuição da desigualdade social (Instituto C: Documento 1).

O entrevistado do “Instituto C”, contou que a ausência de legislação sobre impacto social dificultava a sua definição como requisito eliminatório, mas que era cobrado que as candidatas explicassem como seus negócios geravam impacto nas localidades de atuação. Ele explicou que:

As meninas de BH [Belo Horizonte] ofereciam serviço de comunicação ligados a equipamentos públicos, em uma periferia e só contratavam mulheres. Elas se conectavam a festivais que tinham a ver com cultura, com acesso gratuito, com levar conhecimento para a comunidade. A outra menina trabalhava com capacitação de empreendedoras dentro da comunidade. Então no nosso entendimento, quando você leva a educação que é direito básico, promove a justiça social, isso é um ótimo impacto. E pensando em um recorte de pessoas negras, ela não estava só promovendo a capacitação como parte daquele negócio, ela também estava promovendo o desenvolvimento a partir de um marcador social que no Brasil é determinante para algumas coisas (EIT-C).

A entrevistada do “Instituto D” explicou que o Instituto conta com uma equipe reduzida e que por isso cada caso é avaliado individualmente, mas que no geral eles avaliam a intenção de impacto da empresa e o que falta para que esse impacto se concretize e atinja mais pessoas.

A gente acompanha a organização e fala, por exemplo, nessa organização o que falta é a visão de negócio, então a gente busca e apoia financeiramente essa empresa. A gente dá e custeia as ferramentas, por isso que a gente fala que quer estar junto. Não queremos, no final, só uma planilha de onde colocou o dinheiro, é o que transformou, o que precisa ser ampliado, que dificuldade está tendo, como é que a gente pode ajudar (EIT-D).

A mesma entrevistada fez questão de explicar que a análise do impacto social busca se aprofundar no negócio, pois “não é cumprir o ESG e gerar relatório para inglês ver, isso para a gente não serve” (EIT-D). Acerca das exigências de **comprovação de impacto social**, o entrevistado do “Instituto F” foi categórico e disse:

Impact first, impacto em primeiro lugar sempre, e aí cada parceria a gente vai olhar essa lógica de impacto principal, e se ela [parceria] tem abrangência, profundidade, alguma metodologia para analisar e garantir esse impacto. Então, antes de um negócio que vai entrar na plataforma se mostrar pagável, o impacto já é analisado antes de começar qualquer discussão de retorno financeiro. Na verdade, o *impact first* faz isso, prova que o retorno financeiro está gerando impacto social (EIT-F).

Ele também explicou que o impacto gerado precisa estar relacionado a mudanças concretas na sociedade e que é avaliado pelos parceiros de cada programa, “que possuem a experiência e expertises necessárias para isso” (EIT-F). Ele contou que o Instituto tem se preocupado em utilizar uma lógica de impacto consistente e mensurável e que para isso fazem amplo uso dos materiais disponibilizados pela Coalizão pelo Impacto. Ele inclusive exemplificou:

Algumas áreas como o varejo, educação, saúde, você pode ter ali alguma confusão entre o que é e o que não é impacto. Então tem muita organização de saúde ou de educação ou de varejo que não é de impacto. Eles falam, “mas a gente emprega aqui 6 mil pessoas”. Mas vamos descobrir que tipo de impacto é esse?! É um impacto mais de empregabilidade? É um impacto natural da sua atividade? Então a gente tem cuidado com o impacto *washing* que são organizações que estão aproveitando desse movimento, desse boom de impacto, que estão pautando causas aleatórias para captar recursos. Eu entendo que tem muita gente do mercado tradicional querendo se aproveitar dessa narrativa para fazer mais dinheiro. Então precisa ter cuidado de quem está no campo de impacto, de blindá-lo, para que não seja degradado por valores diferentes (EIT-F).

Nesse contexto, o entrevistado do “Instituto E” expressou que o importante para eles era que a organização fizesse a entrega prometida. Para verificar o impacto, esse entrevistado contou que:

Faz parte da nossa metodologia visitar os projetos, conhecer a atuação dos negócios sociais, dos programas que a gente apoia. Então, a gente costuma visitar para ver os resultados das coisas, então a gente vai viajar, vai ver o resultado de obra, de projetos de contraturno escolar e perceber esse impacto de perto (EIT-E).

O resumo de aspectos detectados sobre as exigências de impacto nos institutos, conforme documentação analisada e entrevistas realizadas, está apresentada no Quadro 41.

QUADRO 41 – EXIGÊNCIAS DE IMPACTO SOCIAL UTILIZADAS POR INSTITUTOS

Aspecto configurativo	Institutos					
	Instituto A	Instituto B	Instituto C	Instituto D	Instituto E	Instituto F
Impacto Social	Alinhamento com os ODS Matriz Financeira x impacto Planilha de indicadores Impact Management Project (IMP) B <i>Impact Assessment</i> Teoria da mudança Iris +	Vinculadas as linhas de atuação dos negócios	Vinculadas as linhas de atuação dos negócios	Intenção de impacto	Visitas in loco.	Intenção de impacto Abrangência e profundidade do impacto. A cargo do parceiro

FONTE: Autor (2024)

Assim, enquanto o “Instituto A” adota uma abordagem estruturada e estratégica para identificação e mensuração do impacto social; os demais adotam estruturas mais flexíveis, geralmente vinculadas as linhas de atuação de cada negócio, diferenciando-se pela utilização de um modelo de governança e prestação de contas de impacto específico para cada iniciativa, com foco na geração de mudanças sociais e ambientais (Instituto B); em negócios liderados por mulheres que gerem impacto nas comunidades onde atuam (Instituto C); avaliação da intenção de impacto da empresa e o que falta para que esse impacto se concretize (Instituto D); visitas para verificação da transformação social prometida (Instituto E); e busca por uma lógica de impacto consistente e mensurável, com foco em mudanças concretas na sociedade (Instituto F).

Mecanismos de Seleção

Quanto aos **mecanismos de seleção dos negócios**, o relatório do “Instituto A” informa que, quanto ao **estágio de funcionamento**, foram priorizadas empresas em estágio inicial, que tivessem participado de iniciativas de aceleração e/ou incubação, há no máximo 3 anos antes da inscrição na chamada.

Assim, considerando que foram realizadas duas chamadas nos anos de 2017 e 2018, o documento revela que na primeira edição os negócios inscritos foram indicados por incubadoras e/ou aceleradoras de impacto, inclusive em decorrência da contrapartida de 15% dos recursos

do BID destinada a essas iniciativas (incubadoras e aceleradoras) para preparo dos negócios candidatos (Instituto A: Documento 1).

Convém informar, que embora as chamadas do “Instituto A” priorizassem negócios em estágio inicial, até a publicação do relatório de impacto no ano de 2021, das 14 empresas investidas, 6 já estavam em estágio de tração e 5 de organização do negócio (Instituto A: Documento 1).

O “Instituto B”, por sua vez, tinha como foco negócios em estágio de tração, com modelo de negócio definido, atividades de comercialização instituídas, e crescimento da atuação no mercado por meio do aumento da base de clientes (Instituto B: Documento 1). Embora o edital do “Instituto B” indicasse a necessidade de negócios em estágio de tração, foram considerados, além de negócios formalizados, empreendimentos não formalizados, desde que comprovassem a atividade e foco social periférico por meio de registros de redes sociais, anúncios e afins no período de até 3 meses anteriores a publicação do edital (Instituto B: Documento 1).

Sobre esse assunto, a entrevistada do “Instituto B” retratou outros critérios que são definidos, junto as empresas que operacionalizam o apoio aos NIS, destacando que é preciso que o negócio esteja em operação no mercado com alguma consolidação, com facilidade na execução do produto oferecido e solução trabalhada. “A gente entra valorizando isso como boas oportunidades de investimento, geração de empregos, formação e, muitas vezes, como oportunidades de empreender” (EIT-B).

No “Instituto C”, o estágio de tração não está nomeado no edital, mas acredita-se que esteja no mesmo patamar do edital do “Instituto B”, já que o documento exigia que os negócios tivessem clientes pagantes, ideia validada no mercado, com ao menos 1 ano de funcionamento, após registro formal como empresa, e faturamento inferior a R\$ 4,8 milhões (Instituto C: Documento 1).

A entrevistada do “Instituto D” explicou que os investimentos já realizados em fundos de impacto social foram decorrentes de negociações diretas da fundadora com os representantes desses fundos, especialmente por conta de sua rede de contatos. Para o investimento diretamente em empresas que causam impacto social, ela explicou que os mecanismos de seleção são amplos e genéricos, e que a partir de 2024 o instituto pretende adotar um formulário em que os negócios sociais vão se candidatar e apresentar seus objetivos para serem apreciados pela equipe do Instituto de forma mais democrática. Ela explicou que:

A gente vai analisar internamente e vai pegar uma pessoa para analisar a proposta, porque também às vezes a instituição é ótima, o empreendedor é bacana, o impacto que eles querem alcançar é relevante, mas da forma que está o resultado pode não ser

alcançado, então a gente sempre pega um especialista para estar junto e conversar com eles [proponentes] (EIT-D).

Sobre o **setor de atuação**, a entrevistada do “Instituto D” relatou que na atualidade (2024) o instituto tem direcionado esforços às iniciativas em educação e inclusão. Mas justificou: “Depois que fortalecer e criar soluções concretas para esses problemas, sem desvalorizar os demais, a gente vai ampliando o nosso radar, porque nem tudo é a nossa vocação neste momento” (EIT-D).

Foi explicado também que não há predileção por **regiões**, que o instituto tem apoiado iniciativas de “qualquer região do país. A gente está no Ceará, em Sergipe, estamos entrando agora na Coalisão, via o ICE, temos o Pará, Pernambuco, então não tem preferência” (EIT-D).

O relatório do “Instituto A” indica diversidade de áreas, com uma ampla carteira de possibilidades que incluía ramos vinculados a saúde, educação, habitação, tecnologia para governos, gestão de resíduos sólidos, desenvolvimento rural, redução de risco de desastres e inclusão financeira (Instituto A: Documento 1).

No edital do “Instituto B”, por sua vez, os mecanismos de seleção avançam em aspectos regionais dos NIS, posto que o edital indicava a obrigatoriedade que as propostas atendessem problemas da cidade de Porto Alegre e região metropolitana. Além disso, embora o edital não indicasse um setor claro para atuação dos negócios, informava da necessidade de resolver um problema ou demanda socioambiental de um território periférico (Instituto B: Documento 1).

No “Instituto B” a entrevistada contou que não há predileção explícita por **setores de atuação**, mas que “estamos buscando apoiar negócios que desenvolvam produtos e serviços que gerem soluções para os problemas da sociedade e do ambiente, inclusive com metas de destinação de valores significativos a esses negócios” (EIT-B).

A mesma entrevistada explicou que o Instituto atua como apoio e direcionador dos processos de seleção operacionalizados pelas instituições parceiras (contratadas para a aceleração, qualificação). Ela explicou que o Instituto é responsável pela montagem de um modelo de governança para cada projeto e que em algumas situações eles dão “a canetada final no modelo e tipos de negócios sociais que devem ser contemplados e que refletem melhor as teses que a gente quer apoiar” (EIT-B). Mas que essa não é uma participação tão constante, pois “a gente participa de uma seleção inicial, faz uma pinça e eles [parceiros] vão fazer a aprovação final” (EIT-B).

Para complementar esses aspectos, ela explicou acerca de dois editais já publicados pelo Instituto, argumentando que:

Se a gente considera algumas das nossas iniciativas, a gente avalia que olhamos para caminhos e necessidades que já estavam dadas. Então, por exemplo, se a gente

considera o edital do ano passado, nós pensamos nas pessoas que moravam em comunidades e nas dificuldades enfrentadas, ali vimos um caminho para mudar, de mudança de vida, de impacto na própria vida desse indivíduo, e de impacto naquela comunidade, de mexer com uma economia, com uma família, enfim, a gente entende que o empreendedorismo por si só tem muito impacto, o empreendedorismo periférico por si só ele também tem muito impacto (EIT-B).

A seleção de empresas sociais pelos operadores do “Instituto B” é um processo colaborativo com as organizações parceiras. Nesse processo, o Instituto determina os aspectos importantes para o investimento e as peculiaridades que pretendem trabalhar em cada programa “e o parceiro coloca até onde ele consegue ir nessas nas nossas e exigências” (EIT-B).

Ela também explicou que alguns operadores já trabalham com parâmetros para seleção das empresas sociais e que o Instituto não costuma intervir nesses parâmetros, já que o operador tem a expertise necessária para promover o investimento. Sobre isso ela disse que:

A gente gostaria que essa régua fosse mais baixa, até para os instrumentos que estamos trabalhando, mas gente não conseguiu, porque tem essa visão mais técnica e experiente do parceiro. Então, assumimos posições diferentes na definição do grupo ou ramo de negócios que serão atendidos. A gente define o campo e o parceiro define o filtro e as regras de participação. Claro que a gente palpita nisso, mas é muito mais para conhecer e entender as razões pelas quais eles adotam esses requisitos (EIT-B).

Percebe-se que as instituições que operam junto ao “Instituto B” são também empresas sociais, já que promovem a intermediação entre os investidores e os usuários do capital. Sobre a seleção dessas empresas, a entrevistada explicou que não houve um mecanismo direto de seleção, explicando que:

Foram casos e aproximações naturais, eles chegavam a nós, ou o contrário, e contavam um pouco do que faziam, de como faziam, e as conversas iam se ampliando até chegar no oferecimento de propostas. No geral são instituições que a gente já tinha um histórico de confiança no trabalho, nos resultados que eles entregavam antes mesmo de firmar parcerias com o instituto. Claro que houve um estudo técnico e uma avaliação de competência, mas no geral eles já mostravam um pouco dos resultados e impacto que geravam quando apoiavam os negócios de impacto. Então, foi muito o processo de casar a nossa tese com aquilo que eles já estavam realizando (EIT-B).

O entrevistado do “Instituto F” faz doações e assume cotas subordinadas (capital de garantia para outros investidores) em fundos de investimentos, reforçando novamente que a seleção desses fundos é decorrente de relações institucionais do Instituto. Sobre essas relações, ele explicou que são decorrentes da atuação do Instituto no campo de investimento de impacto e das relações estabelecidas na Coalizão pelo Impacto, em que disse:

As nossas análises não precisam entrar numa lógica de atacado. A gente tem 20 organizações participantes, então a gente conhece quem está à frente, o histórico delas, o que elas fazem, os pontos fortes e os pontos fracos. Então, em vez de regras, a gente faz outro tipo de análise, a gente verifica se ela [organização] é ou não é capaz de atender aquilo que a gente procura (EIT-F).

Nos processos de financiamento de programas de aceleração há preferência por negócios em fases de tração e escala, embora a ideiação e validação também sejam consideradas.

Ele informou que os negócios em estágios iniciais são considerados porque “é muito raro você ter programas que estão querendo apoiar os negócios que estão ali no início, porque oferece um risco muito grande, ninguém quer colocar [dinheiro] lá” (EIT-F).

Ele explicou também que os negócios selecionados, mesmo que pelos intermediários, costumam estar vinculados à promoção da saúde, prevenção de doenças e bem-estar para pessoas em situações de vulnerabilidade, semelhante aos objetivos e missão do “Grupo F”. Mas fez questão de explicar que “quando a gente fala de negócio de impacto, a causa é a lógica do impacto, não precisa necessariamente ser um negócio de impacto com mulher, ou de saúde. É o negócio como catalisador dessa relação social” (EIT-F).

O mesmo entrevistado explicou que não há preferência por áreas ou regiões do território brasileiro, pois os projetos apoiados atuam em variadas localidades. Sobre isso ele exemplificou que:

A gente está em Brasília, mas temos programas que vão trabalhar para o negócio de impacto na validação, que é por exemplo o que o Impulsione fez no passado lá no Nordeste, e a gente vai ter programas que a gente vai fortalecer, não o negócio de impacto, mas o ecossistema, como a Coalizão pelo impacto, um trabalho de fio colaborativo em que a gente atua na popularização do tema e no financiamento das iniciativas (EIT-F).

O entrevistado do “Instituto E” explicou que “a gente vai atrás do perfil dessa organização que ela [pessoa ou empresa doadora] quer apoiar. As vezes procura parceiros, empresas ou outros institutos que têm o perfil desejado pelo doador”. Ele explicou que o Instituto dispõe de

Uma plataforma em que a gente faz o cadastro de ONGs e de negócios de impacto social, porque algumas vezes as ONGs e os negócios de impacto estão resolvendo os mesmos problemas. É a partir dessa base que a gente procura [candidatos] quando alguém [doadores] vem até a gente querendo apoiar qualquer organização, e se não tiver organização cadastrada com o perfil que o doador quer, a gente vai atrás para cadastrar (EIT-E).

Dado o modelo de negócio do “Instituto E”, o entrevistado foi questionado sobre como eles conseguem apoiar as empresas sociais e se existe alguma limitação legal para isso. Então ele explicou que:

O “Instituto E” estatutariamente é uma organização social sem fins lucrativos. Então, tem o primeiro BO, como vamos apoiar um negócio social se nem existe uma tipificação jurídica específica? O negócio de impacto é um CNPJ de empresa como qualquer outro, eles se autodenominam um negócio social, mas juridicamente é uma empresa como qualquer outra. E o que acontece? Essas empresas têm uma primeira dificuldade, não podem receber doação de uma organização sem fins lucrativos, porque eles são com fins lucrativos. Então o que a gente fez? A gente se adaptou e a gente pode doar para empresas desde que elas tenham um fim social. E aí isso tem que estar descrito num projeto e muito bem explicado. Pelo nosso modelo, a gente consegue justificar que aquela doação, mesmo para uma empresa, teve uma finalidade social, porque ela está de acordo com o estatuto e os objetivos do Instituto (EIT-E).

O entrevistado informou que ao apoiar outras iniciativas de ES percebia que a doação era muito importante para esses negócios “porque ela não esperava retorno e eles [negócios] podiam cobrir seu teste de operação” (EIT-E). Sobre isso ele disse que: “E hoje em dia, por exemplo, vários desses pequenos negócios sociais, alguns deles que a gente apoia, se não fossem as nossas doações eles estariam em muitos maus lençóis, porque quando a venda não vem é a doação que está segurando a operação” (EIT-E).

Nesse cenário, o entrevistado também relatou que algumas empresas sociais também se formalizam como ONGs ou institutos para acessar fontes alternativas de recursos, tais como as doações ou financiamento de editais governamentais e internacional. Ele explicou que:

Muitos negócios de impacto que a gente apoia e já apoiou acabaram criando seus CNPJs de institutos. Porque o CNPJ de negócio de impacto social, que é uma empresa, em alguns casos nem permite captar [recursos] em edital internacional, parcerias com o governo, Fundação Filantrópica, enfim, uma série de coisas que exigia o CNPJ de instituto. Então, ele tem o CNPJ de empresa, que ele capta e roda o negócio, os produtos, só que ele também, para facilitar a captação, o CNPJ de instituto, e de ONG, porque por ali, quando a coisa aperta no negócio, ele capta esse capital, que é de doação, que não exige, esse retorno financeiro. E no fundo, esse capital é importantíssimo porque ajuda a segurar a coisa quando dá prejuízo, quando está lançando algo, quando tem uma variação econômica. Eu acho que o que tem de exceção aí é muito quem consegue rodar em larga escala, mas assim, mesmo coisas grandes, hoje em dia, todas têm institutos, você pode ver, porque aí o negócio de impacto e a ONG vão se complementando (EIT-E).

Ainda sobre os mecanismos de seleção dos negócios que receberão as doações, o entrevistado do “Instituto E” disse que alguns doadores já se apresentam e informam que “eu gosto de cuidar de saúde, eu gosto de cuidar de meio ambiente, eu gosto de cuidar de educação” e a partir disso o Instituto faz os direcionamentos necessários. Ele contou também que alguns doadores não têm preferência por áreas de investimento e que o Instituto faz esse mapeamento, com auxílio de consultores contratados para esse fim. Ele inclusive exemplificou:

A gente tem alguns negócios que a gente doou, principalmente de habitação, tem o água-camelo, por exemplo, que é uma startup, que trabalha com o ensinamento, com a distribuição e purificação de água. Então não existe um direcionamento ou limitação de setor, o resultado final é o que nos motiva na seleção (EIT-E).

Esse entrevistado também explicou que fazem uma análise que privilegie a pulverização de seus investimentos para outras regiões do país. “A gente tenta levar em consideração que o Sudeste recebe mais doação do que no Nordeste, do que Norte, do que Centro-Oeste”. Ele reforçou que determinadas causas, cidades e lugares recebem mais do que outros, e que eles sempre apresentam esse panorama aos seus doadores. “Se nosso doador de habitação fala em São Paulo, a gente acata, mas explica que a gente doa em outros lugares, a gente doa para Recife, doa para o Centro-Oeste, doa pra Minas” (EIT-E).

Para concretizar a seleção de iniciativas e empresas sociais, o mesmo entrevistado relatou que a equipe do Instituto verifica a regularidade de funcionamento da iniciativa, certidões negativas, processos judiciais, acompanhamento de redes sociais, existência de outros parceiros e até acompanham informações no site da Corregedoria Geral da União (CGU). Eles também observam o **histórico** dos proponentes, suas experiências e fazem conversas para compreender as intenções e modelos de funcionamento dos negócios. Ele também disse que: “a gente olha risco de imagem, processos, relação com a comunidade de uma forma mais orgânica mesmo (EIT-E).

Para o edital do “Instituto C”, o principal filtro de seleção era que os negócios fossem criados e geridos, exclusivamente, por mulheres. Complementarmente, estas deveriam compor 100% do quadro societário, representar ao menos 70% do total de colaboradores, pelo menos uma sócia deveria ser moradora de área de alta vulnerabilidade social, além, é claro, do foco em gerar impacto social positivo. Outrossim, o negócio não poderia ter dívidas que comprometessem mais de 15% do orçamento, e resultados deficitários no semestre anterior a divulgação do edital (Instituto C: Documento 1).

O entrevistado do “Instituto C” informou que não havia restrições geográficas e de ramo de atuação. Nesse contexto, ele explicou que dois negócios foram contemplados com a doação do Instituto: um deles estava localizado em Salvador (Bahia) e atuava com o afroempreendedorismo e o outro, domiciliado em Belo Horizonte (Minas Gerais), trabalhava com fortalecimento da comunicação em comunidades.

Esse entrevistado relatou que as formas de manutenção das atividades de cada negócio também foram avaliadas, com uma preocupação de verificar se os negócios manteriam ou consolidariam a sua perenidade empresarial após o processo de investimento, isto é, se existiam outras fontes reais e factíveis para financiamento da empresa. Ele reforçou que buscavam negócios que já gerassem o impacto social, pois a ideia era ampliar e potencializar resultados e não o construir em bases primárias.

Mesmo sem mais detalhamentos, o edital do “Instituto B”, informava que as **competências organizacionais** seriam avaliadas por meio histórico do negócio, sua forma de atuação e intencionalidade na resolução do problema socioambiental periférico. A capacidade da equipe envolvida, incluído o gestor/proponente também seriam avaliadas, ainda que não estejam descritos os mecanismos adotados para essa avaliação (Instituto B: Documento 1)

Esses elementos também estavam presentes no edital do “Instituto C”, posto que o edital mantinha a exigência que ao menos uma das sócias tivesse formação em nível de ensino médio, que o negócio deveria ser a ocupação principal das sócias, e existência de competências

complementares entre elas, embora isso não seja um requisito discutido no documento. Mais diretamente às competências do negócio, o edital exigia a apresentação de planejamento estratégico para os 5 anos seguintes a sua publicação. De forma simplificada, também mencionava ser desejável desenvolver soluções inovadoras (Instituto C: Documento 1).

O histórico e trajetória das empreendedoras foi também um forte mecanismo de seleção, em que o entrevistado do “Instituto C” reforçou que era realizada uma validação jurídica da história de vida das mulheres, das razões para fundação do negócio e das razões para buscar o edital dessa organização.

O entrevistado do “Instituto C” explicou também que o envio de um plano estratégico, operacional e de investimentos era um dos requisitos para concorrer ao recurso e que durante o processo de avaliação foi observada a viabilidade de cada proposta apresentada, sendo eliminadas as candidaturas que não tinham visão de crescimento ou que “colocaram metas muito altas e a gente percebeu que não conseguiriam entregar porque eram sonhos interessantes, mas não era uma meta possível a curto e médio prazo (EIT-C).

As principais informações obtidas sobre os mecanismos de seleção adotados pelos institutos, conforme documentação analisada e entrevistas realizadas, estão disponíveis no Quadro 42.

QUADRO 42 – MECANISMOS DE SELEÇÃO ADOTADOS POR INSTITUTOS

Instituição	Mecanismos de seleção	
Instituto A	Setores de interesse	• Saúde • Educação • Habitação • Tecnologia para governos • Gestão de resíduos sólidos Desenvolvimento rural • Redução de risco de desastres • Inclusão financeira
	Forma organizacional	• Negócios formalizados
	Estágio de funcionamento	• Inicial
Instituto B	Setores de interesse	• Foco periférico
	Regiões de interesse	• Região metropolitana de Porto Alegre
	Forma organizacional	• Negócios formalizados
	Estágio de funcionamento	• Tração • Parâmetros do parceiro
Instituto C	Setores de interesse	• Amplo, desde que os negócios sejam criados/gerenciados por mulheres. • Recorte de gênero
	Forma organizacional	• Negócios formalizados sem prejuízos nos últimos 6 meses e com dívidas de até 15% do orçamento.
	Faturamento	• Inferior a R\$ 4,8 milhões
	Estágio de funcionamento	• Tração com Plano estratégico, operacional e de investimentos.
Instituto D	Setores de interesse	• Educação e inclusão

Instituição	Mecanismos de seleção	
	Forma de seleção	• Relações institucionais
Instituto E	Setores de interesse	• Indicados pelo doador
	Histórico do empreendedor	• Imagem, processos. • Relação com a comunidade
Instituto F	Setores de interesse	• Saúde, prevenção de doenças e bem-estar.
	Estágio de funcionamento	• Tração e escala (preferencial) • Ideação e validação

FONTE: Autor (2024)

Com base nas informações constantes no Quadro 42, percebe-se que os institutos demonstram preferência por negócios em estágio de tração, com modelo de negócio validado e potencial de crescimento. No entanto, há flexibilidade para investir em negócios em estágio inicial, especialmente quando há potencial de alto impacto social.

Os critérios de seleção são diversos e incluem potencial de impacto social, viabilidade financeira, modelo de negócio escalável, equipe qualificada, histórico do negócio, experiência da equipe, e foco em determinados setores ou regiões. Além disso, há certa flexibilidade na forma como os institutos avaliam os negócios, com alguns adotando processos mais estruturados e outros com abordagens mais personalizadas.

Destaca-se, nessas iniciativas, que parcerias com aceleradoras, incubadoras e outras organizações são importantes para identificar e apoiar empresas sociais e que alguns institutos, em uma abordagem de regionalização, concentram seus investimentos em determinadas regiões ou setores, buscando atender a necessidades específicas.

Volume de Recursos Financeiros

Em referência ao **volume de recursos financeiros e disponibilização de capital**, o relatório do “Instituto A” informa que os empréstimos realizados, a partir de recursos do convênio com o BID, tiveram valor médio entre R\$ 150 mil (em 9 negócios selecionados pela chamada 2018) e R\$ 200 mil (em 7 ES selecionados pela chamada 2017), no formato de mútuo não conversível (dívida).

Os recursos decorrentes de aportes de *family offices* tiveram o ticket médio entre R\$ 100 mil e R\$ 200 mil aportados em 6 negócios. No tocante, aos requisitos para pagamento do empréstimo, o período estabelecido foi de 5 anos, sendo os dois primeiros anos de carência, e o pagamento trimestralmente a partir do terceiro ano, com acréscimo de taxa de juros em nível Selic mais 2% (Instituto A: Documento 1).

No edital promovido pelo “Instituto B”, a fim de estimular a participação e manutenção no processo de aceleração, o instituto concedia uma bolsa mensal no valor de R\$ 2.500, durante

6 meses, e um aporte financeiro de até R\$ 15 mil em forma de custeio para o desenvolvimento da ES selecionada (Instituto B: Documento 1).

A entrevistada do “Instituto B” disse que esse processo é definido pelo parceiro, quando no caso de fundos de investimento, a partir dos requisitos trabalhados por essas iniciativas. Nos casos dos operadores de processos de aceleração e qualificação, a partir dos valores acordados por eles (operadores) é definido o que pode ser concedido, como bolsas, por exemplo, a partir do modelo de negócio que será apoiado. Sobre a duração, ela explicou que estava relacionada com o prazo estabelecido em cada fundo e com os parâmetros de apoio definidos pelas parcerias.

O edital do “Instituto C” indicava a realização de uma doação de até R\$ 30 mil (Instituto C: Documento 1). O entrevistado desse Instituto contou que não houve nenhuma metodologia para definição desse valor, mas uma análise que “não eram grandes empresas e que os valores ofertados poderiam ajustar o funcionamento dos negócios ou sustentar alguma baixa operacional em vendas” (EIT-C). Ele comentou que:

As vezes a organização não tem uma estrutura jurídica, não têm documentos básicos e outras fontes de captação. Então, se ela recebe esse recurso, talvez ela desenvolva novas coisas naquele período que reforce a sua sustentabilidade empresarial. Então, você precisava ter um aporte, mais ou menos específico às necessidades delas, para elas desenvolverem o que estavam precisando (EIT-C).

Ele explicou que o valor garantido para cada negócio era de R\$ 30 mil, em duas parcelas, em um período de até 6 meses, e que uma bonificação de R\$ 10 mil estava condicionada a entregas definidas pelas gestoras dos negócios, com base em um planejamento estratégico, operacional e de investimentos que elas cadastraram no momento de candidatura. “E os R\$ 10 mil estava condicionado as entregas delas” (EIT-C).

Segundo os registros documentais e editais de apoio do “Instituto B” e “Instituto C”, a disponibilização do capital ocorria em duas parcelas. No caso do “Instituto C”, a primeira na assinatura do contrato e a segunda após 6 meses de acompanhamento do negócio e atendimento das metas parciais estabelecidas no planejamento estratégico e plano de investimentos do negócio (Instituto C: Documento 1).

Para o “Instituto B”, a primeira parcela representava 60% do valor de custeio disponível e era autorizada no segundo mês do processo de aceleração e somente após a validação orçamentária do negócio, realizada pela aceleradora contratada. A segunda parcela, 40% restantes, era liberado conforme entregas específicas, não descritas no edital. Cabe destacar que o aporte de R\$ 15 mil era o valor máximo, podendo ser menor a partir da análise das necessidades orçamentárias e de custeio informados pela ES (Instituto B: Documento 1).

As entrevistadas do “Instituto D” e do “Instituto B” explicaram, de forma semelhante, que, no caso dos fundos de investimentos, as cotas foram estabelecidas em negociações com a fundadora (Instituto D), e em relações institucionais (Instituto B). No “Instituto D”, a entrevistada explicou que para os negócios em geral, não há um valor mínimo, e sim uma análise da sua aplicação e sua contribuição para alcance do objetivo de impacto. Ela disse que:

Não tem um valor para preencher, se é 50, se é 100, se é R\$ 150 mil. A gente tem apoios de R\$ 20 mil, que ajuda numa viagem para formação ou curso. Tem projetos que é pontual, tem projetos que são por cinco anos, R\$ 500 mil por ano. Tem negócios que são R\$ 120 mil para 3 anos, então a gente conversa muito com o parceiro, com o gestor da empresa e a gente vê qual é o plano que ele tem (EIT-D).

Ela também explicou que o fluxo de concessão do capital não está pautado em parâmetros rigorosos, que “isso depende muito do parceiro, das suas entregas e até do valor, porque quando são ajudas pontuais a gente manda o dinheiro de uma vez, quando o relacionamento é mais longo, vamos liberando aos poucos” (EIT-D).

Sobre o **volume de recursos financeiros** a ser disponibilizado para fundos de investimento ou para os outros programas apoiados pelo Instituto, o entrevistado do “Instituto F” explicou que existe um repasse da companhia mantenedora e que a partir desse repasse é decidido o volume de investimentos que será direcionado a cada eixo estratégico da organização.

O mesmo entrevistado relatou que não há um **ticket médio** para esses investimentos, que os valores são construídos com cada parceiro a partir do orçamento designado a cada eixo estratégico e que “a gente tem aporte de meio milhão até a partir de R\$ 10 mil” (EIT-F).

Sobre a **forma de disponibilização do recurso**, ele explicou que:

Normalmente é parcelado, associado à execução e a organização precisa prestar contas. A gente tem refletido muito sobre entregas intermediárias, porque a gente tem visto que as organizações são muito hábeis na hora de se vender em uma seleção e na hora de entregar o impacto ela tem dificuldade. E não é maldade, não é má fé. Isso é por desconhecimento da própria capacidade. Mas o desconhecimento da própria capacidade não pode ser uma justificativa para não entregar o resultado (EIT-F).

Sobre o **tempo de duração** da relação de investimento, o entrevistado do “Instituto F” relatou que isso é definido caso a caso, e que está relacionado com a estrutura de governança definida para cada programa. Ele reforçou que os parceiros podem ser contemplados com novas rodadas de investimento, pois não há restrições a isso, desde que a lógica de governança seja respeitada e os resultados em impacto social sejam comprovados. Ele inclusive exemplificou: “Está acontecendo há oito anos na parceria com a Sitawi e há cinco com a plataforma de empréstimo coletivo. Tendo interesse de ambos os lados, sim [a continuidade é permitida]. A Coalizão já foi construída com a visão de longo prazo” (EIT-F).

O entrevistado do “Instituto E” disse que esses valores são diversos, explicando que os doadores são indivíduos de alta renda, que fazem contribuições de valores entre R\$ 200 mil e R\$ 600 mil por ano. Sobre as doações de pessoas jurídicas ele informou que também há certa variedade e que depende muito da causa que a doação será direcionada, mas que são valores mais altos e que se aproximam de um total de R\$ 1 milhão por ano.

O mesmo entrevistado disse que a definição do valor é um cálculo mais complexo porque tem “coisa muito pontual, uma reforma, uma compra de equipamento, um aluguel, etc.” (EIT-E). Ele acredita que em parâmetros mais amplos, as doações estejam em um intervalo de R\$ 10 mil a R\$ 160 mil e que a definição desses valores considera “se tem auditoria externa, se tem uma pessoa dedicada do financeiro, se tem apoio contábil, e tudo isso faz com que a gente tenha segurança de dar valores maiores ou menores” (EIT-E).

Ele explicou que os pagamentos são realizados em parcelas, mas que isso é alterado pelo objetivo da doação, que o Instituto avalia caso a caso, e que geralmente o valor total da doação é liberado em até 4 parcelas. E reforçou:

A gente envia uma primeira parcela do apoio, ele vai executando, ele faz um planejamento no nosso sistema de como ele vai gastar com o lançamento, o cronograma das atividades, os indicadores, então a gente coloca uma parcela mínima para nem sobrar, nem faltar nada. Quando está tudo ok, a gente fala com os doadores e eles mandam a segunda parcela da doação, às vezes tem alguns que já mandam tudo de uma vez, já está em conta, aí a gente vai liberando o bimestral ou trimestral, porque o bimestre, o trimestre são bons intervalos para as execuções dos projetos e para poder reportar e não ficar cada mês querendo mais, porque onera demais os parceiros. Então, o valor também é amarrado com o relatório de atividade (EIT-E).

O entrevistado também explicou que o valor da parcela é estabelecido por uma análise das condições do negócio, quando o negócio tem poucos parceiros ou apresenta carências mais expressivas de gestão, o valor da parcela tende a ser menor, até que haja uma melhor estruturação da organização. Nesse cenário, esse entrevistado relatou que para a definição dos valores que serão liberados é feita uma análise do “quanto da nossa doação é o percentual do faturamento dele, porque se o “Instituto E” doa 70% da operação cria muita dependência de nós e se acontece um acaso e a gente fecha ele quebra também” (EIT-E).

Aspectos mais evidentes acerca do volume de recursos praticados pelos institutos, conforme documentação analisada e entrevistas realizadas, estão expostos no Quadro 43.

QUADRO 43 – VOLUME DE RECURSOS APORTADOS POR INSTITUTOS

Aspecto configurativo		Instituto A	Instituto B	Instituto C	Instituto D	Instituto E	Instituto F
Volume de recursos	Quantia	R\$ 150 mil a R\$ 200 mil	R\$ 15 mil para custeio R\$ 15 mil em bolsas (6 bolsas	R\$ 30 mil a 40 mil.	R\$ 20 mil a R\$ 500 mil	R\$ 10 mil a R\$ 160 mil	R\$ 30 mil a 40 mil.

Aspecto configurativo	Instituto A	Instituto B	Instituto C	Instituto D	Instituto E	Instituto F
		mensais de R\$ 2,5 mil)				
Fluxo de concessão	-	2 parcelas Caso a caso.	Parcelado (2x)	Análise caso a caso.	Parcelado	Parcelado (2x)
Prazos	5 anos	Definidos pelo fundo de investimento e/ou parceiro. 6 meses	6 meses	Até 3 anos	Depende do parceiro.	6 meses

FONTE: Autor (2024)

Percebe-se, então, que o volume de recursos varia significativamente entre as instituições, refletindo a natureza dos projetos e a capacidade de investimento de cada uma. A maioria das instituições utiliza a modalidade de pagamento parcelado, quando aportam instrumentos de crédito. Há flexibilidade na forma de disponibilização dos recursos, com alguns institutos adotando processos mais estruturados e outros com abordagens mais personalizadas.

Gestão Financeira e Desempenho Interno

Os elementos relacionados à gestão financeira e desempenho interno não foram claramente identificados nos documentos analisados dos Institutos “A”, “B” e “C”. Por meio da entrevista, os participantes retrataram apenas aspectos relacionados a participação na tomada de decisões.

A entrevistada do “Instituto D” explicou que eles costumam realizar uma conversa muito aberta em que questionam em que podem ajudar e fortalecer a gestão do negócio. Ela explicou também que há uma preferência por negócios menores, pois “senão a gente vai pegar aquelas grandes que já estão bem estruturadas e nunca vai desenvolver a pequena”. E acrescentou:

A gente chega e pergunta, como que a gente vai te ajudar? Como podemos te instruir e fortalecer a sua gestão? Você precisa de alguma ferramenta, seu conselho está diverso, está diversificado? Sempre com análise, muita consultoria junto. Sem interferir na gestão do negócio e sim fortalecendo (EIT-D).

Os entrevistados do “Institutos B” e do “Instituto F”, revelaram que isso é estabelecido a partir da lógica de governança adotada, em que são definidos pontos de decisão que o Instituto precisa ser consultado. No “Instituto F”, o entrevistado explicou que:

Então, por exemplo, na plataforma [de empréstimo coletivo], você tem um comitê de priorização e o comitê de escolha. Quando chegam os negócios, a gente vai priorizar 4, 5 para fazer a *duo diligence*. E aí vão chegar 3 que a gente vai validar ou não para entrar na plataforma. O Instituto tem voto na Coalizão pelo Impacto, a gente participa

do Conselho Nacional com os investidores. A gente discute o que está acontecendo ali (EIT-F).

O entrevistado do “Instituto E” explicou que a equipe do Instituto “trabalha para o doador, para o filantropo. Então, nossa missão é com eles. Mas a gente pode dar sugestões do que deve ser feito, mas sem força de imposição” (EIT-E). Ele também disse que:

Eu não fico fazendo isso ativamente [opinar na gestão], mas o que a gente fala aqui, um pouco da nossa metodologia, é que eles têm que escrever um relatório, tem que fazer nos sistemas os lançamentos, a gestão documental da prestação de contas, ele acaba sendo forçado a criar essa rotina com a gente (EIT-E).

O entrevistado do “Instituto C” respondeu de forma semelhante ao anterior, explicando que o trabalho do instituto era acompanhar o uso dos recursos. Ele também disse: “Foi uma escolha de não entrar nesse lugar de decisões delas” (EIT-C).

QUADRO 44 – GESTÃO FINANCEIRA E DESEMPENHO INTERNO NOS INSTRUMENTOS FINANCEIROS OPERADOS POR INSTITUTOS

Aspecto configurativo	Instituto B	Instituto D	Instituto E	Instituto F
Gestão financeira e desempenho interno (tomada de decisão)	Depende da lógica de governança	Apoio em forma de consultoria	Apoio sugestivo	Depende da lógica de governança (seleção de negócios e direito a voto)

FONTE: Autor (2024)

Destaca-se, então, que o ‘Instituto D’ atua de forma consultiva, fortalecendo a gestão interna dos negócios e oferecendo suporte técnico, semelhante ao “Instituto C” que acompanha o uso dos recursos e oferece suporte técnico, mas evita interferir nas decisões estratégicas dos negócios. Os “Instituto B” e “Instituto F” estabelecem mecanismos de governança compartilhada, com pontos de decisão em que os institutos participam; ao passo em que o “Instituto E” se posiciona como um parceiro financeiro, oferecendo recursos e acompanhamento, mas sem interferir na gestão dos negócios.

Acompanhamento do Uso de Recursos

Sobre o **acompanhamento do uso de recursos financeiros**, o relatório do “Instituto A” comenta acerca da **prestação de contas**, informando que as ES selecionadas pactuaram reportar a esse Instituto, trimestralmente, dados de impacto e resultados econômico-financeiros. Esses dados eram apresentados em reuniões com a equipe gestora do instituto, por meio de relatórios com indicadores financeiros, operacionais e de impacto. A síntese de relatórios de todos os investimentos era consolidada em um relatório único encaminhado aos investidores, seja o BID ou *Family offices*.

O relatório indica que esse acompanhamento teve duração igual à vigência do contrato de empréstimo, isto é, 5 anos. Durante esse período, considerando que os negócios estavam em estágio inicial, o instituto se comprometeu a apoiar as empresas na identificação de problemas, otimização de soluções e na gestão e mensuração de impacto, conectando as ES a atores do ecossistema de impacto social, em busca de novas conexões, oportunidades e potenciais investimentos (Instituto A: Documento 1).

No edital patrocinado pelo “Instituto B”, o acompanhamento de uso dos recursos priorizava a verificação sobre o uso dos recursos em despesas com pessoal, administrativas, aquisição de equipamentos imobiliários, contratação de serviços e material de consumo (Instituto B: Documento 1). O responsável pela ES deveria elaborar e entregar um relatório, até 15 dias após o término do programa de aceleração, com descrição detalhada da aplicação de recursos, comprovando-a por meio de notas fiscais, fotos e vídeos (Instituto B: Documento 1).

No “Instituto D”, a entrevistada não explicou aspectos consolidados de **acompanhamento de uso dos recursos (prestação de contas)**, mas relatou que prioriza o diálogo com os negócios e a construção conjunta de planos de acompanhamento. Essa realidade é semelhante ao que foi retratado pelo “Instituto B”, que argumentou que esses modelos são construídos caso a caso. Ela explicou que:

A gente vai desenhando com cada parceiro o que faz sentido para aquele modelo. Eu não um tenho um modelo de *report* que eu possa lhe mandar. Para cada parceiro a gente constrói juntos. Mas no geral, eu sempre tenho reuniões periódicas com cada projeto, dependendo da evolução, ou são quinzenais, ou são mensais, com essas organizações intermediárias, de tempos em tempos com os próprios empreendedores, para eles falarem de suas evoluções (EIT-B).

Para reforçar esse entendimento, a entrevistada do “Instituto B” acrescentou que:

Em termos de relatórios, sempre a gente acaba adaptando. Por exemplo, quando eu pego uma aceleração com a Quintessa, que são negócios mais de base tecnológica, ou até que não são de tanta base tecnológica, mas já são negócios mais maduros, que já estão ali numa fase de tração, eu consigo receber um *report* supercomplexo. Então, o que eu estou querendo te dizer é que a natureza da prestação de contas vai depender do parceiro, dos nossos objetivos, do tipo de investimentos que realizamos, se doação, cota sênior, cota subordinada. Mas naturalmente teremos análises tradicionais de número de negócios atendidos, volumes de capital, que são prestações habituais de parceiros de todas as naturezas (EIT-B).

A entrevistada do “Instituto B” explicou que da mesma forma que alguns relatórios são mais complexos, outros são simplificados e que isso é decorrência da natureza dos negócios apoiados e que negócios menores precisam ter padrões de análise e prestação de contas adequados aos parâmetros dessas empresas, especialmente no que se refere aos prazos para retornos econômico e financeiro.

Agora, por exemplo, quando eu pego um projeto do edital que a gente está falando de negócios periféricos, eu tenho que baixar a minha régua, e já tenho o cuidado de procurar parceiros que tenha essa possibilidade de baixar a régua. Então, nos

requisitos para o negócio participar da iniciativa, a gente já não faz nesse nível de detalhamento, porque a estruturação desse negócio parte de um lugar diferente, tem um ecossistema diferente ali, então eu vou ver métrica de impacto muito mais para frente desses negócios, porque antes é um trabalho de estruturação interna da casa. Então eu vejo um relatório [de prestação de contas] muito mais voltado a construção de uma cozinha, um negócio culinário surgido a partir da reforma, porque na verdade ela está precisando trocar o fogão dela, entendeu? E esse é o impacto que eu provoço naquela região. E aí é esse o tipo de *report* que vai vir, então a gente vai adaptando o tipo de *report* para cá (EIT-B).

Entretanto, a entrevistada do “Instituto B” expressou que a prestação de contas, no geral, independente do modelo adotado, sempre demonstra como está a área financeira da empresa, o fluxo de caixa, as necessidades mais urgentes de capital, a composição das equipes e as necessidades de especialistas para apoio em áreas específicas.

No edital custeado pelo “Instituto C”, estava informado que a ES seria acompanhado por 12 meses, e que nesse período a **prestação de contas** aconteceria semestralmente com base nos objetivos e metas estabelecidos pelo próprio negócio, principalmente a partir do plano de investimento com as alocações de recursos e em relatório que indicasse o alcance de metas operacionais, financeiras e sociais. De igual forma, visitas semestrais seriam realizadas para vistoria *in loco* das condições do negócio e desenvolvimento a partir dos recursos disponibilizados (Instituto C: Documento 1).

O entrevistado do “Instituto C” explicou que eles acompanhavam a capacidade de o negócio cumprir com os objetivos estabelecidos, pelas gestoras desses negócios, no plano estratégico encaminhado no processo de candidatura.

A gente tinha ali metas de impacto social, meta financeira, meta do crescimento, e foram elas que apresentaram isso para a gente. Essa construção foi muito delas, a partir da realidade das suas empresas. Eu lembro que a gente teve um parceiro, um consultor que nos ajudou a construir isso. E ele falava muito sobre isso, dessa importância da sustentabilidade do negócio, mas de deixar isso vir delas (EIT-C).

Nesse mesmo instituto a prestação de contas ocorria também pela entrega de um relatório, em que as empreendedoras descreviam o uso dos recursos, as metas alcançadas, as atividades realizadas no período e as dificuldades enfrentadas. Eram realizadas também reuniões mensais, paralelas a essas entregas, para definir ações de capacitação nas metas não alcançadas e sobre temas que representavam gargalos às gestoras. Sobre os relatórios, o entrevistado do “Instituto C” relatou que: “Essas entregas envolviam relatório mais financeiros, com balancetes, onde está colocando recursos, ou era, não mais informal, uma descrição do que estava sendo colocado ali com o dinheiro” (EIT-C).

O entrevistado do “Instituto F” contou que:

Na Coalizão pelo impacto são prestações trimestrais, eles vão comprovando para a gente como as 8 dimensões do ecossistema, as seis cidades, como está a evolução, como está a aplicação do dinheiro. Na plataforma de empréstimo, a gente tem um

acompanhamento das organizações que recebem o capital. A gente sabe se a organização está pagando, se ela está crescendo, se ela puxou novo contrato e se ela tributou (EIT-F).

Ele explicou que a prestação de contas não costuma ser um processo complexo, seja pela expertise do parceiro, como a Coalizão pelo Impacto, seja pela preparação que a plataforma de empréstimo coletivo oferece aos negócios investidos. No caso da plataforma ele mencionou que esse parceiro prepara as empresas sociais para a entrada na plataforma e depois tem uma inteligência de portfólio, em que vão acompanhando, assessorando os negócios para que eles continuem atuando, e tenham capacidade de pagar o débito. Ele exemplificou como esse processo acontece:

A verdade é que a gente vai recebendo informações sobre quando as organizações vão pagar, se em três anos, em cinco anos, em dois anos. Tem organizações que antecipam o pagamento. Como a gente tem lá na Sitawi, por exemplo, tem a carteira que estamos participando e somos informados de todas as organizações que foram investidas nas nossas rodadas. A gente tem uma reunião por mês com pessoas da Sitawi para saber como está essa carteira (EIT-F).

O entrevistado do “Instituto E” explicou que é instituído um relatório com alguns indicadores bimestrais, e/ou trimestrais, e fotos, que os projetos apoiados disponibilizam para a equipe do Instituto. Ela contou também que isso se inicia já com a seleção das receptoras da doação a partir de formalizações do contrato, repasse do valor recebido do doador, de relatórios e visitas. Ele ainda explicou que:

E aí, depois de 2, 3 meses, ele manda um relatório das atividades e a prestação de contas. Então, eu olho todas as notas, recibos, extrato, holerite, todos os comprovantes contábeis que forem necessários, para ver se de fato ele gastou o valor, e isso no meu sistema vai debitando. E aí, se ele usou a primeira parcela que eu mandei e está sem nada, aí eu aprovo aquele relatório, aprovo a prestação de contas, a gente manda isso para o doador, seja empresa ou pessoa física, que olha esse relatório, essa apreciação de contas, e fala está tudo bem (EIT-E).

O entrevistado do “Instituto E” explicou que essa prestação de contas abrange também o impacto social gerado pela organização que recebe a doação. Nesse caso, ele disse que a prestação de contas compreende o envio de foto e vídeo, escrever a história de um beneficiário e como a organização mudou a sua realidade, “a gente chama de história inspiradora” (EIT-E). Além disso, são realizadas visitas para verificar *in loco* o que tem sido pela realizado pela investida, inclusive em conversas com os seus beneficiários. A síntese de informações sobre o acompanhamento do uso de recursos nos institutos está resumida no Quadro 45.

QUADRO 45 – ACOMPANHAMENTO DE USO DE RECURSOS E GESTÃO FINANCEIRA EM INSTITUTOS

Aspecto configurativo	Instituto A	Instituto B	Instituto C	Instituto D	Instituto E	Instituto F
Acompanhamento de recursos	Reports trimestrais	Depende da lógica de governança	Cumprimento de metas: financeiras,	Construção conjunta com as	Relatório com indicadores financeiros e	Prestações trimestrais

Aspecto configurativo	Instituto A	Instituto B	Instituto C	Instituto D	Instituto E	Instituto F
(Prestação de contas)	Relatórios com indicadores financeiros, operacionais e de impacto.	Reuniões quinzenais e/ou mensais Negócios atendidos Volume de capital Formas de aplicação do capital disponibilizado.	crescimento, impacto social. Prestação de contas semestral. Visitas in loco semestrais.	empresas sociais	de impacto: bimestrais e trimestrais. Fotos, vídeos e relatos de beneficiários.	

FONTE: Autor (2024)

Com fins de sintetização, percebe-se que “Instituto A” implementa um sistema de acompanhamento estruturado, com relatórios trimestrais e reuniões periódicas; enquanto o “Instituto B” tem uma conduta mais flexível, adaptando os mecanismos de acompanhamento às características de cada projeto; e o “Instituto C” combina acompanhamento financeiro com a avaliação do impacto social, utilizando indicadores e visitas in loco.

O “Instituto D” prioriza o diálogo com os beneficiários e a construção conjunta de planos de acompanhamento; ao passo em que o “Instituto E” emprega um sistema simples e eficaz de acompanhamento, com relatórios bimestrais e visitas in loco. Por fim, o “Instituto F” utiliza ferramentas de gestão para acompanhar os investimentos e garantir a prestação de contas de forma trimestral.

Gestão de Riscos

A **gestão de riscos** é mencionada apenas no relatório do “Instituto A”, que mesmo não discutindo muitos aspectos, indicava que riscos econômicos foram minimizados pela exigência de uma contrapartida, no mínimo igual ao valor disponibilizado, no prazo de até 1 ano após o investimento (Instituto A: Documento 1).

A entrevistada do “Instituto D” explicou que há um contrato de concessão do capital, mas que a instituição analisa esses riscos a partir de potenciais resultados indesejados na ação da empresa investida. Ela mencionou que são observados riscos relacionados à questão ambiental, emissão de carbono, empoderamento das pessoas de determinado território e uso do solo.

No “Instituto B”, a entrevistada explicou que a gestão de riscos, embora não esteja consolidada em mecanismos ou práticas internas, que há uma observação de cada parceiro e dos resultados por eles apresentados. Ela explicou que:

A gente não tem nada muito saturado no sentido de gestão de riscos, os riscos financeiros são desenhados em contrato, mas outros riscos como reputação a gente avalia pelo relacionamento de confiança e de longo prazo que a gente vai criando com essas instituições, até chegar em um projeto que a gente realmente se sinta confortável para apoiar. Se porventura aconteceu uma situação crítica, uma instabilidade, a gente prefere analisar com mais calma e sempre buscar uma forma que nos preserve. Então a gente vai muito na construção da relação para se proteger mesmo, porque assim, uma coisa técnica no sentido de consultoria ou alguma coisa assim, uma equipe que pense nisso, não tem (EIT-B).

O entrevistado do “Instituto F” explicou que existe uma relação contratual que cobre riscos financeiros, e que esse instrumento é elaborado por profissionais do campo jurídico. Ele também reforçou que existe certa tolerância ao risco, especialmente pela natureza dos negócios apoiados e da própria noção de inovação social envolvida. Ele explicou que:

Existe um contrato estabelecido, uma análise de risco prévia, agora o risco existe para os dois lados da parceria, principalmente quando a gente trabalha com inovação, a gente tem que ter uma abertura para o risco, uma abertura para o erro, então a nossa lógica não é uma lógica bancária, a gente calcula risco e retorno internamente, a gente faz investimento social, então a gente está muito mais aberto a um risco, aliás, é um contrato que tem esse papel. Mesmo porque muitas vezes o nosso apoio é um “colchão” de *blended finance*. Tem um estudo, mas isso não é uma lógica bancária (EIT-F).

No “Instituto E” o entrevistado revelou que há uma análise documental baseada em risco de imagem, processos, relação com a comunidade. O entrevistado do “Instituto C” esclareceu que esses riscos são minimizados pela equipe jurídica do Instituto, que elabora um contrato que preserva a imagem do Instituto de potenciais consequências como o uso inadequado do recurso. Ele comentou também que é realizada uma avaliação sobre o histórico das empreendedoras e potenciais fraudes relacionadas às empresas sociais. Ele disse que o Instituto entendia que a adequada seleção das empresas e a visita preliminar aos negócios evitaria possíveis riscos.

Por fim, a síntese agrupada de mecanismos para prestação de contas (acompanhamento do uso de recursos) e gestão de riscos está representada no Quadro 46.

QUADRO 46 – PRESTAÇÃO DE CONTAS E GESTÃO DE RISCOS EM INVESTIMENTOS LIDERADOS POR INSTITUTOS

Aspecto configurativo	Institutos					
	Instituto A	Instituto B	Instituto C	Instituto D	Instituto E	Instituto F
Gestão de riscos	Risco econômico: contrapartida no mesmo do investimento.	Relação contratual e de confiança	Relação contratual Histórico das empreendedoras. Análise de riscos de fraudes.	Relação contratual Resultados indesejados na ação da investida.	Análise documental de riscos: imagem, processos, relação com a comunidade.	Relação contratual

FONTE: Autor (2024)

Percebe-se que a maioria dos institutos estabelece relacionamentos baseados em termos contratuais e realiza uma análise de risco preliminar antes de realizar o investimento, considerando fatores relacionados a viabilidade do negócio, histórico dos envolvidos e relações estabelecidas pela empresa social e seus gestores.

Nisso, o “Instituto A” institui a exigência de contrapartida como mecanismo de mitigação de riscos financeiros; o “Instituto B” valoriza a construção de relações de confiança com os parceiros e adapta os mecanismos de gestão de riscos a cada projeto; enquanto o “Instituto C” promove a análise de histórico das empreendedoras, e riscos de fraude, para mitigar riscos.

Por fim, o “Instituto D” realiza uma análise de riscos mais qualitativa, considerando fatores como impacto ambiental e social; o “Instituto E” realiza uma análise documental e verifica a reputação dos beneficiários; e o “Instituto F” faz uma análise de risco prévia baseado nos termos contratuais.

Iniciativas para ampliação de investimento em empresas sociais

Perguntada sobre o que acredita ser necessário para ampliar e consolidar os investimentos no ecossistema de empresas sociais do Brasil, a entrevistada do “Instituto D” defendeu que é necessário o trabalho coletivo, integrado e continuado dos atores que fomentam e financiam esse ecossistema. Ela também disse que:

É necessário reforçar ações de *advocacy*, não só em políticas públicas, mas na mentalidade e ações das iniciativas e empresas que pensam no impacto. Então a gente tem que valorizar a empresa que pratica isso, mas tem que ser no coletivo, sem ações isoladas ou com o intuito de divulgar a marca. Não se consegue fortalecer o ecossistema porque ainda há uma linguagem desigual, já que cada agente fala de um jeito (EIT-D).

Ela defendeu também que é preciso ter uma mudança de *mindset*.

E é por isso que a gente fala tanto no fortalecimento da filantropia, porque o investimento de impacto social, querendo ou não, mesmo aquele para os negócios de impacto começa a partir de uma mentalidade de filantropia. A gente tem que ter doações, mas não só mais doações, a gente precisa criar as condições para organizações negras, comunitárias, de mulheres, do Norte. O que a gente tem trabalhado é nisso, para consolidar um formato catalisador para o impacto social, seja na filantropia, seja no investimento de impacto, seja em políticas públicas (EIT-D).

A entrevistada do “Instituto B” destacou que o ecossistema de investimentos e empresas sociais no Brasil ainda está em um estágio nascente, e que a sensibilização e letramento sobre o assunto são as fases experimentadas na atualidade. Para potencializar esse ecossistema ela disse que:

Tem o setor público, tem financiadores, tem empresas privadas, tem terceiro setor, enfim, tem uma governança desse ecossistema, tem vários atores. Eu acho que a gente está no degrau de letramento. E esse copo de letramento ainda está meio vazio. Acho

isso um pouco triste, mas acho que a gente já avançou bastante nesses últimos dois anos. Acho que em todos esses setores e pilares que constituem o ecossistema, a gente ainda está numa fase de sensibilização. Negócio de quê? Negócio de impacto? Investir com impacto? Então, a gente ainda está tendo que explicar para os gestores público, até mesmo para os professores de universidade, para o aluno, para o empresário, para o investidor mesmo (EIT-B).

Nesse contexto, a entrevistada do “Instituto B” demonstrou que a educação e padronização de uma comunicação (semelhante ao que foi dito pelo Instituto D) em investimentos e empresas sociais é o primeiro passo para consolidação do campo no Brasil. Ela também expressou que essa educação deve vir acompanhada de um robusto processo de popularização do tema, “mas do jeito certo, do jeito que os players do setor realmente entendam”. A entrevistada também demonstrou preocupação com uma possível banalização do conceito de investimento de impacto social. Ela argumentou que:

Porque eu não quero que aconteça com impacto o que aconteceu com o ESG. E agora tudo é ESG. O pessoal plantou uma árvore, tem uma árvore do lado da fábrica e ela tem ESG? Ela tem o plano de saúde para a empresa e ela fez o ESG? Então a gente precisa ter cuidado com o time para popularizar o assunto, não é para analisar por analisar, é para popularizar. A comunicação ainda não está padronizada (EIT-B).

E ela complementou:

E aí e a partir disso eu acho que a gente vai começar a entender como é que o gestor público coloca ali uma política pública, como ter percentuais de compra de negócios de impacto, como é que a gente coloca para os bancos, tem que ter o mínimo de fornecimento de crédito para negócios de impacto, como é que a gente baixa essa régua, como é que a gente ensina o mercado financeiro a cobrar e medir sobre o impacto como a gente faz com as finanças (EIT-B).

Sobre esse assunto, o entrevistado do “Instituto F” disse que:

Nós que estamos trabalhando no campo de impacto ainda estamos dentro de uma bolha. E a gente quer furar a bolha, mas a gente é muito crítico a tudo, e é como se a gente tivesse a condição superior. Ah quem não faz impacto, tem que fazer e pronto. Não é com esse discurso que a gente vai popularizar o campo. A gente não pode ter um comportamento muito bélico em relação a quem não trabalha com o impacto social. Esse é um primeiro ponto muito importante (EIT-F).

Acho que a gente precisa aprender a construir narrativa, ouvir mais os outros lados, falar a língua do outro lado para chegar com uma proposta de valor que seja interessante para o outro lado, e que seja interessante para a gente também, blindando os valores que a gente carrega (EIT-F).

Eu acho que esse comportamento bélico implode a comunicação, implode os relacionamentos, implode as possíveis parcerias. Então, acho que para um investimento de impacto surgir, o primeiro ponto seria que houvesse uma habilidade maior de quem está no campo de impacto, uma habilidade política mesmo, de construir relações. E não de querer o tempo todo ficar falando que é absurdo, estereotipando os “*fariáliners*”, debochando, porque é isso. Está falando mal, mas está querendo captar os recursos de quem fala. Como é que vai conseguir? Esse é o primeiro ponto. Isso é mais estrutural (EIT-F).

O entrevistado do “Instituto F” também apontou outros pontos que considera necessários para consolidar o ecossistema e práticas de investimentos em empresas sociais, mencionando o papel de investimentos corporativos, a integração responsável de investimento

de impacto com práticas de ESG, estímulo à inovação aberta, foco no intraempreendedorismo com base em impacto social e investimento em negócios que já o operam, e “passar de uma lógica de negócio de impacto para o impacto dos negócios” (EIT-F).

O entrevistado do “Instituto F” também pontuou que padrões legais têm exigido que as grandes corporações divulguem suas ações em prol da sociedade e que enxerga nisso uma oportunidade de ampliação do impacto social, do financiamento de iniciativas de aceleração e até mesmo do investimento direto nos negócios dessa natureza. Ele falou também do alto limite patrimonial no Brasil e da necessidade de destravar esse tipo de capital. E nisso ele defendeu que:

Você vai negociar e vai persuadir e convencer donos de alto patrimônio. Existem dois tipos de persuasão. Existe a fala para os convertidos, que é o que a gente faz muito bem, a gente sabe falar muito bem para os convertidos e para aumentar, mas a gente precisa falar a linguagem dos não convertidos. Então muita gente aprende a linguagem deles para vender para eles, usando a própria lógica capitalista, defendendo nessa lógica a importância do impacto social em uma carteira de investimento, em uma operação de negócios. É mais uma crítica a gente mesmo, pela nossa capacidade de só buscar os convertidos (Instituto F).

O entrevistado do “Instituto E” foi categórico e disse que “falta uma regulação clara, , até para oferecer segurança a quem investe ou doa, com ou sem retorno financeiro” (EIT-E). Ele acrescentou que incentivos fiscais também podem incentivar ações de doação e investimentos com retorno financeiro. Ele disse: “Principalmente imposto de renda para a pessoa física. Isso poderia ser muito mais simplificado porque para doar ainda é meio nebuloso, as pessoas físicas não entendem muito bem” (EIT-E). Ele afirmou que os incentivos fiscais podem ser um bom estímulo para as famílias de alta renda do Brasil.

Ele acredita também que seja necessário um processo educativo em nível cultural, para divulgar o tema e incentivar as pessoas. “Esses investimentos ainda são muito pouco, comparado ao que tem concentrado. Precisa desenvolver esses mecanismos de prestação de contas para que os investidores se sintam confortáveis, mas isso é uma evolução lenta mesmo, gradual” (EIT-E). Como o “Instituto C” só promoveu uma iniciativa de investimento em empresas sociais, seu entrevistado preferiu não optar sobre iniciativas para potencializar esses investimentos.

Os principais pontos abordados pelos entrevistados, acerca de iniciativas para ampliar o investimento em empresas sociais no Brasil, estão sintetizados no Quadro 47.

QUADRO 47 – INICIATIVAS PARA AMPLIAR INVESTIMENTOS EM EMPRESAS SOCIAIS, CONFORME INSTITUTOS

Institutos			
Instituto B	Instituto D	Instituto E	Instituto F
• Educação • Padronização de comunicação • Políticas públicas: compras de empresas sociais, financiamento por bancos públicos	• Trabalho coletivo dos players do ecossistema • Ações de <i>advocacy</i> • Políticas públicas • Padronização de comunicação	• Regulação do tema • Isenções fiscais e tributárias. • Educação em nível cultural	• Padronização de comunicação. • Linguagem acessível aos investidores tradicionais. • Habilidade de negociação dos agentes do ecossistema de empresas sociais. • Investimentos corporativos • Integração com práticas ESG • Inovação aberta • Intraempreendedorismo social • Alto limite patrimonial no Brasil

FONTE: Autor (2024)

4.1.5 Gestoras de Fundos de Investimento

O quinto grupo reconhecido foi o de gestoras de fundos de investimento. Esses negócios foram classificados nesse grupo por atuarem, prioritariamente e com base na Plataforma Investir com Impacto, na gestão de fundos de investimentos para empresas sociais. No Quadro 48 estão identificadas as instituições analisadas.

QUADRO 48 – GESTORAS DE FUNDOS PARA INVESTIMENTO EM EMPRESAS SOCIAIS

Instituição investidora
• Bemtevi • Din4mo • Estímulo • Grupo Gaia • Fama Re.Capital • Kaeté Investimentos • Lightrock • Mov Investimentos • Positive Ventures • Rise Ventures • Synthase Impact ventures • Sitawi • Trê Investindo com Causa • Vinci Partners • Vox Capital • Ya Ventures • X8 Investimentos • Yunus Negócios Sociais

FONTE: Adaptado de Plataforma Investir com Impacto (2024).

A análise das informações das iniciativas listadas no Quadro 48 estão, prioritariamente, fundamentadas nos dados disponíveis na Plataforma Investir com Impacto, que compreendem

informações acerca de exigência de impacto (gestão de impacto) e mecanismos de seleção, a partir da identificação de ODS. Cumpre também esclarecer que para as instituições nomeadas como “Gestora A”, “Gestora B”, “Gestora C”, “Gestora F”, Gestora G e “Gestora Q” os dados analisados foram obtidos exclusivamente na Plataforma Investir com Impacto.

Convém explicar que na referida Plataforma também estavam indicados links para acesso aos relatórios de impacto de algumas das instituições identificadas no Quadro 48, os quais foram analisados e as informações obtidas incrementaram os dados aqui expostos. Outrossim, dentre as iniciativas acima identificadas, em 8 delas foram também obtidas entrevistas apresentadas ao longo dessa seção. Conforme exposto no capítulo de Material e Métodos, as gestoras de fundos de investimento foram aleatoriamente designadas como Gestoras “A” a “R” ao longo dessa subseção.

Instrumento Financeiro

No tocante aos **instrumentos financeiros**, com base na coleta documental, que nem todas as organizações o indicam explicitamente, ficando estabelecido que a quase totalidade delas adota fundos de investimento de impacto, sendo que algumas indicam a utilização de instrumentos de dívida por meio de empréstimos (4), outras apontam o uso de plataformas de empréstimo coletivo (2) e as demais operam, prioritariamente, com aportes financeiros na modalidade de *equity* (8).

Como reforçado em seus relatórios de impacto, a “Gestora M” (Gestora de Fundo de Investimento M: Documento 1), a “Gestora K” (Gestora de Fundo de Investimento K: Documento 2), a “Gestora R” (Gestora de Fundo de Investimento R: Documento 1) e “Gestora D” (Gestora de Fundo de Investimento D: Documento 1) atuam com instrumentos de dívida, na forma de empréstimo, sendo que as duas primeiras atuam com plataformas de empréstimo coletivo, ao passo em que as duas últimas com empréstimos por mecanismos “tradicionais”. Conforme relatório anual da “Gestora M”, não se trata de um investimento na forma de *equity*, mas sim de um empréstimo em que o investidor se torna credor da ES ao financiar de forma direta os empréstimos solicitados por seus empreendedores (Gestora de Fundo de Investimento M: Documento 1).

O relatório da “Gestora O”, por seu momento, informa que essa instituição, além do *equity* por *venture capital*, atua também com fundos de crédito estruturado e *equity crowdfunding*. Cabe explicar que o *equity crowdfunding* é um instrumento semelhante as plataformas de empréstimo coletivo, com a diferença que os investidores não aportam capital

em troca de um crédito de dívida, mas sim de participação acionária (Gestora de Fundo de Investimento O: Documento 1).

Sobre o **instrumento financeiro** adotado pela “Gestora R”, sua entrevistada destacou que: “A gente oferece dívida para os negócios. É um capital paciente em forma de empréstimo, ele é paciente porque tem prazo mais longo de repagamento, gira em torno de cinco anos com taxas de juros mais acessíveis do que bancos comerciais” (EIF-R).

Ela relatou também que embora o instrumento financeiro oferecido seja o de dívida, o acesso ao recurso permite também outras modalidades não-financeiras de apoio, principalmente por meio de mentorias individualizadas aos negócios investidos. Além dessas mentorias, essa companhia fomenta outras conexões aos negócios, com o intuito de gerar “novos *leads*, novos contratos para as nossas investidas, facilitar novos treinamentos e conexões muito relevantes. A ideia é sempre apoiar os empreendedores no crescimento” (EIF-R).

De modo semelhante, na “Gestora D”, o entrevistado destacou que é utilizado apenas a “CCB [Cédula de Crédito Bancário], um empréstimo, crédito para empreendedores” (EIF-D). Sobre as características desse instrumento financeiro, ele explicou que:

É um crédito 100% digital que está na conta em poucos dias. É um crédito com taxas abaixo do mercado, especificamente 108% abaixo do mercado. Hoje a nossa taxa média está em 1,75% ao mês, sem garantia. Se esse empreendedor vai em um banco e ele não tem garantia para dar, ele tem em média 3,82% de taxa ao mês. Então é muito abaixo do mercado, a gente trabalha com *spreads* pequenos porque o objetivo é a maximização do impacto e não do retorno (EIF-D).

Ele explicou que o capital oferecido pela “Gestora D” é “mais paciente, nosso empreendedor tem até 2 anos para pagar. O empreendedor vai no banco, ele consegue até um ano e pouco, normalmente” (EIF-D). O empréstimo (crédito) foi também o instrumento financeiro apontado pelo entrevistado da “Gestora E”, que acrescentou: “A agente entende que falta para o empreendedor de impacto, de modo geral, é esse recurso de crédito mesmo” (EIF-E1).

A “Gestora H” e a “Gestora P” indicaram, praticamente os mesmos instrumentos: *equity* e empréstimo conversível (Gestora de Fundo de Investimento H: Documento 2; Gestora de Fundo de Investimento P: Documento 1). A entrevistada da “Gestora H” explicou que a companhia utiliza, basicamente, “fundos de investimento em participações, são FIPS [Fundos de participação em startups], a gente entra como *equity* ou como dívida conversível” (EIF-H), relato semelhante da entrevistada da “Gestora I”, que destacou que “a gente entra no *equity* ou mútuo conversível, até por ser um estágio muito inicial”. O entrevistado da “Gestora P” reforçou que “a gente acaba fazendo principalmente *equity*, podemos fazer empréstimos conversíveis sim, mas é muito mais *equity*” (EIF-P).

O relatório da “Gestora N”, confirmado por sua entrevistada, destaca que a empresa faz uso do *equity* com o intuito de aportar recursos financeiros em empresas sociais e torná-las atrativas para possíveis compradores, gerando retorno e liquidez aos investidores do fundo (Gestora de Fundo de Investimento N: Documento 1).

Na “Gestora L”, o entrevistado explicou que por conta dos riscos para o investidor, “a forma de aportar o recurso é sempre o empréstimo, é conversível em *equity*, dependendo de alguns eventos futuros na vida das empresas” (EIF-L). Sobre os eventos futuros em que a companhia opta pela transformação do empréstimo em *equity*, o entrevistado explicou que são eventos de liquidez, como o crescimento da empresa ou a entrada de um novo investidor. Ele exemplificou que:

Vai ter um M&A⁹ [*Merged and Acquisitions*], estamos sendo vendidos para um negócio superbacana, vamos virar uma S.A. Todas as cotas estão virando ações. Automaticamente a gente vai virar acionista também. Então tem alguns eventos previstos em contrato que nos dão a opção de ou fazer o nosso capital virar ações com valor presente, ou de simplesmente receber o dinheiro de volta (EIF-L).

Sobre as **razões para adoção** dos instrumentos financeiros identificados, o entrevistado da “Gestora D” explicou que o crédito é mais adequado para essas empresas porque o *equity* com participação acionária “acaba sendo muito mais restrito e menos pulverizado” (EIF-D).

O tempo de análise de um instrumento de *equity* demora muito mais, a *due diligence* é mais aprofundada. Você faz um casamento com a empresa e fica de 7 a 10 anos investido no ativo. O crédito você consegue trabalhar com prazos menores e você consegue pulverizar muito mais. Então, imagina que a gente já desenvolveu R\$ 200 milhões em apenas 4 anos para pequenos empreendedores. Beneficiando 3.400 empreendedores. Se você fosse olhar para tickets de *equity*, os tickets normalmente são maiores e muito mais nichados em poucas empresas (EIF-D).

Sobre a decisão de não adotar o *equity*, ele ainda argumentou que esse instrumento se concentra na região Sudeste do Brasil, que é mais sofisticado e que exige alto grau de preparação da empresa que será investida e que “quando você olha para o Brasil como um todo, tem poucas empresas, principalmente empresas sociais que vão estar preparadas para esse tipo de investimento” (EIF-D).

A entrevistada da “Gestora R” contou que a companhia opera, além do Brasil, em países como Colômbia, Índia, Uganda e Alemanha, e que a experiência nacional e internacional tem demonstrado que o crédito é um instrumento de acesso facilitado e menos burocrático aos negócios que geram impacto. Na “Gestora E”, a entrevistada explicou um pouco sobre a escolha de instrumentos de empréstimo por meio de dívida, a partir da securitização, ela disse que:

⁹ *Mergers and Acquisitions* (M&A) é uma expressão que se refere à compra, fusão ou integração de empresas. No contexto de rodadas de investimento, o M&A ocorre quando uma empresa adquire outra ou quando duas empresas se fundem para consolidar suas operações.

A gente, desde que a “Gestora E” iniciou há 15 anos, nós tínhamos pouco em securitização¹⁰, então naturalmente foi um produto como porta de entrada que permitiu seguir também esses financiamentos, mas é um mercado ainda em construção, é um mercado muito novo. Então a gente foi para o crédito com muito estudo, conversando com novos parceiros para lançar novos produtos, e a gente tenta buscar, e hoje em dia não é tão fácil, a questão de criar produtos para que pessoas físicas e o varejo possam participar desse financiamento para esse negócio de impacto, porque ainda é um processo muito burocrático, muito caro para poder acessar mais desse público (EIF-E2).

Convém explicar que a securitização de recebíveis, mecanismo utilizado pela “Gestora E”, envolve a conversão de fluxos de caixa futuros, tais como contas a receber, financiamentos ou contratos de longo prazo, em títulos que podem ser vendidos a investidores. Esse processo permite que a empresa que possui os recebíveis, nesse caso as empresas sociais, antecipem os recursos financeiros que, de outra forma, só receberiam no futuro.

A escolha pelo *equity* foi justificada, em várias gestoras, pela experiência, rede de contatos e expertise de seus fundadores, que já atuavam na gestão de patrimônio e investimentos de *family offices* no Brasil (“Gestora H”). Nesse cenário, o entrevistado da “Gestora P” argumentou que sua experiência em *private equity* e *venture capital*, por meio da atuação no Banco de Boston, e estruturação dessa área no Brasil, reforçou sua compreensão sobre o mercado de investimentos em suas diversas modalidades e possibilidades.

Ele contou ainda que fundou a “Gestora P” com dois fundos, sendo um deles “um dos primeiros fundos de capital semente do Brasil, que em 2012 já olhava para alguns temas de sustentabilidade, como economia circular, inclusão financeira, fintech e MEIs” (EIF-P), e que em 2013, sua gestora estruturou “o primeiro fundo de inovação para sustentabilidade do meio ambiente do Brasil” (EIF-P). O mesmo entrevistado relatou que em 2019, no segundo fundo da companhia, foram investidos também “em teses de química verde, de eficiência energética, logística e eficiência logística para redução de emissões” (EIF-P).

Ainda em 2019, conforme o entrevistado, ele se juntou a outro grupo de investidores com teses semelhantes no investimento de impacto, que deu origem a “Gestora P”, “um fundo de *middle market*, voltado 100% para impacto social e ambiental” (EIF-P). Ele então sintetizou que: “e por que te disse tudo isso? Porque foi esse caminho que nos levou ao *equity*, é o que a gente já fazia, já tinha uma boa reputação no mercado e já estávamos caminhando na geração de impacto social” (EIF-P).

O entrevistado da “Gestora L” destacou a decisão pela constituição do fundo de investimentos de impacto, explicando que os empréstimos conversíveis e *equity* se mostraram

¹⁰ O mercado de securitização em investimentos envolve a conversão de ativos ilíquidos em títulos financeiros negociáveis. Esses ativos podem incluir créditos de diversas naturezas, como recebíveis de empresas, hipotecas, financiamentos de veículos ou mesmo fluxos futuros de receita.

os mais indicados às expertises do grupo de investidores, que foram acessados a partir da rede pessoal e profissional dos fundadores da companhia. “Então, o grupo foi compondo assim, muitos são da minha rede, ou ex-Unilever, ou ex-Microsoft, ou ainda é Microsoft, mas pessoas que eu conhecia da minha trajetória executiva” (EIF-L).

A entrevistada da “Gestora N” disse que a companhia possui 11 linhas de negócios, incluindo o *private equity*. A área de *private equity* é dividida em duas estratégias, “uma faz investimentos em empresas maiores, todas elas, e outra, que é a nossa área, faz investimentos minoritários, que é onde está o “Gestora N impacto e retorno” (EIF-N).

Sobre as razões para escolha do *equity*, a entrevista da “Gestora I” argumentou que cada instrumento tem “o seu lugar” e que cabe aos “*founders*” identificar o instrumento mais adequado. Ela explicou que “nem todas as empresas têm um modelo adequado para ter capital de *venture capital*, que é para fomentar inovação e tecnologia, que é a nossa ideia com as empresas de impacto” (EIF-I).

Os instrumentos financeiros adotados pelas investidoras identificadas, estão sintetizados no Quadro 49.

QUADRO 49 – INSTRUMENTOS FINANCEIROS UTILIZADOS POR GESTORAS DE FUNDOS DE IMPACTO

Forma de atuação / Instrumento financeiro	Instituição Investidora
Plataforma de empréstimo (<i>Crowdfunding</i>)	Gestora M
	Gestora K
Empréstimo	Gestora R
	Gestora D
	Gestora A
	Gestora E
	Gestora B
Fundos de impacto (prioritariamente <i>equity</i>)	Gestora C
	Gestora F
	Gestora G
	Gestora N
	Gestora J
	Gestora Q
	Gestora H
Fundo de Impacto (<i>Equity</i> e Empréstimos conversíveis)	Gestora I
	Gestora P
	Gestora L
	Gestora O
Fundo de impacto (<i>equity</i> , crédito estruturado e <i>equity crowdfunding</i>)	

FONTE: Autor (2024)

Quanto as **fontes de recursos**, os relatórios de impacto das iniciativas gerenciadas pela “Gestora M” (Gestora de Fundo de Investimento M: Documento 1), “Gestora K” (Gestora de Fundo de Investimento K: Documento 1) e a “Gestora D” (Gestora de Fundo de Investimento D: Documento 2) indicam, explicitamente, que os recursos são oriundos de fundos constituídos

na modalidade *blended finance*, isto é, provenientes de doações e investimentos públicos e privados.

No relatório de impacto da “Gestora D” está explicado que os recursos oriundos de doações servem como “colchão” aos investimentos que buscam impacto e retorno financeiro, com aportes financeiros de companhias dos ramos de distribuição elétrica, locação de veículos, mineração e investimentos (Gestora de Fundo de Investimento D: Documento 2).

O entrevistado disse que o projeto da “Gestora D” foi lançado com recursos totalmente financiados por doações. “A gente captou, em cinco meses, R\$ 60 milhões, e a gente montou uma estrutura para utilização desse dinheiro na geração do impacto social que a gente acredita, que é a geração de empregos” (EIF-D). Ele acrescentou:

Então, em 2020, a gente teve 50 cofundadores, dentre pessoas físicas, pessoas jurídicas, fundações, bancos, que se juntaram para apoiar os micros e pequenos empreendedores. A gente teve, a primeira doação do [empresário brasileiro do setor varejista] que aportou o capital inicial e isso foi incentivando outros empresários a apoiar a iniciativa. O nosso maior apoiador foi o [banco privado brasileiro] com R\$ 10 milhões e nesse bolo a gente foi juntando esses 60 milhões que a gente colocou no mercado a taxas ultra subsidiadas e com o modelo baseado em tecnologia (EIF-D).

Ele explicou que um dos doadores/fundadores “tem um histórico de *fundraising* e é muito bem relacionado, e a gente teve desde o início muito conectado com o empresariado brasileiro. Acho que isso foi essencial para alavancar tão rápido o projeto” (EIF-D). Ele explicou que até 2021 todos os recursos do fundo eram decorrentes de doações, mas que dado o sucesso da iniciativa, eles começaram a pensar em alternativas:

Inicialmente era tudo baseado em doações, aí chegou 2021 e a gente ficou super surpreso com o sucesso da iniciativa. A gente estava esperando em torno de 40%, 50% de inadimplência, porque a gente estava dando crédito para empreendedores que a gente não conhecia e em um momento super desafiador [Pandemia]. E chegou no início de 2021, a gente estava com 3% de inadimplência. E mesmo com um projeto que tinha sido pensado para a pandemia, a gente voltou com todos os apoiadores e perguntou e aí o que a gente faz? E todos os apoiadores falaram, vamos continuar! (EIF-D).

Para continuar, o entrevistado da “Gestora D” explicou que os apoiadores decidiram adotar:

Uma estrutura capaz de ser alimentada por investimentos e não só doações, e aí veio o *blended finance*. Porque é você usar o capital filantrópico, o capital concessional, o capital que aceita menos retorno para avançar projetos de impacto social e ambiental. Então, o capital filantrópico, ele vem para criar base, para criar *track record*, para que depois o capital comercial invista no projeto. A gente pegou R\$ 60 milhões de doações, colocou no mercado, voltou com uma base de inadimplência, e aí a gente tinha o *track record*, de qual era o resultado da nossa operação (EIF-D).

O entrevistado da “Gestora D” informou que a organização estruturou um FIDC, um Fundo de Investimento em Direitos Creditórios, em que:

A cota subordinada é nossa, é a “Gestora D” a partir do capital filantrópico, e dele a gente capta recursos na cota sênior. Então o que quer dizer isso? O fundo tem inadimplência? Ele começa a comer na cota subordinada até chegar no capital sênior, então você garante uma proteção alta para o investidor sênior, no capital comercial e assim você alavanca a filantropia (EIF-D).

A entrevistada da “Gestora R” explicou que a companhia opera como Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC). Ela explicou que esse FIDC funciona como um “*fundraising*, então a gente capta investimentos de várias fontes, os investidores têm algum retorno e por meio desse FIDC a gente oferece esse empréstimo” (EIF-R). O entrevistado da “Gestora E” relatou que os recursos são decorrentes das atividades financeiras do negócio, por meio da securitização dos recebíveis, assim como da venda das operações tradicionais da empresa.

O relatório de impacto da “Gestora H” destaca que os recursos são decorrentes de investimentos de ao menos 30 investidores, em fundos com prazo de 10 e 12 anos (Gestora de Fundo de Investimento H: Documento 1). A entrevistada da “Gestora H” acrescentou que “a maioria de nossos investidores são *family offices*, são famílias que pegam no bolso de *venture capital* e que tem um olhar especial para impacto social e ambiental” (EIF-H).

Para os recursos investidos pela “Gestora I”, a entrevistada explicou que:

A gente sempre constrói um bom um *track record* para cada fundo, para atrair os investidores, mas também para atrair os bons negócios. Então, quando a gente trouxe o fundo 1, a gente fez uma captação superinteressante, mais com HWNI¹¹ [*High-Net-Worth Individual*], e *multiple family offices*. E aí, no fundo 2, que foi lançado em 2022, a gente já trouxe mais investidores institucionais. E aí, eu acho que são várias estratégias. Acho que é uma rede de investidores que está fazendo impacto, gosta de se engajar, e tem na “Gestora I” um bom intermediário para esse investimento (EIF-I).

O entrevistado da “Gestora L” explicou que o dinheiro era oriundo de contribuições dos 20 investidores que formaram o grupo inicial. “Cada um pingou R\$ 250 mil para entrar no grupo, compondo uma rodada de R\$ 5 milhões de reais” (EIF-L). Na “Gestora N”, os recursos destinados ao fundo de impacto e retorno são de ganhos integrados dos outros fundos e atividades operadas pela companhia “e os investidores que trabalham com vários dos nossos fundos, que podem ser do Brasil ou estrangeiros” (EIF-N).

O entrevistado da “Gestora P” explicou que os recursos são provenientes de aportes dos investidores do fundo. Ele exemplificou que:

O nosso núcleo de investidores hoje são executivos nas suas empresas, mas que nasceram no *middle market* e querem investir em empresas do *middle market* que têm propósito. São investidores institucionais, fundos de *family offices*, fundações que têm um programa de impacto ou de ESG ou de missão de propósito (EIF-P).

¹¹ *High-Net-Worth Individual* (HNWI) descreve uma pessoa com alto patrimônio líquido. O critério mais comum para ser considerado um HNWI é ter ativos financeiros líquidos, de pelo menos US\$ 1 milhão.

Ele explicou também que o grupo de sócios da “Gestora P” possuem ampla experiência de mercado e que isso auxilia na captação de investidores, já que ele atuou no banco de Boston e seus sócios atuaram com fusões e aquisições de grandes empresas nacionais e foram ou são “*Chief Financial Officer*” de grandes negócios brasileiros.

No caso da “Gestora K”, o documento analisado identifica que os investidores do fundo, que até março de 2023 totalizam em torno de 800 financiadores, compreendem famílias de alto patrimônio, investidores profissionais/qualificados, empresas e outros fundos de impacto que investem via plataforma e estão localizados prioritariamente na região sudeste do Brasil (Gestora de Fundo de Investimento K: Documento 1). A fonte dos recursos financeiros disponibilizados às empresas sociais está resumida no Quadro 50.

QUADRO 50 – FONTE DOS RECURSOS FINANCEIROS UTILIZADOS POR GESTORAS DE FUNDOS PARA INVESTIMENTO EM EMPRESAS SOCIAIS

Instituição	Fonte de recursos
Gestora D	Doações, FIDC e <i>blended finance</i>
Gestora E	Securitização de recebíveis
Gestora H	<i>Family offices</i>
Gestora I	<i>Multiple family offices</i>
	<i>High-Net-Worth Individual</i>
	Investidores Institucionais
Gestora K	Family Offices Investidores profissionais Empresas Outros fundos de impacto
Gestora L	Cotas dos investidores iniciais
Gestora N	Investidores nacionais e internacionais
Gestora P	Cotas dos fundadores
	<i>Family offices</i>
	Fundações
Gestora R	<i>FIDC e blended finance</i>

FONTE: Autor (2024)

Atores envolvidos

Tendo em vista que os atores envolvidos no processo de financiamento às empresas sociais não são explicitamente categorizados nos documentos analisados, optou-se por mantê-los, quando indicados, como fonte de recursos aos instrumentos financeiros operados pelas companhias investidoras. Por essa razão, ao longo desse tópico, estão apresentados os atores reconhecidos durante a coleta dos dados com as entrevistas.

Sobre esse assunto, o entrevistado da “Gestora D” contou que os cofundadores eram atores fundamentais, e que eles encaminham direcionamentos sobre o aporte de recursos disponibilizado. Ele exemplificou que:

Tem o que a gente fala de lentes que os financiadores podem escolher. Então, por exemplo, a Energisa fez uma doação forte em 2020, depois investiu na nossa primeira rodada do fundo e investiu novamente agora em 2024. E eles direcionaram desde o T0 que os recursos sejam para empreendedores na zona da Mata Mineira, que é onde eles têm distribuição de energia. A Libert Seguros fez uma doação para a gente direcionar para empresas em regiões afetadas pelas chuvas no Rio Grande do Sul. A B3 apoiou a gente para apoiar empreendedores em Pernambuco e em Petrópolis afetados pelas chuvas. Então, a gente fez uma estratégia de originação, customiza esse funil de originação de acordo com os interesses dos investidores (EIF-D).

Ele mencionou também parceiros da área tecnológica, que estruturaram a plataforma virtual do Fundo, a exemplo da Open Co, “uma fintech que faz o nosso *credit as a service*”; do BMP, “instituição financeira que emite a CCB que a gente trabalha”. Além destes parceiros, o entrevistado contou que o projeto foi auditado pela KPMG em 2020, pela PWC em 2023, de forma pro bono. “A Galápagos Capital é a nossa gestora, o Pinheiro Neto é o nosso assessor jurídico, também fazem um trabalho pro bono. E a gente também teve acesso a dados e sistemas da Nell [Nell Business Bank] e da Serasa para a gente poder fazer análise de crédito (EIF-D).

Além desses parceiros, ele mencionou alguns outros, como o Sebrae São Paulo, Minas Gerais e Rio de Janeiro, que ajudaram na divulgação do “Gestora D”. Ele acrescentou que: “Em 2021, a gente fez um programa de consultoria superbacana com o Sebrae, a Consuporte e com a Finance Source” (EIF-D). Ele também contou sobre parcerias com entidades governamentais.

A gente fez uma parceria com a Prefeitura do Rio de Janeiro em 2021 para a divulgação do projeto. Eles fizeram um projeto de Crédito Carioca em que eles selecionavam soluções de crédito acessíveis para os empreendedores e fizeram uma campanha que foi bem bacana. A gente passou em algumas prefeituras que fizeram esse programa de divulgação do fundo, então a gente está em algumas plataformas de prefeituras. E a gente vem trabalhando para escalar iniciativa através de bancos regionais de desenvolvimento (EIF-D).

Na “Gestora E”, seu entrevistado relatou parcerias com a Aceleradora Artemísia, com o Movimento Sem Terra (MST), por meio da Finapop¹², e também com a Connexus¹³. Ele resumiu que:

Temos parceiros que estão ao lado dos empreendedores, dos negócios, e a gente tem outros parceiros do lado de produtos também. Então, temos instituições financeiras que fazem, por exemplo, a emissão de uma CCB [Cédula de crédito bancário] quando a gente vai financiar a DCCB [Duplicata de cédula de crédito bancário], plataformas de crédito quando queremos um produto talvez mais de crowdfunding.

O entrevistado da “Gestora E” explicou também que eles sempre atuam com um parceiro estratégico para escolha, acesso e execução de um projeto de investimento. Ele disse:

¹² Iniciativa de financiamento criada pelo Movimento dos Trabalhadores Rurais Sem Terra (MST) para captar recursos diretamente da sociedade civil e investir na produção agroecológica em assentamentos e cooperativas ligadas ao movimento. O objetivo principal é fomentar a produção sustentável de alimentos saudáveis, sem a dependência de grandes bancos ou do sistema financeiro tradicional.

¹³ Plataforma que oferece serviços de apoio ao empreendedorismo, com foco na intermediação entre empreendedores e recursos financeiros, além de promover a colaboração entre diferentes atores do ecossistema de inovação e negócios.

Por exemplo, a iniciativa com a Vivenda que faz a reforma de casas nas favelas. Não vai acontecer, da “Gestora E” bater de porta em porta nas comunidades e falar, olha, a gente atua com um crédito que pode te ajudar na reforma da sua casa. A gente não tem braço para isso, não temos expertise de fazer a obra, de contratar empreiteiro e tudo mais. Esse mesmo exemplo vale para a Taboa, dificilmente a gente estaria lá no sul da Bahia, visitando assentamento por assentamento, fazendo por fazenda, oferecendo crédito. Então uma das nossas premissas é ter esse parceiro estratégico que vai acompanhar, que vá estar próximo, que fala a língua do usuário (EIF-E1).

Sobre esses atores, a entrevistada da “Gestora H” mencionou seus investidores, explicando que as teses de cada fundo são desenvolvidas considerando as necessidades da sociedade e as intenções de investimento desses aportadores de capital, mas que a definição dos instrumentos de *equity* e empréstimo conversível foi definida a partir das expertises e experiências dos fundadores da gestora, com sugestões e negociações sobre prazos e taxas. Ela disse que:

O prazo foi a gente que definiu, a partir do entendimento de que esses negócios realmente demoram, os mercados, os setores demoram para engatar e para a empresa gerar, de fato, retorno ao investidor. Então, a gente passa por empresas que ainda estão naquela curva da morte e nas de impacto social é ainda maior. Esses investidores entram depois da “Gestora H” já está funcionando, porque o nosso capital serve para provar o modelo de negócios, a gente cria um pouco dessa coisa do *blended finance* e estimula a ideia de um capital catalítico (EIF-H).

Além dos investidores, a entrevistada relatou que o segundo fundo tem foco na região amazônica e que por isso eles mantém “certa aproximação com aceleradoras, hubs de impacto e até mesmo empreendedores relevantes da região. Ela exemplificou: “A gente tem uma boa relação com o [famoso empreendedor na região Norte] que é o dono da [nome da empresa], uma empresa grande com vários investimentos, então a gente está sempre próximo” (EIF-H). Ela comentou ainda que a gestora concorre em editais para fundos de impacto, mas que não há maiores iniciativas e/ou aproximações com o poder governamental.

Nessa discussão, a entrevistada da “Gestora I” explicou que há a constituição de relações contratuais e de governança com os investidores de cada fundo, que conhecem das expertises da companhia investidora para direcionar os aportes as empresas sociais. Mas há outros, pois a companhia conta com

Todo um networking de impacto. Eu sou membro do Conselho do ICE, membro do Conselho do Sistema B, a gente está no grupo de estudos da ANDE¹⁴, no GIIRS [*Global Impact Investing Rating System*], é todo um network de impacto e de *venture capital*. A gente é muito parceiro dos nossos coinvestidores e investidores (EIF-I).

Nesse contexto, ela explicou que a relação com esses atores é de fortalecimento do ecossistema e que a “Gestora I” conta com um Comitê de Investimento com membros internos

¹⁴ A ANDE (*Aspen Network of Development Entrepreneurs*) é uma rede global de organizações que apoia o empreendedorismo em mercados emergentes, com foco em investimentos que geram impacto social e ambiental positivo, especialmente em economias em desenvolvimento.

e externos que deliberam sobre as decisões e características dos investimentos realizados. Ela contou também que há *founders* de empresas que foram investidas pela “Gestora I” e que, posteriormente, se integraram ao comitê de investimentos dessa instituição.

O entrevistado da “Gestora L” destacou que o comitê de sócios representa os principais decisores na decisão de investir ou não em determinada empresa. Além deles, a “Gestora L” faz parte da ANDE e é membro do conselho dessa instituição no Brasil. “Outra organização que a gente está próximo é o BNDES, que tem o programa BNDES Garagem, que em 2022, 2023, focou na aceleração de startups no campo do impacto” (EIF-L).

Ele mencionou outros atores relevantes no processo de financiamento de startups de impacto, mencionado as universidades e os hubs de startups como o do Hospital Albert Einstein “que tem um hub só para saúde e o MIT [*Massachusetts Institute of Technology*] que tem um hub de empreendedorismo e tecnologia aqui em São Paulo, e a gente participa [desses hubs] quando eles apresentam” (EIF-L).

Ele mencionou também, informando que não havia parcerias formais em curso, a Aliança pelo Impacto, o Fundo Vox, a Yunus Negócios Sociais, a Sitawi, pois “a gente está via Ande bem conectado com essas organizações também” (EIF-L).

Sobre esses **atores**, a entrevistada da “Gestora N” disse que existem bancos para movimentação de valores, mas sem interferência nas características do fundo, que são definidas pelos sócios da empresa e a equipe gerencial responsável. Entretanto, ela informou que há prestadores de serviços, na forma de fornecedores, como consultoria para análise de impacto, auditoria, aspectos contábeis e apoio jurídico.

O entrevistado da “Gestora P” informou que são atuantes em organizações que congregam empreendedores de alto crescimento como a *Entrepreneur Organization* (EO), a Associação Brasileira de Venture Capital (BVK), e associações de investidores anjos do Brasil. Segundo eles, essas organizações ajudam no processo de originação das empresas sociais.

Ele explicou também que existem diversos players no mercado que estão começando a direcionar esforços a esses empreendimentos, mas que não há uma relação direta desses agentes com o processo de financiamento realizado. Ele exemplificou que o fomento aos investimentos de impacto no âmbito internacional tem sido liderado por instituições como o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), pelo Deutsche Bank (DG) na Alemanha, pelo Japan Bank for International Cooperation (JPIC) e o Banco de Desenvolvimento Econômico da América Latina.

No Brasil, ele mencionou a importância de iniciativas lideradas pelo BNDES, FINEP, Desenvolve São Paulo, Banco de Desenvolvimento de Minas Gerais (BDMG), Banco do

Nordeste e Banco do Brasil, “todos esses são agentes de fomento, há programas de impacto, de clima, de ESG, e que suportam gestores como a gente” (EIF-P).

Retomando as decisões sobre investimentos, o entrevistado da “Gestora P” foi categórico ao afirmar que “todas as decisões são 100% tomadas dentro da casa pelos sócios, em um comitê de investimento formado pelos quatro sócios” (EIF-P). Ele acrescentou:

Nenhum cotista participa da aprovação de investimento, a gente tem discricionariedade. Entretanto, a gente tem um comitê consultivo, onde a gente tem os maiores cotistas no fundo e antes de tomar qualquer decisão de investimentos, a gente vai consultar. Se alguém falar não, ainda assim a gente pode fazer o investimento, mas a gente nunca vai fazer um investimento que está todo mundo torcendo o nariz, que depois a gente vai levar puxão de orelha e pode ser penalizado por uma decisão errada com o cara nunca mais voltando a investir no nosso fundo ou com a gente (EIF-P).

A entrevistada da “Gestora R” explicou que a companhia tem outras vertentes de atuação, uma delas é a de “*corporate*”, com serviços de consultoria, “que faz programas de inovação aberta, então um dos nossos parceiros é a própria “Gestora R”, que fala, olha, tem um negócio aqui que a gente está acelerando, que pode ser interessante para vocês” (EIF-R). Ela explicou também que aceleradoras de startups são atores que também direcionam a escolha de negócios com potencial de investimento.

Além desses parceiros, a entrevistada indicou que prestadores de serviços jurídicos indicam potenciais negócios com o perfil de investimento da companhia. Ela acrescentou que “nós somos parceiros do Sistema B, da ANDE, da Latimpacto, a ida a eventos também nos permite conhecer novos negócios, novos atores do ecossistema” (EIF-R). Nesse cenário, a entrevistada disse que:

Os nossos parceiros sabem muito o que tipo de negócio que a gente busca, então eles até falam de algum negócio que lembrou da gente. Agora, no sentido de, por exemplo, o nosso parceiro jurídico mudar a estrutura do FIDC, isso não acontece. Eles nos apoiam ali no regulamento, mudanças na legislação, mas as características financeiras do nosso FIDC e dos empréstimos são definidas por nós (EIF-R).

Os principais atores indicados pelos entrevistados de gestoras de fundos estão resumidos no Quadro 51.

QUADRO 51 – ATORES ENVOLVIDOS NO PROCESSO DE INVESTIMENTO OPERADO POR GESTORAS DE FUNDOS PARA INVESTIMENTOS EM EMPRESAS SOCIAIS

Instituição	Atores envolvidos
Gestora D	• Cofundadores e doadores • Open Co • BMP • KPMG • PWC • Galápagos Capital • Nell Business Bank • Serasa

Instituição	Atores envolvidos
	• Sebrae • Consuporte • Finance Source • Prefeitura do Rio de Janeiro
Gestora E	• Aceleradora Artemísia • Finanpop • Connexus • Instituições financeiras • Parceiros Estratégicos (Vivendas, Taboa).
Gestora H	• Investidores do fundo • Aceleradoras • Hubs de negócios • Empreendedores das regiões de interesse
Gestora I	• Investidores do fundo • ICE • Sistema B • Ande
Gestora L	• Comitê de sócios • ANDE • BNDES • Aceleradora Artemísia • Universidades • Hubs de startups
Gestora N	• Instituições bancárias • Empresas de consultoria em impacto social, auditoria, apoio jurídico.
Gestora P ¹⁵	• Comitê de investimento • <i>Entrepreneur Organization</i> (EO) • Associação Brasileira de Venture Capital (BVK) • Associações de investidores anjos do Brasil • Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) • <i>Deutsche Bank</i> (DG) • <i>Japan Bank for International Cooperation</i> (JPIC) • BNDES • FINEP • Desenvolve SP • BDMG • Banco do Nordeste • Banco do Brasil
Gestora R	• Área de <i>corporate</i> da investidora • Aceleradoras de impacto • Prestadores de serviços jurídicos • Sistema B • Ande • Latimpacto

FONTE: Autor (2024)

Em um entendimento ampliado, o que se percebe é que a construção de uma rede de relacionamentos sólida (com diferentes atores) é essencial para a captação de recursos e a

¹⁵ Os quatro primeiros agentes facilitam a originação de empresas sociais, ao passo em que as demais instituições, conforme o entrevistado, atuam no fomento ao investimento em empresas, embora não haja cooperação ou atuação direta com elas.

identificação de oportunidades de investimento e que a escolha dos parceiros é feita com base no alinhamento de seus objetivos com os objetivos do investimento.

Exigências de Impacto Social

No que se refere a **exigência de impacto**, detectou-se, na coleta documental, que a teoria da mudança é a estratégia indicada explicitamente pela “Gestora B”, “Gestora O”, “Gestora K” e pela “Gestora A” (Gestora de Fundo de Investimento B: Documento 1; Gestora de Fundo de Investimento O: Documento 2; Gestora de Fundo de Investimento: Documento 1). Com o diferencial que a “Gestora A” adota metas próprias de impacto para cada negócio, ao passo em que a “Gestora O” utiliza também indicadores qualitativos e quantitativos, uma ferramenta proprietária chamada “Impactômetro” e o IMP (Gestora de Fundo de Investimento O: Documento 1).

O IRIS+ foi também identificado como ferramenta de mensuração de impacto por organizações como a “Gestora F” (Gestora de Fundo de Investimento F: Documento 1); “Gestora M” (Gestora de Fundo de Investimento M: Documento 1; Gestora de Fundo de Investimento M: Documento 1); “Gestora R” (Gestora de Fundo de Investimento R: Documento 1) e “Gestora J” (Gestora de Fundo de Investimento J: Documento 2).

Convém destacar que a “Gestora J” também utiliza o *SDG Action manager* (Gestora de Fundo de Investimento J: Documento 2) que dispõe de mecanismos semelhantes a indicadores de impacto do tipo ASG, adotados pela “Gestora G” (Gestora de Fundo de Investimento G: Documento 1). Na “Gestora M”, o impacto é avaliado a partir de uma perspectiva dos ODS e por um selo próprio que classifica e validar os negócios investidos (Gestora de Fundo de Investimento M: Documento 1).

Cabe mencionar a “Gestora H”, “Gestora I” e “Gestora J” como as organizações em que foram identificados, nos documentos analisados, o uso de mais ferramentas para identificação e mensuração do impacto, sendo que a primeira adota sistemas proprietários, mapas de impacto, IMP, GIIRS e *B Impact assessment* (Gestora de Fundo de Investimento H: Documento 1), ao passo em que a “Gestora I” faz uso de *headcount*, diversidade, *turnover* voluntário, *stock option*, disparidade salarial e emissões de CO₂ como análises adicionais ao impacto gerado pelos negócios investidos (Gestora de Fundo de Investimento I: Documento 1).

Por fim, a “Gestora J” faz uso de *SDG Action Manager*, IRIS+, *B impact assessment*, IMP e KPIs específicos para cada negócio (Gestora de Fundo de Investimento J: Documento 1). A entrevistada da “Gestora H” explicou que não há uma predileção por impacto nos

negócios, porque o seu funcionamento já é estabelecido para geração de resultados positivos para a sociedade.

“Então o que a gente chama de investir com impacto? É conseguir agregar essas duas coisas sem que haja um *trade -off*. Você escolhe empresas que tenham como *core business*, algo que vai trazer um retorno social e ambiental” (EIF-H). Ela ainda reforçou que a natureza dos negócios acaba definindo as métricas e indicadores de impacto, sem padrões generalizados a todos os investimentos.

Quando chega a oportunidade de investimento, a primeira parte do nosso funil é a análise de impacto. Nesse momento a gente vê se a atividade, de fato, gera algum benefício social, ambiental, e que contribua para resolver algum problema. Nós investimos no Brasil, então as empresas precisam estar aqui, podem até estar constituídas em algum instrumento lá fora, mas elas atuam no Brasil, e a gente faz essa análise desenhando um mapa, que a gente chama Mapa de Impacto, que é uma teoria da mudança, atrelando a atividade da empresa, em que a gente pode mensurar atividade dela e qual que é o impacto que a gente espera ao final (EIF-H).

Para exemplificar os indicadores de impacto relativos a cada empresa, ela contou que:

Quando a gente fala de habitação e urbanismo, muito ligada a Terra Nova, esses são todos os indicadores que a gente mensurou, a mediação de conflitos fundiário, 1,2 bilhão de ativos revitalizados pelo título de propriedade, 33 quilômetros de água, esgoto e energia, melhor estrutura de pavimentação, escolas, energia limpa, enfim. A gente também tem dados muito significativos em proteção de floresta, emissões de carbono evitadas, alunos e professores beneficiados, toneladas de lixo reciclado. A gente não entende o impacto só como esses KPI, mas também essa capacidade de criar setores, inovar, porque um fundo de impacto é feito para isso, para apoiar mercados que não existem ainda e que podem existir (EIF-H).

A entrevistada da “Gestora H” explicou que é realizado um acompanhamento mensal “de metas que a gente estabelece no momento do investimento, atreladas ao tempo do fundo, para no final do prazo verificar se a gente alcançou ou não” (EIF-H). Ela também destacou que o impacto social é inerente ao funcionamento do negócio e

A ideia nunca é que a meta dê um trabalho adicional ao empreendedor. Ela sai do *business plan*, está intrínseca ao negócio. Porque senão a empresa abre mão da meta em um momento de crise. Se for algo que ela tem que fazer a mais é mais difícil dela alcançar (EIF-H).

Ela disse também que para facilitar as demonstrações de impacto social, a “Gestora H” solicita que as empresas incluam no seu contrato social cláusulas de empresa B. Ela explicou que:

Eu não acho pessoalmente que seja um selo de “uau”, que a empresa faz muito mais do que o deveria, mas é uma forma de você alinhar a gestão para a intenção de uma melhor nota, de crescer, de melhorar as práticas, então a gente faz internamente buscando um impacto para dentro da empresa e não só para fora, não só para a utilidade, mas também como ela se organiza e a governança dela (EIF-H).

A mesma entrevistada explicou que anualmente a empresa publica um relatório de Impacto, em que é exposto o Mapa de Impacto de cada uma das empresas investidas, revelando

os pontos de impacto e os resultados oferecidos à sociedade. Ela acrescentou que “tem a análise do IMP, que também faz uma análise de como a gente vê aquela empresa em termos de contribuir para a solução de um problema e quais são os principais desafios” (EIF-H).

A entrevistada da “Gestora I” explicou que no processo de seleção não contém um critério específico para avaliação de impacto, porque o resultado da atuação básica da empresa já gera impactos sociais. Ela acrescentou que “a empresa precisa existir para resolver um desafio social e ambiental” (EIF-I). Ela argumentou também que o papel da companhia investidora é cruzar os objetivos de funcionamento da empresa com ODS e métricas do IRIS+, porque “o impacto é um pedágio. Se não tiver, a gente nem analisa os critérios empresariais” (EIF-I).

A entrevistada da “Gestora I” relatou também a utilização frameworks consolidados na medição de impacto, como o IMP e o IRIS+. Foi informado ainda da existência de parcerias com organizações com a J-Pal, 60 Decibels, e com o sistema B, explicando que “eles não atuam diretamente com a gente, mas quando as empresas estão prontas e já receberam o investimento, a gente tenta fazer uma avaliação [de impacto] terceirizada com eles” (EIF-I).

Sobre esse assunto, a “Gestora M” considera aspectos do modelo de negócio e saúde financeira, do ponto de vista econômico, assim como à essencialidade, consistência da mensuração e a evolução do impacto no negócio investido. Essa gestora também utiliza ferramentas e metodologias como o IRIS +, adequação aos ODS e IMP. No geral, quanto ao impacto gerado pelo negócio, essa organização busca responder a questionamentos sobre qual é o impacto gerado, quem é beneficiado e como o impacto é medido e acompanhado (Gestora de Fundo de Investimento M: Documento 1).

Outrossim, nessa Gestora, após avaliações e validações internas, é atribuído, anualmente, um “selo Gestora M” aos negócios investidos. Esse selo engloba categorias de nascente, rio e oceano. No selo nascente, o negócio está iniciando a geração do impacto pretendido e tem dificuldades de mensurá-lo; no selo rio, a ES já consegue gerar impacto com uma metodização de mensuração; no selo oceano a empresa já está integrada ao ecossistema, com impacto mensurável e altamente relevante à sociedade (Gestora de Fundo de Investimento M: Documento 1).

Para constatação do impacto, a “Gestora K” faz uma avaliação detalhada das informações e dados fornecidos pelo NIS, realiza entrevistas com fundadores, clientes, colaboradores, assim como faz visitas para verificar, *in loco*, e confirmar as informações disponibilizadas pela investida. Adicionalmente, a análise do impacto é realizada em duas dimensões: extensão e profundidade.

A primeira abrange o quantitativo de pessoas impactadas ou hectares preservados a partir da atuação do NIS; a profundidade examina o grau da mudança gerada na vida dos beneficiários e/ou bioma afetados pela atuação da empresa social. Após essas análises, a “Gestora K” identifica possíveis riscos do negócio, classificando as ES em um *rating* próprio de impacto, priorizando para cadastramento na plataforma de empréstimo coletivo, apenas as organizações com maior potencial de gerar impacto socioambiental positivo (Gestora de Fundo de Investimento K: Documento 1).

Esse processo é acompanhado também da construção de teoria de mudança e indicadores de impacto, conjuntamente aos negócios cadastrados na plataforma de empréstimo coletivo. Cabe informar que a “Gestora K” não exige um “impacto medido” pelos negócios, mas sim um “impacto mensurável”, uma vez que, dadas as circunstâncias financeiras e disponibilidade de colaboradores, algumas ES podem não dispor de ferramentas avançadas para mensuração dos resultados sociais promovidos e alcançados (Gestora de Fundo de Investimento K: Documento 1).

Nas “Gestora N”, “Gestora R” e “Gestora O” são realizados exames preliminares para verificar se o impacto compõe o “core” do negócio (Gestora de Fundo de Investimento N: Documento 1; Gestora de Fundo de Investimento O: Documento 1; Gestora de Fundo de Investimento R: Documento 1). Na “Gestora N” e “Gestora R”, após o ingresso no portfólio, as empresas passam a ser avaliadas com base nas diretrizes do IMP, com a “Gestora R” utilizando também o IRIS + (Gestora de Fundo de Investimento R: Documento 1).

Com base no IMP, a “Gestora N” avalia as empresas investidas considerando quem se beneficia do impacto; qual a dimensão do impacto em termos de escala, duração e profundidade; qual o risco do impacto não se concretizar; e como o aporte financeiro e apoio gerencial otimizam e ampliam os resultados oferecidos pelo NIS. Nesse processo, para as dimensões avaliadas pelo IMP, a “Gestora N” atribui uma nota às empresas investidas, resultando no “Gestora N Índice de Impacto do negócio” (Gestora de Fundo de Investimento N: Documento 1).

A entrevistada da “Gestora N” ainda acrescentou que algumas empresas se habilitam a concorrer aos recursos do fundo de impacto e retorno, mas que embora atendam aos requisitos de retorno financeiro, não se enquadram na geração de impacto como consequência fundamental do funcionamento da organização.

Ela então exemplificou que: “Hoje a gente tem mais de 500 empresas no nosso pipeline e apenas 6 entraram no nosso portfólio do fundo de impacto e retorno” (EIF-N). Ela disse também que “se a empresa for de um setor atrativo e a gente não consegue ver o impacto, , a

gente contrata um prestador de serviço que consiga descrever se existe mesmo [o impacto]” (EIF-N).

A entrevistada da “Gestora R” relatou que há um entendimento de impacto social na forma de geração de emprego, educação, saúde, água, e energia limpa, mas que esses resultados sejam direcionados às populações mais vulneráveis do Brasil, isto é, a “base da pirâmide e substratos das classes C, D, E” (EIF-R). Ela complementou que “pode ser uma empresa incrível com um modelo de negócios supervalidado, mas a gente tem dúvida se impacta a base da pirâmide, a gente não segue” (EIF-R).

Além desses aspectos, a entrevistada da “Gestora R” explicou que a companhia dispõe de uma área global de mensuração de impacto e que anualmente valida os resultados de impacto promovidos pelas empresas apoiadas. Ela argumentou que “a gente analisa diversos aspectos, por exemplo, se o negócio tem material da mudança, se não tiver, a gente vai montar aquele material da mudança. A gente já usa os dados que eles têm para entender o impacto gerado” (EIF-R).

Ela explicou que as métricas adotadas são distintas, dada a diversidade dos negócios apoiados e grupos atendidos.

A gente avalia o impacto em várias frentes. Por exemplo, a gente pergunta quem são os clientes. Se vocês atendem o setor público com um negócio de educação, então a gente já percebe que está gerando impacto na base da pirâmide, porque ela tem escolas públicas. Quem vai para a escola pública? A base da pirâmide! A gente vai entendendo, por exemplo, quem é o público, quem é impactado, qual é a cadeia de valor dele (EIF-R).

As demais gestoras, conforme dados documentais, adotam estratégias mais individuais, uma vez que a “Gestora D” analisa a geração de empregos e desenvolvimento local em regiões desfavorecidas (Gestora de Fundo de Investimento D: Documento 1); a “Gestora C” indica planos de engajamento (Gestora de Fundo de Investimento C: Documento 1); a “Gestora E” informa que as metodologias e exigências de comprovação de impacto são desenvolvidas individualmente em cada projeto investido (Gestora de Fundo de Investimento E: Documento 1), enquanto a “Gestora Q” informa avaliar a diversidade de líderes, fundadores e funcionários (Gestora de Fundo de Investimento Q: Documento 1).

O entrevistado da “Gestora D” relatou que essa discussão é complexa e que é necessário ter cuidado para não limitar empreendedores que praticam o impacto, mas que não se categorizam nessa “modalidade” empresarial. Ele argumentou que:

A gente tem percebido que muitos empreendedores, quando a gente foi investigar, não se posicionavam como impacto, mas faziam muito impacto. Tem empreendedores, como a [empreendedora carioca], que tem uma escola de exatas, no Méier, numa região de vulnerabilidade no Rio de Janeiro. Ela faz impacto, mas ela não se posiciona

assim, até mesmo por conta da novidade que é esse assunto. Mas ela ensina exatas, que é uma fragilidade para muitos estudantes, ela está com a sua escola em uma região de alta vulnerabilidade social, então ela está gerando muito impacto em educação, por exemplo (EIF-D).

Outro exemplo apresentado pelo entrevistado foi o de uma empreendedora do interior de São Paulo que tinha uma loja de lousas de vidro, mas só contratava pessoas da comunidade, oferecia oportunidades de emprego a pessoas em situação de vulnerabilidade e até oferecia mentoria a outros empreendedores da região. “O *business* dela é lousas de vidro, então não seria caracterizado propriamente por um impacto, mas ela é uma mulher preta, na periferia, contratando e mentoreando pessoas em vulnerabilidade, não dá para dizer que não é impacto” (EIF-D). Para reforçar seu argumento ele ainda disse:

Eu gosto de desafiar, eu acho importante conceituar, mas também desafiar o conceito de impacto. No Brasil de extrema vulnerabilidade, você está empreendendo, gerando emprego, gerando renda em regiões desassistidas, regiões vulneráveis, isso é impacto, gente. Então, não tem esse filtro tão rígido na ponta, mas a gente tem um trabalho de investigar essas histórias e trazer esse impacto para a luz do dia. A gente vem investigando muito a forma de atuação desses empreendedores, muito através dessas entrevistas que a gente faz, a gente tem uma aproximação com uma parcela relevante da nossa base (EIF-D).

O entrevistado da “Gestora E” explicou que não existe uma definição universal, que o impacto é avaliado como requisito para acesso ao crédito e que a definição desse aspecto é realizada pelo parceiro estratégico de cada investimento. O entrevistado da “Gestora E” contou também que a partir dos aspectos apresentados pelo parceiro estratégico, eles adequam e comunicam aos investidores com interesse na securitização de recebíveis de cada negócio.

Ele ainda disse, que para cada negócio o impacto vai ser gerado com diferentes indicadores, a partir da natureza das operações de cada empresa e que para isso “a gente faz a criação de um questionário para que a gente consiga acompanhar o longo da operação as métricas adequadas para cada uma das iniciativas” (EIF-E1).

O entrevistado da “Gestora L” explicou que: “A gente *“targetiou”* nossa tese do investimento, empresas que obrigatoriamente tenham nascido para endereçar algum problema social ou ambiental” (EIF-L). Ele argumentou que:

Essa frase parece simples ou óbvia, mas não é, porque muitas vezes você tem uma startup que nasceu para aproveitar um nicho de mercado, por uma ideia criativa de alguém, um campo não coberto e por acaso ela está impactando ou criando, dando acesso a produtos e serviços que alguma classe social não tinha ou facilitando alguma coisa, mas é diferente sobre a intencionalidade de ter nascido para isso (EIF-L).

Esse entrevistado reforçou que a tese de impacto da companhia “obriga que sejam negócios que impactem positivamente as classes C e D, e E obviamente, mas se acontecer de impactar [as classes] A e B, ok, mas o foco é impactar a base da pirâmide social” (EIF-L). Sobre o impacto para classes A e B, ele exemplificou que em algumas indústrias, como a indústria da

saúde, as soluções costumam afetar todas as classes sociais, e que por isso soluções dessa natureza podem ser aceitas.

O mesmo entrevistado destacou que impacto social e retorno financeiro são resultados integrados na atuação das empresas investidas, pois a companhia parte “do pressuposto que se não houver resultado financeiro, não haverá impacto, diferente da filantropia” (EIF-L). Ele também comentou que metodologias internacionais, como GIIRS, são utilizadas, mas que no geral o impacto é mensurado a partir dos objetivos e natureza de cada startup de impacto. Ele exemplificou:

Para cada uma a gente pergunta, como é que você mede o seu impacto? Geralmente visitando a missão. Então, essa empresa de educação que está no nosso portfólio, é de Santa Catarina, é focada em alunos de rede pública, parametrizada com as cinco dimensões da Redação do Enem. A partir do exercício de teoria da mudança, a gente quer que a melhoria da qualidade do texto desse aluno de Rede Pública, além dos aspectos de cidadania, político, que são muito importantes, mas no curto prazo a gente quer também que melhore a possibilidade de ele entrar numa universidade pública, se ele entrar nessa universidade pública, vai aumentar a empregabilidade, pelo aumento da empregabilidade dele vai aumentar a renda pessoal e o aumento da renda pessoal significa o aumento da renda pessoal do seu entorno próximo, que é a sua família, isso é um modelinho de como eu mensuro. É sempre caso a caso, mas baseado na teoria da mudança (EIF-L).

Ele argumentou ainda que para os investimentos em negócio em estágio de *pre-seed* há uma compreensão e sensibilidade sobre o período necessário para geração escalada do impacto social. Ele disse que:

Tem modelos de negócio que durante um, dois anos vai simplesmente estruturar e não vai gerar impacto ainda. Lá na frente, quando a plataforma estiver rodando, quando o usuário for recorrente, é que isso começa a gerar o impacto mais expressivo. É sensibilidade também. Por isso que a gente fala de ter um jargão no investimento impacto, que o investimento de impacto é um pouco mais paciente (EIF-L).

O entrevistado da “Gestora P” corroborou que o impacto é requisito basilar para o investimento e que empresas que não demonstram intencionalidade de impacto social, nem são consideradas nos filtros de seleção. “A gente só entra em empresas que têm um impacto muito bem definido do *core*, a essência da empresa é o impacto” (EIF-P).

Sobre esse assunto, o entrevistado explicou que se houver relatórios de impacto, “é excelente, mas mesmo que a gente não metrifique nada, ainda assim, com investimento, a empresa vai gerar um impacto enorme (EIF-P). Outrossim, ele reforçou que o impacto constitui a intencionalidade, é inerente a empresa, mas que apenas ele não é suficiente para garantir o investimento, “antes disso tem que ser um excelente negócio, esse é o nosso primeiro critério, isso é o que garante ser um investimento de impacto social” (EIF-P).

Ele ainda destacou que a intenção da investidora é “não complicar muito a vida do empreendedor, chegar lá com 250 critérios pra avaliar impacto, não” (EIF-P). Nessa discussão,

ele exemplificou como esse impacto é percebido, mesmo sem a imposição de indicadores ou métricas de avaliação. Ele disse que:

Temos em nosso portfólio hoje a maior empresa brasileira de produtos lácteos e veganos frescos, então ela faz leite com proteína alternativa, proteína vegetal e derivados do queijo, iogurte, *supercoffee*, mousse de chocolate etc., etc., então nesse caso a proteína vegetal vai emitir 5 vezes menos carbono e vai consumir 4 a 5 vezes menos água do que a proteína do leite normal, do gado. Então o impacto está no *core*, a empresa só vai fazer produtos de proteína vegetal, então o que a gente faz é sentar com o empreendedor e falar bom, qual que é o *business plan* para garantir esse impacto e o retorno? (EIF-P).

Esse entrevistado acrescentou que a avaliação do impacto vai então ser construída para cada empresa investida, mas que geralmente esse impacto é relatado mensalmente por elas, considerando como aspectos principais, além da produção da empresa, “emissão de gás carbônico, consumo de água, igualdade entre homens e mulheres na gestão da empresa, dependendo, caso a caso, com 3 ou 4 indicadores principais, não mais que isso” (EIF-P).

A síntese de informações obtidas acerca da exigência de impacto e mecanismos para sua gestão e mensuração, nos documentos analisados e entrevistas, estão apresentados no Quadro 52.

QUADRO 52 – EXIGÊNCIAS DE IMPACTO EM GESTORAS DE FUNDOS PARA INVESTIMENTO EM EMPRESAS SOCIAIS

Instituição investidora	Exigência e/ou Instrumento/ação de mensuração de impacto
Gestora A	• Metas de impacto • Teoria de mudança
Gestora B	• Teoria da mudança
Gestora C	• Plano de engajamento
Gestora D	• Geração de empregos e desenvolvimento local em regiões desfavorecidas. • Investigação das histórias.
Gestora E	• Desenvolvidas individualmente em cada projeto investido. • Operações básicas da empresa. • Definido com o parceiro estratégico de cada investimento. • Questionário para identificação e avaliação de impacto.
Gestora F	• IRIS+
Gestora G	• Indicadores de impacto e ASG.
Gestora H	• Sistemas proprietários • Mapas de impacto • <i>Impact management Project</i> (IMP) • GIIRS • <i>B impact Assessment</i> • Metas de Impacto para cada investimento
Gestora I	• <i>Headcount</i> • Diversidade • Turnover voluntário • <i>Stock option</i> • Disparidade salarial • Emissões de CO2 • ODS • IRIS+ • IMP

Instituição investidora	Exigência e/ou Instrumento/ação de mensuração de impacto
Gestora J	• <i>SDG Action Manager</i> • IRIS+ • BIA • IMP • KPIs específicos para cada negócio
Gestora L	• GIIN • Impacto no core do negócio. • Negócios que tenham como foco o impacto na base da pirâmide social. • Teoria da mudança
Gestora K	• Entrevista com fundadores, clientes e fornecedores • Extensão e profundidade • Visitas técnicas • Teoria da Mudança • Rating próprio de impacto
Gestora M	• Perspectiva dos ODS • IRIS+ • Selo “Gestora M” • IMP
Gestora N	• Impacto no <i>core</i> do negócio • IMP • Gestora N Índice de Impacto do negócio
Gestora O	• Teoria da mudança • Acompanhamento periódico de indicadores qualitativos e quantitativos • Impactômetro (ferramenta proprietária) • Impacto no <i>core</i> do negócio
Gestora P	• Impacto no core do negócio. • Emissão de gás carbônico • Consumo de água • Igualdade entre homens e mulheres na gestão da empresa
Gestora Q	• Diversidade de líderes, fundadores e funcionários.
Gestora R	• Negócios que tenham como foco o impacto na base da pirâmide social • IRIS+ • Teoria da mudança

FONTE: Autor (2024)

De modo geral, esses dados revelam que as gestoras utilizam uma variedade de ferramentas e metodologias para medir o impacto social, e essa mensuração pode ser personalizada para cada negócio, considerando suas características e objetivos. Além disso, todas as gestoras utilizam indicadores de impacto, tanto quantitativos quanto qualitativos, para avaliar o desempenho social dos investimentos. Outrossim, percebe-se uma tendência em utilizar frameworks e ferramentas como IRIS+, IMP e *B Impact Assessment*, além da teoria da mudança, para estruturar a avaliação de impacto.

Mecanismos de Seleção

No que se refere aos **mecanismos de seleção**, especificamente ao uso de ODS como critérios de triagem, percebeu-se, conforme análise documental, que em apenas três

organizações investidoras estavam indicados a totalidade deles como direcionadores da seleção, as quais foram a “Gestora A” (Gestora de Fundo de Investimento A: Documento 1), a “Gestora K” (Gestora de Fundo de Investimento K: Documento 2) e a “Gestora M” (Gestora de Fundo de Investimento M: Documento 2).

No caso da “Gestora K”, embora não haja limitação de ODS a serem atendidos, nos negócios já investidos por essa organização, os mais comuns envolvem soluções para fome zero, agricultura sustentável, trabalho decente e crescimento econômico, redução das desigualdades, consumo e produção responsável, e ação contra a mudança global do clima (Gestora de Fundo de Investimento K: Documento 1).

Por outro lado, a “Gestora D” foi a iniciativa que delimitou menos ODS em seus requisitos de seleção, listando apenas os ODS 8 e 9, relacionados a trabalho decente e crescimento econômico; e indústria, inovação e infraestrutura. Considerando os dezesseis fundos de investimento identificados, percebe-se que os ODS 4 – educação de qualidade (14 investidoras); ODS 8 - trabalho decente e crescimento econômico (14 investidoras); ODS 1 – erradicação da pobreza (13 investidoras); e ODS 7 – energia limpa e acessível (13 investidoras), são os mais requisitados por essas companhias investidoras. Por outro lado, os ODS 16 – paz, justiça e instituições eficazes (4 investidoras); e ODS 17 – parcerias e meios de implementação (5 investidoras) são os menos endereçados por esse grupo de financiadores.

Considerando que a “Gestora O” opera com múltiplos fundos de investimento, o relatório informa que os ODS 1, 3, 8, 9, 10 foram preponderantes nos fundos 1 e 2, com a diferença que o segundo fundo priorizou também negócios que endereçassem soluções ao ODS 4. Para o fundo direcionado a crédito estruturado e de *equity crowdfunding*, os ODS 8, 9, 10 foram critérios seletivos, com a distinção que o fundo de crédito estruturado prioriza também os ODS 1 e 7 (Gestora de Fundo de Investimento O: Documento 1).

Especificamente às **regiões de interesse**, a “Gestora G”, a “Gestora C”, a “Gestora I”, e a “Gestora F” foram as iniciativas com maior amplitude de atuação. A “Gestora G” e a “Gestora C” (Gestora de Fundo de Investimento C: Documento 1) atuam na América Latina. Além da América Latina, a “Gestora G” também opera na Europa, África e Índia (Gestora de Fundo de Investimento G: Documento 1).

A “Gestora I” e a “Gestora F” têm foco prioritário no Brasil, mas operam no também no Chile, Peru, México e Estados Unidos da América (Gestora de Fundo de Investimento I: Documento 2) e Bolívia, Equador, Peru, Colômbia (Gestora de Fundo de Investimento I: Documento 2). A entrevistada da “Gestora I” reforçou que Brasil, América Latina e Estados

Unidos são as principais regiões de interesse, e que existem diferenças contextuais entre essas localidades.

Dos [negócios] que começam fora e vem para cá, a gente sempre é investidor, a gente nunca lidera rodada, sempre adere aos temas e sempre são investidores muito bons, e sempre são negócios que querem entrar no Brasil. Aqui no Brasil a gente acaba investindo mais com fundos brasileiros e muda também, a gente tem visto uma mudança relevante de *valuation* fora do Brasil, mas são todos aspectos que a gente vai avaliando e aprendendo a realidade de cada contexto (EIF-I).

No caso da “Gestora F” os países de atuação compreendem a Amazônia legal (Gestora de Fundo de Investimento F: Documento 1), o que a aproxima dos interesses, em âmbito nacional, da “Gestora H”, que embora tenha o Brasil como região de interesse, tem foco na região Norte (Gestora de Fundo de Investimento H: Documento 2). A região Norte, junto a região Nordeste, também é preferida aos investimentos da “Gestora Q” (Gestora de Fundo de Investimento Q: Documento 1).

A entrevistada da “Gestora H” explicou que o foco é o Brasil e que, embora, iniciativas de outros países possam ser contempladas, esses negócios precisam também atuar em território nacional. Ela mencionou apenas uma iniciativa de investimento sem atuação direta no Brasil, uma empresa que opera com logística reversa sediada no Chile, “que tem pontos limpos para coleta e reciclagem de resíduos e tem um outro braço que faz consultoria de sustentabilidade para empresas” (EIF-H).

Apenas a “Gestora D” identificou diretamente 10 unidades da federação (Gestora de Fundo de Investimento D: Documento 1), as demais organizações, listadas na plataforma Investir com Impacto, não informaram regiões de interesse. A “Gestora N” prioriza empresas que estejam localizadas em regiões menos desenvolvidas ou fora da área de capitais (Gestora de Fundo de Investimento N: Documento 1; Gestora de Fundo de Investimento N: Documento 2). A entrevistada da “Gestora N” reforçou que não há preferência por regiões, mas por setores atrativos, tanto que a companhia “tem unidades no Rio de Janeiro, São Paulo e Recife, para alcançar muito do Brasil” (EIF-N).

A entrevistada da “Gestora R” explicou também que embora haja uma intenção de oferecer capital a negócios de todas as regiões do país, nem sempre isso é possível, e que para ampliar essa atuação geográfica eles costumam firmar parcerias com outros atores do ecossistema de impacto. Sobre essas parcerias ela explicou que:

A gente também faz operações fora do nosso FIDC para tentar chegar em mais lugares. Vou te dá um exemplo. Ano passado, a “Gestora R”, a “Gestora M” e a Somos Um, juntaram forças para buscar por negócios que sejam menores, que precisem de tickets menores, mas que eles fossem sediados e impactassem a região norte-nordeste. Então, a gente fez um programa com uma estrutura diferente, porque a gente não está sozinho, é um programa de parceiros para a gente conseguir chegar nesses negócios.

Não é que a nossa tese tenha mudado, mas a gente pensou um pouco fora do que fazemos para alcançar esses negócios que não apareciam no nosso crédito (EIF-R).

O entrevistado da “Gestora L” explicou que não há predileção explícita por nenhuma região, porque eles buscam ter um olhar nacional, “apesar de não ter conseguido sair de região sudeste e sul ainda, mas a gente participa de todos os hubs de startups do Brasil para conhecer as startups que cumpririam a nossa tese de investimento” (EIF-L). De modo similar, a “Gestora E” e a “Gestora P” informaram que não há predileção por regiões de atuação, embora os investimentos concretizados da última estejam nas regiões sul e sudeste.

Quanto aos **setores de interesse**, notou-se que a educação (11 investidoras), tecnologias verdes (10 investidoras), e saúde (9 investidoras) são os setores mais visados pelas instituições investidoras. O relatório de impacto da “Gestora H” destaca que essa empresa priorizou, em seu primeiro fundo, lançado em 2015, empresas sociais com atividades relacionadas a florestas, cidades sustentáveis e educação (Gestora de Fundo de Investimento H: Documento 1).

O segundo fundo, lançado em 2022, mantém foco nas iniciativas sustentáveis, ampliando os setores de atuação para negócios que operem com soluções baseadas na natureza, biotecnologia e que valorizem a biodiversidade, operando para reverter o desmatamento, regeneração de áreas degradadas e promoção do bem-estar social e desenvolvimento sustentável da Amazônia Brasileira (Gestora de Fundo de Investimento H: Documento 1).

A entrevistada da “Gestora H” explicou que o ramo de atuação depende da lógica e objetivo do fundo. “No nosso fundo 1 investimos em três teses: florestas, cidade sustentável e educação” (EIF-H). Ela acrescentou que dentro dessas teses, as empresas investidas atuavam com o sensoriamento remoto para mover o uso do solo para a situação de florestas, mercado de carbono e gestão de florestas preservadas, geração e distribuição de energia solar, geração solar para residências de baixa renda, regularização fundiária de favelas, dados de educação para o poder público.

A “Gestora O” indica predileção por empresas dos setores de saúde, educação e acesso a serviços financeiros (Gestora de Fundo de Investimento O: Documento 1). A “Gestora N” não indica setores específicos, apenas destaca a necessidade de que a ES seja uma empresa de porte médio e atue em mercados atrativos (Gestora de Fundo de Investimento N: Documento 1). A entrevistada dessa Gestora acrescentou que a companhia prioriza empresas de “setores atrativos, por isso a gente olha bastante para varejo, saúde, educação, TI e alimentos, sempre priorizado o impacto e o retorno na mesma intensidade” (EIF-N).

Na “Gestora I”, a entrevistada informou que eles têm investido em teses relacionadas ao clima, envolvendo também finanças, educação e saúde. Ela disse que embora haja predileção por empresas brasileiras, os investimentos não se restringem aos negócios nacionais.

Ainda assim, a entrevistada reforçou que sua tese de investimento abarca iniciativas diversas “até por ter, e no fundo dois teve essa estratégia muito clara, da gente abrir mercados no Brasil” (EIF-I). Disse ainda que a “lente de impacto” já traz clareza dos grandes desafios modernos e que o capital de *venture capital* é um bom instrumento para antecipar tendências e escalar soluções decorrentes dessa “lente”. “Então a lente de impacto já vai trazer os negócios que casam com a nossa tese, já vai reduzir o funil, a boca desse *inflow*” (EIF-I). Ela exemplificou que:

Acho que cada vez mais vêm surgindo novas temáticas. Então, a gente olha, para *climate change*, como você pode resolver isso? Pode ser uma tese de metano, uma tese de carbono, energia limpa, você olha para o problema e tenta traçar e entender quais são as possíveis soluções, e nessas soluções, acho que os empreendedores estão sempre inovando, elas vão aparecer e a gente tem que antecipar essas tendências. Quando a gente fala do pilar social, os setores mais óbvios acabam sendo os mais essenciais, sendo saúde, educação, empregabilidade. São causas que podem ser mais resolvidas com negócios. Se for falar de fome, claro, tem startups resolvendo os desafios de fome, de desperdício, mas você vai falar de fome na África, precisa ser governo ou filantropia. Então, é um pouco tentar entender quais desafios que podem ser resolvidos com negócios, quando são negócios escaláveis (EIF-I).

Embora a documentação referente a “Gestora R” aponte setores como cidadania, cidades, educação, finanças, saúde e tecnologias verdes como setores de interesse (Gestora R: Documento 1), a entrevistada dessa instituição explicou que esses setores são exemplificativos e que não há uma predileção direta por setores empresariais, mas que “a gente só vai apoiar negócios sociais que buscam soluções para a população da base da pirâmide” (EIF-R). Ela acrescentou também que os negócios não aprovados na tese da “Gestora R” são encaminhados para parceiros ou outros atores do ecossistema.

O entrevistado da “Gestora E” relatou, que os ramos de atuação das empresas “precisa conversar com algumas das nossas causas desde as mudanças climáticas, agricultura sustentável, geração de renda, moradia digna, educação, energia renovável”. Ele disse também que outras causas podem ser atendidas, “mas precisa comprovar o impacto gerado através da operação” (EIF-E1).

O entrevistado da “Gestora L” explicou que “os campos que a gente escolheu, por serem as maiores carências da base da pirâmide social brasileira, são saúde, educação financeira e meio ambiente” (EIF-L). Ele ainda contou que o primeiro portfólio de investimentos, finalizado em outubro de 2023, conta com 7 empresas, “a única área que a gente não conseguiu fazer foi saúde, foi muito difícil, chegamos num determinado case muito próximo, mas por uma coisa

de contrato acabou não rolando” (EIF-L). Ele explicou também que “não tivemos nenhuma insolvência, elas andam em velocidades diferentes, até pelo campo em que atuam, mas todas saudáveis e crescendo” (EIF-L).

Convém destacar que embora a “Gestora R” e a “Gestora L” informem a inexistência de predileção por regiões, seus investimentos seguem concentrados nas regiões sul e sudeste do país. O entrevistado da “Gestora P” explicou que até o momento da pesquisa (2024) o fundo já havia realizado três investimentos, em setores como produtos lácteos veganos frescos, empregabilidade de mulheres em serviços de terceirização, e serviços de tecnologia, com formação de gestores de produto, desenvolvedores de AI, cientistas de dados e programadores. Ele acrescentou que: “Estamos olhando também outros setores como saúde, economia circular, consumo sustentável, cosméticos limpos e *CleanBuild*” (EIF-P).

No tocante ao **estágio de funcionamento** do negócio, na “Gestora K” não há restrições mais severas, sendo aceitos negócios em estágio de ideação, MVP, tração e escala (Gestora de Fundo de Investimento K: Documento 2). Entretanto, no geral, são priorizadas ES que tenham faturamento positivo nos 12 meses anteriores ao cadastro na plataforma (Gestora de Fundo de Investimento K: Documento 1).

Nessa gestora, em síntese, para aprovar um investimento são adotados quatro parâmetros: impacto real e mensurável; capacidade de pagamento; capacidade da equipe de gestão (histórico do gestor e da equipe); e qualidade ética da liderança (Gestora de Fundo de Investimento K: Documento 1).

A “Gestora D” indica a seleção de negócios em estágios nomeados como pré-infância, infância, adolescência e maturidade (Gestora de Fundo de Investimento D: Documento 2). A pré-infância compreende empreendedores informais que precisam se formalizar para acessar o crédito; os negócios em estágio infância são aqueles com até 5 anos de formalização, renda mensal máxima de R\$ 30 mil e até 5 funcionários.

Negócios em fase de expansão, há mais de 5 anos no mercado, com receita mensal de até R\$ 20 mil e máximo de 20 funcionários são enquadrados no estágio de adolescência. Por fim, os negócios em estágio de maturidade são aqueles que mesmo consolidados, ainda apresentam ritmo de crescimento, com tempo de funcionamento superior a 15 anos, receita mensal superior a R\$ 200 mil e mais de 20 funcionários (Gestora de Fundo de Investimento D: Documento 2).

Sobre esses aspectos, o entrevistado da “Gestora D” relatou que os empréstimos são concedidos para empreendedores com faturamento entre R\$ 10 mil e R\$ 400 mil mensais. É exigido também dois anos de funcionamento com CNPJ ativo, além de uma lista de exclusão

que abarca atividades empresariais relacionadas ao ramo de tabaco e armas, além de um filtro socioambiental.

Ele acrescentou que a organização usa inteligência artificial e análise de dados para fazer essa análise de crédito eletrônica, e que depois desse processo digitalizado, o empreendedor passa “por um filtro humano, que verifica a documentação” (EIF-D). Ele complementou que:

Para tickets com mais de R\$ 70 mil são maiores riscos de uma de inadimplência, por isso a gente está implementando uma entrevista. E nessa entrevista, a gente pergunta para que ele vai usar o dinheiro, como é que é a empresa, qual são os planos de crescimento, tenta pegar um pouco mais de indícios sobre o negócio. E aí, se ele não passar nesse último filtro, ele pode ser negado. Mas é tudo através do nosso site, então a gente chega nos empreendedores através de marketing digital, a gente tem o nosso funil digital bem estruturado e através de parcerias com essas organizações da ponta que trabalham com os empreendedores (EIF-D).

O entrevistado da “Gestora E” destacou que precisam ser negócios financeiramente sustentáveis, porque “quando a gente está falando de uma operação de crédito, é um recurso que precisa retornar para o investidor depois, então é algo que já precisa faturar, precisa ter uma quantidade mínima de anos, 2, 3 anos, desde a fundação” (EIF-E1). Ele justificou que não há exatamente um faturamento mínimo, mas que o impacto social direciona a seleção.

Ele comentou sobre o papel do histórico do empreendedor e das lideranças da empresa social como requisito para concessão do capital, deixando claro que a “Gestora E” não faz uma análise isolada do empreendedor, mas da equipe e da organização de forma mais ampla.

Nem toda iniciativa tem uma única pessoa como foco, porque a expressão do negócio é muito maior que a própria pessoa. Mas dentro dessas organizações temos algumas lideranças muito fortes e a gente observa a intenção de impacto dessas pessoas e os resultados que eles já alcançaram nesse ramo. Mas não tem um caso que a gente olhe especificamente para a pessoa, a gente olha mesmo para o conjunto (EIF-E1).

O mesmo entrevistado esclareceu que as empresas sociais podem conectar a “Gestora E” por diversos meios, como redes sociais, página institucional, encaminhamento de parceiros e por comunicação direta com o fundador da organização.

A “Gestora H” seleciona aqueles em *late stage* ou quase *Série-C*¹⁶, então, é esse o nosso estágio de investimento do fundo. A entrevistada explicou ainda que “o nosso papel é de ser o primeiro investidor institucional, não é o capital filantrópico, não é o investidor anjo, então ele está mais necessitado de seriar mesmo” (EIF-H). Sobre o faturamento requerido, ela explicou que não há um faturamento mínimo e fixo, mas que é analisada a maturidade financeira do

¹⁶ O termo “*late stage*” em startups se refere a uma fase avançada no ciclo de vida da empresa, geralmente após os estágios iniciais (como *seed* e *early stage*). Durante o *late stage*, a startup já possui um produto ou serviço estabelecido, uma base sólida de clientes e geração de receita significativa. Na *Série C*, o foco é escalar a operação, aumentar a participação de mercado e preparar a empresa para uma possível aquisição, fusão ou oferta pública inicial (IPO).

negócio e relevância do impacto gerado. Ela ainda justificou as razões para não seleção de negócios em estágios iniciais de funcionamento, argumentando que:

Se é uma empresa que está muito no começo, ela pode nem conseguir receber um cheque desse tamanho [até R\$ 5 milhões] e me entregar o que a gente quer. Então, tem vários *gates*, claro, que se a empresa está muito jovem, às vezes ela não está pronta. E aí a gente não descarta, se a análise de impacto tem *feat* com a nossa tese do fundo, a gente estaciona ela, mantém contato para mais para frente (EIF-H).

A entrevistada da “Gestora H” explicou que esse processo compreende uma avaliação do histórico do empreendedor e da empresa de forma integrada, com o intuito de examinar práticas e políticas sociais e de governança da empresa, assim como o histórico profissional e de realizações dos gestores.

Tratando do processo de seleção dos negócios ela descreveu que: “Então, a gente passa no nosso pipeline de análises, ele passa primeiro pela análise do impacto, depois ele passa por uma análise do modelo de negócio, do empreendedor e da governança e depois a gente parte para a *due diligence*, contratos e investimento” (EIF-H).

Ela acrescentou também que para seleção dos negócios é realizada uma detalhada análise do *business plan* de cada empresa:

Onde ela quer chegar e qual o retorno esperado para aquele investimento, e a gente também faz uma análise de que, se ela alcançar esse *business plan* e crescer da forma como ela espera, qual que é o impacto social e ambiental que ela vai estar gerando. E a partir dessa análise, a gente estabelece uma meta de impacto para cada investimento. E ao final do prazo do fundo, quando a gente vai retornar para os nossos investidores, a nossa taxa de performance também está atrelada ao atingimento das metas socioambientais das empresas (EIF-H).

A entrevistada da “Gestora I” relatou que a empresa considera investimentos em empresas em diferentes estágios de funcionamento: “a gente investe *seed*, *pre-seed*, *series A*, fazendo *follo-on* até *serie-B*” (EIF-I). Sobre exigências de faturamento, ela explicou que não existem regras universais, que os casos são avaliados de acordo com a solução proposta. Ela explicou que:

O *pre-seed* muitas vezes nem tem receita. Em relação ao *seed* e *serie-A*, acho que é bem caso-a-caso. Depende de muitas opções. A gente olha muito a qualidade do time, tamanho de mercado, escala da solução e, claro, precisa estar resolvendo um desafio socioambiental, o impacto para a gente estar no que a empresa faz (EIF-I).

Ela reforçou também que “o principal critério num negócio em estágio inicial é o *founder*, o time e a capacidade de execução deles. Então, a gente gasta bastante tempo nesse *background check*, conversando com a rede, entendendo da carreira e *market fit*” (EIF-I). Ela disse que o processo de seleção dos negócios começa também com a procura pelos gestores dessas empresas, especialmente a partir do *track record* construído para cada fundo.

Quando a “Gestora I” se lançou a gente tinha mais dificuldade de atrair negócios, porque os negócios vão querer no *captable* deles os fundos mais renomados, e acho que é assim que os fundos vão se construir. O que aconteceu? A gente fez um primeiro investimento aqui que foi um caso muito importante do ecossistema de impacto, que cresceu muito economicamente, ele teve uma marcação muito interessante para os investidores, mais de 55 vezes. Então agora, chega um negócio de impacto para essa rede e eles direcionam para a “Gestora I”, os próprios *founders* recomendam.

A entrevistada da “Gestora I” relatou que há uma preferência por investir em empresas que possuem aportes também de outros fundos, ainda que estejam em estágio inicial. Ela inclusive exemplificou que:

No primeiro fundo a gente teve uma companhia superinteressante, chamada Pachama, porque a gente olhou muito o mercado de carbono e quis muito investir nessa empresa, e lá já tinha o investimento do fundo do Bill Gates, da Lowercarbon Capital, Serena Williams, Jeff Bezos, enfim, eram fundos muito qualificados e a gente conseguiu colocar o pezinho nela, e era uma empresa que já estava no nosso país, então, apesar de estar no estágio inicial, a gente sabia que era uma empresa promissora de todos os lados [social e financeiro] (EIF-I).

Além desses aspectos, ela destacou que a originação do processo de investimento é diversa, dado que a “Gestora I” é muito “próxima” de outros fundos de mesma natureza, “principalmente os principais de clima, além disso, a gente adota uma postura de proximidade com redes de empreendedores e participação em eventos” (EIF-I). Ela contou que estão presentes na mídia “para ter um pouco de *inbound*, mas a maioria dos negócios mais incríveis, acaba chegando via nosso *networking*, e até mesmo da nossa advogada que está contratada sempre para estruturar startups” (EIF-I).

O entrevistado da “Gestora L” relatou que foi realizada uma modelagem financeira e a tese de investimento foi atuar no segmento *pre-seed* e *seed* “por entender que é o mais carente, de maior risco, é o de maior percentagem de insolvência das empresas, é chamado no campo do *venture capital* como vale da morte” (EIF-L). O entrevistado explicou também como avaliam a qualidade do empreendedor e de seu histórico:

É só lendo, perguntando, olhando o LinkedIn dele, a história, de onde veio, o que fez, o que faz. Na nossa avaliação, a gente avalia o quanto a gente pode ajudar essa organização. E o quanto a gente acha pela abertura, que a gente sentiu do cara em relação a receber ajuda, pela nossa capacidade e entendimento daquele ambiente de negócio onde aquela startup atua (EIF-L).

Ainda sobre os mecanismos de seleção das startups de impacto, o entrevistado da “Gestora L” relatou que cada empreendedor precisa fazer um pitch online de até 45 minutos, no qual todos os 20 investidores participam. Durante esse pitch, cada um dos investidores avalia aspectos mercadológicos e a aderência dos empreendedores a tese de investimento da gestora, avaliando e pontuando aspectos como *market fit*, qualidade da plataforma, qualidade do empreendedor, capacidade de implementação e crescimento da proposta de valor e uma nota para a “ligação essencial desse empreendedor com o objeto da empresa, com esse propósito. E

ele geralmente, já apresenta alguma métrica do que ele entende que seja o impacto do negócio dele” (EIF-L). Ele relatou que:

A gente foge um pouco de bons empreendedores que mapearam nichos não explorados de mercado. Eu quero bons empreendedores que têm ligação com a causa, e para gente, essa ligação é muito importante, porque isso garante perenidade, permanência desse empreendedor ao longo do tempo na empresa. Ele não é um investidor que mapeou um nicho de mercado, daqui um ano ou dois ele mapeou outro, ele vende por qualquer coisa e larga o investidor dele na mão (EIF-L).

Ainda sobre o pitch, o entrevistado informou que é requerido que todos os sócios da startup participem da apresentação, porque traduz o entendimento de que existe complementariedade “comercial, tecnologia, atendimento e coesão entre as pessoas que se unem para criar um negócio” (EIF-L). Ele argumentou também que a apresentação por apenas um dos sócios pode “parecer capenga, pode ser que eu faça uma avaliação injusta da capacidade do time de gestão de levar o negócio adiante” (EIF-L).

Ele explicou também que após a decisão de prosseguir com a *duo diligence* é realizada uma avaliação analítica do “modelo de negócio, da plataforma, da idoneidade dos sócios, e aí por afinidade e conhecimento daquele ecossistema a gente escolhe quem dos membros vai compor esse comitê de *duo diligence* (EIF-L). O mesmo entrevistado destacou que para cada negócio avaliado é constituído um comitê específico: “O time ideal da diligência é entre quatro e seis pessoas para conduzir o negócio” (EIF-L).

O entrevistado da “Gestora L” explanou ainda que o processo de seleção é qualificado pela existência de fundos maiores porque quando “um fundo grande se propõe a liderar a rodada, ele acaba tendo mais força nos seus termos de contrato, mas acaba também gerando benefício aos menores, porque analisam bem a fundo cada startup” (EIF-L). Ele também justificou que eles verificam a intencionalidade dos outros fundos que participam de cada rodada “e até para evitar conflitos futuros no conselho, porque se o olhar dos outros fundos é *venture capital* puro, a nossa fala de impacto e de métricas de impacto, não vai ser ouvida” (EIF-L).

A entrevistada da “Gestora N” relatou que é realizada uma análise para seleção de empresas com tamanho intermediário, “elas não podem ser tão pequenas, porque se são muito pequenas não faz sentido a gente investir por causa do rendimento e se forem muito grandes a gente direciona para outra estratégia, mas no geral, temos trabalhado com faturamentos a partir de R\$ 50 milhões” (EIF-N). Sobre o processo de seleção dos negócios, ela também disse que: “Quando a gente comprova que tem impacto, que o setor é atrativo e atende a nossa tese de investimento, a gente envia para o nosso comitê de investimento que autoriza o processo de diligência, que vai comprovar se o que a gente pensou é real na empresa” (EIF-N).

Essa entrevistada relatou que os **empreendedores** e o time da empresa são criteriosamente avaliados. Ela relatou então que:

A primeira parte de diligência que a gente faz com essas companhias é o *background check* da empresa e do empreendedor. A gente precisa entender um pouco do passado, o presente, tudo o que aconteceu com aquelas pessoas, com a companhia. Então tem ali uma integração de experiência, empregos, se já teve outras empresas, até um pouco da reputação pessoal mesmo dos empreendedores (EIF-N).

Após a diligência, conforme relatado pela entrevistada da “Gestora N”, o comitê de investimentos, formado pelos sócios da companhia, é novamente acionado. Ele detalhou que:

Existem duas etapas do comitê, que é o pré, quando a gente está interessado na empresa. Então a gente mostra para eles a empresa de interesse. Quando eles dão o ok, a gente avança na diligência. Quando a gente termina a diligência, e ainda faz sentido aquela empresa entrar no nosso portfólio, aí sim a gente chama o comitê mais uma vez, traz uma nova apresentação, agora totalmente embasada, estudada por vários prestadores de serviços, como contador e advogado, para aí sim informar ao investidor que aquela empresa vai para o portfólio do fundo (EIF-N).

Sobre os mecanismos de seleção, acrescentando aspectos sobre predileção por regiões do país, e requisitos de crescimento, o entrevistado da “Gestora P” disse que:

São geralmente empresas que faturam de R\$ 20 a R\$ 100 milhões, que podem estar no Brasil inteiro, que crescem 40 a 50% ao ano, e que têm fluxo de caixa positivo, ou estão muito perto disso. A gente prefere empresas que já estão, vamos dizer, perto do *break-even*, ou que já para “*breakevaram*” operacionalmente (EIF-P).

Nesse contexto, esse entrevistado destacou que são três os critérios: “ser um bom negócio, ter um empreendedor fenomenal que a gente chama de empreendedor excepcional e o terceiro filtro é o impacto, é tem ou não tem. Se não tiver o impacto no *core*, a gente não investe” (EIF-P).

O entrevistado esclareceu que a seleção e aproximação com empresas de alto crescimento e do *Middle market* é facilitado pela presença ativa da companhia “no ecossistema da Endeavor, inclusive nosso sócio é mentor desde o início. Lá tem o tipo de empreendedor que a gente gosta e a gente seleciona aqueles que têm mais propósito, mais impacto” (EIF-P). Ele também disse:

Nós procuramos nos principais ecossistemas de empreendedorismo do Brasil, e aí a gente vai se associar com empreendedores que têm propósito e a gente consegue saber que esse é um empreendedor que vem com muita qualidade, já foi prejudgado, já tem as características que a gente gosta e que estão dentro dos temas que são relevantes para a gente de consumo consciente, alimentação saudável, saúde, longevidade, educação (EIF-P).

O entrevistado da “Gestora P” também explicou que a seleção de negócios é facilitada pela boa reputação e aprovação dos sócios da companhia investidora, posto que “somos muito conhecidos no mercado, porque a gente está bastante tempo fazendo isso. A gestora tem 15 anos, os sócios estão a 25, 30 anos no mercado, 12 anos os sócios mais jovens” (EIF-P), por

conta disso vários empreendedores procuram a companhia para apresentar projetos de crescimento e argumentar sobre sua aderência ao perfil de investimentos da “Gestora P”.

Quanto ao tempo de funcionamento, a entrevistada da “Gestora R” explicou que, diante da necessidade de repagamento do capital concedido, “o negócio tem que estar operando há mais tempo, então a gente olha muito para programas passados de aceleradoras, para ver o que passou, como é que eles estão hoje” (EIF-R). Embora não seja um requisito, a entrevistada explicou que “a maioria dos nossos negócios estão em tecnologia e passaram por algum programa de aceleração”.

Tratando diretamente dos requisitos necessários, a entrevistada da “Gestora R” contou que “os negócios devem estar operando há pelo menos 2 anos, ter um modelo de negócio validado, com geração de caixa positiva, faturar pelo menos um milhão ao ano e estar próximo ou já ter “*breakevado*” as operações” (EIF-R). Ela resumiu que os negócios são selecionados a partir de quatro pilares principais: impacto, time e liderança, modelo de negócio e inovação para escala e replicabilidade da solução trabalhada. Sobre esses pilares, ela argumentou que:

Eu vou te falar os nossos quatro principais pilares para investir no negócio. Então, o primeiro é o impacto, o problema que esse negócio está buscando resolver. O segundo é o time, a liderança. E aqui são duas coisas importantes, porque a gente precisa entender o perfil dos empreendedores e do time, capacidade de liderança, a experiência e tudo mais e como isso está conectado com o problema que eles querem resolver. Depois, a gente fala do modelo de negócio, olhando o básico dele, a recorrência de receita e a confiança do cliente. E o quarto é a capacidade de escala ou replicabilidade desse negócio, e quando a gente fala de escala, tem muito a ver com tecnologia (EIF-R).

Após essas análises, a entrevistada da “Gestora R” explicou que o aval à concessão é dado por um comitê de investimentos da companhia. Esse comitê misto é formado por funcionários da “Gestora R”, especialistas em crédito, membro de bancos e representantes de *family offices*. Ela explicou também que “tem gente da “Gestora R” de fora do Brasil, porque a gente pode ficar muito enviesado na nossa análise, e para garantir a [manutenção da] estratégia global da “Gestora R” (EIF-R).

A síntese de informações acerca dos mecanismos de seleção, identificadas nos documentos analisados e entrevistas realizadas, está disposta no Quadro 53.

QUADRO 53 – MECANISMOS DE SELEÇÃO ADOTADOS POR GESTORAS DE FUNDOS PARA INVESTIMENTO EM EMPRESAS SOCIAIS

Instituição investidora	Mecanismo de seleção	
Gestora A	ODS	• Todos os ODS.
Gestora B	ODS	• ODS 3 e 4 • ODS 7 • ODS 10 e 11
	Setores de interesse	• Cidadania

Instituição investidora	Mecanismo de seleção	
		• Cidades • Educação • Saúde • Tecnologias verdes
	Estágio de funcionamento	• Tração
Gestora C	ODS	• ODS 1 a 15
	Região de interesse	• América latina
Gestora D	ODS	• ODS 8 e 9 •
	Regiões de interesse	• Ceará, Minas gerais, Pernambuco, Rio de Janeiro, santa Catarina, Rio grande do Sul, São Paulo, Bahia, Goiás, Paraná, Bahia, Sergipe, Amapá.
	Estágio de funcionamento	• Mínimo de 2 anos de funcionamento • Pré-infância • Infância • Adolescência • Maturidade
Gestora E	ODS	• ODS 1 a 4 • ODS 7 • ODS 8 • ODS 10 e 11 • ODS 13 • ODS 17
	Setores de interesse	• Agricultura Sustentável • Moradia Digna • Geração de Renda • Energia Renovável • Educação • Mudanças climáticas • Moradia digna
	Estágio de funcionamento	• Mínimo de 2 anos
	Histórico do empreendedor e da equipe	• Intencionalidade do impacto. • Experiência e resultados no ramo de atuação.
Gestora F	ODS	• ODS 1 e 2 • ODS 7 e 8 • ODS 12 e 13 • ODS 15
	Regiões de interesse	• Amazonia legal: Brasil, Bolívia, Equador, Peru e Colômbia
	Setores de interesse	• Tecnologias verdes • Bioeconomia
Gestora G	ODS	• ODS 1 a 13
	Regiões de interesse	• América Latina • Europa • África • Índia
	Setores de interesse	• Cidadania • Cidades • Educação • Finanças • Negócios digitais • Mobilidade • Saúde

Instituição investidora	Mecanismo de seleção	
		• Tecnologias Verdes
Gestora H	ODS	• ODS 1 e 2 • ODS 4 • ODS 8 a 13 • ODS 15
	Regiões de interesse	• Brasil, foco na região norte
	Setores de interesse	• Fundo 1: Florestas, cidades sustentáveis, educação • Fundo 2: Natureza, biotecnologia, biodiversidade
	Estágio de funcionamento	• <i>Late stage</i> ou quase Serie-C
	Faturamento	• Maturidade financeira do negócio
	Histórico do empreendedor	• Práticas e políticas sociais de governança • Realizações do empreendedor
Gestora I	ODS	• ODS 1 a 4 • ODS 7 e 8 • ODS 10 a 15
	Regiões de interesse	• Prioritariamente Brasil • Chile • Peru • México • Estados Unidos
	Setores de interesse	• Educação • Finanças • Saúde • Tecnologias Verdes
	Estágio de funcionamento	• Pre-seed • Seed • Serie-A • Serie-B
	Faturamento	• Análise individualizada de qualidade do time, tamanho do mercado e escala da solução.
	Histórico do empreendedor	• Conversa com a rede em um processo de background check da carreira.
Gestora J	ODS	• ODS 1 a 8 • ODS 10 a 15
	Setores de interesse	• Cidadania • Educação • Finanças • Saúde • Tecnologias Verdes
Gestora K	ODS	• ODS 1 a 17
	Setores de interesse	• Cidadania • Cidades • Educação • Finanças • Saúde • Tecnologias verdes
	Estágio de funcionamento	• Ideação • MVP • Tração • Escala
Gestora L	ODS	• ODS 1 • ODS 3 a 7 • ODS 10

Instituição investidora	Mecanismo de seleção	
		• ODS 12 e 13 • ODS 16
	Setores de interesse	• Educação • Finanças • Saúde • Tecnologias verdes
	Estágio de funcionamento	• <i>Pre-seed</i> • <i>Seed</i>
	Histórico do empreendedor	• Pesquisas sobre a histórica, experiências e rede do empreendedor e equipe da empresa. • Capacidade de implementação da proposta de valor. • Idoneidade dos sócios
Gestora M	ODS	• ODS 1 a 17.
	Setores de interesse	• Cidades • Educação • Finanças • Saúde • Tecnologias verdes
Gestora N	Regiões de interesse	• Regiões menos desenvolvidas • Fora da área de capitais
	Setores de interesse	• Varejo • Saúde • Educação • Tecnologia da informação • Alimentos
	Faturamento	• A partir de R\$ 50 milhões
	Histórico do empreendedor	• Experiência profissional e de gestão • Reputação pessoal • Motivação com o negócio • Habilidade de liderar
Gestora O	ODS	• ODS 1 a 13 • Fundo 1: ODS 1, 3, 8, 9, 10 • Fundo 2: ODS 1, 3, 4, 8, 9, 10 • Crédito estruturado: ODS 1, 7, 8, 9, 10 • Equity Crowdfunding: ODS 8, 9, 10
	Setores de interesse	• Educação • Finanças • Saúde
Gestora P	Setores de interesse	• Saúde • Economia circular • Consumo sustentável • Cosméticos limpos • <i>CleanBuild</i>
	Estágio de funcionamento	• Empresas consolidadas que crescem 40 a 50% ao ano.
	Faturamento	• R\$ 20 a R\$ 100 milhões • Ponto de equilíbrio superado ou próximo de ser alcançado.
Gestora Q	ODS	• ODS 4 e 5 • ODS 8 a 12 • ODS 17
	Região de interesse	• Norte • Nordeste
Gestora R	ODS	• ODS 1 a 12
	Setores de interesse	• Cidadania

Instituição investidora	Mecanismo de seleção	
		• Cidades • Educação • Finanças • Saúde • Tecnologias verdes
	Estágio de funcionamento	• A partir de 2 anos.
	Histórico do empreendedor	• Perfil do empreendedor • Capacidade de liderança • Experiência no ramo de atuação da empresa

FONTE: Autor (2024)

Volume de Recursos

Alguns documentos revelaram também o **volume de recursos** concedido pelas gestoras de fundos. No caso da “Gestora H”, no primeiro fundo, com duração de 10 anos, foi aportado ao menos R\$ 59 milhões em 7 empresas entre os anos de 2015 e 2022. No segundo fundo, com duração de 12 anos a partir de 2022, foram investidos 6 empresas sociais (2023), com aportes financeiros que variam entre R\$ 4,8 milhões e R\$ 29 milhões (Gestora de Fundo de Investimento H: Documento 1).

A entrevistada da “Gestora H” relatou que não há exatamente um ticket médio, mas o valor costuma ser de até R\$ 5 milhões e isso muda de acordo com a estratégia e tamanho do fundo, análise de risco e retorno de cada investimento e do *business plan*. “O ticket varia de acordo com o estágio que a gente quer que a empresa esteja na hora que a gente vai entrar” (EIF-H).

Ela explicou que a gestora evita o método “*spray*” de investimento e prefere investir em menos empresas “de seis a oito e trabalhar muito ao lado do empreendedor” (EIF-H). Sobre o **tempo de duração dos investimentos**, ela contou que os aportes seguem o tempo de funcionamento dos fundos, “que tem um prazo de duração maior, um prazo de 10, 12 anos, enquanto os fundos de investimento normalmente têm entre 5 à 8 anos” (EIF-H).

Ela justificou que esse maior prazo de duração é necessário para “que as empresas que estão no impacto tenham mais tempo para se provar e o mercado se abra para elas e elas consigam crescer” (EIF-H). Sobre a **forma de disponibilização do capital**, essa entrevistada explicou que dependia dos acordos contratuais estabelecidos. Ela disse que: “Depende. Eles podem ser liberados numa única parcela, ou a gente pode estabelecer metas, se a gente entender como necessário, com base na análise de risco retorno” (EIF-H).

Na “Gestora K” percebeu-se que há certa variação, com indicativos de captação entre R\$ 100 mil e R\$ 500 mil por ES na plataforma de empréstimo coletivo. Outrossim, para autorização de captação no valor indicado pelas empresas sociais, a equipe dessa gestora avalia a finalidade do recurso e as justificativas demonstradas pelo gestor da empresa requerente (Gestora de Fundo de Investimento K: Documento 1).

Embora o relatório da “Gestora M” não detalhe o volume de recursos concedido a cada investida, semelhante a “Gestora K”, informa que as parcelas para pagamento do empréstimo possuem valor fixo. “Gestora K” e “Gestora M” oferecem prazo total de até 30 meses para quitação da dívida, com a diferença de 7 (Gestora de Fundo de Investimento M: Documento 1) e 6 meses de carência (Gestora de Fundo de Investimento K: Documento 1), respectivamente, para pagamento da primeira parcela.

A “Gestora K” estabelece que o total de pagamento com juros pré-fixados, tem retorno esperado com taxas de até 2% acima da taxa de juros (Selic) vigente. Assim, por adotar retorno financeiro abaixo do mercado, essa organização se classifica como um investidor do tipo *impact-first* (Gestora de Fundo de Investimento K: Documento).

A “Gestora K” avalia a capacidade de pagamento das empresas, a partir de uma pesquisa pormenorizada da situação financeira e contábil da organização e de seu modelo de negócio. Considerando que o fundo operado possui recursos de doação e de investimentos, assim como o aspecto de *impact-first* dessa iniciativa, quando são avaliados negócios que não se encaixam nas taxas e prazos praticados pela plataforma, essa investidora aciona seu fundo solidário, reduzindo, ou mesmo zerando as taxas e alongando o prazo de pagamento (Gestora de Fundo de Investimento K: Documento 1).

O entrevistado da “Gestora D” relatou que a empresa trabalha com tickets de R\$ 10 mil até R\$ 200 mil, com um ticket médio de aproximadamente R\$ 58 mil, com valores liberados em uma única parcela e pagamentos parcelados em até 24 meses. Segundo ele, a avaliação do crédito para definição do valor do empréstimo se baseia no faturamento do empreendedor. “Obviamente que tem algumas outras variáveis como o endividamento do empreendedor, mas em geral, o faturamento é o principal critério” (EIF-D).

A entrevistada da “Gestora E” informou que a quantia “varia muito de operação para operações, porque esse recurso que vem para crédito normalmente é para poder investir em alguma área específica para a expansão do negócio” (EIF-E2). Para aprovar e definir os valores que podem ser acessados por cada negócio, ela explicou que:

A gente sempre olha a destinação dos recursos e qual que é a necessidade real que a operação precisa. Eu nem tenho o número de um ticket médio. É muito das

necessidades de cada projeto, então tem projetos que para o mercado de capitais é super pequenininho, como a primeira operação com a Taboa, que foi de R\$ 1 milhão, mas a gente também já teve operações de R\$ 17 milhões (EIF-E2).

Sobre o fluxo de liberação dos recursos, a entrevistada da “Gestora E” explicou que o recurso costuma ser liberado em uma única parcela, mas que isso é avaliado para cada solicitação. Ela exemplificou que:

Em geral, a gente libera o recurso no valor total, tem alguns casos que a gente faz a liberação parcelada. Por exemplo, a gente financiou a construção de um prédio, ali não fazia sentido a gente liberar todo o recurso, porque o recurso ia ficar parado e ia ficar cobrando juros, então a gente foi liberando mensalmente de acordo com a necessidade da obra, até o prédio ser concluído (EIF-E2).

Como a “Gestora E” atua com a securitização de recebíveis e não, necessariamente, na concessão direta de empréstimos tradicionais, o tempo de duração de suas operações é variado, com prazos entre 3 e 10 anos para operações de securitização, 5 a 25 anos em operações de títulos de dívida, como debêntures ou certificados de recebimentos imobiliários (CRI) e recebíveis do agronegócio (CRA). No geral, para empréstimos corporativos estruturados, os prazos podem ser de 1 a 5 anos, a depender do perfil do negócio, fluxo de caixa e garantias envolvidas. Nesse cenário, o entrevistado da “Gestora E” então explicou:

Não tem exatamente um tempo mínimo, nem um tempo máximo e não sei dizer a média porque varia bastante. A gente trabalha desde eventualmente uma empresa que precisa de um capital de giro para comprar os insumos e vender, então vai ser uma operação de 1 ano e outra operação para construir um prédio que vai usar o fluxo da locação para quitar essa operação, então vai ser 25 anos. Então totalmente é de acordo com o que vai ser mais saudável e com mais chance de ser repago (EIF-E1).

A entrevistada da “Gestora I” explicou que “a gente sempre analisa o *valuation*, o *business plan*, mas a gente acaba sempre investindo com fundos já muito qualificados. Então a gente sempre tenta entrar com o cheque alinhado ao tamanho que a gente pretende” (EIF-I). Ela então exemplificou que:

Obviamente que não é na risca, mas a gente tem um objetivo de fazer no pre-seed, um cheque de US \$250.000, no seed US\$500.000, US \$600.000 e o serie -A, mais ou menos, US \$ 1 milhão. E aí numa rodada composta por outros fundos que vão complementar esse *captable* e que possivelmente vão trazer esses valores. Acho que quando só tem um fundo, é um sinal ruim, é bom quando tem vários fundos lutando para um espaço nesse rio (EIF-I).

Quanto ao prazo de **duração dos investimentos**, a entrevistada informou que os fundos gerenciados têm duração de até 10 anos, mas isso não quer dizer que a relação de investimentos com as empresas terá esse mesmo período. Ela disse que a gestora está avaliando a saída de alguns investimentos, “que há 7 anos estão no nosso portfólio, mas quando a gente sai o relacionamento continua próximo, porque a nossa responsabilidade é investir e desinvestir, não é só investir” (EIF-I).

Quanto ao **fluxo de disponibilização** do recurso financeiro, essa entrevistada explicou que depende da composição, desenho da rodada e das intenções e dos objetivos do negócio. “Algumas vezes a gente garante um desconto na rodada futura, já com o cheque programado para garantir a nossa participação na outra rodada” (EIF-I). O entrevistado da “Gestora L” explicou que são adotados procedimentos semelhantes a “Gestora I” para definição do volume de recursos financeiros. Ele relatou que essa é uma matemática complexa, mas que é definida em cada rodada de captação a partir do *valuation* definido.

O *valuation* é definido em um valor que os proprietários e investidores concordam e a partir disso, se eu colocar x dinheiro, eu estou comprando um 1,5% deste *valuation*. Então, dentro do conceito de *valuation*, se nós pegarmos o *valuation* original dos nossos sete investimentos, de janeiro de 2019 a outubro de 2023, eles são bem distribuídos ao longo desse tempo, em valores diferentes para cada companhia (EIF-L).

Para a definição dos valores ele explicou também que são adotadas metodologias básicas como os múltiplos de receita versus a necessidade de investimento para que a startup “tenha uma nova onda de crescimento e o tamanho da rodada e qual tamanho a gente quer ter nessa rodada” (EIF-L). Ele explicou então que:

A ideia inicial na modelagem lá em 2018 e 2019 era que cheques de R\$ 500 mil eram suficientes, porque a gente tem o pressuposto de não liderar a rodada, mas também a gente não quer ser o pequeninho que nunca vai participar de um conselho, então a definição do valor é, dependendo do tamanho da rodada, quanto a gente precisa pôr para mesmo não sendo líder, ter um tamanho suficiente para garantir um assento no conselho, para garantir participação em todas as decisões estratégicas. Então ao longo do tempo a gente comprovou que os quinhentos [mil] não eram suficientes, então partimos de valores a partir de R\$ 500 mil (EIF-L).

No que se refere ao **volume de recursos** financeiros, o entrevistado contou também que a existe a possibilidade de *follow-on*.

Isso está previsto no nosso contrato, ou seja, a gente entrou na primeira rodada *pre-seed* ou *seed*. Vamos supor que um ano ou dois anos depois a empresa cresceu e precisa de mais capital e vai fazer uma série-A. Nessa série-A, se a gente não aumentar nossa participação a gente vai ser muito diluído. Então a gente tem no nosso caixa um dinheiro reservado para fazer *follow-on* nas empresas que a gente quer manter a participação, que a gente continua acreditando no negócio (EIF-L).

Sobre a disponibilização dos recursos, o entrevistado da “Gestora L” explicou que a liberação é imediata:

A rodada é um shot, a rodada de captação circula, define quem vai participar e quais são as regras de contrato, todos investidores nos fundos ou os grupos que estão participando analisam rapidamente, os advogados fazem os ajustes necessários que tem que estar na concordância de todo mundo, e aí assinam online, e no dia que assinam já mandam o pix. A rodada acontece assim. É imediato (EIF-L).

Sobre o tempo de duração do investimento, o entrevistado da “Gestora L” explicou que esses prazos estavam alinhados com o tempo de vida de cada fundo. Além disso, os investidores

concordaram que seria necessário um período de três a quatro anos para compor o portfólio e fazer todos os investimentos, “e que a gente ia ter saídas num prazo de cinco a seis anos nos dando de um a dois anos como possíveis prazos de extensão nos dois casos” (EIF-L).

Nesse contexto, o mesmo entrevistado observou que no contrato de cada rodada de investimento, aparece um prazo máximo para a devolução do empréstimo, mas esse prazo pode ser ampliado a depender da análise realizada pela companhia investidora.

Todo aporte de dinheiro acontece na forma do empréstimo, existe um prazo máximo para o empreendedor devolver aquela rodada, mas também existe, na mesma cláusula, a possibilidade de o investidor aumentar aquele prazo entendendo que se eu cobrar aquela dívida naquele momento eu vou prejudicar o negócio. Ah não, eu acho que ele está indo super bem, mas eu prefiro que eles continuem com esse dinheiro para garantir o investimento que eles estão fazendo, porque eu sei que está tudo indo bem, o retorno vai ser bom (EIF-L).

A entrevistada da “Gestora N” disse que esse dado é muito sensível, mas que em geral, são valores a partir de R\$ 3 milhões. Ela informou também que esses valores costumam ser disponibilizados em parcelas com valores definidos de acordo com as necessidades dos negócios e “baseado nos planos de expansão e o plano de negócio deles” (EIF-N).

A mesma entrevistada relatou que os fundos direcionados ao impacto e retorno tem duração de até 10 anos, mas que esse não costuma ser o prazo de investimento e participação nas empresas que recebem o capital aportado pela companhia. Ela exemplificou que:

Depende muito, é tipo assim, se a gente investir hoje, daqui a um ano, tem alguém para comprar, a gente vai analisar e se for bom, a gente não recusa. A gente não tem momento ruim para desinvestir, mesmo porque a gente entende que desinvestir pode ser uma oportunidade de colocar novas empresas no nosso portfólio (EIF-N).

O entrevistado da “Gestora P” contou que “a gente vai sentir a necessidade de capital que o *business plan* da empresa precisa pra ela crescer três a cinco vezes nos próximos três a cinco anos, e a gente vai fazer um investimento pelo fundo que vai ficar entre R\$ 15 e 25 milhões de reais de capital sempre minoritário” (EIF-P). Sobre os mecanismos de concessão desses recursos, o entrevistado ele explicou que:

Geralmente a gente dimensiona o investimento em um horizonte plurianual e a gente vai monitorar muito bem essa execução do *business plan* com empreendedor e as metas de bonificação do empreendedor vão estar alinhadas com a realização do *business plan*. E, então, é desse jeito quando a gente coloca todo o dinheiro. Outras vezes a gente faz o investimento em tranches mesmo. Então a gente põe uma primeira tranche, espera ela maturar e aí a gente põe os outros capitais (EIF-P).

Sobre o **período de duração do investimento**, o entrevistado da “Gestora P” explicou que ele está condicionado ao prazo de duração do fundo, inclusive pela necessidade de oferecer o retorno ao investidor, mas explicou que “3 a 5 anos é o nosso período normal, mas tem

empresas que a gente já ficou 12 anos. Tem empresas que a gente já ficou 6, 5, 7, mas o normal, o *core* para 80% dos investimentos, vai ser 3 a 5 anos” (EIF-P).

A entrevistada da “Gestora R” comentou que os valores estão entre R\$ 500 mil e R\$ 3 milhões, relatando também que para a definição desses valores é realizada a modelagem financeira com base na capacidade de pagamento dos negócios. Ela ainda exemplificou que “a gente fala R\$ 3 milhões não cabem para você, senão vocês não vão conseguir pagar. Então, porque a gente não faz R\$ 1 milhão e aí daqui 1 ano, se vocês crescem para caramba, a gente pode te dar o *follow-on*” (EIF-R).

A entrevistada da “Gestora R” explicou também que não há um padrão sobre a forma de liberação do recurso, que pode ser em parcela única, com *follow-on* no futuro, ou condicionado ao tamanho do empréstimo, ao plano de negócios e a necessidade de fluxo de caixa para os objetivos pretendidos, conforme os acordos estabelecidos com cada negócio. Ela detalhou essa definição explicando que:

Depende da análise. Então, o que acontece? Quando a gente analisa um negócio, a gente pode fazer um ticket maior e disponibilizar em parcelas. Mas elas sempre vão ser vinculadas a uma medida. Por exemplo, a gente vai disponibilizar essa segunda parcela caso você cresça 20% de receita. Porque senão aquela pontinha do repagamento não fecha. Mas vai sempre ser caso a caso (EIF-R).

Além disso, ela contou que o tempo médio do investimento, que nesse caso é para pagamento do empréstimo, é de até 5 anos. As principais informações obtidas acerca do volume de investimentos nos documentos analisados e entrevistas realizadas, estão indicadas no Quadro 54.

QUADRO 54 – VOLUME DE RECURSOS OPERACIONALIZADOS POR GESTORAS DE FUNDOS PARA INVESTIMENTO EM EMPRESAS SOCIAIS

Instituição investidora	Volume de Recursos	
Gestora D	Montante	• Faixa de R\$ 10 mil a R\$ 200 mil
	Prazo	• 24 meses
	Forma de disponibilização	• Parcela única
Gestora E	Montante	• R\$ 1 milhão a R\$ 17 milhões
	Prazos	• 1 a 25 anos
	Forma de disponibilização	• Prioritariamente parcela única, mas com possibilidade de parcelado.
Gestora H	Montante	• Fundo 1: R\$ 59 milhões • Fundo 2: entre R\$ 4,8 e R\$ 29 milhões
	Prazo	• Fundo 1: 10 anos • Fundo 2: 12 anos
	Forma de disponibilização	• De acordo com a análise do <i>business plan</i> .
Gestora I	Montante	• U\$ 250 mil a U\$ 1 milhão
	Prazos	• Até 10 anos

Instituição investidora	Volume de Recursos	
	Forma de disponibilização	• Depende da composição, desenho da rodada e objetivos do negócio.
Gestora K	Montante	• R\$ 100 a R\$ 500 mil
	Prazo de pagamento	• 30 meses
	Carência	• 6 meses
Gestora L	Montante	• R\$ A partir de R\$ 500 mil.
	Prazos	• 5 a 8 anos
	Forma de disponibilização	• Parcela única
Gestora M	Prazo de pagamento	• 30 meses
	Carência	• 7 meses
Gestora N	Montante	• A partir de R\$ 3 milhões.
	Prazos	• 10 anos
	Forma de disponibilização	• Parcelado
Gestora P	Montante	• R\$ 15 milhões a R\$ 25 milhões
	Prazos	• 3 a 5 anos
	Forma de disponibilização	• De acordo com a análise do <i>business plan</i> .
Gestora R	Montante	• R\$ 500 mil e R\$ 3 milhões
	Prazos	• Até 5 anos
	Forma de disponibilização	• Parcela única com <i>follow-on</i> , condicionado ao tamanho do empréstimo, necessidade de fluxo de caixa e análise do plano de negócios.

FONTE: Autor (2024)

Gestão Financeira e Desempenho Interno

No que concerne aos aspectos de **gestão financeira e desempenho interno**, apenas mecanismos de participação na tomada de decisão foram identificados em parte dos documentos e nos relatos dos entrevistados. Por se tratar de um instrumento de dívida, na “Gestora M” e na “Gestora K”, o investimento não assegura nenhuma responsabilidade gerencial, ou poder para tomada de decisão no negócio, não caracterizando nenhum vínculo societário com a ES (Gestora de Fundo de Investimento M: Documento 1; Gestora de Fundo de Investimento K: Documento 1).

No caso da “Gestora O”, embora aspectos de tomada de decisão não estejam explicitamente discutidos, está indicado que a empresa apoia a gestão do negócio investido, principalmente acompanhando a execução do plano de negócios, alcance de indicadores de resultados e atração de capital humano. Outrossim, desde o aporte de capital na instituição, a companhia investidora atua no mapeamento e contato frequente com potenciais compradores do negócio (Gestora de Fundo de Investimento O: Documento 1).

O entrevistado da “Gestora D” explicou que a estratégia da organização é ter poucos controles sobre o empreendedor e reforçou:

A gente faz uma análise detalhada, a gente tem muita demanda para o pouco crédito, então o filtro é rígido, porque a gente precisa de empreendedores que vão repagar para a gente poder apoiar outros empreendedores. Mais uma vez que a gente entregou o dinheiro, a gente confia que o empreendedor vai usar da melhor forma para o negócio dele. Então tem uma questão de confiar em reduzir o controle e reduzir o custo. As vezes alguns investidores pedem até nota fiscal, isso é ótimo, mas ao mesmo tempo é um custo de verificação altíssimo. Então a gente não consegue trabalhar com uma taxa muito baixa e um custo de verificação altíssimo (EIF-D).

O entrevistado da “Gestora D” acrescentou que contribuem em apoios para a melhor tomada de decisão dos empreendedores por meio de outras iniciativas.

A capacitação é um dos nossos grandes diferenciais. A gente fala que é um *matchmaking*, a gente conecta organizações e produtos com os empreendedores. Então, por exemplo, o Sebrae tinha um programa de consultoria para pequenos empreendedores, a gente fez uma busca na nossa base, entendeu o perfil que o Sebrae queria e conectou os dois. O Google e o Meta ofereceram para a gente licenças de cursos de marketing digital. A gente foi lá e conectou com empreendedores que estavam com essa dor. A Aliança Empreendedora trabalha muito com empreendedores no início de jornada e eles têm um programa de capacitação, então a gente conectou empreendedores nesse início de jornada com a Aliança Empreendedora. Nossa interferência nos negócios é tentando construir esse contínuo de apoio para os empreendedores (EIF-D).

O entrevistado da “Gestora E” disse que não há **participação** nas **decisões** do negócio que recebe o recurso. “A gestão é individual, a gente até faz um acompanhamento, mas não formalmente de ter alguma cadeira no conselho” (EIF-E1). A entrevistada da “Gestora H” disse que “a gente gosta de dizer que não vai virar piloto do avião, mas um bom copiloto para poder participar ativamente da gestão e auxiliar no que for necessário para esses negócios crescerem” (EIF-H). Ela também argumentou que:

É, que até pela regulamentação de fundo da CVM, como a gente é um FIC [Fundo de Investimentos em Cotas], a gente tem que demonstrar que tem influência significativa. E a gente faz isso como? Quando a gente faz investimento, a gente sempre propõe a instituição de um conselho, seja de debenturistas, se a gente ainda não tiver feito a conversão, mas se for de *equity*, é um conselho de acionistas, e a gente, dentro desse conselho determina poderes de governança, poderes de veto, de escolha de diretoria, sempre botando no conselho (EIF-H).

Essa entrevistada explicou que a ideia é manter um relacionamento próximo com o empreendedor “até seguir em outras rodadas de captação, trazendo pessoas e sugestões de executivos para a empresa” (EIF-H). Ela chamou de “*power points*” os principais aspectos de atuação junto com as investidas apontando a “seleção e treinamento do empreendedor e da equipe, definição de prioridades estratégicas, projeção de estruturas de capital, apoio a estratégia de impacto e outras necessidades do empreendedor para retenção do melhor capital” (EIF-H). Ainda reforçou que:

Olha, a gente normalmente agrega com essa parte de gestão de negócios, de decisão de quando é o momento de iniciar uma nova rodada de captação, quais são os investimentos estratégicos para fazer naquele momento, acompanhar com eles

negociações para licenciamento dos produtos, estratégias de vendas e análise de mercado (EIF-H).

Ela explicou ainda que a empresa tem uma equipe que assessora os negócios investidos, que são profissionais “que trabalharam bastante tempo em consultoria e que fazem investimentos há muitos anos. Então, essa é a nossa parte, ajudar a empresa a caminhar e crescer, não entrar na parte tecnológica delas” (EIF-H).

Essa entrevistada disse também que não há um padrão de requisitos em crescimento ou taxas de retorno para os negócios, que esses aspectos são construídos a partir da análise de cada empresa. Ela argumentou que:

Eu posso dar exemplos mais concretos, [temos] essa empresa de biotecnologia, o risco dela é alto, mas se ela der certo o retorno vai vir muito alto também, as vezes consideramos que o crescimento da empresa precisa atender o retorno do fundo. A gente tem analisado muito, nesse fundo ligado a Amazônia, sistemas agroflorestais e pecuária regenerativa, que são coisas que o retorno é menor, mas ao mesmo tempo a exposição de risco é menor, então a gente tenta fazer o fundo com essas diferentes características e perfis de retorno. Então, não tem um retorno mínimo que a gente espera para o investimento vai variar de acordo com o risco associado a ele (EIF-H).

A entrevistada da “Gestora I” explicou que os mecanismos e objetivos de crescimento da empresa são definidos pelos gestores desses negócios porque:

No plano já tem algumas metas para eles baterem. Mas são negócios que o *fallow* é muito bom, é um cara que tem muita experiência. Então não é que a gente já assume uma postura de mentor ou de hierarquia. O *founder* já sabe muito do negócio que está fazendo, tem fundos muito bons investindo com a gente. E aí o próprio cara, fala “vou bater essas metas”, a gente avalia, mas sabe que ele tem experiência para garantir o que propõe no *business plan*. A gente não senta e desenha o plano para ele, ele já tem isso e a gente analisa. A gente não tem um modelo de aceleração, entendeu? A gente entra para trazer outros requisitos, esse networking, nossa visão de impacto, nossa estratégia, mas a gente confia muito no time (EIF-I).

Ela disse também que “a gente acompanha bastante a companhia, faz um portfólio *management*, mas dependendo do estágio, a gente entra no *board*, e aí o *board* tem lá sua governança para algumas tomadas de decisão mais estratégicas” (EIF-I). Ela complementou que:

A gente consegue agregar muito valor quando se fala de mercado do Brasil para as empresas que são de fora, ou quando são empresas que já têm aqui, trazer esse network, uma governança e network de especialistas e pessoas que têm um *gold market* para crescer essas empresas rápido e ampliar essa pegada de impacto. Então, acho que sempre tem um *approach* com uma outra visão que a gente consegue se complementar com os *founders*. Se está precisando de capital, será que esse negócio por ter impacto não consegue um capital mais amigável, um *grand*¹⁷, alguma coisa nessa linha?! (EIF-I).

Ela destacou também que a participação em situações específicas da tomada de decisão, dada lógica de governança estabelecida, é por conta da posição sempre minoritária que a

¹⁷ Em investimentos, o termo “*grand*” é uma colocação informal, muito utilizada nos Estados Unidos para se referir a mil dólares (US\$ 1.000).

“Gestora I” assume nas empresas investidas, “porque a gente gosta de ter um *captable* bem robusto para o sucesso da companhia, acho que se a gente tem que ser majoritário, é porque a empresa não consegue levantar [recursos] com outros, isso é um super *red flag* para a gente” (EIF-I).

O entrevistado da “Gestora L” relatou que não foram definidos padrões de taxas e/ou prazos para crescimento e apresentação de resultados pelos negócios. Ele disse que:

É muito caso a caso, é muito baseado no *business plan* que eles apresentaram, e a gente, nas análises de conselho, a gente assiste, olha, esse mês tivemos um descompasso de caixa por causa disso, disso e disso, a gente atingiu o número de novos clientes, mas o CAC ficou acima do previsto, então a lucratividade foi menor. A gente vai acompanhando e vai dando pitaco e vai ajudando no que pode, às vezes chega até a sugerir que eles façam uma rodada ponte, ou seja, não é uma nova rodada, mas é uma captação que a gente entende que seja necessária para dar um fôlego financeiro para uma próxima rodada, então é via acompanhamento de conselho, não tem uma metodologia, não dá para fazer uma metodologia única, ou estabelecer um conjunto de métricas para todas. Os negócios são muito diferentes (EIF-L).

Ele destacou também que o apoio da companhia na gestão dos negócios investidos é com um suporte especializado às necessidades de cada empresa.

Então eu chamo *on demand* quem eu preciso e às vezes reuniões de uma hora, duas, três, quatro, no máximo, a gente resolve o problema da empresa. Criamos times, fazemos eventos para conectar e atuamos também muito com a ativação de *networking*, porque esses 20 [investidores] tem redes bem poderosas para ajudar as startups a chegarem aonde elas querem. Nós somos a ponte entre a demanda das empresas e o nosso time de investidores mentores (EIF-L).

O entrevistado da “Gestora L” explicou ainda que como empresas em estágio de *pre-seed* são objeto de interesse da companhia, ele atua “ajudando a pensar o conselho e uma governança mais estruturada e nos dividimos [entrevistado e outro fundador] entre os sete conselhos para um acompanhamento de bem de perto do negócio” (EIF-L). Conforme seus relatos, a atuação no conselho dessas empresas busca “ajudar diretamente no que for preciso, via as reuniões de conselho, mas também trazendo outros membros do grupo que sejam especialistas nas outras áreas que as empresas estejam precisando” (EIF-L). Ele relatou que:

A gente já “gongou”, depois do pitch, startups, por achar os empreendedores fechados, ou seja, o dinheiro, ok, bem-vindo, me dá seu cheque, mas eu não quero palpite aqui, nem pensar em conselho, se precisar de ajuda um dia eu te telefono. Valeu, não é essa a nossa proposta de valor. O valor para os meus investidores é oferecer a experiência, a conexão com a ponta, é conhecer o negócio, é ver o impacto acontecendo onde ele foi proposto, é isso que eu ofereço para os meus membros (EIF-L).

A entrevistada da “Gestora N” explicou que a estratégia da companhia é realizar investimentos minoritários em empresas investidas por mais de um fundo. Ela disse que são “participações minoritárias, mas substanciais, com participação nos conselhos para ter influência nas decisões e estar junto do empreendedor, e lá na frente conseguir vender essas

empresas, e elevar o patamar do impacto que elas realizam” (EIF-N). Ela também acrescentou que há a utilização de experiências com outras empresas do portfólio da companhia:

Dentro da “Gestora N” a gente está atuando em diversas empresas, estando em uma só. Então a gente consegue pegar experiências passadas e trazer para alguns negócios. Mas os nossos negócios também são empresas muito bem administradas, a gente já filtra muito bem na diligência, então a gente consegue contribuir mais no processo de crescimento e expansão delas (EIF-N).

O entrevistado da “Gestora P” retomou que o requisito básico em finanças é o crescimento de 3 a 5 vezes no período do investimento, de até 5 anos. Sobre a participação na tomada de decisão na empresa, ele reforçou que o investimento sempre assume um caráter minoritário e que participação na gestão da empresa é decorrente de um amplo processo de diligência. Ele explicou que:

A gente tem um processo bastante completo de diligência, em que a gente faz diligência das pessoas, processos, operação, parte legal, parte tributária. A gente mapeia os gaps principais do negócio e aí a gente também faz um plano de 100 dias com a empresa baseado nisso. E põe esse plano em execução. Geralmente, a gente gosta de indicar o CFO [*Chief Financial Officer*] das empresas investidas (EIF-P).

O entrevistado da “Gestora P” argumentou que a indicação do CFO ajuda a consolidar as estratégias de criação de valor definidas para cada negócio. Além disso, a investidora assume um assento no conselho para tratar de assuntos estratégicos sobre a condução da empresa. Ele acrescentou que “a gente sempre tem um ou dois dos nossos sócios que vão semanalmente interagir com os nossos empreendedores pra ver como está indo à implementação, a execução de todas essas ações de criação de valor” (EIF-P).

A entrevistada da “Gestora R” explicou que “a gente não assume cadeira no conselho, mas a gente oferece o apoio não-financeiro, com mentoria, treinamento e um acompanhamento de perto para ajudar as empresas” (EIF-R). As principais informações obtidas acerca de requisitos de gestão financeira e desempenho interno, nos documentos analisados e entrevistas realizadas, estão indicadas no Quadro 55.

QUADRO 55 – REQUISITOS DE GESTÃO FINANCEIRA E DESEMPENHO INTERNO EM GESTORAS DE FUNDOS PARA INVESTIMENTO EM EMPRESAS SOCIAIS

Instituição Investidora	Requisitos de gestão financeira e desempenho interno
Gestora D	• <i>Matchmaking</i>
Gestora H	• Participação no conselho (governança, vetos, escolha de diretoria) • Definição de prioridades estratégicas • Projeção de estruturas de capital • Estratégia de impacto
Gestora I	• Participação no conselho • Networking de especialistas
Gestora L	• Participação no conselho • Networking
Gestora N	• Participação no conselho
Gestora O	• Execução do plano de negócios

Instituição Investidora		Requisitos de gestão financeira e desempenho interno
		• indicadores de resultados • Atração de capital humano • Mapeamento de compradores
Gestora R		• Mentoria e treinamento
Gestora P	Taxa de crescimento	• Crescimento de 3 a 5 vezes no período do investimento
	Participação na tomada de decisões	• Indicação do CFO • Plano de gestão para os primeiros 100 dias • Participação no conselho

FONTE: Autor (2024)

Acompanhamento do uso de Recursos

Acerca do **acompanhamento do uso de recurso**, especificamente a **prestação de contas**, nos documentos consultados foi percebido que na “Gestora N” e na “Gestora O”, os negócios investidos devem apresentar relatórios trimestrais, sem informar detalhadamente, no caso da “Gestora O”, os indicadores e métricas requeridas nesses documentos (Gestora de Fundo de Investimento O: Documento 1).

Na “Gestora N”, os relatórios devem contemplar métricas de ESG e, anualmente, os negócios no portfólio da investidora devem ser submetidos a novas avaliações baseadas nas dimensões do IMP (Gestora de Fundo de Investimento N: Documento 1). A entrevistada da “Gestora N” explicou que há uma governança de controle realizada por “reuniões de conselho em que são passados os resultados financeiros mensalmente, o impacto já está no trabalho básico deles” (EIF-N).

Caso haja necessidade, ou ocorram eventos imprevistos, a entrevistada disse que é possível também que sejam realizadas reuniões semanais ou quinzenais, “que garantam a nossa participação e contribuição nas decisões” (EIF-N). Para os investidores, a prestação de contas é trimestral, “até para que haja uma reavaliação sobre os resultados e continuidade na empresa” (EIF-N).

O entrevistado da “Gestora D” contou que, por se tratar de um empréstimo, não existe uma prestação de contas financeira, mas eles buscam saber como o empreendedor aplicou o dinheiro. Para isso, essa gestora busca conhecer as histórias dos empreendedores e os resultados que eles alcançaram.

A gente busca muitas histórias para entender como é que eles usaram os recursos, como é que eles cresceram. Inclusive, fazemos a divulgação dessas histórias na [Revista] Exame, mensalmente, em que a gente coloca as histórias, os empreendedores, a gente divulga nas redes sociais (EIF-D).

A entrevistada da “Gestora E” foi categórica em afirmar que não existe um padrão determinado, posto que:

Varia muito de operação para operação, tem clientes que a gente fala todo mês, tem clientes que nós falamos a cada três meses, a cada seis meses, acho que vai depender muitas vezes da maturidade do negócio, se a gente vê que ele está conseguindo tocar sozinho adota-se um prazo maior. Às vezes alguns clientes estão numa situação mais delicada e a gente faz um acompanhamento mais próximo. Mas o nosso acompanhamento é mais dos pagamentos, porque é um crédito (EIF-E2).

A entrevistada complementou e reforçou que o que é realizado é um acompanhamento de como foi utilizado o recurso, “se foi usado para o que deveria ter sido, como foi o impacto, se atingiu ou não atingiu, mas não é assim um vínculo no sentido de você vai ter alguma penalidade se você não cumprir, é realmente um acompanhamento” (EIF-E2). A mesma entrevistada explicou que não há modelos específicos de relatórios, mas que “todo mês eles enviam relatórios financeiros, de resultado, de desenvolvimento de produtos, tem as reuniões mensais de conselhos, então, todo mês a gente tem esse acompanhamento” (EIF-H). Ela ainda acrescentou que:

A gente não pede um modelo específico, até porque a gente entende que quando a gente acabou de entrar, tem muita coisa para se preocupar, a gente não tem que trazer um relatório a mais para dar mais trabalho. Então, a gente observa a própria prestação de contas mensal da empresa e a partir dela prepara a nossa prestação para os investidores (EIF-H).

Ela disse também que avaliações internas podem indicar a necessidade de mais prazo para consolidação dos resultados, e que nesses casos “a gente também pode pedir extensão do prazo do fundo para os nossos cotistas, se a gente entender necessário” (EIF-H). A entrevistada acrescentou que não há garantias que todos os negócios darão “excelentes resultados financeiros”, até pela natureza de risco do investimento, mas que ainda assim, por ser tratar de um investimento de impacto, o desinvestimento não acontece de forma abrupta, sendo implementado um trabalho de “estabilizar o caixa da empresa antes de fazer a saída” (EIF-H).

Na “Gestora I”, a entrevistada explicou que as empresas do portfólio reportam mensalmente os seus resultados e que a gestora reporta trimestralmente esses resultados aos investidores. Sobre os mecanismos para prestação de contas aos investidores, a entrevistada exemplificou que:

Então a gente acompanha mensalmente, mas reporta trimestralmente via e-mail, check-in, a gente tem um evento anual de *report* para todos os investidores, a gente tem um *advisory board* com os investidores maiores, trimestral também, e a gente tem o *report* de impacto que é lançado anualmente (EIF-I).

Nessa discussão, o entrevistado da “Gestora L” informou que “por conta do contrato cada uma [startup] precisa disponibilizar, no mínimo, quatro horas por mês, *on-demand*, pode ser uma reunião mensal para a gente acompanhar como a empresa está caminhando” (EIF-L). A cada rodada de investimentos, segundo ele é definido se vai ter conselho, a periodicidade do

conselho, as formas de governança, “e a gente já propõe um *dashboard* com alguns números básicos que eles têm que apresentar todo mês” (EIF-L). Ele acrescentou que:

Geralmente empresas mais maduras têm reuniões de conselho até por trimestre, mas é comum que a startup tem que se olhar mensalmente, não dá para ficar tanto tempo, porque grandes falhas podem acontecer em três meses, então vamos ficar perto todo mês e eles gostam também, o empreendedor gosta, se sente mais acolhido, mais escutado (EIF-L).

O entrevistado da “Gestora L” explicou que é requerido que anualmente, ou uma vez a cada dois anos, seja aplicada a teoria da mudança respondendo sobre “o problema resolvido, a mudança desejada e alcançada, o público atendido e as atividades necessárias para o impacto, e a gente avalia se ele continua no eixo da intencionalidade de quando a empresa foi criada” (EIF-L).

O entrevistado da “Gestora P” disse que a participação no conselho já garante verificar os resultados das empresas, em relatórios que são disponibilizados a todos os investidores. A entrevistada da “Gestora R” explicou que há um acompanhamento mensal para avaliação da continuidade do impacto social gerado, assim como de dados financeiros dos negócios. Nesse cenário, a entrevistada acrescentou que:

E a gente também tem reuniões com os negócios, para entender como é que eles estão. A gente chega e fala, vi aqui que vocês não performaram tão bem esse mês, a gente acha que vocês precisam de mentoria em tal ponto, o que vocês acham? A gente vai tentar apresentar vocês para tal empresa, para tentar gerar um novo *lead*. Ou até para falar, vocês estão indo muito bem, vocês estão com um planejamento de crescimento excelente, será que vocês querem uma nova dívida? Então, acontece isso, mas não é cadeira em conselho, porque é dívida. Então a gente não faz parte de conselho, mas a gente apoia muito, como um papel consultivo (EIF-R).

Para efetivar a prestação de contas, a entrevistada da “Gestora R”, explicou que, por cláusula contratual, os negócios mensalmente reportam “dados operacionais e todos os dados financeiros. Então tem que mandar balancete, falar da quantidade de clientes, contratos e caixa, e montamos uma análise geral anualmente” (EIF-R).

As principais informações obtidas acerca da prestação de contas, como elemento do acompanhamento do uso de recursos, nos documentos e entrevistadas analisados, estão indicadas no Quadro 56.

QUADRO 56 – PRESTAÇÃO DE CONTAS EM GESTORAS DE FUNDOS PARA INVESTIMENTO EM EMPRESAS SOCIAIS SOCIAL

Instituição Investidora	Prestação de Contas
Gestora D	• Busca informal sobre a aplicação dos recursos.
Gestora E	• Verificação de pagamentos
Gestora H	• Relatórios mensais com dados financeiros, resultados e desenvolvimento de produtos.
Gestora I	• Relatórios mensais de resultados financeiros • Relatórios trimestrais para os investidores

Instituição Investidora	Prestação de Contas
	• <i>Advisory board</i>
Gestora L	• Reuniões <i>on-demand</i> para prestação de contas • Dashborad com dados financeiros.
Gestora N	• Relatórios Trimestrais com métricas de ESG • Reunião mensais com informes financeiros • Relatórios trimestrais para os investidores
Gestora O	• Relatórios Trimestrais
Gestora P	• Participação no conselho
Gestora R	• Relatórios mensais de dados operacionais, financeiros (balancete, contratos, fluxo de caixa, base de clientes) e continuidade do impacto. • Networking e mentoria

FONTE: Autor (2024)

Gestão de Riscos

A **gestão de riscos** também foi contemplada em alguns documentos, como no relatório da “Gestora M” que informa, que para mitigá-los, às operações de crédito são antecedidas por avaliações de gestão, impacto socioambiental e risco de crédito, podendo requerer garantias reais, títulos ou fianças.

Além disso, após a liberação do crédito, a equipe da gestora assegura contato frequente com as ES para acompanhamento da saúde financeira e impacto socioambiental do negócio. Outrossim, em caso de atrasos no pagamento das parcelas, a equipe da gestora implementa readequações nos prazos de pagamento ou recuperação de créditos (Gestora de Fundo de Investimento M: Documento 1).

Embora não descreva procedimentos específicos à gestão de riscos, a “Gestora K” oferece mentorias para os seus negócios e um acompanhamento personalizado por especialistas da organização, a fim de mitigar potenciais riscos e usos indevidos dos recursos financeiros disponibilizados. Além disso, caso haja atrasos no pagamento das parcelas, a fim de garantir o pagamento do valor contraído pelos negócios investidos, são autorizadas ações de renegociação, aumento do período de carência e da quantidade de parcelas, desde que haja autorização formal dos investidores (Gestora de Fundo de Investimento K: Documento 1).

O entrevistado da “Gestora D” destacou que a análise documental e seleção dos negócios segue um rigoroso processo que reduz os riscos de inadimplência. Ele disse que outros acompanhamentos do uso de recursos a fim de mitigar riscos gerariam desembolsos adicionais à gestão do fundo (EIF-D). A entrevistada da “Gestora E” explicou que os riscos são minimizados durante o processo de aprovação do negócio, principalmente a partir da sustentabilidade financeira da empresa que gera impacto social.

Ela reforçou que essa análise abrange a maturidade financeira e gerencial do negócio, o nível de endividamento, as práticas de gestão e projeções de crescimento. Segundo ela, a análise adequada desses indicadores reduz sensivelmente os riscos da operação. Ela disse ainda que é adotada a pulverização de investimentos: “se você tem 500 pessoas recebendo empréstimo e tiver uma perda não vai atingir a carteira inteira, é uma questão de subordinação” (EIF-E2). Por trabalhar com a securitização dos recebíveis, ela contou como o risco é diluído na pulverização.

Então muitas vezes a gente coloca um valor total dessa operação e a gente pega um percentual, então 15, 20, 30%, que vai ser um dinheiro que será colocado por um investidor subordinado, às vezes tem um investidor catalítico, um investidor que aceita mais risco e que vai receber a primeira perda, se tiver alguma perda e você consegue preservar um investidor sênior (EIF-E2).

A entrevistada da “Gestora E” disse também que podem ser cobradas garantias da empresa social, pois “tudo tem análise de crédito, a questão de pulverização, subordinação, e eventualmente, dependendo do caso, a gente cobra garantia. Se vai construir um prédio, o terreno vai ser a garantia, vai equipar uma fábrica, uma máquina pode garantia” (EIF-E2).

Na “Gestora H”, a entrevistada disse que é realizada uma análise do risco comercial dos produtos, do *business plan*, do dirigente do negócio, do mercado em que a empresa está inserida, do setor, concorrentes e potencial de crescimento. Ela destacou que esses aspectos são avaliados durante a seleção da empresa e que a seleção adequada reduz potenciais riscos “previsíveis” com o negócio. Ela complementou que:

A verdade é que a gestão de riscos está atrelada às metas que a gente definiu para a empresa, de acordo com o seu mercado e com o seu *business plan*. Então a gente define KPI para acompanhar, e a meta na verdade é da “Gestora H”, não é do integrador [negócio investido], e a gente vai monitorando junto com ele (EIF-H).

Na “Gestora I”, entrevistada relatou que “o jogo de *venture capital* é um jogo de probabilidades, então, quanto mais investimento a gente tiver, mais investidas, a gente tem mais chance de acertar” (EIF-I). Ela exemplificou que:

No fundo 1, de 2019, a gente investiu em 9 empresas, mais ou menos 70% no primeiro cheque e 30% em *follow-on*, porque gente queria tomar menos riscos. No fundo 2, a gente vai investir de 25% a 30%, então vai triplicar o tamanho do nosso portfólio, só que a gente aumentou expressivamente o capital para *follow-on*. Vai ser 50% no primeiro cheque, 50% *follow-on*. E aí, a gente olha muito, não só tomadas decisão nos investimentos, mas nossa composição do portfólio para ir minimizando os riscos, porque a gente não vai investir só em educação, ou só em saúde, e realmente é um portfólio mais complementar (EIF-I).

A mesma entrevistada acrescentou que a reputação é um elemento relevante na análise de riscos pela companhia investidora, mas esse é um risco minimizado pela avaliação do negócio e *track record* do *founder* e da equipe. Ela disse também que essa avaliação de

reputação é um processo integrado e simultâneo realizado pelos investidores, coinvestidores, empreendedores, e da própria sociedade que está sendo beneficiada.

O *venture capital* é um instrumento de risco, mas a gente vai tentando reduzir isso durante o processo de seleção, a gente tenta ser muito criterioso nos critérios de seleção, pode ser que a gente erre, mas é muito mais fácil a gente errar numa empresa que não deu certo porque o mercado mudou, do que qualquer risco reputacional. A gente tenta se proteger legalmente, o *founder* têm a responsabilidade e compromisso de reportar os KPIs definidos por nós, então é dessa forma que olhamos para os riscos (EIF-I).

O entrevistado da “Gestora L” explicou que os riscos são minimizados pela boa escolha das startups e correta realização do processo de *due diligence*, que avalia os principais aspectos formativos, financeiros e factibilidade do plano de negócios das empresas investidas. Na “Gestora N”, a entrevistada explicou que os riscos são associados aos negócios investidos, mas que “a avaliação em diligência e a avaliação do comitê de investimentos já reduz muito os riscos de perda e de reputação, porque o processo é realmente muito criterioso” (EIF-N).

O entrevistado da “Gestora P” foi enfático ao dizer que, além de termos contratuais, os riscos são minimizados pela participação no conselho, indicação do CFO e realização de uma diligência muito bem-feita. Ele explicou que:

Em inglês a gente chama de *representations and warranties*, são cláusulas de garantia e indenização. Fala assim, olha, a gente mapeou que a empresa tem um potencial de contingências trabalhistas de R\$ 5 milhões. Bom, se aconteceu alguma contingência trabalhista, a gente pode receber ações em garantia da empresa para cobrir um eventual problema, um eventual prejuízo. Por exemplo, o empreendedor tem que deixar uma reserva de caixa para compensar por eventuais prejuízos (EIF-P).

Na “Gestora P”, o entrevistado destacou que esses são mecanismos básicos para a gestão de riscos, “mas nada supera uma diligência bem-feita” e a escolha de um empreendedor “que realmente tem um perfil que a gente quer”. Ele acrescentou que por atuarem com participações minoritárias, a escolha adequada do empreendedor reduz a ocorrência de conflitos entre os sócios: “você ter um bom sócio e conhecer o sócio que vai investir, ainda acaba sendo a principal medida contingencial” (EIF-P). Sobre o papel da diligência como mitigadora de riscos, ele acrescentou que:

Uma diligência muito completa, tributária, legal, de pessoas, operacional, com clientes, com fornecedores, reputacional das pessoas, puxar a capivara de todo o mundo, e aí os mecanismos de garantias para potenciais contingências, sejam trabalhistas, sejam tributárias, sejam de marca, sejam de risco ambiental, tem que ser tomadas e muitas delas antes da gente investir, então se tiver um risco ambiental, a gente pode falar, olha só, vamos investir quando você consertar isso (EIF-P).

A entrevistada da “Gestora R” reforçou que existe uma detalhada análise de crédito, assim como a expertise dos membros do comitê de investimentos, que ajudam a minimizar potenciais riscos. Além disso, ela explicou que:

Há uma análise do grau de exposição por negócio e por setor, que pode ser um negócio muito legal, mas talvez a gente tenha que diminuir o tamanho do ticket para a gente não sentir tão exposto, e ter os cuidados básicos na nossa matriz de risco do negócio e do fundo como todo e para garantir a saúde do fundo, quer dizer a gente continua reciclando esse dinheiro para emprestar para mais gente e chegar em mais lugares e impactar mais pessoas (EIF-R).

As principais informações obtidas acerca da gestão de riscos, disponíveis nos documentos consultados e nas entrevistas realizadas, estão indicadas no Quadro 57.

QUADRO 57 – GESTÃO DE RISCOS PRATICADA POR GESTORAS DE FUNDOS PARA INVESTIMENTO EM EMPRESAS SOCIAIS

Instituição investidora	Gestão de riscos
Gestora D	• Análise documental prévia a concessão do crédito.
Gestora E	• Avaliação preliminar da sustentabilidade financeira da empresa. • Maturidade financeira e gerencial do negócio • Nível de endividamento • Práticas de gestão • Projeções de crescimento • Pulverização de investimentos • Garantias
Gestora H	• Análise de: • Risco comercial dos produtos, • <i>Business plan</i>, • Dirigente do negócio, • Mercado, setor, concorrentes e potencial de crescimento.
Gestora I	• Pulverização • <i>Track record</i> do <i>founder</i> e da equipe • Responsabilidades legais e contratuais
Gestora K	• Acompanhamento personalizado por especialistas • Renegociação
Gestora L	• Processo de seleção e <i>due diligence</i> (aspectos financeiros, formativos e factibilidade do plano de negócios). • Participação no conselho
Gestora M	• Avaliações de gestão, impacto socioambiental e risco de crédito. • Garantias reais, títulos ou fianças
Gestora N	• Processo de seleção e atuação do comitê de investimento
Gestora P	• Processo de seleção e <i>due diligence</i> • Termos contratuais (cláusulas de garantia e indenização) • Participação no conselho • Indicação do CFO • Garantias para riscos trabalhistas, marca, ambiental. • Reserva de caixa
Gestora R	• Análise de crédito • Grau de exposição por negócio e por setor

FONTE: Autor (2024)

Ampliação de iniciativas para investimento em empresas sociais

Sobre iniciativas para ampliar o investimento em empresas sociais no Brasil, o entrevistado da “Gestora D” informou que eles têm discutido internamente como fazer desses

investimentos e do ecossistema de empresas sociais uma política pública de estado. Ele disse que:

A gente já tem um impacto, que é a estratégia nacional de impacto que está no nível federal, mas precisamos também de projetos em nível estadual e municipal, ajudando na definição de impacto, na cultura de negócios de impacto nas escolas, também trabalhando com o estudo de benefícios tributários para esse ecossistema (EIF-D).

Ele argumentou também que seria recomendável um incentivo tributário para investidores que investem com impacto e que fazem aportes em fundos de *blended finance*, especialmente em cotas subordinadas.

Quando o gestor do *family office* vai analisar o nosso investimento, ele compara a gente com iniciativas de mercado que têm uma rentabilidade muito maior, só que o meu propósito é a maximização do retorno junto com o impacto. E aí, por que a gente não monta algum tipo de incentivo para fomentar esse ecossistema? Que nem montou para o agro, o Fiagro, que nem montou para o imobiliário, o CRI, que nem montou para o agro também no CAR, que nem montou para a infraestrutura, para a debentures de infraestrutura, que são incentivos, redução da base tributária para investimentos nesses setores (EIF-D).

Ele indicou também que o Fundo Garantidor de Crédito poderia ser acionado como mecanismo de *blended finance* para operações de impacto e questionou “a gente tem os bancos, com os investimentos assegurados pelo FGC, porque a gente não tem um FGC de impacto?!” (EIF-D). Ele destacou que é necessário reforçar parcerias público-privadas, com o governo assumindo um papel de Estado empreendedor, para assim “induzir e equalizar os riscos e trazer o capital comercial para esse ecossistema” (EIF-D).

Ele ainda destacou o papel do BNDES como uma instituição que poderia fornecer “carta-fiança para gestoras de impacto, para reduzir, equalizar o risco e atrair mais capital comercial. Então, acho que é muito nesses incentivos financeiros para a gente poder alavancar o ecossistema” (EIF-D).

O entrevistado da “Gestora E” defendeu que é necessário provocar uma reflexão nos grandes investidores: “Será que faz sentido eu investir em uma iniciativa que degrada o ambiente, que tem mão de obra escrava, que provoca poluição, que explora as pessoas?” (EIF-E1). A entrevistada da “Gestora E” também opinou sobre o assunto e disse que: “Acho que falta a questão de educação mesmo do investidor, do empreendedor, no sentido de ser coerente, de fazer o que fala” (EIF-E2).

Ela também defendeu que a questão regulatória é um outro caminho para ampliar investimentos dessa natureza e que seria interessante ter incentivos semelhantes para os investimentos que geram impacto social: “Então acho que seria interessante ter uma política pública para dar algum benefício para o produto que vai ter um impacto social, como teve políticas para setores específicos, pensar em algo para mercado de impacto” (EIF-E2).

A entrevistada da “Gestora H” argumentou que esse ainda é um cenário muito desafiador no Brasil, principalmente do ponto de vista de levantamento de fundos para esse fim, “porque muitas vezes quando a gente vai falar com grandes bancos, até investidores internacionais, eles exigem um *track record* histórico” (EIF-H). Ela também disse que:

Isso é um desafio porque é um mercado que não está começando, mas não é volumoso igual é lá fora. O ecossistema que te impacta e até de *venture capital* é muito maior fora do Brasil, então a gente tem essa dificuldade de casar o tamanho dos fundos e o *track record* com a expectativa do investidor. E para além disso, acho que ainda tem esse desafio de primeiro comprovar que é possível investir com esse viés, gerar impacto social e ambiental e trazer retorno financeiro. Acho que a finalização do nosso primeiro fundo vá comprovar tudo isso (EIF-H).

Ela disse também que o *blended finance* é uma alternativa viável para atrair investidores e aumentar o volume de investimentos, “porque aí você tem um capital concessional que vai reduzir as perdas e trazer um capital de mercado para enviar aos investimentos” (EIF-H). Ela destacou a necessidade de reforçar uma cultura de investimentos em empresas que gerem resultados sociais, pois “os principais entraves estão na mobilização de capital” (EIF-H). Ela exemplificou: “Eu acho que você dizer para a Faria Lima que eles podem investir gerando impacto e tendo o mesmo retorno, gera desconfiança, mas é possível” (EIF-H).

A entrevistada da “Gestora H” também argumentou que “a maioria dos investidores hoje são famílias, então você vê que é uma coisa muito pessoal. Eu acredito que com a mudança geracional dessas famílias vai ter mais interesse em impacto” (EIF-H). Do ponto de vista de iniciativas governamentais, ela apontou a necessidade de facilitar o acesso aos fundos do BNDES e que o “setor público tome mais risco, queira investir nesses fundos de impacto e não exijam esse *track record* com tantas exigências, porque no investimento de impacto é diferente” (EIF-H).

Na “Gestora H”, a entrevistada destacou também que a ampliação do ecossistema de investimentos em empresas sociais passa pela diferenciação entre os investimentos e a filantropia. Ela disse que:

É um ecossistema bastante desafiador, mas uma outra dificuldade que eu queria discutir, de quando vai captar é da diferenciação do capital filantrópico, do bolso da filantropia com o bolso do investimento de impacto. Eles andam juntos, mas eles não são iguais. A gente acredita muito que o capital filantrópico é para um, porque até pode ser replicável, mas não é algo que vai ganhar escala igual o investimento de impacto, então são bolsos diferentes, mas que ainda na cabeça do investidor está muito no mesmo bolso (EIF-H).

A entrevistada da “Gestora I” argumentou que a cultura de impacto ainda é muito recente e que o capital privado tem um grande potencial para alavancar esse movimento, “porque ainda falta capital para esses negócios e o *venture capital* é uma solução real porque pode representar um mecanismo concreto de expansão e escala dessas empresas” (EIF-I), mas

que também é preciso ações governamentais e mudanças de legislação “que facilitem o processo de gerar *venture capital* para essas empresas” (EIF-I).

Ela acrescentou que faltam *cases* de sucesso de saída no Brasil. “Eu acho que a gente tem tido dificuldade de ter um *new flow* de muita qualidade no Brasil. Eu acho que a gente tem vários desafios, de ter empreendedores de sucesso divulgados e colocados em evidência” (EIF-I). Ela disse também que é preciso adequar e equalizar o entendimento de impacto social entre os diversos fundos, para incrementar esse conceito a partir da percepção desses praticantes.

O entrevistado da “Gestora L” relatou o papel e aproximação de *family offices* a esse tema. Ele disse que:

Os Family Offices estão começando a ter um olhar mais cuidadoso para o investimento de impacto. Então você vai nos encontros da Aliança pelo Impacto que tem acontecido no Impact Hub, você começa a ver representantes do family office da família Setúbal, da família Johannpeter, você começa a ver algumas das famílias mais ricas do país participando das reuniões para entender e apoiar o investimento de impacto. Eu acho que isso tem que crescer muito, porque aí já tem, na minha opinião, a intencionalidade definida. A *family office* que faz filantropia, por que que não tira um pouco de filantropia? Não estou querendo que a creche da esquina perca a verba da fralda descartável, não é sobre isso. Mas tire de outros produtos financeiros, partindo do princípio que tem fundos profissionais e sérios, que tem expectativa de retorno financeiro também, como os grandes fundos, e migrem da aplicação do banco para isso. Então, para mim, esse é um dos principais, das maiores probabilidades de fazer esse bolo crescer (EIF-L).

Ele apontou também a necessidade de mais políticas públicas a nível federal, “dando visibilidade para o universo do impacto, criando eventos, chamando para licitações, colocando verba, como o BNDES está fazendo” (EIF-L). Ele disse que os bancos públicos precisam assumir uma posição de estímulo a esses negócios. “O Banco do Brasil não é o Banco do agro, pode ser o Banco da startup de impacto também. A Caixa tem tantos veículos financiadores, poderiam estar entrando também” (EIF-L).

O mesmo entrevistado disse que o poder público precisa assumir uma posição de fiador de confiabilidade aos investimentos dessa natureza, pois a entrada do poder público federal “cria um framework de confiabilidade para atrair investimento. O investimento de impacto passa a ser um item de cardápio de investimento para investidores nacionais e internacionais” (EIF-L). Esse entrevistado destacou também o papel da academia se apoderar e investir nesse tema. Ele argumentou que:

E a academia começar a formar pessoas para atuar nesse campo, seja como pós-graduação, disciplinas e formação de mestrado, mostrar que existe, trazer as pessoas que estão chegando no mercado para essa possibilidade. Vamos formar pessoas que desde o início estejam plugadas em estruturar formas da sociedade se desenvolver de formas mais justas. Eu acho que o Brasil é uma sociedade absolutamente injusta, deprimente de injusta, seja sobre a ótica da pirâmide social, da disparidade entre ricos e pobres, do racismo estrutural, da ausência da mulher nas estruturas de poder, de

liderança na política. Acho que a academia podia também ser um braço reforçador de isso, oferecendo cursos, disciplinas (EIF-L).

Esse entrevistado destacou também que é necessária a atuação de mais organizações para popularização e homogeneização do tema, a exemplo do que é feito pela “Gestora L”. Ele disse que:

Esse pessoal todo estava no terceiro setor e começou a se estruturar, estruturar organizações e instituições para atuar no campo do impacto. Então comecei também a conectar essas organizações com o nosso time para gerar um processo de educação, de letramento, de homogeneização de conceitos para todo mundo. Precisamos multiplicar esses comportamentos (EIF-L).

A entrevistada da “Gestora N” disse que é preciso construir histórias de sucesso e apresentá-las aos investidores. A entrevistada da “Gestora R” comentou que a isenção de impostos para investidores teria amplo potencial de atrair maior volume de recursos. Ela argumentou que essa estratégia seria também benéfica ao governo.

Eu estou investindo e já estou abrindo mão de algum retorno, nem que seja de um retorno mais rápido e eu ainda pago imposto de renda? Mas quando eu faço esse investimento o governo está deixando de diretamente investir em algumas coisas, porque tem negócio já resolvendo alguns problemas. Enfim, tem algumas isenções aí, por exemplo, tem debentures em produtos que não necessariamente tem a ver com energia limpa, educação, saúde etc. Então por que os nossos investimentos também não recebem esse tratamento? Será que não abriria mais portas? Então, o benefício fiscal de alguma forma ia abrir mais portas para o investidor, seja de pessoa física, seja investidor profissional, qualquer que seja esse investidor que a gente precisa para investir no nosso fundo (EIF-R).

Na “Gestora P” o entrevistado relatou que é necessário demonstrar a viabilidade de retorno e impacto a partir desses investimentos, posto que

O bolso da filantropia é um bolso de, sei lá, dezenas ou centenas de bilhões de dólares no mundo, mas o bolso do mercado de capitais é um bolso de dezenas ou centenas de trilhões de dólares. Então, se você consegue trazer esse capital para o investimento de impacto, você consegue potencializar, alavancar e escalar muito mais (EIF-P).

Ele destacou também que a estratégia de *blended finance* é um caminho para ampliar os investimentos de impacto, pois é uma alternativa, “já muito comum fora do Brasil, em que agentes de fomento podem assumir um primeiro nível de perda, se houver, para que o investidor privado capture o retorno mínimo que ele precisa para os seus investimentos” (EIF-P).

O mesmo entrevistado destacou o papel de *family offices*, destacando que “famílias doadoras que fazem a filantropia foram trazendo mais capital e buscando retornos financeiros, porque elas perceberam que esse é um modelo bem mais eficiente de reciclar o capital” (EIF-P). Ele justificou também que embora a filantropia seja um modelo com méritos “muita coisa é perdida e se você consegue rentabilizar o seu capital, você acaba tendo mais recursos para trazer de volta para novos programas e alcança muito mais impacto” (EIF-P). Ele também defendeu a criação de fundos de investimento

Ancorados pelo BNDES, ou pela FINEP, ou pelos dois, com participação de bancos estaduais, com recursos muito grande, tipo R\$ 1 Bi, 2 Bi de reais, 5B de reais, não importa, para pulverizar esse capital nos principais gestores, e que pudesse fazer investimento direto em empresas também, para escalar esse tipo de investimento no Brasil. Isso contribuiria muito para dar volume para um segmento de atuação, que está aos pouquinhos crescendo, isso poderia facilitar muito (EIF-P).

O entrevistado da “Gestora P” falou que incentivos fiscais com a diminuição de imposto para os investimentos de impacto são também uma estratégia de ampliação, mas ponderou que “isso sempre tem teto curto, uma hora precisa andar sozinho, é melhor ir pelos incentivos de mercado mesmo, então a gente precisa de políticas públicas muito bem desenhadas para isso e para fortalecer a divulgação desses investimentos” (EIF-P).

Ele acredita que é necessário popularizar o tema e o apresentar de forma dissociada da doação, porque “o investimento de impacto, infelizmente, ficou muito associado à filantropia, e o retorno nem sempre é conhecido” (EIF-P). Ela destacou então a necessidade “de mostrar o que o investimento de impacto gera mais retorno, não menos, porque cobre gaps estruturais do país e resolve de forma sustentável, problemas fundamentais” (EIF-P).

O entrevistado da “Gestora P” também defendeu que existem muitas áreas no Brasil com empresas geradoras de impacto social e com amplo potencial de retorno econômico, tais como infraestrutura, energia limpa, educação e saúde, com muita demanda de capital, mas com pouco oferta, justamente por conta dessa desinformação sobre o retorno econômico. Por isso ele defendeu a necessidade de “fazer essa correção de visão, esse marketing positivo, acho que seria muito interessante para trazer *family offices* para o segmento com mais força” (EIF-P).

O mesmo entrevistado retratou também a necessidade de atrair investidores estrangeiros, para que eles conheçam “um Brasil cheio de oportunidades de economia real, de impacto, e que eles não estão entrando para abraçar árvore, ou ajudar um país de segundo mundo, mas para ganhar dinheiro e resolver problemas importantes” (EIF-P).

As principais recomendações para ampliação dos investimentos em empresas sociais, obtidas a partir das entrevistas realizadas, estão indicadas no Quadro 58.

QUADRO 58 – RECOMENDAÇÕES, DADAS POR GESTORAS DE FUNDOS, PARA AMPLIAÇÃO DOS INVESTIMENTOS EM EMPRESAS SOCIAIS

Instituição investidora	Iniciativas para ampliação do investimento em empresas sociais
Gestora D	• Política Pública em nível federal, estadual e municipal • Benefícios Tributários • Fundo garantidor de crédito como cota subordinada em fundos de <i>blended finance</i> • Parcerias Público-privadas
Gestora E	• Mudança de mentalidade • Educação • Regulamentação do investimento em empresas sociais • Políticas públicas • Benefícios fiscais

Instituição investidora	Iniciativas para ampliação do investimento em empresas sociais
Gestora H	• Comprovar a efetividade dos investimentos em empresas sociais. • Diferenciação da filantropia • Estímulo ao <i>blended finance</i>, inclusive pelos agentes governamentais • Facilitar o acesso os recursos do BNDES
Gestora I	• Alavancar o capital privado • Regulamentação do investimento em empresas sociais • Divulgação de cases de sucesso • Adequar e equalizar o entendimento de impacto social
Gestora L	• Atração de <i>family offices</i> • Políticas públicas • Atuação de bancos públicos • Estímulo acadêmico • Iniciativas para popularização e homogeneização do tema
Gestora N	• Construir histórias de sucesso
Gestora P	• Demonstrar a viabilidade do retorno e impacto das empresas sociais. • Diferenciação da filantropia • Estímulo ao <i>blended finance</i> • Atração de <i>family offices</i> • Criação de fundos de impacto ancorados por agentes governamentais (BNDES, FINEP, bancos estaduais). • Políticas públicas • Divulgação e popularização do investimento de impacto • Atração de investidores internacionais
Gestora R	• Benefícios fiscais para investidores

FONTE: Autor (2024)

4.1.6 Outras Iniciativas: Empresas (fundo corporativo), Organização Paraestatal e Iniciativa de Fomento ao Ecossistema

Nesse grupo estão descritas iniciativas (fundo corporativo, instituição paraestatal, iniciativa de fomento ao ecossistema) e que foram identificadas de forma individualizada, o que não permitiu agrupá-las junto aos grupos anteriormente apresentados. Explica-se, então, que o fundo corporativo é gerenciado pela própria companhia mantenedora, por isso não pode ser classificado como uma gestora de fundos, já que não opera de forma independente na captação e administração de recursos de terceiros, sendo alinhado aos interesses estratégicos da empresa.

Já a organização paraestatal e a iniciativa para fomento do ecossistema não podem ser classificadas como aceleradora, iniciativa governamental, instituto, banco ou gestora de fundos de investimento, pois não possuem as características essenciais dessas categorias. Eles não seguem o modelo estruturado de aceleração com investimento, não são diretamente vinculados ao governo, não atuam como institutos sem fins lucrativos voltados para ações sociais, não desempenham funções bancárias como concessão de crédito e não administram fundos de investimento com estratégia de retorno financeiro.

Dessa maneira, cada uma dessas entidades possui um papel específico e diferenciado no ecossistema de empreendedorismo e impacto social. Tais iniciativas são apresentadas como “Iniciativa Independente A” a “C”.

Instrumento Financeiro

A “Iniciativa Independente A” adotou como instrumento financeiro o aporte de recursos não reembolsáveis, direcionados a iniciativas de fomento às empresas sociais. Embora não indique diretamente a fonte de recursos utilizadas, a Chamada aponta instituições constituintes da “Iniciativa Independente A”, tais como o Instituto de Cidadania Empresarial (ICE), Instituto Helda Gerda, Instituto humanize e Somos Um, com a parceria estratégica da Cosan, Fundação Educar, Fundação FEAC, Fundação Grupo Boticário, Instituto Sabin e Raia Drogasil (Iniciativa Independente A: Documento 1).

No caso do “Iniciativa Independente B”, considerando sua atuação no estado do Rio Grande do Norte, percebeu-se que essa organização fornece financiamento por meio de programas de pré-aceleração de empresas sociais, por um período de até 6 meses. O aporte de capital ocorre com recursos não reembolsáveis a partir de premiação aos negócios com melhor desempenho ao longo do processo de pré-aceleração (Iniciativa Independente B: Documento 1).

No tocante à “Iniciativa Independente C”, seu relatório de impacto correspondente ao ano de 2022, indica a utilização de aportes não reembolsáveis; investimentos com retorno em outros fundos de investimento; e aportes diretos em empresas sociais. Os recursos são resultantes de aportes anuais realizados pela empresa mantenedora dessa iniciativa. Por seus instrumentos de aportes não reembolsáveis e reembolsáveis, esse fundo injeta capital também em outros fundos de investimento de impacto na modalidade de *blended finance* (Iniciativa Independente C: Documento 1).

As principais informações obtidas acerca dos instrumentos financeiros, disponíveis nos documentos consultados, estão indicadas no Quadro 59.

QUADRO 59 – RECOMENDAÇÕES, DADAS POR GESTORAS DE FUNDOS, PARA AMPLIAÇÃO DOS INVESTIMENTOS EM EMPRESAS SOCIAIS

Instituição	Instrumento Financeiro
Iniciativa Independente A	• Recursos não reembolsáveis
Iniciativa Independente B	• Recursos não reembolsáveis (premiação)
Iniciativa Independente C	• Aportes não reembolsáveis • Investimentos com retorno em fundos de investimento • Aportes diretos em empresas sociais

FONTE: Autor (2024)

Nesse cenário, a síntese de informações revela que a “Iniciativa Independente A” capta recursos não reembolsáveis de diversas instituições para financiar iniciativas de fomento às empresas sociais; enquanto a “Iniciativa Independente B” financia premiações para incentivar o desenvolvimento de empresas sociais em estágio inicial; e a “Iniciativa Independente C” utiliza uma combinação de aportes não reembolsáveis e investimentos em fundos próprios e de terceiros para diversificar seus investimentos e maximizar o impacto social.

Exigência de Impacto e Mecanismos de Seleção

No que se refere a **exigência de impacto**, embora nenhuma das iniciativas identifique ferramentas de mensuração ou exigências mais detalhadas, em todas está o entendimento de que as propostas devem indicar, explicitamente, a intencionalidade de resolução de um problema socioambiental e que a solução de impacto é a atividade principal do negócio. Além de indicar compromisso com o monitoramento do impacto gerado (Iniciativa Independente A: Documento 1).

Embora o relatório de impacto da “Iniciativa Independente C” não descreva requisitos de escolha dos fundos e iniciativas investidas, revela que os investimentos foram realizados, entre outras possibilidades, em negócios relacionados a sustentabilidade e conservação florestal, seja em plataforma de empréstimo coletivo com ações direcionadas a Amazônia e/ou fundo direcionados a conservação de florestas e ações mitigadoras de mudanças climáticas. Além dessas ações, quando investiu diretamente em empresas sociais, o fundo considerou ES em todas as fases de maturação, desde a ideia até a escala (Iniciativa Independente C: Documento 1).

Na “Iniciativa Independente B”, especialmente no tocante ao **estágio de funcionamento**, o edital revela a aceitação de negócios em fase de ideação, validação ou operação, quanto às **regiões de interesse**, apenas negócios com operações no estado do Rio Grande do Norte estavam aptos a concorrer no referido edital (Iniciativa Independente B: Documento 1).

Além desses aspectos, o edital vincula a obrigatoriedade de os negócios candidatos atuarem em áreas relacionadas a agenda 2030 da ONU, logo, em conformidade com os objetivos de desenvolvimento sustentável estabelecidos por essa instituição. Quanto à forma organizacional, o edital contempla empresas sociais, mas não se restringe a essas iniciativas, permitindo a candidatura de microempreendedores individuais, microempresa e empresas de

pequeno porte, cooperativas, produtores rurais e organizações da sociedade civil (OSC) empenhados com o desenvolvimento de soluções qualificadas para promover impacto socioambiental positivo para a sociedade (Iniciativa Independente B: Documento 1).

Outrossim, os aspectos de seleção eram compostos por requisitos em inovação, alcance, escalabilidade e integração com os ODS. Equidade de gênero, empoderamento de grupos vulneráveis e oferecimento de soluções com foco em jovens, idosos, pessoas com deficiência, negros e minorias. Esses aspectos constituem, simultaneamente, requisitos de exigências de impacto e do contexto dos beneficiários da atuação das empresas sociais. Sob a ótica de gestão e desempenho, o edital menciona também a necessidade de comprovar sustentabilidade financeira, faturamento, e participação em outros programas de aceleração (Iniciativa Independente B: Documento 1).

A chamada da “Iniciativa Independente A” identifica que as **formas organizacionais** elegíveis para receber os recursos eram organizações que apoiavam a jornada dos empreendedores, tais como incubadoras, aceleradoras de negócios, universidades, parques tecnológicos, *coworkings*, hubs de inovação e *living labs*.

Embora a chamada indique que não há limitação a iniciativas sem fins lucrativos e com fins lucrativos, nas quais as empresas sociais estão inseridas, o texto destaca que o negócio deve buscar retorno financeiro, operando pela lógica de mercado. No que se refere as **regiões de interesse**, a chamada esclarece que foram definidas iniciativas para as cidades de Belém (PA), Brasília (DF), Fortaleza (CE), Campinas (SP), Paranaguá (PR) e Porto Alegre (RS) (Iniciativa Independente A: Documento 1).

A chamada destaca que não há predileção por **setores de atuação**, embora fosse esperado que as propostas fossem condizentes com a realidade/necessidades das cidades de interesse. Por outro lado, a chamada destaca a intenção de selecionar projetos e empresas sociais em que o **contexto dos beneficiários** envolva empreendedores de territórios vulnerabilizados; negros, indígenas, grupos racialmente sub-representados; e mulheres.

Em aspectos relacionados ao **histórico do gestor e competências organizacionais**, a chamada informa que seriam avaliados a capacidade de execução, experiência do time e redes das organizações proponentes (Iniciativa Independente A: Documento 1). As principais informações obtidas acerca dos mecanismos de seleção, disponíveis nos documentos consultados, estão indicadas no Quadro 60.

QUADRO 60 – MECANISMOS DE SELEÇÃO INICIATIVAS INDEPENDENTES

Instituição	Mecanismo de seleção	
	Forma organizacional	• Incubadoras

Instituição	Mecanismo de seleção	
Iniciativa Independente A		• Aceleradoras • Parques tecnológicos • <i>Coworkings</i> de inovação • <i>Living Labs</i>
	Regiões de interesse	• Belém (PA) • Brasília (DF) • Fortaleza (CE) • Campinas (SP) • Paranaguá (PR) • Porto Alegre (RS)
	Contexto dos beneficiários	• Territórios vulnerabilizados • Negros • Indígenas • Grupos racialmente sub-representados • Mulheres
	Histórico do gestor e competências organizacionais	• capacidade de execução • Experiência do time • Redes das organizações proponentes
Iniciativa Independente B	Estágio de funcionamento	• Ideação • Validação • Operação
	Região de interesse	• Rio Grande do Norte
	Contexto dos beneficiários	• Soluções com foco em jovens, idosos, pessoas com deficiência, negros e minorias
	Exigência de impacto	• Equidade de gênero • Empoderamento de grupos vulneráveis
Iniciativa Independente C	Setor de interesse	• Sustentabilidade e conservação florestal • Mudanças Climáticas
	Estágio de funcionamento	• Ideia • Validação • Escala

FONTE: Autor (2024)

De forma simplificada, os mecanismos de seleção revelam que a “Iniciativa Independente A” valoriza projetos em cidades específicas e com foco em grupos vulneráveis; esses grupos são também priorizados pela “Iniciativa Independente B”, que tem foco regional e prioriza negócios em estágios iniciais de desenvolvimento. Por fim, a “Iniciativa Independente C” adota uma abordagem focada em questões ambientais, investindo em diferentes estágios de desenvolvimento.

Volume de Recursos Financeiros

No tocante ao **volume de recursos financeiros**, no relatório da “Iniciativa Independente C” está informado que já foram aportados quase R\$ 58 milhões em iniciativas comerciais direcionadas ao impacto social, sendo que quase R\$ 44 milhões foram alocados em iniciativas com expectativa de retorno financeiro e R\$ 14 milhões na forma de aportes sem expectativa de retorno, mas investidos como estímulo a participação de outros agentes nos fundos investidos.

Além dessas iniciativas, esse fundo aportou R\$ 1 milhão diretamente em empresas sociais (Iniciativa Independente C: Documento 1).

No caso do “Iniciativa Independente B”, os recursos foram ofertados na forma de premiação (recurso não reembolsável) com valores de R\$ 10 mil, R\$ 8 mil e R\$ 5 mil para as três primeiras empresas sociais com melhor desempenho em faturamento, inovação, ampliação/consolidação do impacto social e ampliação da base de cliente durante o período de pré-aceleração.

Para implementar o programa de aceleração, o edital indica alguns **atores envolvidos**, que operam na execução do programa de aceleração, tais como redes empresariais, universidades e especialistas de impacto social, consultores de mercado e analistas de empreendedorismo, que são responsáveis por oferecer mentorias, consultorias e capacitações ao longo do processo de pré-aceleração (Iniciativa Independente B: Documento 1).

Na chamada da “Iniciativa Independente A”, o valor a ser disponibilizado por iniciativas de cada cidade definida como região de interesse foi de até R\$200.000. Além disso, os valores de financiamento foram limitados de acordo com o estágio da proposta, de modo que as iniciativas em fase de ideação (apoio em atividades relacionadas à trajetória empreendedora, na exploração de potenciais ideias de negócios, conhecimento sobre clientes, desenho de modelo de negócio), por meio de Hackathons, Laboratórios de prototipagem, Desafios e maratonas de empreendedorismo, Workshops, Programas de mentoria e Premiações tinham como valor máximo a quantia de R\$ 35 mil, ao passo em que Programas de pré-incubação ou pré-aceleração estavam limitados a R\$ 75 mil (Iniciativa Independente A: Documento 1).

Iniciativas em estágio de validação e expansão (apoio às empresas sociais em estágio de validação, tração, escala, ou de negócios já existentes em fase de validação, refinamento ou expansão do modelo de negócios), por meio de Programas de conexão com o mercado, Programas de conexão com investidores, Bolsas de permanência em programas de aceleração / incubação para empreendedores, tiveram como valor máximo a quantia de R\$ R\$ 75 mil (Iniciativa Independente A: Documento 1).

Programas de Incubação e Aceleração, por sua vez, poderiam propor projetos para financiamento com montante de até R\$ 150 mil (Iniciativa Independente A: Documento 1). Em qualquer dos estágios, os projetos apresentados tinham entre 12 e 18 meses como prazo máximo para conclusão (Iniciativa Independente A: Documento 1).

As principais informações obtidas acerca volume de recursos, disponíveis nos documentos consultados, estão indicadas no Quadro 61.

QUADRO 61 – VOLUME DE RECURSOS PRATICADO POR INICIATIVAS INDEPENDENTES

Instituição	Volume de recursos	
Iniciativa Independente A	Montantes	• Iniciativas em estágio de ideação: R\$ 35 mil • Programas de pré-incubação: R\$ 75 mil • Iniciativas em estágio de validação e expansão: R\$ 75 mil • Programas de incubação e aceleração: R\$ 150 mil.
	Duração	• 12 a 18 meses
Iniciativa Independente B	Montantes	• R\$ 5 mil a R\$ 10 mil
Iniciativa Independente C	Montantes	• R\$ 44 milhões com expectativa de retorno • R\$ 14 milhões não reembolsáveis

FONTE: Autor (2024)

Gestão de Riscos e Acompanhamento do uso de Recursos

A **gestão de riscos** é abordada na chamada da “Iniciativa Independente A”, uma vez que, ainda que não fossem obrigatórios, a chamada indicou alguns mecanismos para mitigar riscos de ordem econômica, expressos em recursos próprios dos proponentes, de terceiros efetivados ou assegurados para a execução do projeto submetido.

Essas contrapartidas poderiam ser financeiras - valor financeiro ou compromisso formal de alocação financeira no projeto; econômicas - contribuição do proponente para a realização do projeto proposto, a exemplo de recursos investidos em equipe técnica, locação de espaço físico, infraestrutura de apoio e tecnologia (Iniciativa Independente A: Documento 1).

Cabe destacar que embora essas contrapartidas não fossem obrigatórias para projetos com recursos nos limites de financiamento indicados, sua disponibilidade (contrapartida) foi mecanismo de pontuação adicional entre os proponentes (Iniciativa Independente A: Documento 1).

Para a **prestação de contas**, a chamada da “Iniciativa Independente A”, apenas indicava a obrigatoriedade de participar de reuniões bimestrais para acompanhamento dos projetos. Além disso, era requerida a apresentação de relatório quadrimestral com descrição objetiva dos avanços do projeto, prestação de contas financeira, resultados obtidos e aprendizados. A chamada informa que os proponentes de projetos aprovados receberiam orientações acerca da elaboração dos relatórios de prestação de contas (Iniciativa Independente A: Documento 1).

As principais informações obtidas acerca da gestão de riscos e prestação de contas, disponíveis nos documentos consultados sobre as organizações inseridas nesse grupo, estão indicadas no Quadro 62.

QUADRO 62 – GESTÃO DE RISCOS E PRESTAÇÃO DE CONTAS EM INICIATIVAS INDEPENDENTES

Instituição	Gestão de riscos e Prestação de contas	
“Iniciativa Independente A”	Gestão de riscos	• Contrapartidas financeiras e econômicas
	Prestação de contas	• Reuniões bimestrais • Relatórios trimestrais (avanços do projeto, contas financeiras, resultados obtidos e aprendizados)

FONTE: Autor (2024)

5. DISCUSSÃO DOS RESULTADOS E AVANÇOS DO ESTUDO

Esse capítulo tem como objetivo relacionar os resultados encontrados nessa pesquisa com os postulados acadêmicos da literatura sobre o tema. Para isso, foi organizado com a discussão sobre os estruturadores (investidores) financeiros, seus instrumentos e financiadores; a configuração dos instrumentos financeiros, incluso suas semelhanças e distinções; e o processo de investimento a partir da configuração dos instrumentos financeiros, em conformidade com os objetivos dessa tese. Outrossim, durante as discussões dos resultados estão analisadas as proposições de pesquisa, com seu aceite, recusa ou adequação de escrita.

5.1 ESTRUTURADORES, INSTRUMENTOS FINANCEIROS E FINANCIADORES NO ECOSSISTEMA BRASILEIRO DE EMPRESAS SOCIAIS

A fim de melhor compreender os dados discutidos nesse tópico foram segmentados com análise dos estruturadores (investidores), instrumentos financeiros, financiadores (fontes) e atores envolvidos em subtópicos específicos.

5.1.1 Estruturadores Financeiros

Os resultados revelam que os estruturadores dos investimentos, isto é, os atores que criam, gerenciam e distribuem produtos de investimento para empresas sociais estão categorizados como aceleradoras, bancos, gestoras de fundos de investimentos, iniciativas governamentais, institutos e iniciativas independentes. Dentre esses agentes, destacam-se, de forma quantitativa, os institutos e as gestoras de fundos.

Sobre esses resultados percebe-se que, no Brasil, a variedade de agentes explicitamente relacionados com os investimentos em empresas sociais é reduzida em comparação com o cenário internacional, em que outras pesquisas apontam como estruturadores (investidores), além dos indicados acima, bancos sociais (Hazenbergh; Seddon; Denny, 2015), fundos mútuos (Heaney *et al.*, 2017), cooperativas de crédito (Aisaiti *et al.*, 2019), bolsa de valores sociais (Patel; Patel, 2022), poupança coletiva (Calderini; Chiodo; Michelucci, 2017); e instituições religiosas (Aschari-Lincoln; Jacobs, 2018).

Cumprir informar também que embora a literatura destaque o papel das grandes companhias como investidoras diretas nas empresas sociais (Harders; Scheepers, 2023; Gigante; Sironi; Tridenti, 2023), no Brasil, essas organizações não costumam fazer

investimentos diretos, mas o fazem em parceria com intermediários (Michelucci, 2017), como as gestoras de fundos de investimentos, ou instituem fundações que direcionam esse investimento a partir de programas de aceleração e financiamento de organizações fomentadoras do ecossistema.

Sobre as aceleradoras de impacto, estruturadores financeiros pouco discutidos na literatura, geralmente apresentados de forma simplificada como organizações que apoiam o estágio inicial desses negócios, oferecendo orientação, educação e apoio financeiro, sem maiores detalhamentos sobre esse último (Schätzlein, Schlütter, Hahn, 2023), os resultados revelam que essas organizações, embora não se autodenominem gestoras de fundos, operam o apoio financeiro a partir de fundos de investimento.

Nesse cenário, percebe-se que essas organizações não se distanciam de seus propósitos básicos de mentoria e aceleração de empresas, mas que, dada a sua expertise com as características das empresas sociais, incluem a gestão de fundos em suas atribuições organizacionais, o que lhes facilita também o acesso aos recursos, posto que os financiadores reconhecem a trajetória dessas iniciativas.

Outrossim, embora as aceleradoras atuem como estruturadores financeiros quando constituem seus fundos de investimentos, elas também são intermediárias quando são contratadas por outras instituições, geralmente institutos com fundos patrimoniais, para promover gerenciamento de bolsas financeiras e aceleração de empresas sociais.

Dessa maneira, as iniciativas das aceleradoras estudadas podem servir como modelo para outras organizações, que ao integrar novas qualificações em seu funcionamento e objetivos organizacionais, ampliam o leque de instituições que financiam empresas sociais em diferentes regiões.

No que se refere aos bancos analisados, percebe-se que todos eles atuam diretamente como estruturadores financeiros, mas se diferenciam no papel que executam “na ponta”, uma vez que operam na captação de fundos de investimentos com retornos financeiros bem estabelecidos; como estruturadores de fundos gerenciados por outras gestoras, quando estimulam o *blended finance* e outros fundos de impacto; e ainda quando acessam recursos de fundos governamentais específicos para estimular as empresas sociais.

Diferente do que foi retratado no estudo de Michelucci (2017), em que a atuação dos bancos, no contexto italiano, foi retratada pela proximidade com fundações, organizações sem fins lucrativos e associações, por meio de fundos específicos para impulsionar iniciativas de impacto, no Brasil, conforme os dados analisados, essas instituições, embora atuem também

com fundos específicos, têm como intermediários outras organizações comerciais, como as gestoras de fundos de investimento e aceleradoras de impacto.

Outrossim, embora a pesquisa de Calderini, Chiodo e Michelucci (2017) indique que os fundos gerenciados por bancos são constituídos com capitais filantrópicos e públicos, no caso dos países que compõem o grupo do G7 (Reino Unido, Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão e EUA), nos bancos analisados, esses fundos são formados por capitais privados dos investidores ou do poder público, não reconhecido, no cenário brasileiro, o capital filantrópico em fundos gerenciados por instituições bancárias, mas sim naqueles administrados por aceleradoras e gestoras de fundos de investimentos.

As iniciativas governamentais, por sua vez, atuam como estruturadores financeiros e intermediárias do investimento em empresas sociais. A atuação como intermediária é percebida na parceria com fundações privadas, que costumam disponibilizar os recursos para aporte nos negócios, com a representante governamental atuando como um ator de seleção desses negócios, sem a propriedade do recurso a ser investido.

Quanto as iniciativas independentes, aquela operada por uma entidade paraestatal assume um papel de singularidade, posto que os estudos consultados para a construção do referencial teórico e análise dos dados nessa pesquisa, não posicionam instituições dessa natureza. Situação semelhante foi percebida com a coalizão estudada, que congrega diferentes atores em prol de fomentar o ecossistema de investimentos e empresas sociais em diferentes cidades brasileiras. Chama atenção que a literatura sobre os investimentos em empresas sociais não discute iniciativas coletivas com tamanha variedade de agentes, apontando, geralmente, parcerias público-privadas ou de bancos com fundações.

Outra iniciativa independente identificada foi um fundo de investimentos (fundo corporativo) que não foi categorizado como gestora de fundo de investimento porque é gerenciado pela própria companhia mantenedora. Esse fundo é um forte estruturador no cenário nacional pelo volume de recursos aportados no mercado e por investir em outros fundos, atuar como capital catalítico e realizar aportes diretos em empresas sociais. De modo geral, essa iniciativa corrobora a atuação das empresas como estruturadores financeiros que efetivam aplicações para cumprir diretrizes de responsabilidade social (Gigante; Sironi; Tridenti, 2023).

Os institutos também despontam como estruturadores financeiros no ecossistema brasileiro. Enquanto estruturadores definem as características, valores e mecanismos de transmissão de recursos financeiros às empresas sociais. Entretanto, essas instituições costumam atuar de duas formas, seja empreendendo o investimento diretamente na empresa ou

por meio de intermediários, que nessa pesquisa foram as gestoras de fundos de investimento e aceleradoras de impacto.

A literatura consultada não apresenta os institutos como estruturadores financeiros, mas o faz com a discussão de fundações. No Brasil as fundações têm uma finalidade própria do interesse público, cujos recursos financeiros, com fundo específico, devem obrigatoriamente ser investidos nessa finalidade, ao passo em que os institutos, embora também tenham um fim específico de interesse público não dependem, necessariamente, de um patrimônio destinado a esse fim, sendo mais flexíveis em governança e foco de atuação.

Considerando que as fundações são definidas como instituições de caráter privado (Moran; Ward-Christie, 2022) que operam iniciativas de doações e investimentos com retornos concessionais ou não-concessionais (Sharam *et al.*, 2017), semelhante aos institutos pesquisados, a comparação de literatura foi realizada com esse grupo de estruturadores.

Considerando os institutos (como outras pesquisas consideram fundações), no ecossistema brasileiro essas instituições são constituídas por iniciativas individuais ou como braços filantrópicos de corporações empresariais, mas não exatamente por organizações intergovernamentais e instituições financeiras, como retratado por Andrikopoulos (2020).

Por fim, as gestoras de fundo de investimento foram os estruturadores financeiros mais frequentes do ecossistema brasileiro. Esses estruturadores, em conformidade com a literatura sobre o tema, operam com o capital de risco em forma de participação na empresa investida com o intuito de conseguir satisfatórios índices de retorno financeiro em empresas sociais com grandes perspectivas de crescimento (Bhatt; Ahmadb, 2017).

De modo geral, a utilização de fundos de investimento, direta ou indiretamente estimulados por diferentes atores do ecossistema, demonstra a crescente profissionalização do mercado de investimentos de impacto no Brasil.

5.1.2 Instrumentos Financeiros

Acerca dos instrumentos financeiros utilizados pelos estruturadores (investidores) atuantes no ecossistema brasileiro, percebeu-se a preponderância do capital de risco (*equity*), empréstimos (convencionais, microcrédito e plataformas de empréstimo coletivo), empréstimos conversíveis, financiamento de programação de aceleração e recursos não reembolsáveis (doações, premiação e recursos de subvenção econômica).

Nesse cenário, percebeu-se que instrumentos como títulos de impacto social, empréstimo de impacto social e finanças islâmicas não foram identificados. Sobre os títulos de

impacto social (SIB), ainda que sejam um dos instrumentos financeiros mais frequentes nas pesquisas sobre o tema (Vecchi; Casaliniy, 2019; Magomedova; Roig; Bastida-Vialcanet, 2020; Mollinger-Sahba *et al.*, 2021), eles não foram relatados pelos documentos e entrevistas realizadas, reforçando a não existência, no Brasil, de contratos baseados em desempenho entre governo e investidores privados (Okker; Auvinen; Abrahamsson, 2022).

Certamente que a ausência de legislações que retratem especificamente o investimento de impacto social e as empresas que intencionalmente o promovem, dificulta a adoção desse instrumento no contexto brasileiro. Consta-se, então, que apesar da amplitude de discussões sobre os SIB, frequentes nos debates sobre investimentos de impacto social, em verdade, esses títulos são, especialmente, um fenômeno nórdico e sua prevalência em outras culturas e geografias é escassa (Okker; Auvinen; Abrahamsson, 2022).

A ausência de empréstimos de capital social é compreendida pela ausência de bancos sociais e cooperativas de crédito entre os principais estruturadores do país, uma vez que embora os empréstimos existentes possuam características “pacientes”, eles são operacionalizados por bancos, agências de fomento, gestoras de fundos de investimento e aceleradoras de impacto, e não por bancos sociais, que são instituições sem fins lucrativos e que diferem dos bancos comerciais por priorizarem o impacto social sobre o lucro.

Os empréstimos conversíveis, apontados como instrumentos financeiros em algumas gestoras de fundos, são retratados com as mesmas características do que outros estudos nomearam como capital mezanino. Como percebido no contexto brasileiro, esse instrumento é caracterizado como uma dívida subordinada que representa um direito sobre os ativos da empresa que gera impacto social (Islam, 2020; Glanzel; Scheuerle, 2016), em caso de não reembolso do capital aportado ou pela escolha de conversão desse recurso em ativos da organização (Martins, 2015).

Entretanto, diferente de Martins (2015) que constatou que o capital mezanino é uma fonte de financiamento mais cara, os estruturadores brasileiros que o utilizam, ainda o praticam como um empréstimo conversível paciente, já que tem um prazo de pagamento mais alongado. Outra diferença constatada é que os empréstimos conversíveis praticados pelos estruturadores financeiros brasileiros não se direcionam a modelos de negócios de baixo risco (Achleitner; Spiess-Knafl; Volk, 2014), mas sim àqueles estruturados ao capital de risco, posto que a conversibilidade dos recursos assume a modalidade de *equity* nas empresas investidas.

Acerca dos instrumentos financeiros identificados, percebe-se que eles se diferenciam de acordo com o grupo de estruturadores financeiros. Dessa forma, constatou-se o empréstimo (em valores superiores ao microcrédito) nas aceleradoras de impacto, em uma das iniciativas

governamentais, e em ao menos, um dos fundos de investimentos, um instituto, e em um dos bancos.

Dentre esses grupos, cumpre explicar que a utilização desse tipo de instrumento por aceleradoras de impacto não foi reconhecido na literatura consultada. Outrossim, a utilização de instrumentos como certificados de recebíveis, em aceleradoras, demonstra a capacidade de inovar na estruturação de produtos financeiros para atender às necessidades específicas de empresas sociais.

O microcrédito, embora seja destinado aos negócios geradores de impacto social, atua com características que se estendem a negócios “tradicionais”, conforme percebido em um dos fundos de investimentos e em uma das iniciativas governamentais analisadas. No âmbito das instituições pesquisadas, o microcrédito se confirma como um instrumento financeiro, baseado em pequenas quantias, dirigido a indivíduos e pequenos negócios que tem dificuldades em acessar os recursos disponibilizados por instituições bancárias “tradicionais”.

Por outro lado, no ecossistema brasileiro, esse instrumento não é direcionado, apenas, a empresas e populações carentes, conforme constatado por Hochstadter e Scheck (2015) em um levantamento de trabalhos acadêmicos.

Outra característica do microcrédito, no cenário brasileiro, que diferencia de outros contextos geográficos (europeu e norte-americano), é o requerimento de garantias para a sua concessão (iniciativa governamental) e uma rigorosa análise documental para liberação do crédito e redução de riscos (gestora de fundo de investimento), demonstrando que diferentemente do que foi encontrado por Akbulaev, Aliyev e Ahmadov (2019), para esse instrumento, garantias são sim requeridas no ecossistema brasileiro.

Para os negócios brasileiros de impacto social, o microcrédito é também uma alternativa que se destaca pela reduzida taxa de juros e maior prazo de pagamento em comparação com os bancos tradicionais. Esse resultado destoa de Green (2022) que defendeu que esse instrumento financeiro, no Camboja, funciona com taxas de juros muito altas.

Por outro lado, tomando como base o microcrédito operacionalizado por uma das gestoras de fundos de investimentos, confirma-se que os recursos para esse instrumento são decorrentes de diferentes fontes de mercado, em uma mistura de doações, capital próprio e investimentos diversos (Djan *et al.*, 2023).

No caso das gestoras de fundos de impacto, constatou-se certa diversidade nos instrumentos financeiros, incluindo empréstimos, *equity*, securitização de recebíveis, plataformas de empréstimo coletivo e *equity crowdfunding*. Esses instrumentos, analisados junto as configurações detectadas para cada grupo de estruturador financeiro, demonstram que

a escolha do instrumento financeiro é personalizada para cada negócio, considerando seu estágio de desenvolvimento, necessidades de capital e perfil de risco.

Recursos não reembolsáveis figuram como o instrumento financeiro adotado por diferentes grupos de estruturadores, tais como bancos, iniciativas governamentais e institutos. Entretanto, a forma como esse instrumento é operacionalizado é distinta entre os grupos pesquisados, posto que no caso de bancos, quando trabalhado em quantias vultuosas, é utilizado como capital catalítico para estruturação de fundos de investimento e estruturas de *blended finance*; ou como premiação para pequenas empresas sociais em processos de aceleração.

Na iniciativa governamental, a premiação é também a modalidade utilizada, com a diferença que adota recursos advindos de institutos vinculados a companhias empresariais, ou de subvenção econômica com recursos de fundos mantidos pelo poder governamental. Dessa maneira, a premiação decorrente de concursos (Kabbaj *et al.*, 2016; Dodo, 2018) é um instrumento financeiro também utilizado no ecossistema nacional.

No caso dos institutos, os recursos não reembolsáveis, quase sempre são destinados a fundos de investimentos gerenciados por companhias gestoras especializadas, mas nesse caso, embora o recurso seja mencionado como doação, ele é aplicado em cotas subordinadas de fundos de investimento, assumindo o papel de capital catalítico em fundos de *blended finance*. Nesse cenário, constatou-se que bancos e institutos, estes últimos, prioritariamente, quando vinculados a grandes organizações empresariais não costumam empreender o investimento diretamente nas empresas sociais, mas sim como “capital colchão” para atrair investidores de lógica mais comercial.

O instrumento financeiro utilizado pela maioria dos institutos, reforça que essas entidades operam com desembolsos e doações que podem gerar retornos com taxas abaixo do mercado (cotas subordinadas) ou em padrões não-concessionais (Sharam *et al.*, 2017), quando investem em cotas seniores de fundos de investimento, como foi retratado em parte dos institutos analisados.

Ao optar por adotar as doações para intermediários, como as gestoras de fundos de investimento, os institutos reforçam sua lógica filantrópica baseada em uma gestão financeira prudente e avessa ao risco indeterminado (Moran; Ward-Christie, 2022), que é empreendida pela transferência de recursos às companhias gestoras de fundos, dada as expertises empresariais desses negócios.

Sob esse entendimento, os institutos, considerando sua posição de proximidade conceitual com fundações, usam conceitos de finanças de capital de risco e os aplicam para alcançar objetivos filantrópicos em empresas sociais mais orientadas comercialmente (Aschari-

Lincoln; Jacobs, 2018), em uma abordagem chamada de filantropia de risco para solucionar problemas sociais de forma escalável e financeiramente sustentável (Sahasranamam *et al.*, 2023).

Conforme resultados da pesquisa, um dos bancos e alguns institutos operam com o financiamento de programas de aceleração para empresas sociais. No caso dos bancos, não foram localizadas publicações acadêmicas que apontassem essa forma de atuação dessas organizações, o que parece refletir uma particularidade do ecossistema brasileiro.

Os institutos brasileiros, por sua vez, corroboram seu papel como agentes financeiramente provedores de treinamento e consultoria (Akbulaev; Aliyev; Ahmadov, 2019) para desenvolvimento do mercado, oferecimento de capital e promoção de capacitação para ampliar o volume de negócios e compartilhamento de boas práticas em empresas geradoras de impacto socioambiental (Bolinson; Allan, 2022).

Outro instrumento financeiro identificado no ecossistema brasileiro foi o de *crowdfunding*, operado por duas gestoras de fundos na forma de plataforma de empréstimo coletivo (*debt crowdfunding*) e *equity crowdfunding* por outra companhia investidora. Embora esse instrumento financeiro seja apresentado como uma das principais tendências em empreendedorismo (Heminway, 2017), chama atenção a sua pouca frequência no cenário estudado, assim como a não identificação de iniciativas como o *crowdfunding* altruísta (doação), hedonista (retornos não financeiros) (Shengfen, 2018), *reward* (recompensas previamente definidas) (Ziegler *et al.*, 2018).

Adicionalmente, embora uma das companhias gestoras de fundos opere o *equity crowdfunding*, este não parece ser uma tendência no cenário nacional, que para investimentos que garantem participação nas empresas sociais, opta pelo capital de risco em forma de *equity*. Ainda assim, o *crowdfunding* se comprova como um instrumento financeiro que permite a captação de recursos para ES (Andrikopoulos, 2020), pela atuação de gestoras de fundos, que atraem investidores dispostos a assumir riscos financeiros (Pratono *et al.*, 2020).

Além disso, dadas as suas características, o *crowdfunding* empreendido no ecossistema brasileiro é o *crowdimpacting*, direcionado aos negócios que integram uma estrutura empresarial com potencial de crescimento, com reconhecido e perceptível impacto positivo na sociedade e no meio ambiente (Magomedova; Roig; Bastida-Vialcanet, 2020).

Por outro lado, diferente da constatação de Patrono *et al.*, (2020), que defendem que a captação de recursos em plataforma de *crowdfunding* é incentivada pela reputação da empresa a ser financiada, no Brasil, é a reputação da gestora de fundos e gerenciadora da plataforma que parece assumir esse papel. Outrossim, há plataformas brasileiras que permitem captar até R\$

500 mil, revelando que esse instrumento nem sempre é direcionado à captação de pequenas quantias, como foi verificado no contexto indiano por Gupta *et al.*, (2023).

5.1.3 Fonte de Recursos

Acerca da fonte dos recursos implementados com os instrumentos financeiros anteriormente discutidos, a análise do ecossistema brasileiro revelou a predominância de fundos de investimento dos tipos Fundos de Investimento em Participações (FIP) e Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), com a estratégia de *blended finance*, em aceleradoras e gestoras de fundos, com recursos aportados por banco de fomento, doações e diversas modalidades de investidores.

De modo geral, os principais investidores (aportadores de capital) desses fundos, inclusive aqueles de *blended finance*, encontram respaldo na literatura acadêmica, tais como os fundos patrimoniais mantidos por institutos e fundações (Moran; Ward-Christie, 2022), investidores empresariais e indivíduos de alto patrimônio líquido (Shengfen, 2018), mencionados como *high-net-worth individuals* ao longo dessa pesquisa (HNWI), além de cotas dos fundadores das companhias gestoras (Cipriani *et al.*, 2020).

Cumprir destacar que os *family offices*, comuns como fontes de recursos, embora não apareçam na literatura consultada com essa nomenclatura, descrevem famílias proprietárias de empresas e que possuem uma estrutura corporativa, na forma de “escritório”, para gerir e preservar o patrimônio familiar por gerações (Silva, 2020).

As múltiplas fontes em estruturas de *blended finance*, corroboram a utilização dessa estratégia para mobilização de recursos para alcance dos ODS propostos pela ONU, também a partir da atuação de empresas que geram impacto social (ENI CBC Med Programme, 2023) e desenvolvimento sustentável nos países em desenvolvimento (Laboratório de Inovação Financeira, 2021). Outrossim, reforça que as transações de investimento de impacto social, nas quais vários tipos de capital são combinados para dar suporte à obtenção de impacto, combinam racionalidades comerciais e de bem-estar social promulgadas por diferentes partes interessadas em uma estrutura de lógica híbrida (Moran; Ward-Christie, 2022).

Além desses fundos, foram identificadas estratégias baseadas em recursos de *venture philanthropy*; convênio com o Banco Interamericano de Desenvolvimento; fundo estadual de ciência e tecnologia; institutos empresariais; recursos de governos estaduais e fundos constitucionais, como o fundo constitucional do Nordeste; e fundos baseados na securitização de recebíveis.

O *venture philanthropy* (na forma de doação com retorno financeiro para manutenção de fundos e iniciativas financiadas por filantropos, institutos e fundações) foi a primeira fonte de recursos adotada por um das aceleradoras pesquisadas, e também por algumas companhias gestoras de fundos de investimento, o que corroborou sua utilidade como um método que adota características do capital de risco ao financiar empreendimentos que mantêm foco na geração de impacto social com lucro (Di Lorenzo; Scarlata, 2018), fornecendo um alto nível de apoio financeiro e não financeiro (Schätzlein, Schlütter, Hahn, 2023), como aquele praticado por aceleradoras e gestoras de fundos.

Tendo em conta que nas instituições pesquisadas o *venture philanthropy* foi direcionado na forma de doação, com o requisito de ampliar os investimentos em mais negócios, isto é, buscava-se um retorno para reinvestimento em impacto social a partir dos negócios apoiados, ratifica-se a percepção de que embora a filantropia de risco exija benefícios sociais e retorno financeiro, ela permite também um retorno relativamente baixo, ou quando a empresa social não obtém lucro, esses filantropos estão dispostos a doar todo o investimento que é chamado de fundo anjo de baixo risco (Shengfen, 2018).

Por outro lado, embora Shengfen (2018), considerando o contexto tailandês, defenda que a filantropia de risco é mais indicada aos estágios iniciais das empresas geradoras de impacto, no cenário analisado, esses recursos, por meio de fundos de investimentos, foram investidos, prioritariamente, em negócios em estágio de crescimento e com algum nível de consolidação no mercado.

Acerca do governo como fonte de recursos, percebe-se que o ente público adota estratégias diversificadas, mas mantém o padrão de utilizar recursos provenientes de subsídios governamentais, que, na maioria das vezes, não requerem reembolso (ou concedem a bonificação de juros em caso de microcrédito), desde que aplicados em ações benéficas para a economia, sociedade ou meio ambiente (Searing *et al.*, 2022).

Além disso, percebe-se que, diante da ausência de regulamentação do investimento e das empresas sociais, os capitais e recursos utilizados pelo governo são resgatados de fundos destinados a diversas atividades estatais, e não apenas ao financiamento das empresas sociais, como ocorre com fundos próprios de aceleradoras, bancos e gestoras de investimentos.

Nota-se também que o apoio governamental é restrito à concessão de capital, mas não se amplia em iniciativas como construção de regras regulatórias (Rizzi; Pellegrini; Battaglia, 2018), tratamento fiscal diferenciado (Muir *et al.*, 2017), e aquisição preferencial de serviços fornecidos por ES (Okker; Auvinen; Abrahamsson, 2022) como ocorre em países como o Reino Unido, EUA, Israel, Portugal, Alemanha, México, Canadá e Austrália (Calderini *et al.*, 2018).

Por fim, destaca-se que a construção e manutenção de fundos de investimentos a partir da securitização de recebíveis, indicado por uma das gestoras, assim como a utilização de certificado de recebíveis por uma das aceleradoras, não foi localizada como fonte de recursos na literatura sobre o tema, revelando particularidade dessa estratégia de fundo no ecossistema brasileiro, que tem buscado alternativas inovadoras para fomento e manutenção de empresas geradoras de impacto.

De modo geral, as possibilidades de fontes para o investimento em empresas sociais demonstram que atores não tradicionais, do ponto de vista financeiro, como filantropos e institutos, são aderentes ao investimento nesses negócios, ampliando o leque de opções de financiamento para esses empreendimentos.

5.1.4 Atores envolvidos

Os atores envolvidos no processo de investimento em empresas sociais, identificados no ecossistema brasileiro envolvem uma diversidade de agentes, e estão prioritariamente relacionadas às fontes de recursos anteriormente apresentadas. Dessa maneira, nas aceleradoras esses atores envolvem agentes como filantropos; companhias empresariais, a partir de seus fundos patrimoniais, institutos e fundações, além de empresas especializadas em securitização de recebíveis e bancos de fomento.

Nesse grupo de estruturador financeiro, os atores envolvidos disponibilizam o capital de investimento e ajudam na originação (identificação e acesso) de empresas sociais, mas não influenciam na definição da configuração e característica dos instrumentos financeiros (empréstimos) propriamente ditos.

Quanto aos bancos, considerando aquele que opera estruturas de *blended finance*, as gestoras dos fundos de investimentos; consórcios de aceleradoras; instituições paraestatais, como o Sebrae; e fundos como o FINEP surgem como atores envolvidos no processo de investimento. Nesse grupo, as gestoras e aceleradoras assumem posição de protagonismo na definição dos instrumentos financeiros, diferente do que ocorre com outro banco, que acessa recursos do FINEP com previa definição do instrumento financeiro.

Quanto às gestoras de fundos, percebeu-se que é amplo o grupo de atores envolvidos no processo de investimento, mas no geral a participação deles é nas etapas de originação ou como fomentares do campo de impacto social, sem necessariamente influenciar nas configurações dos produtos financeiros ofertados por essas companhias. Isso porque os gestores das companhias investidoras são reconhecidos por sua expertise no mercado de capitais e tidos

como mais preparados para definição das configurações necessárias aos instrumentos de financiamento.

Nesse cenário, cofundadores e doadores; investidores do fundo, comitês de sócios e de investimentos; e bancos surgem como atores que disponibilizam o capital, ao passo em que organizações de tecnologia e organizações de análise de crédito oferecem o necessário suporte para operacionalização (procedimentos técnicos) do investimento.

Além disso, parceiros estratégicos (experts nos negócios investidos), prefeituras, universidades, hubs de startups, empresas de consultoria, associações de *venture capital* e investidores-anjos e a *Entrepreneur Organization* participam do processo como “fornecedoras e indicadoras” de negócios com potencial para recebimento de apoio financeiro desses fundos.

Por fim, as gestoras de fundos reconhecem bancos nacionais e internacionais (ex. Banco Interamericano de Desenvolvimento, Deutsche Bank, Japan Bank for International Cooperation), além de instituições como o ICE, Sistema B e a Ande, que embora não participem diretamente do processo de investimento, como fomentadores do ecossistema de impacto social e popularização do tema.

Assim como nas gestoras de fundos, nos institutos os atores envolvidos são diversos e envolvem bancos, *family offices* e doadores em geral para disponibilização dos recursos. Incubadoras, aceleradoras, hubs de negócios, organização de apoio ao empreendedorismo feminino e universidades atuam como agentes de aproximação com o campo e concessão de recursos de forma intermediária, como no financiamento de programas de aceleração e mentoria. Outrossim, organizações de *advocacy* e outras fundações e institutos são apontados como parceiros para popularização da filantropia de forma mais ampla, inclusive da filantropia de risco.

Com todos esses atores, os institutos definem as configurações de seus instrumentos financeiros, dada a expertise e disponibilidade de capital de cada um deles, e os apresenta sem interferência desses parceiros. Entretanto, as gestoras de fundos de investimento são exceções, pois os institutos fazem aportes financeiros nos fundos gerenciados por essas companhias e não definem o tipo e/ou as configurações dos instrumentos utilizados, direcionando apenas, em alguns casos, a natureza dos negócios que devem ser contemplados.

Nas iniciativas governamentais, chama atenção a parceria com OSCIP, que funciona como um parceiro estratégico, semelhante ao que foi indicado por uma das gestoras, que facilita a identificação e o acesso às empresas sociais com perfil para recebimento dos recursos. De modo semelhante, o Sebrae (banco) também aparece como instituição que, embora não

participe do desenho dos instrumentos financeiros, auxilia na capacitação e mentoria desses negócios.

Os atores envolvidos no processo de investimento, identificados no ecossistema brasileiro, assumem em diversas atuações a posição de intermediários, conforme relatado na literatura específica ao tema, com o diferencial que os bancos sociais, em nosso contexto, não estão assim posicionados (intermediários), como reconhecido por Shengfen (2018) em Taiwan.

De modo geral, esses intermediários, conectam investidores e empresas geradoras de impacto (Magomedova; Roig; Bastida-Vialcanet, 2020), empreendem a construção de redes, assim como intermediam transações, produtos e oportunidades de investimento (Muir *et al.*, 2017).

Dentre os atores reconhecidos, embora nem todos sejam chamados de instituições educacionais, como proposto por Okker, Auvinen e Abrahamsson (2022), aquele como o ICE, Sistema B, Ande e universidades se confirmam como atores que proveem especialistas para os mercados de investimento de impacto; avançam em pesquisas sobre o ecossistema; e colaboram com organizações públicas e privadas para desenvolver produtos e serviços para ES (OKKER; AUVINEN; ABRAHAMSSON, 2022).

Dadas as discussões realizadas ao longo dos subtópicos 5.1.1 a 5.1.4, retoma-se a Proposição 1 dessa pesquisa, que diz:

P1. A existência de intermediários qualificados fomenta o processo de investimento em empresas sociais e facilita a identificação de negócios, dessa natureza, habilitados a receber o capital de investidores.

Conforme os resultados discutidos, a Proposição 1 foi **confirmada**, pois constatou-se que os intermediários, na forma de atores envolvidos com os estruturadores e seus respectivos instrumentos financeiros, fomentam o processo de investimento, principalmente no fortalecimento do ecossistema e originação de empresas sociais. Outrossim, comprovou-se que esses intermediários não estão vinculados a grupos exclusivos de estruturadores, já que são percebidos na atuação de aceleradoras, bancos, iniciativas governamentais, fundos de investimentos e institutos.

A confirmação dessa proposição e o destaque dado ao processo de originação reforça que os intermediários são peças-chave no processo de investimento de impacto, pois otimizam a busca por capital e identificação de boas oportunidades (negócios), ao oferecerem programas de qualificação e conectar empreendedores a rede de investidores (Muftugil-Yalciný; Mooijman, 2023). Retoma-se também a Proposição P1a, que diz:

P1a: Dada a localidade, os intermediários influenciam na configuração dos instrumentos financeiros disponibilizados, por investidores, às empresas sociais.

Os achados da pesquisa impedem a validação/confirmação da proposição acima. Em verdade, se percebe que os intermediários auxiliam na originação dos negócios, em algumas situações até mesmo com relações de fornecimento (como verificado em uma das iniciativas governamentais), mas eles não atuam ou influenciam de forma consistente na configuração dos instrumentos, que são definidos a partir das expertises, experiências e objetivos de cada um dos estruturadores financeiros.

Outrossim, ainda que alguns casos tenham relatado que os investidores direcionavam as localidades para investimento, isso ocorreu de forma esporádica e não é possível afirmar que a atuação dos intermediários, e sua possível influência nos instrumentos financeiros, está relacionada com as localidades, ao menos não quando se considera um único país como ecossistema de investimentos.

A síntese das principais evidências analisadas nesse tópico está resumida no Quadro 63.

QUADRO 63 – ESTRUTURADORES, INSTRUMENTOS FINANCEIROS E FINANCIADORES NO ECOSISTEMA BRASILEIRO DE EMPRESAS SOCIAIS

Estruturadores	Instrumento Financeiro	Fonte	Atores Envolvidos
Aceleradoras	• Empréstimo • Empréstimo conversível	• Fundo de investimento de impacto (Blended finance) • <i>Venture Philanthropy</i> • BNDES • Venture capital (expectativa)	• Filantropos • Outros fundos e empresas especializadas em securitização de recebíveis • Fundos patrimoniais de companhias empresariais. • Institutos e Fundações • Grandes companhias • BNDES
Bancos	• Empréstimo • Equity • Recursos não reembolsáveis • Premiação • Financiamento de programas de aceleração	• Fundo de investimento de impacto	• Gestoras de fundos de investimentos • FINEP • Consórcio AWL • Sebrae
Gestoras de Fundos de Investimentos	• Plataforma de empréstimo (<i>Crowdfunding</i>) • Empréstimo • Fundos de impacto (equity, empréstimos conversíveis, crédito estruturado, equity crowdfunding)	• Doações • FIDC e blended finance • Securitização de recebíveis • Family offices • High-Net-Worth Individual • Investidores Institucionais • Investidores profissionais nacionais e internacionais • Empresas • Outros fundos de impacto • Cotas de fundadores • Fundações	• Cofundadores e doadores • Organizações de tecnologia • Organizações de análise de crédito • Prefeitura • Aceleradora • Instituições bancárias • Parceiros estratégicos (experts nos negócios investidos) • Investidores do fundo • ICE • Sistema B • Ande • Comitês de sócios e de investimentos • BNDES • Universidades • Hubs de startups • Empresas de consultoria • Bancos nacionais e internacionais • FINEP

Estruturadores	Instrumento Financeiro	Fonte	Atores Envolvidos
			• Associações de venture capital e investidores-anjos • <i>Entrepreneur organization</i>
Iniciativas Governamentais	• Subvenção econômica • Recursos não reembolsáveis (premição) • Microcrédito	• FUNCITEC/MCI • Instituto Telemar – Oi Futuro • Recursos próprios (governo do Estado) • Fundo Constitucional de Financiamento do Nordeste • Direcionamentos dos orçamentos federal, estadual, municipal.	• Banco do Estado. • Sebrae • OSCIP
Institutos	• Empréstimo • Cota sênior e cota subordinada (doação) em fundos em investimento. • Doação	• BID • <i>Family Offices</i> • Fundo Patrimonial • Recursos próprios • Doação de pessoas físicas e jurídicas • Recursos de instituição mantenedora	• BID • <i>Family offices</i> • ICE • Incubadoras, aceleradoras • Hubs de negócios • Organização de apoio ao empreendedorismo feminino • Organizações de <i>advocacy</i> • Gestoras de fundos de investimentos • Fundação José Luiz Setúbal • Doadores (filantropos) • Universidades • <i>Blackbone organizations</i> • Coalisão pelo Impacto

FONTE: Autor (2024)

5.2 CONFIGURAÇÕES DOS INSTRUMENTOS FINANCEIROS DISPONIBILIZADOS ÀS EMPRESAS SOCIAIS

Considerando que as configurações atribuídas aos instrumentos de impacto social e seus estruturadores financeiros foram categorizadas em ao menos 6 aspectos, nesse subtópico eles estão discutidos individualmente. Assim, para facilitar sua compreensão, seguem-se discussões direcionadas às exigências de impacto social; aos mecanismos de seleção; gestão financeira e desempenho interno; volume de recursos; acompanhamento de uso de recursos (prestação de contas); e gestão de riscos.

5.2.1 Exigência de Impacto Social e Ferramentas para comprovação

No tocante a exigência de impacto social e uso de ferramentas para a sua comprovação, percebeu-se ampla variedade de iniciativas adotadas pelos estruturadores financeiros atuantes no ecossistema brasileiro. A síntese de achados sobre esse assunto, de forma integrada e baseada nos dados obtidos individualmente para cada grupo, está resumida no Quadro 64.

QUADRO 64 – EXIGÊNCIA DE IMPACTO SOCIAL POR ESTRUTURADORES FINANCEIROS NO ECOSSISTEMA BRASILEIRO

Estruturador Financeiro	Exigência de impacto Social
Aceleradora	• Intencionalidade de impacto • Histórias, casos e pessoas • Teoria da Mudança (2) • IRIS+ • GRIIS • Modelo C • Mecanismos receita + Impacto
Bancos	• Desenvolvimento de solução inovadora para enfrentar um problema social ou ambiental. • <i>Impact Management Project</i> (2) • <i>Operating Principles for Impact Management</i> (2) • IRIS+ (2) • Geração de impacto a partir da relevância do problema • <i>2X Challenge</i> • “Banco C” <i>ImPactual Scoring Tool</i>
Iniciativas Governamentais	• Missão do negócio • Narrativas dos empreendedores: inovação, tecnologia, metodologia, público-alvo • Impacto sociocultural • Defesa do meio ambiente • Defesa do consumidor • Iniciativas artísticas, históricas e culturais • Igualdade de gênero • Agricultura familiar
Institutos	• A cargo do parceiro • Abrangência e profundidade do impacto. • Alinhamento com os ODS

Estruturador Financeiro	Exigência de impacto Social
	• <i>B Impact Assessment</i> • <i>Impact Management Project</i> (IMP) • Intenção de impacto (4) - Vinculadas as linhas de atuação dos negócios • IRIS + • Planilha de indicadores • Teoria da mudança • Visitas in loco
Gestoras de Fundos de investimento	• Acompanhamento periódico de indicadores qualitativos e quantitativos • <i>B Impact Assessment</i> (3, considerando o GIIRS) • Recursos naturais (Consumo de água e emissão de CO2 [2] (3)) • Definido com o parceiro estratégico de cada investimento. • Desenvolvidas individualmente em cada projeto investido (KPI específicos, metas de impacto [2], Plano de engajamento) • Aspectos de gestão (Diversidade [2] de líderes, fundadores e funcionários, Headcount, Igualdade entre homens e mulheres na gestão da empresa, Stock option, Turnover voluntário, disparidade salarial). • Entrevista com fundadores, clientes e fornecedores; e Investigação das histórias. • Extensão e profundidade • Geração de empregos e desenvolvimento local em regiões desfavorecidas. • <i>Impact management Project</i> (5) • Impacto no core do negócio (5) • Sistemas proprietários (Impactômetro, mapas de impacto, Questionário para identificação e avaliação de impacto, Rating próprio de impacto, Sistemas proprietários, Selo “Gestora M”, Gestora N Índice de Impacto do negócio) • Indicadores de impacto e ASG. • IRIS+ (6, considerando o GIIN) • Negócios que tenham como foco o impacto na base da pirâmide social (2) • Perspectiva dos ODS (2) • SDG Action Manager • Teoria de mudança (6) • Visitas técnicas
Iniciativas Independentes	• Intencionalidade de impacto como atividade principal do negócio

FONTE: Autor (2024)

Nesse cenário, as aceleradoras de impacto são percebidas como instituições que, embora considerem a utilização de ferramentas mais robustas, tais como a teoria da mudança e o IRIS+, também se interessam pelas histórias, casos e pessoas envolvidas no impacto social.

Os bancos, por sua vez, também adotam certa diversidade de mecanismos para avaliação do impacto social, entretanto, para esse grupo de estruturadores financeiros, são utilizadas, dentre outras, ferramentas consolidadas como o IMP, IRIS+ e *Operating For Impact Management*, além de ferramentas proprietárias. O uso dessas ferramentas revela que acessar e garantir os recursos disponibilizados por esse estruturador financeiro requer uma clara, comprovada e estruturada (com mecanismos de medição) operação com impacto social.

Por outro lado, as iniciativas governamentais e as iniciativas independentes foram o grupo de estruturadores em que menos ferramentas foram identificadas, de modo geral, a intencionalidade de impacto e narrativas dos empreendedores se mostraram suficientes aos

requisitos de impacto exigidos. Isso pode ser explicado pelo volume de recursos financeiros ofertado por esse grupo, que se distancia dos valores operados por bancos, aceleradoras e gestoras de fundos de impacto, por exemplo.

Os institutos, por seu turno, embora também reconheçam a intencionalidade de impacto social, a partir das operações e linhas de negócios das empresas investidas, também adotam ferramentas mais robustas de verificação, com destaque para os IMP, alinhamento com ODS, IRIS+, visitas e teoria da mudança.

Fato que chama atenção na verificação de impacto por esse grupo de investidores é que, em alguns casos, a definição e verificação do impacto é realizada por parceiros estratégicos, já que os institutos não possuem a expertise necessária para essa finalidade, posto que, na maioria das vezes, são instituições filantrópicas que aportam capitais na forma de investimentos em fundos de impacto social.

Esses parceiros estratégicos, que atuam como intermediários, estabelecem a ligação entre investidores e organizações que geram impacto, especialmente quando os investidores optam por não fazer investimentos diretos nessas instituições (Magomedova; Roig; Bastida-Vialcanet, 2020), como ocorre com os institutos.

Nessa discussão, percebeu-se que as companhias gestoras de fundos, junto aos bancos e aos institutos, representam o grupo de estruturadores com maior volume de critérios e requisitos para identificação, registro e mensuração do impacto social. Tendo em vista que a maioria dessas gestoras têm o capital de risco como principal instrumento financeiro disponibilizado, percebe-se que o *equity* é o instrumento com mais exigências de demonstração de impacto.

Além disso, cumpre destacar que esses estruturadores têm em comum a atuação na construção ou gerenciamento de fundos de investimentos, denotando também que esses fundos requerem mais instrumentos para validação do impacto social, aspecto não verificado na literatura estudada.

Nesse grupo, estão presentes ferramentas como o *B Impact Assessment*; KPIs e indicadores específicos; *Impact Management Project*, IRIS+, teoria da mudança e *SDG action manager*. Esse grupo também avalia o impacto a partir das práticas internas de gestão das empresas investidas, tais como diversidade de líderes, fundadores e funcionários; *headcount*, igualdade entre homens e mulheres na gestão da empresa, *stock option*, *turnover* voluntário e disparidade salarial. Dessa forma, as gestoras buscam integrar a mensuração do impacto à gestão do negócio.

É também nas gestoras de fundos que está a maior quantidade de sistemas proprietários para mensuração do impacto, destacando a predominância desse grupo de estruturadores nesse requisito para concessão de investimentos. Como foi exposto nas entrevistas, o impacto social é um pedágio requerido por essas companhias e por isso elas têm desenvolvido instrumentos para a sua confirmação antes da efetivação do investimento, e mensuração após a disponibilidade do capital.

Tendo em vista que ainda não há critérios universalmente aceitos para as formas de avaliar o impacto, nem para a aplicação desses métodos nos instrumentos financeiros, já que a concepção de impacto varia entre diferentes grupos de investidores (Abrahams; Walaza, 2019; Harder; Scheepers, 2023), e embora as formas de exigência e ferramentas adotadas, estejam em sua maioria, exceto aquelas proprietárias, reconhecidas na literatura, não foram identificados estudos que as distinguíssem por grupos de estruturadores financeiros (investidores), conforme disposto no Quadro 64.

Outrossim, considerando que os dados apresentados são resultado de um levantamento e análise documental e de entrevistas com os principais investidores nacionais em empresas sociais, acredita-se que as ferramentas apresentadas no Quadro 64 sejam as mais utilizadas no ecossistema brasileiro, revelando, dessa forma, dupla uma contribuição dessa pesquisa.

A análise integrada das instituições estruturadoras de recursos financeiros para empresas sociais no Brasil, revela que a quase totalidade delas impõe a obrigatoriedade de intencionalidade de impacto (muitas vezes chamada de desenvolvimento de solução inovadora para enfrentar um problema social ou ambiental; geração de impacto a partir da relevância do problema; Missão do negócio), de modo que o funcionamento básico dessas empresas, por si só, já garanta retornos positivos à sociedade e a natureza.

Essa constatação reitera os achados de Schrötgens e Boenigk (2017), assim como Harder e Scheepers (2023), que defendem que as empresas geradoras de impacto devem demonstrar, de forma clara, seu engajamento e dedicação à causa social. Por outro lado, essa percepção destoa em um dos fundos de investimentos, com recursos aportados na forma de microcrédito, no qual a comprovação e constatação de impacto ocorre após a concessão do crédito e com pesquisa da instituição investidora, sem esforços preliminares ou comprobatórios da empresa investida.

Além disso, outros aspectos identificados merecem ser discutidos, tais como a constatação de que o *Impact Reporting and Investment Standards* (IRIS+) e o *Impact Management Project* (IMP) foram as ferramentas de medição de impacto mais utilizadas pelos estruturadores financeiros brasileiros. A frequência de uso do IRIS+ corrobora sua aplicação

como uma ferramenta que oferece um conjunto de diferentes métricas que buscam assegurar que os resultados sociais, ambientais e financeiros sejam reportados de forma consistente e comparável entre diferentes projetos e empresas (Hangl; Ortner 2022), o que inclusive reforça sua ampla utilização por companhias gestoras de fundos de investimentos.

A ampla utilização do IRIS+ é explicada também por ser uma estrutura que visa coletar dados financeiros, operacionais e de produto (Trautwein, 2021), a partir de uma variedade de critérios para classificação do impacto social, os quais incluem acesso a: água limpa e saneamento, educação, energia, serviços financeiros, informação, moradia acessível, produtividade agrícola, capacitação, desenvolvimento comunitário; além de resolução de conflitos, prevenção e mitigação de doenças específicas, geração de emprego, igualdade e empoderamento, segurança alimentar, geração de fundos para doações de caridade, melhoria da saúde, proteção ou expansão dos direitos humanos e crescimento da renda/produtividade. Assim, o IRIS+ fornece uma cobertura muito ampla que permite sua aplicação em empresas sociais de diferentes naturezas e setores (Iris, 2016; Wong; Yap, 2019).

De modo semelhante, o IMP é utilizado por ser uma estrutura que recomenda e orienta os investidores a avaliarem o impacto potencial de um projeto de investimento a partir de cinco dimensões importantes: o quê, quem, quanto, contribuição e risco. A primeira dimensão é o quê, que define qual é o impacto pretendido; a segunda identifica as partes interessadas que se beneficiam do resultado positivo. A terceira dimensão é o quanto, que determina “a magnitude dos resultados do impacto” em termos de escala, profundidade e duração.

A dimensão contribuição avalia se os esforços da empresa levam a melhores resultados do que o que teria acontecido de outra forma. A dimensão final é o risco, que analisa principalmente como “os gestores de ativos avaliam a probabilidade de entregar o resultado de impacto esperado”. No geral, a estrutura do IMP fornece aos investidores uma ferramenta prática para avaliar o impacto esperado de seus investimentos de forma holística e rigorosa, permitindo-lhes entender melhor se os investimentos podem atingir suas metas de impacto (Islam; Habib, 2024).

A frequência de uso da teoria da mudança é outro aspecto marcante quando se trata da exigência e mecanismos para comprovação do impacto social nos investimentos realizados pelos estruturadores financeiros do ecossistema brasileiro. Seu uso pode ser explicado pela aceitação da intencionalidade do impacto como requisito para concessão de capital. Dessa maneira, os estruturadores/investidores, embora aceitem a intencionalidade como demonstrativo da geração de benefícios para a sociedade, procedem com a construção da teoria da mudança para esses negócios.

Dessa forma, corrobora-se o entendimento de que a teoria da mudança se configura como uma metodologia aplicada em investimentos voltados ao impacto social, com o intuito de traçar como e por que a mudança desejada se dará em um contexto específico. Esse método ilustra a trajetória desde a execução de ações e atividades até os resultados sociais ou ambientais esperados, facilitando a identificação das etapas intermediárias e das condições essenciais para alcançar os objetivos estabelecidos (Islam; Habib, 2024).

Sustenta-se, então, que essa teoria é empregada por investidores e organizações para planejar, acompanhar e avaliar os efeitos de suas iniciativas (Viglaloro *et al.*, 2024). Sua frequência de uso comprova também sua expressividade e aceitação como estratégia para construção, registro e acompanhamento da geração de impacto social (Nachyla; Justo, 2024).

Ainda que tenha aparecido em menor frequência que as ferramentas anteriores, o *B Impact Assessment* (BIA) também se destacou entre as ferramentas adotadas para análise e mensuração de impacto social. O BIA é uma ferramenta digital que ajuda as empresas a medirem e melhorarem seu impacto nas áreas de governança, trabalhadores, comunidade, meio ambiente e clientes (Mion *et al.*, 2024). Sua utilização no ecossistema brasileiro confirma que o BIA tem uma boa capacidade de fornecer resultados comparáveis em todos os setores, áreas geográficas e formas legais (Bengo *et al.*, 2024).

Além das ferramentas já comentadas, destaca-se a existência de sistemas proprietários (ex. impactômetro, mecanismo receita + impacto, *rating* próprio, selos próprios etc.). A adoção desses sistemas juntamente com métricas desenvolvidas especificamente para cada investimento (ex. KPI, metas de impacto, *2X Challenge*, planos de engajamento etc.), corrobora que as organizações investidoras optam por desenvolver instrumentos de avaliação de desempenho de impacto que se adaptem ao seu público-alvo (empresas sociais investidas) (Minguzzi; Modina; Galucci, 2019).

Merece destacar que a ferramenta chamada de *Social return on Investment* (SROI) tida como relevante no processo de investimento de impacto social (Felipe; Johnson, 2019) não foi identificada no cenário analisado, isso pode ser explicado pelo fato de o SROI dar preferência a aspectos quantitativos que são difíceis de extrair e, por conseguinte, avaliar, especialmente quando as iniciativas sociais carecem de sólidos elementos estruturais (Harder; Scheepers, 2023).

No geral, a diversidade de ferramentas e metodologias utilizadas para medir o impacto demonstra a necessidade de adaptá-las às características de cada negócio e aos objetivos específicos de cada investimento, adaptando-as as necessidades específicas de cada estruturador

financeiro. As discussões sobre a exigência de impacto social levam-nos a recordar a Proposição 2, que diz:

P2. A configuração dos instrumentos de investimento em empresas sociais, construídos por investidores e intermediários, privilegia negócios cujo impacto social gerado é mais perceptível, por possuir definição clara (alguma forma de mensuração) desse impacto.

A análise dos resultados denota que os estruturadores financeiros brasileiros, de modo geral, avaliam o impacto a partir da intencionalidade dos NIS, sem que haja, em um primeiro momento, a exigência de sua mensuração. A mensuração ocorre após a aprovação dos investimentos, posto que aspectos econômico-financeiros também são preliminarmente examinados. É após a realização do investimento, especialmente em grupos como aceleradoras, bancos, institutos (em fundos de investimentos) e gestoras de fundos de investimento, que são definidos os instrumentos de mensuração mais adequados às práticas e negócios de cada empresa investida.

Dessa maneira, a atual construção da Proposição 2 impede a sua validação/confirmação, posto que foi demonstrado que os intermediários (atores envolvidos) possuem limitada influência na definição da configuração dos instrumentos financeiros e que a ausência de mensuração do impacto social não é um critério de exclusão durante a seleção dos negócios, já que a intencionalidade de impacto garante parte dos requisitos necessários para se candidatar aos investimentos. Entretanto, dado os achados da pesquisa e discussões realizadas, a aceitação da Proposição 2 fica condicionada a sua adequação textual, conforme exposto a seguir.

P2. A configuração dos instrumentos financeiros para investimento em empresas sociais, construídos por estruturadores financeiros, privilegia organizações cuja geração de impacto social está garantida nas operações básicas e intencionalidade do negócio.

5.2.2 Mecanismos de Seleção

Quantos aos mecanismos de seleção instituídos de acordo com os instrumentos financeiros operados pelos estruturadores financeiros brasileiros, a síntese daqueles relacionados aos ODS, estágio de funcionamento (e faturamento) e forma organizacional estão sintetizados no Quadro 65.

QUADRO 65 – ODS, ESTÁGIO DE FUNCIONAMENTO E FORMA ORGANIZACIONAL REQUERIDOS PELOS INVESTIDORES NO ECOSSISTEMA BRASILEIRO DE EMPRESAS SOCIAIS

Mecanismo de Seleção	Estruturador Financeiro				
	Aceleradora	Banco	Iniciativa governamental	Instituto	Gestoras de fundos de investimento
ODS	• ODS 1 – erradicação da pobreza • ODS 2 - fome zero e agricultura sustentável • ODS 3 - saúde e bem-estar • ODS 4 - educação de qualidade • ODS 5 - igualdade de gênero • ODS 6 - água potável e saneamento • ODS 7 - energia limpa e renovável • ODS 8 - trabalho decente e crescimento econômico • ODS 9 - indústria, inovação e infraestrutura • ODS 10 - redução de desigualdades • ODS 11 - cidades e comunidades sustentáveis • ODS 12 - consumo e produção responsável	• ODS 1 – erradicação da pobreza • ODS 2 - fome zero e agricultura sustentável • ODS 4 - educação de qualidade • ODS 5 - igualdade de gênero • ODS 6 - água potável e saneamento • ODS 7 - energia limpa e renovável • ODS 8 - trabalho decente e crescimento econômico • ODS 9 - indústria, inovação e infraestrutura • ODS 10 - redução de desigualdades • ODS 11 - cidades e comunidades sustentáveis • ODS 12 - consumo e produção responsável	• ODS 1 – erradicação da pobreza • ODS 2 - fome zero e agricultura sustentável • ODS 3 - saúde e bem-estar • ODS 4 - educação de qualidade • ODS 5 - igualdade de gênero • ODS 6 - água potável e saneamento • ODS 7 - energia limpa e renovável • ODS 8 - trabalho decente e crescimento econômico • ODS 9 - indústria, inovação e infraestrutura • ODS 10 - redução de desigualdades • ODS 11 - cidades e comunidades sustentáveis • ODS 12 - consumo e produção responsável (13) • ODS 13 - ação contra a mudança global do clima (12) • ODS 14 - vida na água (6) • ODS 15 - vida terrestre (8)	Não identificado explicitamente	• ODS 1 – erradicação da pobreza (16) • ODS 2 - fome zero e agricultura sustentável (12) • ODS 3 - saúde e bem-estar (14) • ODS 4 - educação de qualidade (15) • ODS 5 - igualdade de gênero (10) • ODS 6 - água potável e saneamento (9) • ODS 7 - energia limpa e renovável (14) • ODS 8 - trabalho decente e crescimento econômico (18) • ODS 9 - indústria, inovação e infraestrutura (14) • ODS 10 - redução de desigualdades (18) • ODS 11 - cidades e comunidades sustentáveis (13) • ODS 12 - consumo e produção responsável (13) • ODS 13 - ação contra a mudança global do clima (12) • ODS 14 - vida na água (6) • ODS 15 - vida terrestre (8)

Mecanismo de Seleção	Estruturador Financeiro				
	Aceleradora	Banco	Iniciativa governamental	Instituto	Gestoras de fundos de investimento
	• ODS 13 - ação contra a mudança global do clima • ODS 14 - vida na água • ODS 15 - vida terrestre • ODS 16 - paz, justiça e instituições eficazes • ODS 17 - parcerias e meios de implementação	• ODS 13 - ação contra a mudança global do clima	• ODS 13 - ação contra a mudança global do clima • ODS 14 - vida na água • ODS 15 - vida terrestre • ODS 16 - paz, justiça e instituições eficazes • ODS 17 - parcerias e meios de implementação		• ODS 16 - paz, justiça e instituições eficazes (4) • ODS 17 - parcerias e meios de implementação (5)
Estágio de Funcionamento	• Crescimento • Ideia • Validação	• Criação • Tração	• 1 ano de atividades • Ideia • MVP • Tração* • Escala*	• Ideação e validação • Inicial • Parâmetros do parceiro • Tração (3)	• A partir de 2 anos (3) • Tração (3) • Escala • Ideação • Late stage ou quase Serie-C • Maturidade • MVP • Pré-infância, Infância, Adolescência, Maturidade. • Pre-seed (2) • Seed (2) • Serie-A • Serie-B
Faturamento	• R\$ 1 milhão por ano	• ROB até R\$ 300 milhões. • Receita bruta anual de até R\$ 16 milhões.	• Até R\$ 4,8 milhões/ano	• Até R\$ 4,8 milhões	• A partir de R\$ 50 milhões • Análise individualizada de qualidade do time, tamanho do mercado e escala da solução. • Maturidade financeira do negócio
					• Não identificado

Mecanismo de Seleção	Estruturador Financeiro				
	Aceleradora	Banco	Iniciativa governamental	Instituto	Gestoras de fundos de investimento
					• Ponto de equilíbrio superado ou próximo de ser alcançado. • R\$ 20 a R\$ 100 milhões
Forma organizacional	-----		• Pessoa física • Pessoa jurídica	• Negócios formalizados (3)	• Aceleradoras • Coworkings de inovação • Incubadoras • Living Labs • Parques tecnológicos

FONTE: Elaborado pelo autor com os dados da pesquisa (2024)

Percebeu-se que embora institutos e iniciativas independentes não identifiquem, explicitamente, preferência por **ODS**, as aceleradoras (operadoras de empréstimos), iniciativas governamentais (recursos não reembolsáveis a partir de premiações, subvenção econômica e microcrédito) e gestoras de fundos de investimentos (*equity*, empréstimo conversível, empréstimo), indicaram aderência a todos eles. Isso não quer dizer que essas instituições atendem negócios com foco nos 17 objetivos de desenvolvimentos propostos pela ONU, mas que todos eles estão aptos, sob esse critério, para concorrer aos seus recursos.

No caso dos bancos, a quase totalidade dos ODS também são considerados, a exceção dos ODS 3 e ODS 14 a 17. Esse dado releva que ao menos com base na documentação analisada, saúde e bem-estar (ODS 3); vida na água (ODS 14); vida terrestre (ODS 15); paz, justiça e instituições eficazes (ODS 16); e parcerias e meios de implementação (ODS 17) não têm sido considerados nos empréstimos, *equity* e constituição de fundos com recursos dessas instituições.

Destaca-se que os ODS 1 e 2, 4 a 13 são considerados por um fundo bancário, prioritariamente, baseado em *equity*, ao passo em que os ODS 11 e 12 são de interesse do banco que investe em fundos de investimentos com estrutura de *blended finance*. Dessa forma, cidades e comunidades sustentáveis (ODS 11) e consumo e produção responsáveis (ODS 12) são os objetivos de desenvolvimento sustentável mais frequentes (2) nos bancos que compuseram a amostra da pesquisa.

Nas gestoras de fundos, em que empresas sociais que direcionam esforços para os 17 ODS são qualificáveis para recebimento de recursos, constatou-se que embora haja certo equilíbrio na quantidade de companhias investidoras que abarcam a diversidade de objetivos de desenvolvimento, a redução de desigualdades (ODS 10) e trabalho decente e crescimento econômico (ODS 8) lideram a preferência desse grupo de estruturadores, seguidos bem de perto por erradicação da pobreza (ODS 1), educação de qualidade (ODS 4), saúde e bem-estar (ODS 3) e energia limpa e renovável (ODS 7). Por outro lado, paz, justiça e instituições eficazes (ODS 16); parcerias e meios de implementação (ODS 17); e vida na água (ODS 17) são os menos atendidos.

A análise integrada dos estruturadores financeiros revela que, semelhante ao que ocorre com as gestoras de fundos de investimentos, os ODS 8, 10, 1 e 4 são os mais requeridos pelas instituições investidoras brasileiras, confirmando que o investimento em ES tem priorizado o trabalho decente e crescimento econômico; redução de desigualdades; erradicação da pobreza; e educação de qualidade. Por outro lado, vida na água; e parcerias e meios de implementação, ODS 14 e 17, respectivamente, são os menos almejados.

Nesse cenário, constata-se que a seleção de investimentos de impacto está cada vez mais alinhada com os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), demonstrando a importância da agenda global para o setor.

No tocante ao **estágio de funcionamento**, percebeu-se que todos os estágios, considerando ideação (*pré-seed*), validação (*seed*), tração e crescimento são apoiados por estruturadores financeiros. Cumpre destacar que, mesmo adotando nomenclaturas distintas, com exceção dos bancos e institutos, os demais agentes financiadores atendem a todos os estágios desses negócios com recursos na forma de empréstimo, *equity* e recursos não reembolsáveis.

No caso das aceleradoras, o apoio aos negócios em estágio de ideação e validação ratifica que esse grupo é concebido, entre outras intenções, para incentivar empresas sociais iniciantes com capital, mentorias, educação e orientação (Schätzlein, Schlütter, Hahn, 2023).

No caso dos bancos, apenas os estágios de criação e tração são critérios para concessão de capital. Isso quer dizer, que essas instituições optam por negócios em estágio nascente, incluindo a identificação de oportunidades e validação dos produtos, ou que estão em um momento (tração) em que a empresa começa a ganhar impulso significativo no mercado, demonstrando um crescimento consistente e mensurável em volume de clientes e de receita.

Acerca dos institutos, embora outros estágios sejam considerados, a tração é o que foi mencionado mais vezes (3), retratando que esse grupo de estruturadores prefere apoiar negócios no início de seu arranque para o crescimento. Ainda sobre os institutos, considerando que nem sempre eles realizam o aporte direto de capital nos NIS, a definição do estágio de funcionamento também fica a cargo de seus parceiros.

Embora a ideação e validação tenham sido apontadas como estágios requeridos pelos institutos, o que corrobora a percepção de Shengfen (2018), a tração foi o mencionado com mais frequência, destoando do mesmo autor que defende que investidores filantrópicos direcionam esforços e preocupações ao apoio de empresas sociais iniciantes para corrigir seu déficit de renda e outras dificuldades iniciais da empresa.

Acerca das iniciativas independentes, ainda que apoiem todos os estágios, os estágios de ideação e validação são os mais frequentes (2), prioritariamente no fundo empresarial e na entidade paraestatal. Nas gestoras de fundos de investimento todos os estágios também são considerados, mas a nomeação adotada nos documentos e nas entrevistas revelam, antecipadamente, a preferência por negócios do tipo startups.

Ainda que seja um grupo de investidores que aporta, prioritariamente, capital de risco na forma de *equity* (participação acionária ou com cotas empresariais), as gestoras de fundos

fazem investimentos em estágios nomeados como *pre-seed*, *seed*, tração, série-a, série-b, *late stage* e série-c, sendo os dois primeiros os mais frequentes (2).

Sobre esses estágios, tem-se que o *pre-seed* é o mais inicial, quando a ideia está sendo formada ou o produto/serviço está começando a ser desenvolvido. Nesse estágio, a empresa ainda está explorando a viabilidade da ideia e pode ainda não ter um produto finalizado. O estágio *seed* é caracterizado pela validação da ideia e estabelecimento de mecanismos para um crescimento inicial, considerando testar o produto no mercado, refinar a oferta e atrair clientes.

Na etapa de série-a, a empresa já tem tração, com uma base sólida de clientes e receita crescente, enquanto na série-b, a startup está em um estágio avançado de crescimento e precisa de recursos para escalar mais rápido. No *late stage*, a startup já é uma empresa madura, com um modelo de negócios comprovado, receita significativa e operações estáveis.

Por fim, em série-c, a startup já está estabelecida e é considerada uma empresa de grande porte no setor. Compreendidos esses estágios, constata-se que as gestoras de fundos representam o grupo de estruturadores que considera negócios maiores como aptos a recepção dos investimentos em formas de *equity* ou empréstimo conversível.

Quando os estágios de funcionamento são analisados de forma integrada entre todos os estruturadores financeiros identificados, percebe-se que os primeiros estágios (agrupados como ideação, validação, MVP, estágio inicial, *pre-seed* e criação) são os mais frequentes, seguidos de perto pelos estágios que refletem alguma consolidação ou crescimento do negócio, tais como tração, crescimento ou escala.

Os resultados comprovam que companhias gestoras de fundos optam por investir em negócios em diferentes estágios de funcionamento (Castellas; Ormiston; Findlay, 2018). Entretanto, ao contrário do contexto australiano, que não houve investimento significativo, ou predileção dos investidores por empresas sociais em estágio inicial, sendo os negócios maduros e consolidados os mais requeridos pelos aportadores de capital (Castellas; Ormiston; Findlay, 2018), no Brasil, os resultados revelam a propensão a esses estágios, considerando a expressividade de indicação de estágios nomeados como criação, ideação, MVP, validação, *pre-seed* e até mesmo tração.

Associado ao estágio de funcionamento, a literatura destaca ainda mecanismos de seleção baseados no **faturamento** das empresas sociais (Hazenber; Seddon; Denny, 2015). Sobre esses aspectos notou-se que o faturamento anual de ao menos R\$ 1 milhão é o valor requerido por uma das aceleradoras, quando investe (empréstimo) em negócios em estágio de tração e escala.

Os bancos, por sua vez, adotam critérios diferentes ao estabelecer um valor máximo em receita operacional bruta (ROB), que pode alcançar R\$ 300 milhões no caso do banco que oferece financiamentos e R\$ 90 milhões quando aportam recursos para constituição de fundos de investimento de impacto para micro, pequenas e médias empresas. O mesmo banco que considera, como critério de investimento, ROB máximo de R\$ 90 milhões, limita a R\$ 16 milhões o faturamento anual de empresas sociais aptas a participar de seus programas de aceleração.

As iniciativas governamentais apenas restringem em R\$ 4,8 milhões o limite de faturamento, esse valor não retrata que os negócios investidos possuem faturamento nesse patamar, mas que esse é o limite para apoiar microempresas e empresas de pequeno porte.

Nas gestoras de fundos de investimento é variado o requisito de faturamento, mesmo porque algumas investem em negócios em estágio de *pre-seed*, que ainda não têm faturamento registrado. Para esse grupo de investidores chama atenção que algumas gestoras determinam altos faturamentos como requisito para acessar seu capital, com valores que alcançam R\$ 100 milhões, o que é explicado pela escolha de negócios em estágios de maturidade ou consolidação no mercado.

Ainda sobre as gestoras de fundos, percebe-se que embora o faturamento seja requisito explícito em algumas delas, esse grupo de estruturadores financeiros não costuma defini-lo, isoladamente, como um requisito para investimento, mas o adota, associadamente, à qualidade do time de gestão, o potencial do mercado atendido e a capacidade de escala da solução oferecida. Por isso, mesmo quando não definem um faturamento mínimo, exceto para negócios em estágios iniciais, as gestoras avaliam a maturidade financeira e ponto de equilíbrio (*break-even*) das empresas investidas.

No que concerne à **forma organizacional**, até mesmo pela definição dos estágios de funcionamento, entende-se que a formalização dos negócios é requisito básico a quase todos os grupos de investidores, a exceção de uma das iniciativas governamentais, que fornece microcrédito também para empreendedores informais e para uma das gestoras de fundos, que embora considere empreendedores sem formalização, exige registro empresarial como condição para acessar os empréstimos dessa companhia.

Outrossim, destaca-se que uma das iniciativas independentes foi a única a adotar formas organizacionais distintas de uma empresa social diretamente geradora de lucros, já que essa investidora apoia financeiramente intermediários de impacto social, prioritariamente aceleradoras, *coworkings* de inovação, incubadoras, *living labs* e parques tecnológicos.

Com essa iniciativa, esse estruturador financeiro não apenas se preocupa em aportar capital para NIS, mas também em qualificá-los e prepará-los para melhor acessar outros investidores de impacto, já que as formas organizacionais apoiadas representam mecanismos institucionais de suporte ao empreendedorismo e inovação.

Nessa discussão, corrobora-se com Shahi e Parekh (2022) de que a natureza e o estágio da empresa de impacto são requisitos relevantes à seleção desses negócios para recebimento de recursos financeiros. Entretanto, no cenário analisado, a forma organizacional dessas empresas é pouco discutida ou relevante aos investidores brasileiros, a tal ponto que apenas um estruturador financeiro investe na construção de iniciativas de fomento, e não apenas na execução de operações comerciais propriamente ditas.

Prosseguindo com a discussão acerca dos mecanismos de seleção, os resultados da pesquisa também identificaram aspectos relacionados as regiões e setores de interesse, contexto dos beneficiários, histórico do empreendedor e capacidade organizacional, composição da equipe e inovação. Os principais resultados sobre esses aspectos estão dispostos no Quadro 66.

QUADRO 66 – FATURAMENTO, REGIÕES DE INTERESSE E CONTEXTO DE BENEFICIÁRIOS COMO MECANISMOS DE SELEÇÃO DE INVESTIDORES NO ECOSSISTEMA BRASILEIRO DE EMPRESAS SOCIAIS

Mecanismo de Seleção	Estruturador Financeiro				
	Aceleradora	Banco	Iniciativa governamental	Instituto	Gestoras de fundos de investimento
Região de Interesse	- Norte (Amazônia) - Sudeste	Não identificado	- Espírito Santo - Mato Grosso - Rio Grande do Norte	Região metropolitana de Porto Alegre	- América latina - Chile, Peru, México, Bolívia, Equador, Peru e Colômbia (2) - Estados brasileiros: Ceará, Minas gerais, Pernambuco, Rio de Janeiro, santa Catarina, Rio grande do Sul, São Paulo, Bahia, Goiás, Paraná, Bahia, Sergipe, Amapá. - Amazonia legal: Brasil, Bolívia, Equador, Peru e Colômbia - Europa - África - Índia - Brasil (foco na região norte) - Norte - Brasil - Estados Unidos - Regiões menos desenvolvidas - Fora da área de capitais - Nordeste
Contexto dos beneficiários	Não identificado explicitamente	Não identificado explicitamente	Não identificado explicitamente	Não identificado explicitamente	- Belém (PA) - Brasília (DF) - Campinas (SP) - Fortaleza (CE) - Paranaguá (PR) - Porto Alegre (RS) - Rio Grande do Norte - Grupos racialmente sub-representados - Indígenas, Mulheres, Negros.

Estruturador Financeiro					
Mecanismo de Seleção	Aceleradora	Banco	Iniciativa governamental	Instituto	Gestoras de fundos de investimento
					- Soluções com foco em jovens, idosos, pessoas com deficiência, negros e minorias. - Territórios vulnerabilizados
Setor de Interesse	- Todos - Conservação da Amazônia - Valorização da biodiversidade - Desenvolvimento socioambiental	- Agronegócio sustentável - Bem-estar - Bioeconomia Florestal - Desenvolvimento Urbano - Economia circular (3) - Educação (2) - Educação financeira - Empregabilidade - Gestão de resíduos - Meio ambiente - Saúde (2) - Soluções financeiras inclusivas - Tecnologias verdes	- Bens e direitos de valor artístico, estético, histórico, turístico, paisagístico e de ordem urbanística. - Defesa do consumidor e da livre concorrência. - Interesse de trabalhadores e fornecedores. - Meio ambiente - Negócios da economia criativa - Patrimônio público e social	- Desenvolvimento rural - Educação (2) e inclusão - Foco periférico - Gestão de resíduos sólidos - Habitação - Inclusão financeira - Indicados pelo doador - Recorte de gênero - Redução de risco de desastres - Saúde (2) - Tecnologia para governos	- Agricultura sustentável - Alimentos - Biodiversidade - Bioeconomia - Biotecnologia - Cidadania (5) - Cidades sustentáveis (6) <i>CleanBuild</i> - Consumo sustentável - Cosméticos limpos - Economia circular - Educação (12) - Energia Renovável - Finanças (8) - Florestas - Geração de Renda - Mobilidade - Moradia Digna (2) - Moradia digna - Mudanças climáticas - Natureza - Negócios digitais - Saúde (11) - Tecnologia da informação - Tecnologias Verdes (9) - Varejo
					- Mudanças Climáticas - Sustentabilidade e conservação florestal

Estruturador Financeiro						
Mecanismo de Seleção	Aceleradora	Banco	Iniciativa governamental	Instituto	Gestoras de fundos de investimento	Iniciativas independentes
Empreendedor e capacidade organizacional	• Capacidade técnica, profissional e acadêmica • Empreendedor e seu time: aderência ao negócio e impacto • Experiência de 16 anos	• Complementariedade entre os sócios • Conhecimentos técnicos • Dedicção do time • Experiências • Gestão de fundos • Empresas sociais • Operações de capital de risco • Track record	• Perfil do empreendedor e composição da equipe • Formação e competência técnica frente ao modelo de negócios • Posições da equipe • Experiências profissionais • Histórico de crédito	• Imagem, processos. • Relação com a comunidade	• Capacidade de implementação da proposta de valor. • Capacidade de liderança (2) • Conversa com a rede em um processo de background check da carreira. • Experiência e resultados no ramo de atuação – história, rede e equipe (5) • Práticas e políticas sociais de governança • Idoneidade dos sócios • Intencionalidade do impacto. • Motivação com o negócio • Perfil do empreendedor e Reputação pessoal	• Capacidade de execução • Experiência do time • Redes das organizações proponentes
Composição da equipe	• Não identificado	• Diversidade geográfica, de gênero e raça	• Não identificado	• Não identificado	• Não identificado	• Não identificado
Inovação	• Não identificado explicitamente	• Não identificado explicitamente	• Modelo de negócios • Recursos principais: parcerias, ofertas, propostas de valor. • Clientes: diferencial • Finanças: estrutura de custos, preços • Múltiplos pontos de inovação	• Inovação social	• Não identificado explicitamente	• Não identificado explicitamente

FONTE: Autor (2024)

No que concerne às **regiões de interesse**, as aceleradoras com seus instrumentos de crédito, direcionam esforços a apoiar negócios na Amazônia brasileira e na região sudeste do Brasil. As iniciativas governamentais adotam uma abordagem regional no apoio às empresas sociais, posto que são iniciativas financiadas por governos estaduais e, portanto, patrocinadoras de atividades na jurisdição de seu correspondente ente federativo.

Sobre os institutos, emerge a compreensão de que quando aportam recursos por meio de fundos de investimentos, costumam seguir os direcionamentos das respectivas companhias gestoras de tais fundos, ou investir em fundos para financiamento de negócios em regiões de sua preferência, tal como a região sul, destacada nos documentos e entrevistas realizadas. Outrossim, quando realizam doações e empréstimo, os institutos não restringem sua preferência por localidades, mas por negócios afiliados às suas teses de impacto e/ou de seus financiadores.

Em uma das iniciativas independentes, as regiões de interesse foram especificamente indicadas, dada a defesa que representam ecossistemas emergentes e promissores para o investimento e empresas sociais, englobando cidades representantes de todas as cinco regiões brasileiras. Esse foi também o único grupo de investidores que explicitamente destacou o **contexto dos beneficiários**, destacando os grupos racialmente sub-representados; indígenas, mulheres, negros; jovens, idosos e pessoas com deficiências; minorias; e territórios vulnerabilizados.

As gestoras de fundos de investimentos, dado que consideram negócios em diferentes estágios de funcionamento e múltiplos investidores, embora financiem negócios de diferentes regiões, tem como foco iniciativas empresariais que atendam às suas premissas de investimentos, os quais, no geral, estão situados nas regiões sudeste e sul do Brasil.

Nesse contexto, uma dessas companhias que opera com empréstimos, semelhante a iniciativa independente, atende a negócios domiciliados em todas as regiões do país, dado que a solicitação, análise e liberação de crédito é um processo virtual. Nas demais gestoras, chama atenção que quatro delas não têm apenas o Brasil como foco de interesse, mas consideram a realização de investimentos em outros países da América Latina, como Chile, Bolívia, Peru, México, Equador e Colômbia; além dos Estados Unidos na América do Norte, Europa, África e Índia em outros continentes.

Embora as gestoras de fundos tenham interesse em negócios localizados em todas as regiões do Brasil, a análise documental de seus investimentos e os relatos em entrevistas comprovam que as regiões sul e sudeste (principalmente) ainda são as mais atendidas, o que revela que os negócios com o perfil desejado estão nessas localidades. Esse resultado é também

explicado pela constatação que essas são as regiões com maior volume de iniciativas estruturadas e operantes como empresas sociais no Brasil (PIPE.LAB, 2023).

Outrossim, a análise integrada de todas as gestoras de fundos, assim como dos demais estruturadores financeiros, demonstra que a região norte (5), seguida da região nordeste (4) são as únicas indicadas explicitamente pelos investidores analisados. Embora essa constatação destoe do maior volume de operações nas regiões sudeste e sul, corrobora o olhar dos investidores de impacto para essas regiões que, historicamente, possuem maiores índices de vulnerabilidade social.

Mesmo diante das constatações de interesse em ampliar os investimentos nas regiões norte e nordeste, a predominância de aportes financeiros em empresas situadas nas regiões sul e sudeste comprova que esses investidores tendem a valorizar, positivamente, projetos situados em regiões mais desenvolvidas economicamente dentro de um país (Islam, 2021).

Consequentemente, a sinalização de “preferência” (ou concretização de investimentos) em determinadas regiões nacionais, parece não se alinhar com a lógica centrada no impacto e pode adotar uma postura excludente, uma vez que restringe o atendimento de regiões distantes dos grandes centros urbanos, que também enfrentam condições socioeconômicas e ambientais precárias.

Por outro lado, a identificação das regiões de interesse de acordo com os grupos de estruturadores, considerando seus instrumentos financeiros, que vão desde recursos não reembolsáveis até *equity*, destaca particularidades e intenções de investimento no cenário nacional, o que não foi encontrado na literatura sobre o tema e reflete um retrato empírico desse ecossistema, conforme exposto no Quadro 66.

Assim como as regiões, os **setores de interesse** são também requisitos qualificados para seleção de empresas sociais. Nesse contexto, instrumentos baseados em crédito, como aqueles adotados por aceleradoras, embora considerem negócios de todos os setores, priorizam esforços para aqueles que desenvolvem soluções para conservação da Amazônia, valorização de biodiversidade e desenvolvimento socioambiental.

Os bancos consideram ampla variedade de setores, com destaque para iniciativas baseadas em economia circular, educação e saúde, além do interesse em negócios que operam serviços para conservação ambiental, seja na forma de agronegócio sustentável, gestão de resíduos, bioeconomia florestal, meio ambiente e tecnologias verdes.

As iniciativas governamentais, embora aceitem variados setores de operação, destacam aqueles preponderantes no âmbito estadual em que atuam, por conta disso, escolhem setores relacionados a bens e direitos com valor artístico, meio ambiente, economia criativa etc.

Os institutos, seja por empréstimos, cotas em fundos de investimento ou recursos não reembolsáveis também mantêm um amplo leque de setores de interesse, nos quais destacam-se a saúde e educação. Um destaque para esse grupo de investidores é a seleção de negócios que desenvolvem tecnologias para governos, setor não explorado, de forma tão específica, pelos demais estruturadores estudados.

Nas iniciativas independentes, a informação do fundo corporativo, é que os setores relacionados a preservação ambiental são preferidos, já que mudanças climáticas, sustentabilidade e conservação florestal aparecem como setores requeridos aos investimentos operados por esse fundo.

A maior variedade de setores de interesse é encontrada no grupo de gestoras de fundos de investimento, que diante dos instrumentos financeiros operados, conforme disposto no Quadro 66, investem em ao menos 26 setores distintos. Dentre esses, saúde (11), educação (12), tecnologias verdes (9) e cidades sustentáveis (6) são os mais frequentes.

Ao analisar conjuntamente todos os estruturadores financeiros, percebe-se a predominância de setores relacionados à conservação e preservação ambiental (biodiversidade [2], bioeconomia, bioeconomia florestal, conservação da Amazônia, desenvolvimento socioambiental, energia renovável, florestas, meio ambiente [2], mudanças climáticas [2], natureza, redução de risco de desastres, sustentabilidade e conservação florestal, agricultura sustentável e agronegócio sustentável [2], e tecnologias verdes [10]). Além destes, saúde (15), educação (16), finanças (8) e cidades sustentáveis [6]) são priorizados pelos investidores nacionais.

Os resultados obtidos sustentam o entendimento de que os investidores de impacto têm frequentemente os seus setores de investimento favoritos, que são majoritariamente determinados por realidades socioeconômicas e contextuais (ISLAM, 2021). Entretanto, essa pesquisa avança em categorizar esses setores no cenário nacional, revelando dessa forma a sua configuração no ecossistema brasileiro.

A interpretação integrada dos resultados concernentes aos setores e regiões de preferência dos investidores, leva-nos à antecipação e reflexão sobre a Proposição 3a, que diz:

P3a. Investidores de impacto social optam por setores, localidades e serviços de sua preferência, o que leva a seleção de um grupo restrito de empresas sociais para recebimento de investimentos de impacto social.

Observando o seu conteúdo, entende-se que a referida proposição perde sua validade quando informa que as preferências dos investidores levam a um grupo restrito de empresas

sociais. Em verdade, as preferências desses estruturadores direcionam seus investimentos a regiões, setores e serviços de interesse, e não a um grupo restrito de empresas.

Nesse contexto, os resultados comprovam que setores como conservação e preservação ambiental, saúde, educação, finanças e cidades sustentáveis recebem preferência dos investidores nacionais, especialmente quando localizados nas regiões sudeste e sul do Brasil, com o desenvolvimento de soluções e serviços aderentes e com potencial de crescimento em seus respectivos setores de operação.

Dessa forma, a validação/confirmação da referida proposição está condicionada ao ajuste de seu texto, que passa a ser verdadeiro com a seguinte estrutura:

P3a (Ajustada). Investidores de impacto social optam por setores, localidades e serviços (tendências de mercado) de sua preferência, o que leva a concentração de investimento em empresas localizadas em determinadas regiões e atuantes em determinados setores econômicos.

O **empreendedor** e a **capacidade organizacional** da empresa social são requisitos vinculados aos instrumentos financeiros operados pelos estruturadores brasileiros. Assim, mesmo investidores que utilizam diferentes instrumentos financeiros destacam a avaliação técnica do empreendedor e da organização, tal como foi detectado em aceleradoras, bancos, institutos, iniciativas independentes e gestoras de fundos, estas últimas chamando esse elemento de capacidade de implementação da proposta de valor.

Nas gestoras de fundos, seus representantes destacaram que embora seja realizada essa análise de capacidade, há confiança de que o negócio disponha dos conhecimentos necessários à sua operacionalização, dado que são experts em seus setores de atuação.

As experiências profissionais e de gestão são também frequentes, a tal ponto que uma das aceleradoras exige 16 anos de experiência atuando no negócio. A aderência à empresa social é também requerida pelas aceleradoras, bancos e gestoras de fundos. A análise de complementariedade entre os sócios e posições de gestão dos envolvidos no negócio, de forma mais contundente nas aceleradoras, bancos e iniciativas governamentais, é também avaliado e tido como requisito para o investimento.

Além dos aspectos já destacados, as aceleradoras empreendem uma análise da capacidade profissional e acadêmica dos gestores de ES. No caso dos bancos, quando o apoio ocorre na forma de financiamento de aceleração e premiação às ES, a análise do empreendedor observa também a dedicação do time à empresa social. Quando aporta recursos em fundos de investimentos, os bancos analisam também a experiência dos gestores com outros fundos e operações de capital de risco.

Os bancos, especialmente aquele que aporta recursos financeiros em fundos de investimentos e estruturas *blended finance*, também avalia a diversidade geográfica, de gênero e raça como requisitos para escolha dos fundos. Essa diversidade foi também apontada como exigência de impacto social e mecanismos de seleção em algumas das gestoras de investimentos.

Na iniciativa governamental em que o microcrédito é o instrumento financeiro, a análise de *score* de crédito, semelhante a uma das gestoras de fundos, é também considerada. No caso dos institutos, diferente dos outros estruturadores, esse grupo de investidores avalia a imagem, processos e relações com a comunidades dos gestores das empresas sociais, a fim de identificar seu posicionamento e aceitação social na região em que atua.

Cumpram também reforçar que, ao selecionar fundos de investimentos, os institutos avaliam a trajetória e resultados de seus gestores, associados às relações institucionais entre as organizações, sem a implementação de procedimentos mais acentuados para a sua seleção.

As iniciativas independentes e as gestoras também avaliam as redes dos empreendedores, instituindo um processo de *background check* desses indivíduos. Ainda sobre as gestoras de fundos, destaca-se a frequência de avaliação de experiências e resultados no ramo de atuação de cada negócio, a partir da análise da história, da rede e da equipe. A capacidade de liderança é também um critério avaliado durante esse processo de *background check* dos empreendedores.

A partir da avaliação de diversos fatores no histórico dos empreendedores, confirma-se que a falta de competências em gestão ou experiências em negócios sustentáveis pode resultar em uma diminuição das oportunidades de retorno financeiro e, consequentemente, em obstáculos para a captação e absorção de investimentos (Glanzel; Scheuerle, 2016), tendo em vista que empreendedores com experiências corporativas e ideias inovadoras tem mais facilidade em alcançar diversas fontes de financiamento (Baskaran *et al.*, 2019).

Embora a literatura sobre o tema destaque a relevância do histórico profissional dos gestores de empresas sociais, essa pesquisa acrescenta que suas experiências e competências, rede de contatos, capacidade de liderança e relações com a comunidade em que atua são aspectos valorizados pelos investidores e que devem ser “consolidados” pelos gestores de empresas sociais que buscam investimentos.

Quanto à **inovação**, embora ela não apareça explicitamente nos documentos ou em todas as entrevistas, emerge o entendimento de que esse é um elemento fundamental a esses negócios, principalmente tendo em consideração os setores priorizados (intensivos em tecnologia) e a

compreensão de que os investimentos são realizados para ampliar e escalar as soluções propostas pelos NIS.

Nesse cenário, apenas dois grupos de investidores identificaram explicitamente as inovações requeridas, as quais compreendem modelo de negócios; recursos principais; clientes; finanças; e múltiplos pontos de inovação, em uma das iniciativas governamentais. A inovação social foi explicitamente apontada como um mecanismo requerido por um dos institutos que faz aportes em fundos de investimento e em iniciativas para fortalecimento do ecossistema de impacto social.

Esses aspectos reforçam que a inovação é reconhecida como um fator crucial no processo de investimento em empresas sociais, uma vez que eleva a chance de realizar um investimento com impacto social, contanto que os investidores vejam essas empresas como catalisadoras de inovação (Schrötgens; Boenigk, 2017; Rathee; Aggarwal, 2022).

5.2.3 Gestão Financeira e Desempenho Interno

Embora a gestão e desempenho interno tenha sido explorada, no referencial teórico com elementos como retorno financeiro, prazos, taxas e sustentabilidade de resultados, ao longo da coleta de dados percebeu-se que o aspecto que efetivamente era abordado em alguns documentos e nos relatos dos entrevistados era o de participação na tomada de decisão, conforme sintetizado no Quadro 67.

QUADRO 67 – MECANISMOS DE GESTÃO FINANCEIRA E DESEMPENHO INTERNO REQUERIDOS POR INVESTIDORES NO ECOSSISTEMA BRASILEIRO DE EMPRESAS SOCIAIS

Estruturador Financeiro	Gestão Financeira e Desempenho Interno (Participação em tomada de decisão)
Aceleradora	• Avaliação de KPIs e indicadores de impacto. • Inserção na rede da aceleradora. • Participação da equipe da aceleradora com mentorias e treinamentos.
Iniciativas Governamentais	• Não ocorre
Institutos	• Apoio em forma de consultoria • Apoio sugestivo • Depende da lógica de governança (seleção de negócios e direito a voto) (2)
Gestoras de Fundos de investimento	• Atração de capital humano • Crescimento de 3 a 5 vezes no período do investimento • Estratégia de impacto • Execução do plano de negócios • Indicação do CFO • Indicadores de resultados • Mapeamento de compradores • Matchmaking • Mentoria e treinamento • Networking (2)

Estruturador Financeiro	Gestão Financeira e Desempenho Interno (Participação em tomada de decisão)
	• Participação no conselho (governança, vetos, escolha de diretoria) e definição de prioridades estratégicas (6) • Plano de gestão para os primeiros 100 dias • Projeção de estruturas de capital
Iniciativas Independentes	• Não retratado.

FONTE: Autor (2024)

Nesse contexto, instituições que operam com instrumentos de dívida (não conversíveis), não possuem nenhum nível de poder para tomada de decisão nos negócios investidos, mas a exemplo das aceleradoras contribuem com a avaliação de KPI, indicadores de impacto, mentoria, treinamento e networking, com a inserção na rede de contatos e apoios da aceleradora.

Os institutos quando empreendem apoio com recursos não reembolsáveis, também não assumem posição decisória nas empresas sociais, oferecendo apoio consultivo e sugestivo, como uma consultoria, exceto, quando assumem cotas em fundos de investimentos. Nesses casos, ainda que as cotas sejam subordinadas e baseadas em doação, podem ser assumidos poderes de governança para seleção dos negócios e direito a voto nas decisões do fundo.

As iniciativas governamentais, a partir de subvenção econômica, recursos não reembolsáveis de premiação ou e microcrédito também não se envolvem na tomada de decisão dos negócios investidos. Quando disponibilizam apoios não financeiros, esses são operacionalizados por parceiros, seja com capacitação e aceleração por entidades como o Sebrae, aceleradoras de impacto ou institutos, ou por meio da contratação de OSCIP.

Nesse cenário, a entidade governamental em função de seus instrumentos financeiros, não participa diretamente da tomada de decisão e apoios não financeiros, corroborando que mesmo quando adota outras formas de apoio, tais como subsídios (Els; Kane, 2017; Langley, 2020), o poder governamental não influencia nos direcionamentos estratégicos e tomada de decisão das empresas sociais.

Dado o instrumento financeiro prioritariamente utilizado pelas gestoras de fundos, o *equity*, essas organizações costumam ser mais ativas na tomada de decisão das empresas investidas e na contribuição para o melhor desempenho interno e financeiro das empresas de seu portfólio.

No geral, ainda que realizem investimentos minoritários, elas assumem uma cadeira no conselho de administração e participam das decisões relacionadas à governança, vetos, escolha de diretoria e prioridades estratégicas. Tem-se, então, que as gestoras acompanham de forma constante os negócios investidos para identificar e mitigar os riscos emergentes.

A identificação de que a participação no conselho se reflete no processo decisório com base em governança, vetos, escolha de diretoria e prioridades estratégicas apresenta luz ao questionamento de Harder e Scheepers (2023), para quem os aspectos de codecisão entre investidores e empresas sociais ainda não estavam claro na relação entre esses players do ecossistema.

Nas contribuições diretas à gestão das investidas, as gestoras de fundos conseguem, dadas as expertises e experiências de seus representantes, facilitar a atração de capital humano qualificado; acelerar o licenciamento de produtos; definir e fortalecer estratégias de vendas; análise de mercado; definir ou refinar estratégias de impacto (inclusive a partir da teoria da mudança); mapear compradores; orientar sobre as condições necessárias para execução do plano de negócios e efetivação da perspectiva de crescimento informada aos investidores.

Outro elemento dessa configuração que chamou atenção foi o *matchmaking*, destacando que ao gerenciar diferentes empresas em um mesmo portfólio, as gestoras de fundos contribuem com a comparação do desempenho da investida com outras empresas do mesmo setor para otimizar indicadores, processos e práticas de gestão.

Além desses aspectos, o desempenho interno é fomentado pelo oferecimento de mentoria, treinamento e networking, dada a poderosa rede de contatos das gestoras das companhias investidoras. Do ponto de vista mais financeiro, algumas gestoras optam pela indicação do CFO (*Chief Financial Officer*) e também atuam na projeção de estruturas financeiras.

Em apenas uma gestora foi relatado que houve resistência a participação na gestão e apoios não financeiros aos negócios investidos, situação não identificada nas demais iniciativas de investimentos e que, difere do que ocorre com empresas sociais polonesas, que harmonizam com menos regularidade sua orientação gerencial aos interesses de aportadores de capital (Mikořajczak, 2019).

No geral, percebe-se que as gestoras buscam um equilíbrio entre a autonomia dos empreendedores e a necessidade de acompanhar o desempenho dos investimentos, oferecendo suporte aos empreendedores por meio de mentoria, capacitação e networking. Em verdade, a participação das gestoras na gestão das empresas sociais visa garantir o alinhamento dos objetivos dos empreendedores com os objetivos de impacto do investimento.

Embora a literatura apontasse a importância do apoio não financeiro e a participação nos processos de tomada de decisão (Glanzel; Scheuerle, 2016; Shengfen, 2018; Harder; Scheepers, 2023), não detalhava quais elementos compunham esse apoio, conforme indicado anteriormente e que serve como contribuição desse estudo.

A participação dos agentes investidores nos processos de tomada de decisão, prioritariamente ao indicar cargos de gestão e assumir uma cadeira no conselho das investidas, corrobora a existência de um interesse fundamentado de assegurar o direito de codeterminar o destino da empresa social que recebe os recursos por meio da participação nos processos decisórios dessas companhias (Glanzel; Scheuerle, 2016).

A análise de achados sobre mecanismos de seleção e de gestão financeira e desempenho interno recorda-nos da Proposição 3, que sustenta:

P3. A configuração dos instrumentos financeiros disponibilizados por investidores sociais privilegia aspectos gerenciais (gestão de desempenho, tamanho e estágio, estruturas financeiras, histórico profissional, habilidades de gestão, capacidade organizacional, participação na gestão), o que pode fazer com que negócios sociais estabelecidos tenham vantagens e o investimento de impacto social seja sempre direcionado aos mesmos candidatos.

A análise dos resultados relacionados ao conteúdo da proposição 3 impede a sua validação, posto que ficou claro que os diferentes grupos de estruturadores diferem em aspectos relacionados à gestão de desempenho e participação na gestão das empresas sociais. Com efeito, os instrumentos financeiros baseados em crédito, tais como aqueles adotados por aceleradoras, instituto e iniciativas governamentais não garantem participação no processo decisório e/ou de gerenciamento das empresas investidas.

Alguns instrumentos baseados em recursos não reembolsáveis adotados por institutos e iniciativas governamentais adotam comportamento semelhante. Outrossim, mesmo nas instituições cujos instrumentos financeiros não garantem participação no processo decisório, o estímulo ao bom desempenho e gerenciamento interno das empresas sociais é fomentado por outras iniciativas, tais como mentoria, treinamento, networking e acesso a redes de contatos.

Outra avaliação que inviabiliza a validação da estrutura atual da Proposição 3 é a afirmação que há predileção por aspectos gerenciais relacionados ao tamanho e estágio de funcionamento das empresas sociais. Na realidade, os resultados relevam que há uma consideração de diferentes tamanhos e estágios, mas a predileção específica não foi constatada de forma consolidada ou padronizada entre os agentes investidores analisados.

Adicionalmente, embora os aspectos gerenciais se mostrem pertinentes em diferentes graus, nas iniciativas dos estruturadores financeiros brasileiros, esses aspectos não determinam que negócios sociais estabelecidos tenham, efetivamente, a preferência dos investidores, uma vez que estágios como *pré-seed* e *seed* também são qualificáveis ao recebimento dos recursos.

Em verdade, emerge o entendimento que os estágios das empresas sociais, associados aos seus aspectos gerenciais, influenciam no volume de capital, que simultaneamente, à avaliação da oportunidade empresarial, ao potencial de crescimento, inovação e plano de negócios direcionam a escolha das empresas e a realização do investimento.

Por fim, não é possível afirmar que os aspectos gerenciais direcionem o investimento de impacto aos mesmos candidatos, mesmo porque os requisitos se diferenciam entre os estruturadores financeiros. De fato, é a análise integrada de experiências profissionais e competências, rede de contatos, capacidade de liderança, relações com a comunidade (ou rede empresarial) etc., que direcionam esses investimentos.

Em função das discussões anteriores, a Proposição 3 pode ser confirmada/validada ao ser reescrita e particionada com os conteúdos abaixo.

P3 (Ajustada). A configuração dos instrumentos financeiros disponibilizados por gestoras de fundo privilegia aspectos gerenciais (histórico profissional, habilidades de gestão, participação em decisões, liderança e rede empresarial), permitindo que negócios em diferentes estágios possam concorrer aos seus recursos financeiros, prioritariamente disponibilizados na forma de *equity* e empréstimos conversíveis.

P3b. A configuração dos instrumentos financeiros disponibilizados por aceleradoras, bancos, iniciativas governamentais, gestoras de fundos de investimento e institutos privilegia aspectos gerenciais (histórico profissional, habilidades de gestão, participação em decisões, rede empresarial), permitindo que negócios em diferentes estágios possam concorrer aos seus recursos financeiros, e acessar apoio não-econômico na forma de mentoria, treinamento, networking e acesso a redes de contatos.

A inserção da Proposição 3b confirma que, ao menos no ecossistema brasileiro, os investidores objetivam encontrar e promover investimentos de impacto social e fornecer assistência técnica e de governança a eles (Shelby, 2021). Esses investidores, que adotam uma lógica de *Catalyst first*, desejam que seus investimentos atuem como um catalisador que trará outros investidores ou ajudará a construir a infraestrutura da indústria emergente de investimento de impacto social.

5.2.4 Volume de Recursos

No que se refere ao volume de recursos financeiros, os dados analisados comprovam a inexistência de um padrão, conforme disposto no Quadro 68.

QUADRO 68 – VOLUME DE RECURSOS FINANCEIROS NOS INVESTIMENTOS REALIZADOS
ECOSSISTEMA BRASILEIRO DE EMPRESAS SOCIAIS

Estruturador Financeiro	Volume de Recursos		
	Quantia	Fluxo de concessão	Prazos
Aceleradora	• R\$ 500 mil a R\$ 5 milhões • R\$ 200 mil (aporte adicional de até R\$ 400 mil) a R\$ 600 mil	• Única parcela	• Até 5 anos. • 5 a 7 anos (de acordo com a duração do fundo)
Bancos	• R\$ 30 mil a R\$ 100 milhões	• Não identificado explicitamente	• Não identificado explicitamente
Iniciativas Governamentais	• R\$ 3 a R\$ 100 mil	• 1-2 parcelas	• 6 meses a 3 anos
Institutos	• R\$ 10 mil a R\$ 500 mil	• 2 parcelas (3) • Análise caso a caso (2) • Parcelado	• 5 anos • Definidos pelo fundo de investimento e/ou parceiro (2) • 6 meses (3) • Até 3 anos
Gestoras de Fundos de investimento	• R\$ 10 mil a R\$ 29 milhões	• Parcela única (3) • De acordo com a análise do <i>business plan</i> (2) • Depende da composição, desenho da rodada e objetivos do negócio. • Parcelado • Parcela única com <i>follow-on</i>, condicionado ao tamanho do empréstimo, necessidade de fluxo de caixa e análise do plano de negócios.	• 1 a 25 anos
Iniciativas Independentes	• R\$ 5 mil a R\$ 44 milhões com expectativa de retorno	• Não identificado explicitamente	• 12 a 18 meses

FONTE: Autor (2024)

Mesmo diante da inexistência de um padrão, os dados revelam que os maiores volumes são aportados por bancos, quando investem em estruturas de *blended finance*, em que podem dispor de recursos de até R\$ 100 milhões. Esse grupo é seguido pelas gestoras de fundos de investimentos que realizam aportem com intervalo entre R\$ 10 mil e R\$ 29 milhões.

O volume de recursos é menor em iniciativas governamentais (entre R\$ 3 mil e R\$ 100 mil) e institutos (R\$ 10 mil a R\$ 500 mil). No caso das iniciativas governamentais, quando não operadas por bancos com atuação exclusivamente financeira, os valores menores são justificados pelas restrições orçamentárias e pela percepção de que esses recursos são também resultantes da distribuição de recursos as diferentes atividades estatais.

No caso dos institutos, os valores identificados se referem as iniciativas de apoio direto (recursos não reembolsáveis) e financiamento de programas de aceleração, mentoria e

capacitação de empresas sociais, mas não reflete os valores de cotas subordinadas assumidas por essas instituições, cujos entrevistados optaram por não revelar tais quantias a fim de não demonstrar o “tamanho” de sua participação nesses fundos.

Destaca-se que embora em uma das iniciativas independentes (fundo de investimentos de uma companhia multinacional brasileira) haja a informação de investimento total de R\$ 58 milhões (R\$ 44 milhões foram alocados em iniciativas com expectativa de retorno financeiro e R\$ 14 milhões na forma de aportes sem expectativa de retorno financeiro), não há explicações sobre a média de valores para cada iniciativa apoiada, o que não permite identificar o “range” de valores financeiros trabalhados nesse fundo.

O fluxo de concessão/liberação dos recursos também é diferenciado entre os atores do ecossistema brasileiro, mas em geral, os estruturadores que operam instrumentos de crédito, na forma de dívida, como as aceleradoras, iniciativas governamentais e instituto costumam utilizar uma única parcela. Para os bancos, a documentação analisada não revelou o fluxo de concessão dos pagamentos, permanecendo uma lacuna na literatura.

Nos institutos, embora haja a informação de que essa concessão pode ser definida individualmente para cada investimento, no geral, o capital é disponibilizado em parcelas, a fim de que as organizações investidas comprovem o seu uso e resultados alcançados.

Variedade de formas foi também identificada no grupo de gestoras de fundos, que trabalham com parcelas únicas, parcelamentos e parcelas únicas com possibilidade de *follow-on*. Para esse grupo, a concessão do capital é modulada pelas necessidades de investimento da empresa social, com os objetivos e metas estabelecidos em seu plano de negócios e com as regras estabelecidas para cada rodada de investimentos.

Seja nos institutos ou nas gestoras de fundos de investimentos, o uso de “liberações” parceladas comprova que as organizações investidoras vinculam a disponibilidade de capital ao alcance de metas específicas (Aschari-Lincoln; Jacobs, 2018). Adicionalmente, embora os estudos de Filipe e Johnson (2019) e Harder e Scheepers (2023) informem que ainda não há clareza se a alocação de recursos é feita diretamente à empresa social e o papel dos intermediários nesse processo, os resultados dessa pesquisa demonstram que isso depende do papel desempenhado pelo estruturador financeiro.

Dessa forma, as gestoras de fundos, aceleradoras e algumas iniciativas governamentais, por exemplo, que atuam como estruturadoras (ao definir os instrumentos financeiros e suas características) e também como intermediárias (quando captam os recursos de investidores), fazem a alocação direta nas empresas que geram impacto.

As iniciativas independentes (fundo corporativo, coalizão e entidade paraestatal), por sua vez, costumam fazer a alocação diretamente na empresa social, sem intermediários. Os institutos, dado que fazem aportes diretos, financiam atividades e bolsas, e aportam em fundos de investimento, alteram entre a transferência direta às empresas sociais e por intermediários (fundos de investimentos, aceleradoras).

Quanto aos prazos estabelecidos aos investimentos, os resultados demonstram que os fundos de investimentos têm duração variada. As aceleradoras constituem fundos com duração de até 7 anos, ao passo em que os institutos consideram a duração definida pela gestora do fundo. Essas gestoras, por seu turno, geralmente, constituem fundos de ao menos 3 até 12 anos, com maior frequência de fundos de 10 anos, revelando o aspecto mais paciente do investimento para empresas sociais.

Cumprir destacar que esse período não é necessariamente o prazo que essas gestoras permanecem em apoio a cada empresa social, mas sim, que o fundo funcionará com diferentes negócios antes de ser encerrado e devolvido o retorno aos investidores.

Embora Bacuilima *et al.*, (2023), considerando o cenário equatoriano, informem que os investidores de impacto preferem investir em fundos com prazos mais curtos, o contexto brasileiro revela mais paciência desses aportadores de capital, posto que os fundos têm se estruturado, em frequência de identificação, em prazos superiores a 5 anos.

Para os apoios na forma de recursos não reembolsáveis, com recurso de institutos, o prazo costuma ser de até 6 meses, ao passo em que o prazo de pagamento de empréstimos podem ser de até 5 anos (considerando a gestora que oferece recursos entre R\$ 500 e R\$ 3 milhões), e até 36 meses considerando as dívidas concedidas por plataformas de *crowdfunding*, gestora de investimento e iniciativa governamental.

5.2.5 Prestação de contas

Sobre os mecanismos para prestação de contas, inseridos nos procedimentos para acompanhamento e uso de recursos, percebe-se certa variedade de mecanismos nas iniciativas lideradas pelos estruturadores financeiros, e seus respectivos instrumentos, identificados nessa pesquisa, conforme disposto no Quadro 69.

QUADRO 69 – MECANISMOS DE PRESTAÇÃO DE CONTAS DOS INVESTIMENTOS NO ECOSISTEMA BRASILEIRO DE EMPRESAS SOCIAIS

Estruturador Financeiro	Acompanhamento do uso de recursos (Prestação de contas)
Aceleradora	• Trimestral

Estruturador Financeiro	Acompanhamento do uso de recursos (Prestação de contas)
	• Demonstrações financeiras e relatórios com indicadores de impacto.
Iniciativas Governamentais	• Semestral • Relatórios técnico-financeiros • Cronograma de desembolsos • Registro de pagamento
Institutos	• Relatórios com indicadores financeiros, operacionais e de impacto. • Depende da lógica de governança • Reuniões quinzenais e/ou mensais • Negócios atendidos • Volume de capital • Formas de aplicação do capital disponibilizado. • Cumprimento de metas: financeiras, crescimento, impacto social. • Prestação de contas semestral. • Visitas in loco semestrais. • Relatório com indicadores financeiros e de impacto: bimestrais e trimestrais (3) • Fotos, vídeos e relatos de beneficiários.
Gestoras de Fundos de investimento	• Advisory board • Busca informal sobre a aplicação dos recursos. • Dashboard com dados financeiros. • Networking e mentoria • Participação no conselho • Relatórios mensais de dados operacionais, financeiros (balancete, contratos, fluxo de caixa, base de clientes) e continuidade do impacto (3) • Relatórios mensais de resultados financeiros, impacto e ESG • Relatórios Trimestrais (5) • Reuniões <i>on-demand</i> para prestação de contas • Verificação de pagamentos
Iniciativas Independentes	• Reuniões bimestrais • Relatórios quadrimestrais (avanços do projeto, contas financeiras, resultados obtidos e aprendizados)

FONTE: Autor (2024)

Percebeu-se que o instrumento de dívida operado pelas aceleradoras, ainda que não disponham de requisitos para tomada de decisão nos negócios investidos, requerem trimestralmente, a apresentação de relatórios com indicadores financeiros e de impacto. Nas iniciativas governamentais, por sua vez, relatórios financeiros também são exigidos, mas com maior temporalidade, já que são requeridos semestralmente.

Outrossim, considerando que parte dessas iniciativas opera com instrumentos de dívida, o registro de pagamento é o único mecanismo de prestação de contas adotado. As ações mais restritas para prestação de contas nas iniciativas governamentais são resultantes da concessão de crédito em menores quantias, assim como do uso de premiações e subvenções econômicas, que se aproximam de instrumentos de doação, dada a não necessidade de repagamento.

Nos institutos, dado o uso de instrumentos, prioritariamente baseados em recursos não reembolsáveis, embora a prestação de contas seja influenciada pela lógica de governança estabelecida com cada parceiro, também são requeridos os relatórios com indicadores

financeiros, operacionais e de impacto. A prestação de contas inclui também a realização de reunião com periodicidade quinzenais ou mensais para que os negócios informem sobre suas atividades e como os recursos estão sendo utilizados.

As iniciativas lideradas por institutos adotam o requerimento de relatórios com periodicidade bimestral, trimestral e semestral, a depender do parceiro. Diferente do que foi identificado em outros estruturadores financeiros, os institutos ainda aceitam fotos, vídeos e relatos, além de visitas semestrais, como mecanismos comprobatórios e de prestação de contas das atividades realizadas pela investida.

As gestoras de fundos de investimento, como o grupo mais representativo identificado, e dado o uso de empréstimos e *equity* (prioritariamente) como instrumentos financeiros, implementam mecanismos diversificados para a prestação de contas. No caso da gestora que opera com empréstimos com valores de até R\$ 200 mil, não há mecanismos formalizados para esse processo, mas uma busca informal sobre a aplicação dos recursos, além do acompanhamento do pagamento das parcelas.

Nesse grupo de investidores, os relatórios de prestação de contas devem ser emitidos mensalmente, e neles devem constar dados financeiros, como balancetes, contratos, fluxos de caixa e base de clientes. Os mesmos relatórios devem indicar o impacto social auferido e práticas de ESG registradas no período em análise. Esses relatórios são integrados em documentos únicos que trimestralmente são encaminhados aos investidores de cada fundo.

Na relação com os investidores do fundo, as gestoras instituem também os *Advisory board*, que embora não funcione como um mecanismo formal de prestação de contas, permite que essas companhias transmitam informações e obtenham aconselhamentos, quando julguem necessário, sobre o gerenciamento das empresas no portfólio. Nas iniciativas independentes, a prestação de contas ocorre com reuniões bimestrais e relatórios quadrimestrais sobre avanços do projeto, contas financeiras, resultados obtidos e aprendizados.

No geral, constata-se que os relatórios financeiros são comuns a quase totalidade dos estruturadores existentes no ecossistema brasileiro, com diferenças na periodicidade de sua emissão, já que apenas as gestoras de fundos de investimentos os avaliam mensalmente, ao passo em que os demais atores trabalham com intervalos bimestrais, trimestrais e até semestrais.

A verificação mensal das gestoras de fundos é explicada pela necessidade (e obrigatoriedade) de oferecer retorno aos seus investidores, o que desemboca na necessidade de um acompanhamento frequente das empresas investidas, a fim de implementar correções ou ajustes estratégicos de forma ágil e prudente.

Embora a categorização e temporalidade dos mecanismos de prestação de contas por grupos de estruturadores seja uma contribuição dessa pesquisa, corrobora-se achados de outros pesquisadores de que, em investimentos de impacto social, a prestação de contas difere entre os provedores de capital (Islam, 2021).

Por outro lado, percebe-se que as instituições estruturadoras adotam mecanismos financeiros habituais para esse processo e essa constatação nos faz discordar de Phillips e Johnson (2021) de que os investidores de impacto exigem avaliações e relatórios onerosos que podem desviar recursos e força de trabalho de empresas geradoras de impacto social (Phillips; Johnson, 2021).

5.2.6 Gestão de Riscos

A gestão de riscos é também um aspecto configurativo presente nos instrumentos financeiros disponibilizados pelos agentes identificados nessa pesquisa, conforme disposto no Quadro 70.

QUADRO 70 - MECANISMOS DE GESTÃO DE RISCOS ADOTADOS POR INVESTIDORES NO ECOSISTEMA BRASILEIRO DE EMPRESAS SOCIAIS

Estruturador Financeiro	Gestão de Riscos
Aceleradora	• Seleção de riscos mitigáveis • Análise de crédito • Análise de perfil e histórico do empreendedor e sua equipe
Iniciativas Governamentais	• Contrapartida de 1% • Análise de eventos e condições com efeitos negativos no projeto • Imóvel • Avalista • Integridade • Ética • Governança
Institutos	• Risco econômico: contrapartida no mesmo valor do investimento. • Relação contratual (4) • Histórico das empreendedoras. • Análise de riscos de fraudes. • Resultados indesejados na ação da investida. • Análise documental de riscos: imagem, processos, relação com a comunidade.
Gestoras de Fundos de investimento	• Acompanhamento personalizado por especialistas • Análise de: Risco comercial dos produtos, <i>Business plan</i>, Dirigente do negócio, Mercado, setor, concorrentes, trabalhista, marca, ambiental, e potencial de crescimento. • Análise documental prévia a concessão do crédito (2) • Avaliação preliminar da sustentabilidade financeira da empresa (2) • Avaliações de gestão, impacto socioambiental e risco de crédito. • Garantias (2) • Grau de exposição por negócio e por setor • Indicação do CFO • Maturidade financeira e gerencial do negócio (2)

	• Nível de endividamento • Participação no conselho (2) • Processo de seleção e due diligence (aspectos financeiros, formativos e factibilidade do plano de negócios) (3) • Projeções de crescimento • Pulverização de investimentos (2) • Renegociação • Termos contratuais (cláusulas de garantia e indenização) (2) • <i>Track record</i> do <i>founder</i> e da equipe
Iniciativas Independentes	• Contrapartidas financeiras e econômicas

FONTE: Autor (2024)

No geral, percebe-se que a gestão de risco é uma das configurações menos delineadas no investimento em empresas sociais. Nesse contexto, as aceleradoras, que atuam com instrumentos de crédito, buscam reduzir os riscos do investimento com análise de crédito, do perfil, histórico do empreendedor e equipe de gestão da empresa investida. Outras iniciativas que também atuam com crédito, como uma das iniciativas governamentais e dois fundos de investimento empreendem cuidadosa análise documental e de próprio score de crédito dos empreendedores.

Dentre as iniciativas governamentais, aquela que atua com microcrédito, mesmo oferecendo valores de até R\$ 21 mil exige garantias em imóvel e avalista; outra destaca a análise de integridade, ética e governança como estratégias para mitigação de riscos. Tem-se ainda que a análise de possíveis eventos com efeitos negativos no projeto e a exigência de contrapartida de 1% do valor a ser investido também são procedimentos adotados nas iniciativas conduzidas pela administração pública.

Os institutos, diante dos instrumentos financeiros utilizados (empréstimos, recursos não reembolsáveis, aportes em fundos de investimentos, financiamento de programas de aceleração e mentoria) adotam estratégias variadas para a gestão de riscos, como a contrapartida do valor do investimento, nos casos de empréstimo; análise dos empreendedores, assim como potenciais riscos associados a imagem do parceiro, processos empresariais executados e sua relação com as comunidades em que atuam.

As gestoras de fundos são os estruturadores financeiros com melhor definição de mecanismos para mitigação de riscos, pois além de termos contratuais como cláusulas de garantias e indenizações, também fazem do processo de seleção, por meio da *due diligence*, para analisar detalhadamente o risco comercial dos produtos, a viabilidade do plano de negócios, o dirigente da empresa, além de estudar as tendências de mercado, do setor, principais concorrentes e potencial de crescimento.

A expertise do time das gestoras é um mecanismo de redução de riscos, posto que eles oferecem acompanhamento personalizado aos negócios, além de proporcionar acesso a uma poderosa rede de contatos, que de forma integrada, reduz as chances de insucesso das empresas investidas. O nível de endividamento, a sustentabilidade financeira, participação no conselho de administração e a pulverização de investimentos são também estratégias para mitigação de riscos adotadas por esse grupo de estruturadores financeiros.

Em uma das iniciativas independentes são requeridas contrapartidas financeiras e econômicas para diminuir riscos financeiros. De modo geral, os agentes estudados promovem análises e estudos preliminares a fim de reduzir potenciais riscos, com destaque às gestoras de fundos que realizam um processo de seleção muito estruturado e rigoroso no qual os riscos são minimizados antes mesmo da realização do investimento.

Tendo em vista que são limitadas as informações sobre a gestão de riscos nos investimentos de impacto social, os resultados oferecem um rol exemplificativo das iniciativas e estratégias adotadas por diferentes grupos de estruturadores e instrumentos financeiros. Entretanto, diante da variedade de ações para gestão e mitigação de riscos, os resultados apresentados destoam de Bacuilima *et al.*, (2023), que defendem, a partir de análise no Equador, que os investidores enfrentam dificuldades em avaliar adequadamente os riscos associados aos investimentos em empresas sociais (Bacuilima *et al.*, 2023).

Após a discussão da configuração dos instrumentos financeiros disponibilizados às empresas sociais no ecossistema brasileiro, é possível examinar a aceitabilidade da Proposição 4, que diz:

P4. A configuração de instrumentos financeiros para investimentos em empresas sociais, geralmente baseados em contratos de risco e retorno financeiro, apresentam aspectos e combinações que buscam, em um primeiro momento, atender investidores de lógica *finance-first* para gradualmente torná-los em *impact-first*.

A referida proposição não pode ser validada porque o levantamento dos instrumentos financeiros demonstrou que nem todos estão baseados em contrato de risco, prioritariamente, aqueles resultantes de recursos não reembolsáveis, que não intencionam o retorno financeiro, mas a geração de benefícios às comunidades em que são adotados. Outrossim, os dados demonstraram que não há uma diferença temporal entre os momentos em que predominam as lógicas *finance-first* e *impact-first*, posto que os instrumentos financeiros já estabelecem, antecipadamente, suas intenções de impacto e ganhos econômicos.

As aceleradoras, parte dos bancos e a quase totalidade das gestoras de fundos operam sob uma ótica de *finance-first*, já que o retorno econômico, seja na forma de juros de empréstimo ou venda de ativos (desinvestimento) são estabelecidos como critérios a esses negócios. Esse retorno econômico não elimina a intenção de impacto dessas iniciativas, que tem na intencionalidade de impacto social, um requisito para a concessão de investimentos.

Essa constatação corrobora que na lógica *finance-first*, os investidores buscam retornos não concessionais, mas que se distinguem pela extensão do prazo para alcance dos resultados financeiros desejados (Islam, 2021). Ademais, particularizam-se dos investimentos sem impacto pela intencionalidade (Aschari-Lincoln; Jacobs, 2018) e identificação de oportunidades em empresas sociais (Moran; Ward-Christie, 2022).

Por outro lado, iniciativas governamentais, banco de fomento, institutos e iniciativas independentes (fundo corporativo que também faz aportes de recursos financeiros não reembolsáveis) assumem uma lógica *impact-first*, também estabelecida antes do processo de investimento.

Dessa maneira, as iniciativas governamentais quando oferecem recursos de subvenção econômica e premiação não exigem retornos financeiros, mas se apegam a geração de impacto social, embora não utilizem mecanismos de mensuração, como principal objetivo do seu instrumento e relação com empreendedores de NIS. Mesmo quando oferecem microcrédito, essas iniciativas mantêm sua abordagem *impact-first*, porque desde que haja regularidade de pagamento, em conformidade contratual, não há cobrança de juros.

Os institutos, majoritariamente, adotam a lógica de impacto como objetivo principal, pois mesmo quando aportam em fundos de investimentos, em cotas subordinadas, em estratégias do tipo *venture philanthropy*, o retorno financeiro é uma consequência do investimento, que é empreendido como um capital catalítico para atrair investidores mais alinhados a lógica *finance-first*.

Esse comportamento é também verificado em um dos bancos, que aporta recursos não reembolsáveis em fundos de investimentos e estruturas de *blended-finance* para ampliar o volume de recursos disponíveis às empresas sociais, mas sem exigências de retorno financeiro, e sim de fomento a escalabilidade de resultados sociais. A postura dessa instituição bancária destoa de Viviers e Villiers (2021), que apontam os bancos como instituições com foco nos resultados financeiros.

Nesse cenário, os resultados comprovam que os investimentos de *Impact-first*, privilegiam a criação de valor social ou ambiental sobre o retorno financeiro e têm maior

probabilidade de ser operacionalizado por fundações filantrópicas privadas (Bolinson; Allan, 2022), indivíduos e famílias com alto patrimônio líquido (Muir *et al.*, 2017).

Dadas as discussões apresentadas, a proposição 4 ganha validade e aderência ao ecossistema brasileiro quando reescrita para:

P4 (Ajustada). A configuração de instrumentos financeiros para investimentos em empresas sociais, geralmente baseados em contratos de risco, recursos não reembolsáveis e retorno financeiro, adota amplo comportamento de uma lógica *Catalyst first*, resultante de iniciativas baseadas em *finance first*, desenvolvidas por aceleradoras, bancos e gestoras de fundos; e em *impact first* implementadas por iniciativas governamentais, banco de fomento, institutos e iniciativas independentes.

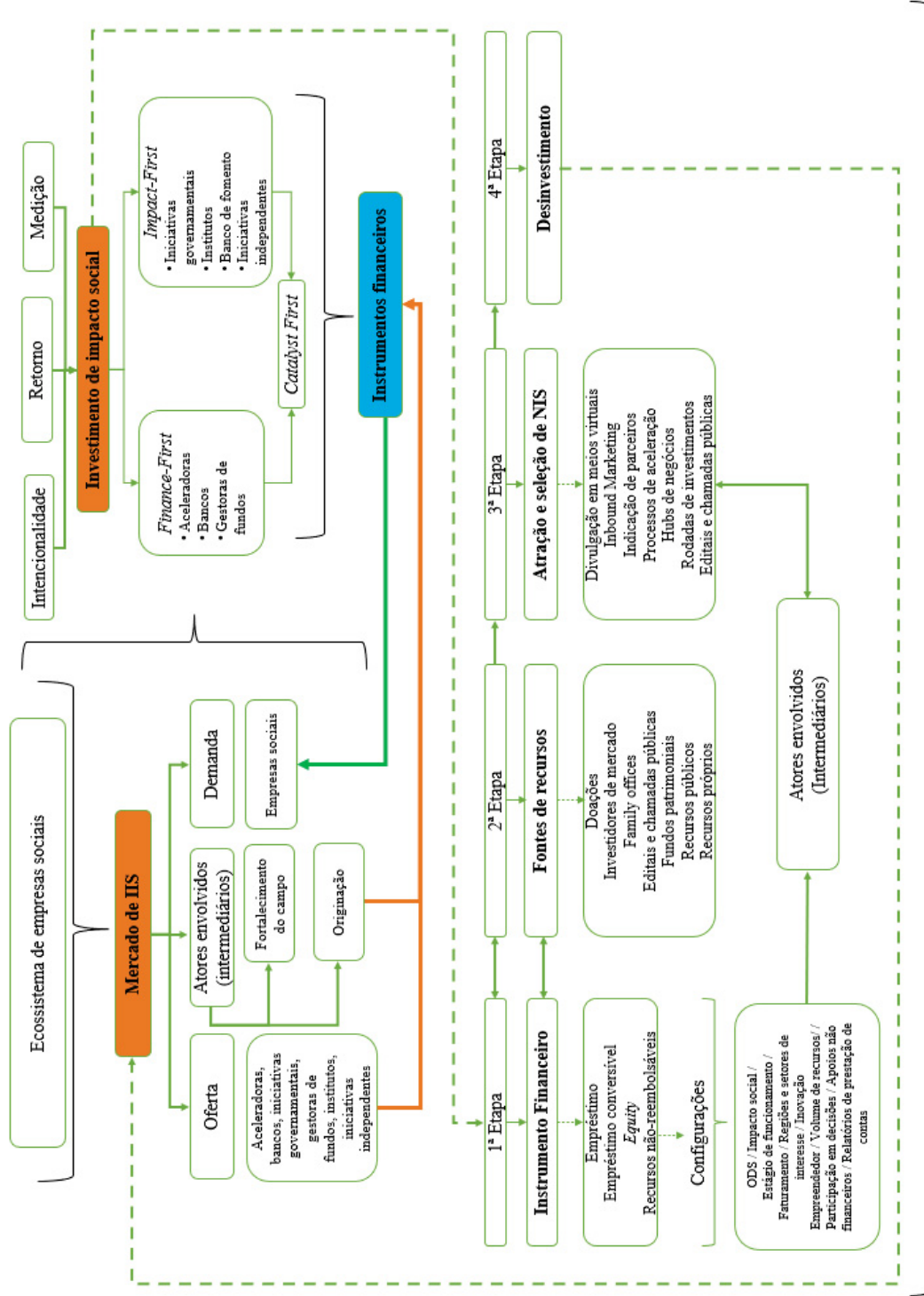
5.3 PROCESSO DE INVESTIMENTO NO ECOSSISTEMA BRASILEIRO DE EMPRESAS SOCIAIS

Essa subseção tem o intuito de ajustar e adequar o modelo teórico proposto (Figura 1), a partir do conjunto de resultados dessa tese. Dessa forma, o processo de investimento no ecossistema brasileiro de empresas sociais, com embasamento empírico, é apresentado na Figura 2. No modelo proposto a parte superior corresponde as relações estabelecidas em nível de ecossistema, e a parte inferior detalha a operacionalização do processo de investimento em empresas sociais.

O detalhamento apresentado na parte inferior do modelo, destaca as contribuições à *Benefits theory of nonprofit finance* (BTNF) e atende aos chamados para conhecer as características das fontes de financiamento direcionadas às empresas sociais com fins lucrativos (Aschari-Lincoln; Jäger, 2015; Zook, 2020), que até então estavam discutidos, prioritariamente, sob a ótica dos empreendedores e sem um foco analítico sobre os estruturadores financeiros, suas fontes, instrumentos e configurações requeridas.

Indo além, um referencial teórico que melhor explore as misturas de recursos ainda não havia sido adotado para empresas sociais e merecia ser acrescentado às discussões sobre a BTNF. Tal quadro poderá ajudar os acadêmicos e praticantes a compreenderem a natureza das empresas sociais, suas fontes de financiamento, os principais investidores e as melhores formas financeiras de apoiar esses empreendimentos (Searing *et al.*, 2022), como foi realizado nesse estudo.

FIGURA 2 – PROCESSO DE INVESTIMENTO NO ECOSSISTEMA BRASILEIRO DE EMPRESAS SOCIAIS



No ecossistema brasileiro de empresas sociais, organizações de diversas naturezas direcionam esforços e empreendem investimentos em empresas que oferecerem resultados sociais e ambientais positivos. Dentre estas organizações, destacam-se as aceleradoras de impacto, bancos, iniciativas governamentais, gestoras de fundos de investimento, institutos e iniciativas independentes.

Essas organizações assumem papéis de estruturadores financeiros, quando determinam as características dos instrumentos financeiros, e como intermediários quando recebem recursos de investidores “primários” e os conectam às empresas sociais.

Para essas organizações, uma primeira etapa para estabelecimento do investimento, é a definição do instrumento financeiro a ser operado. A escolha por instrumentos de crédito, recursos não reembolsáveis, *equity* e empréstimos conversíveis é influenciada por fatores diversos, tais como as expertises dos gestores envolvidos, a fonte de recursos, e a reputação dos empreendedores e das organizações que representam (ou já representaram).

Embora aspectos conjunturais sejam expressivos, no Brasil, é a experiência, rede de contatos e reputação dos envolvidos que define o instrumento adotado pelas aceleradoras de impacto e gestoras de fundos de investimentos. Os bancos adotam instrumentos relacionados às suas atribuições e expertises organizacionais, prioritariamente na forma de fundos de investimento, financiamentos e *equity*, já que dispõem de reputação empresarial e estruturas organizacionais com infraestrutura tecnológica, equipes especializadas na gestão de ativos e base consolidada de clientes e investidores.

As organizações governamentais seguem estratégias definidas pelos governos aos quais estão vinculadas, por isso costumam operar instrumentos em que o retorno financeiro não é o principal objetivo. Os institutos, prioritariamente, adotam uma postura mais relacionada a filantropia, e por isso, além de doações investem em fundos de investimentos assumindo cotas subordinadas, em que o retorno financeiro não é prioridade e o capital dessas organizações serve como “colchão” para geração de rentabilidade para investidores de abordagem mais comercial.

As iniciativas independentes escolhem seus instrumentos financeiros pela análise do cenário de impacto social; atendimento a regramentos institucionais e políticas de ESG; e capacitação de pequenas empresas sociais. As gestoras de fundos de investimento, geridas por profissionais com vasta experiência no mercado de *private equity* e/ou por atuação em grandes

companhias empresariais, direcionam esforços a instrumentos de lógica mais comercial, *finance-first*, por isso adotam prioritariamente o *equity* e empréstimos conversíveis.

Antes de acessar a fonte de recursos para os seus investimentos, as organizações mencionadas, em seu papel de estruturadores financeiros, definem as configurações desses instrumentos. Em verdade, a configuração é resultante da expertise dos estruturadores financeiros e convencimento, por esses atores, das fontes de capital sobre o seu potencial econômico e social, no caso de aceleradoras, bancos e gestoras de fundos de investimentos; assim como de convencimento a doadores, fundadores e fundos patrimoniais de companhias empresariais, no caso de institutos e algumas iniciativas independentes.

Por isso, cada grupo de estruturador define seus instrumentos com as características que consideram relevantes, associadas as suas expertises, e que entendem ter potencial para atrair recursos. Nisso, as aceleradoras defendem e instituem instrumentos baseados no crédito; os bancos mesclam crédito, *equity* e recursos não reembolsáveis, e as gestoras de fundos concentram-se em *equity* e empréstimos conversíveis, majoritariamente.

Os institutos e iniciativas governamentais atuam prioritariamente com recursos não reembolsáveis ou empréstimos com bonificação de juros, já que esses instrumentos financeiros são importantes incentivos para a adoção de práticas sustentáveis e a geração de impacto social.

As configurações instituídas por cada grupo de estruturadores financeiros envolvem, prioritariamente, a definição de ODS de interesse, estágio de funcionamento, faturamento (também considerado sob a ótica do ponto de equilíbrio, maturidade financeira e tamanho do mercado), região e setores de interesse, aspectos relacionados ao empreendedor (histórico e capacidade organizacional) e inovação (que aparece de modo indireto, mas característica dos negócios que pretendem crescer e escalar). Configurações relacionadas à forma organizacional, composição da equipe (diversidade) e contexto dos beneficiários são menos exploradas nos instrumentos operados no ecossistema brasileiro.

Além dessas configurações, os instrumentos financeiros congregam outras características como a exigência de impacto social, que antes do investimento, é comprovado pela intencionalidade das empresas, e que após o investimento pode ser mensurado por ferramentas mais robustas como o *Impact Management Project* e o *Impact Reporting and Investment Standards* (IRIS+). Além disso, a teoria da mudança é também utilizada, uma vez que permite construir e

definir formas de comprovação de impacto social de forma direcionada a cada empresa investida. Metodologias proprietárias e outras técnicas de mensuração também podem ser adotadas.

Durante a definição do instrumento financeiro e suas configurações, seus respectivos estruturadores tratam também do volume de capital que poderá ser aportado, volume este que é influenciado pelo plano de negócios, expectativas de crescimento, avaliações internas dos estruturadores, capital disponível no fundo de investimento ou “caixa” do investidor, além de limites determinados por regramentos legais/institucionais.

Após a definição do volume de recursos, os estruturadores financeiros definem se o capital será disponibilizado de uma única vez ou em várias parcelas, com a predominância de parcelas únicas em instrumentos de crédito, e análises particularizadas para os demais casos.

Diante da definição das quantias, define-se também os prazos em que o apoio financeiro será operacionalizado, isto é, o tempo para pagamento de parcelas (instrumentos de crédito); período de “investimento”, em instrumentos relacionados ao *equity*; e oferecimento de recursos não reembolsáveis. Esses períodos costumam ser superiores aos prazos praticados no mercado tradicional de investimentos, corroborando a existência de um capital paciente destinado às empresas sociais.

Configurações relacionadas à gestão financeira e desempenho interno, que no modelo teórico teve elementos como retorno financeiro, prazos, taxas de crescimento, sustentabilidade de resultados e mecanismos de participação em tomada de decisão, assumem características distintas em cada instrumento financeiro e no estruturador responsável.

Ainda assim, mecanismos dessa natureza são pouco (ou não) operacionalizados em instrumentos de crédito, e de modo geral, se resumem a definições de mecanismos e direitos na tomada de decisão em gestoras de fundos e institutos, nesses últimos a partir de lógicas de governança, quando investem em cotas de fundos de investimentos. No geral, a contribuição à gestão financeira e desempenho interno integra apoios não-financeiros em treinamento, mentoria, aceleração e acesso a redes de contatos.

Aliás, essa integração de apoios financeiros e não-financeiros, sob as óticas de *finance* e *impact-first*, destacam a intenção de oferecer muito mais que apoio econômico, mas de também fortalecer o funcionamento, redes e contexto estrutural em que as empresas sociais atuam, resultando em uma terceira lógica de *catalyst first*.

O acompanhamento do uso de recursos, que no modelo teórico agrupava mecanismos para escalabilidade, fluxo de pagamentos, riscos de interrupção, práticas colaborativas e prestação de contas, se resume a apenas esse último elemento, na forma de relatórios financeiros e operacionais com periodicidade diversa (mensal, bimestral, trimestral ou semestral).

A gestão de riscos também é instituída como configuração após a definição do instrumento financeiro, mas está, sobretudo, focada em mecanismos para evitar perdas financeiras, nas instituições que adotam uma lógica *finance-first*, com poucas iniciativas relacionadas aos riscos reputacionais.

A definição do instrumento financeiro direciona e/ou se integra a uma segunda etapa do processo, que é a definição e acesso a fontes de recursos. As aceleradoras e gestoras de fundos de investimentos montam fundos de impacto social, e diante das suas experiências, resultados no mercado e redes de contato, conseguem estruturar seus fundos com recursos de múltiplas fontes, desde doações em caráter de filantropia de risco, investidores de mercado, recursos próprios, *family offices* e editais publicados por bancos de fomento.

Os institutos costumam ser constituídos como braços filantrópicos de companhias empresariais e com isso acessam a um fundo patrimonial; são mantidos por doações; ou a partir de recursos próprios de seus fundadores. As iniciativas governamentais divergem nas fontes de recursos, algumas com capital originário dos cofres públicos ou de parcerias com institutos. O mesmo ocorre com as iniciativas independentes, que tem em transferências anuais de companhias empresariais; financiamento por múltiplos agentes que desejam fomentar o ecossistema de impacto; ou ainda recursos próprios, as origens do capital investido.

Com a definição dos instrumentos financeiros, configurações estabelecidas e acesso aos recursos dos provedores primários de capital (fontes), inicia-se uma terceira etapa do processo de investimento, em que os estruturadores adotam diversas estratégias para atrair e selecionar empresas sociais, as quais incluem divulgações em meios virtuais; *inbound* marketing, indicações de parceiros, seleção a partir de processos de aceleração; inserção e participação em eventos de hubs de negócios e rodadas de investimentos, no caso de iniciativas de abordagem mais *finance-first*; assim como editais e chamadas públicas para instituições mais próximas da lógica de *impact-first*.

É também nesse momento de seleção em que os atores envolvidos (intermediários), atuam com maior proximidade aos estruturadores financeiros, auxiliando no processo de origem das

empresas sociais. Esses atores, quando não diretamente relacionados com os estruturadores, atuam também no fomento e popularização do ecossistema de impacto social.

Definidos os negócios de interesse de cada grupo estruturador, são empreendidas análises embasadas nas configurações dos instrumentos financeiros, essencialmente, aderências aos ODS, impacto social, estágio de funcionamento, regiões e setores de interesse, assim como o histórico do empreendedor, volume de recursos, tomada de decisão, apoios não-financeiros e formas de prestação de contas.

Cumprido destacar que, no caso de estruturadores baseados na lógica de *finance-first*, os setores priorizados são aqueles reconhecidos por seu potencial de crescimento e retorno econômico, com empresas localizadas em regiões socioeconomicamente desenvolvidas. Após a validação dos requisitos estabelecidos e disponibilização do capital, são acionados os mecanismos de participação no negócio, que envolvem poderes contratuais para tomada de decisão (conselho de gestão, vetos, prioridades estratégicas) e/ou apoios não financeiros.

Realizado o investimento e concretizadas as diferentes estratégias de suporte às empresas sociais, todos os estruturadores, desde que alcançados os objetivos, em conformidade com os prazos estabelecidos em seus instrumentos financeiros, iniciam a quarta etapa desse processo, em que preparam a sua “saída”, que pode ser com o encerramento de pagamento de empréstimos, finalização do prazo de aceleração (premiação), finalização de projetos conjuntos ou venda de participações nos negócios. Em verdade, é necessário que haja esse encerramento, para que outras empresas sejam apoiadas e o investimento de impacto social ganhe escala e relevância.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este capítulo teve como objetivo apresentar um panorama geral da tese, revisitando o problema de pesquisa, mencionando os resultados alcançados com base nos objetivos específicos, destacando as principais contribuições teóricas e empíricas, reconhecendo as limitações e propondo direções para futuras investigações.

6.1 RETOMADA DO PROBLEMA E OBJETIVOS DE PESQUISA

O problema que norteou essa pesquisa foi **“Como está configurado, a partir dos instrumentos financeiros, o processo de investimento de impacto social no ecossistema brasileiro de empresas sociais?”**. A resposta a esse questionamento, com base nos dados da pesquisa, é que esses instrumentos estão configurados, prioritariamente, em requisitos e demonstrações relacionadas aos ODS, impacto social, estágio de funcionamento, faturamento (ponto de equilíbrio, maturidade comercial), regiões e setores de interesse, inovação (dados os mecanismos para crescimento e geração de mudanças), histórico do empreendedor, volume de recursos, participação em decisões, apoios não-financeiros, mecanismos para prestação de contas e gestão de riscos.

Em atendimento ao primeiro objetivo específico que diz **“Discutir a atuação dos principais estruturadores financeiros do ecossistema brasileiro de empresas sociais.”** constatou-se a atuação de aceleradoras, bancos e gestoras de fundos como investidores de lógica *finance-first*, utilizando, prioritariamente, instrumentos como crédito, *equity* e empréstimos conversíveis. Por outro lado, iniciativas governamentais, institutos, bancos de fomento e iniciativas independentes tem proximidade com a lógica de *impact-first*, e operam instrumentos, sobretudo, baseados em recursos não reembolsáveis e empréstimos com bonificação de juros.

Nesse âmbito de discussões, destaca-se a utilização de *blended finance*, estratégia praticada por diversos estruturadores, que combinam capital concessional e capital privado para financiar empresas sociais, aumentando o volume de recursos disponíveis e mitigando os riscos. Assim, o *blended finance* é confirmado como uma ferramenta estratégica para alavancar investimentos de impacto, combinando capital de diferentes origens.

No que concerne ao objetivo de **“Descrever a configuração dos instrumentos financeiros disponibilizados às empresas sociais no processo de investimento de impacto social”**, constatou-se que os ODS 1, 4, 8 e 10 são os mais valorizados pelos investidores, enquanto os ODS 14 e 17 são aqueles direcionados em menos iniciativas de investimento. Assim, o estudo demonstra como os ODS são utilizados para a seleção de investimentos de impacto, alinhando os objetivos dos negócios com uma agenda global de desenvolvimento sustentável.

Acerca das exigências de impacto social, emergiu o entendimento de que as principais ferramentas e estratégias para mensuração desse construto são aquelas de abordagem mais ampla, aplicáveis a diferentes setores e que atendem às necessidades dos diferentes grupos de estruturadores financeiros, com destaque ao IMP, IRIS+ e teoria da mudança.

A adoção de ferramentas como IRIS+ e o IMP demonstra a busca por padrões internacionais de qualidade na medição de impacto no ecossistema brasileiro. Outrossim, os estruturadores brasileiros reconhecem a importância de desenvolver uma teoria de mudança para cada investimento, o que demonstra que o impacto social não é um resultado aleatório, mas sim fruto de um planejamento estratégico. Todos os estágios de funcionamento são atendidos, mas aqueles relacionados as etapas iniciais aparecem com maior frequência.

Sobre o faturamento, dadas as exigências de cada grupo de estruturador, essa configuração é diversificada com instituições que requerem faturamento de menos R\$ 50 milhões/ano e outras, que ao invés do faturamento, avaliam a capacidade de crescimento do negócio. Os instrumentos financeiros também direcionam recursos a negócios localizados, prioritariamente, nas regiões sul e sudeste, e em setores relacionados a saúde, educação, finanças, cidades sustentáveis, tecnologias verdes e conservação e preservação ambiental.

No que se refere ao histórico do empreendedor, no ecossistema brasileiro, os aportadores de capital reconhecem a importância do empreendedor no sucesso do negócio e utilizam diferentes critérios para avaliar a sua experiência, habilidades e motivação. A participação na tomada de decisão também se diferencia de acordo com o estruturador financeiro, mas no geral, envolve lógicas de governança, direito a voto e assento em conselhos de gestão. Outrossim, quando não participam diretamente das decisões, os estruturadores oferecem apoio não financeiro com caráter sugestivo e de consultoria.

Cumprе destacar que institutos e aceleradoras, ao invés de impor suas decisões, priorizam a cocriação de soluções com as empresas sociais, incentivando a autonomia e o aprendizado mútuo,

além de atuarem como parceiros estratégicos, fortalecendo a gestão interna dos negócios e promovendo a sua profissionalização.

O volume de recursos financeiros também se diferencia entre os investidores, mas os menores costumam ser aportados em microcrédito por iniciativas governamentais e os maiores são disponibilizados por bancos (em estruturas de *blended finance*), e por gestoras de fundos de investimentos.

A prestação de contas é realizada em conformidade com o instrumento financeiro operado por cada estruturador, compreendendo desde verificação de pagamento de parcelas até a emissão de relatórios, de periodicidades mensal até semestral, com dados operacionais e financeiros. Por fim, as configurações relacionadas a gestão de riscos revelam que o processo de seleção tende a minimizar potenciais riscos, que estão, majoritariamente, relacionados aos riscos financeiros e em menor intensidade a riscos reputacionais.

Sobre essa configuração, acredita-se que a gestão de riscos deva assumir uma abordagem mais estratégica nos instrumentos financeiros estabelecidos no ecossistema nacional, com a definição de setores prioritários e a utilização de ferramentas proprietárias para avaliar riscos sociais, reputacionais, financeiros e ambientais.

Quanto ao terceiro objetivo específico de **“Discutir as semelhanças e distinções dos instrumentos de financiamento no processo de investimento de impacto social”**, dado o volume de configurações e estruturadores financeiros, destaca-se, nessa conclusão, que contexto dos beneficiários, composição da equipe (diversidade) e forma organizacional são as configurações menos frequentes entre os investidores estudados. Outrossim, apenas um estruturador opera com o financiamento de instituições de suporte como aceleradoras, incubadoras, parques tecnológicos etc.

Sobre o quarto objetivo, **“Desenvolver um modelo brasileiro para processos de investimento em empresas sociais (incluindo os aspectos configuradores de seus instrumentos financeiros), dentro de ecossistemas”**, o modelo proposto destaca os participantes do mercado de investimento de impacto social, enfatizando os agentes pertencentes do lado de oferta, demanda e intermediários (atores envolvidos), assim como aqueles vinculados às lógicas de *finance* e *impact-first*. Além disso, o modelo representa as etapas empreendidas pelos estruturadores financeiros, desde a definição do instrumento até o momento de desinvestimento nas empresas sociais.

6.2 CONTRIBUIÇÕES TEÓRICAS

Do ponto de vista teórico, essa pesquisa enriquece o conhecimento sobre os estruturadores financeiros, ao introduzir uma nova forma de segmentá-los conforme sua participação no processo de investimento. Isso intensifica o entendimento sobre a atuação e as responsabilidades desses atores no Brasil, algo que não havia sido sistematicamente discutido na literatura existente.

Para isso, destaca o papel de aceleradoras de impacto, iniciativas governamentais, gestoras de fundos, bancos, institutos e iniciativas independentes como importantes atores do investimento no ecossistema brasileiro de empresas sociais. A pesquisa também oferece, sempre que possível, comparações com o cenário internacional, elucidando as diferenças no papel dessas organizações em relação a outros países.

Outrossim, o estudo contribui para a literatura ao detalhar os instrumentos financeiros utilizados no Brasil, como capital de risco (participação acionária/societária/*equity*), microcrédito, empréstimos conversíveis, recursos não reembolsáveis e estruturas de *blended finance*. Ele também destaca a ausência de instrumentos como títulos de impacto social, empréstimos de impacto social (operados por bancos sociais) e a não utilização de finanças islâmicas, oferecendo, assim, uma perspectiva diferenciada do contexto nacional.

Do mesmo modo, os resultados permitem reconhecer as intenções e características dos principais instrumentos financeiros, denotando que os empréstimos oferecem flexibilidade e menor risco (controle do negócio) para os empreendedores e o *equity* é utilizado para investir em empresas com alto potencial de crescimento e retornos financeiros significativos.

Sobre os instrumentos financeiros identificados, emerge o entendimento de que as plataformas de empréstimo coletivo permitem a democratização do acesso ao crédito, enquanto o *equity crowdfunding* permite a participação de uma ampla base de investidores em empresas de impacto. Por fim, a securitização de recebíveis se apresenta como uma ferramenta inovadora para aumentar a liquidez dos investimentos de impacto e diversificar a carteira dos investidores.

Os recursos não reembolsáveis, inclusive na forma de filantropia ou aportes governamentais, desempenham um papel fundamental no financiamento de empresas sociais, proporcionando recursos e apoio para iniciativas inovadoras em diferentes estágios de funcionamento, permitindo que essas organizações se concentrem em seus objetivos sociais sem a pressão de gerar retorno financeiro imediato. Esses recursos, quando designados na forma de

premiação são um incentivo para o desenvolvimento de ES e podem acelerar o crescimento de empresas em estágio inicial.

O microcrédito se destaca por oferece uma forma de financiamento acessível para pequenos empresas sociais, que muitas vezes enfrentam dificuldades para obter crédito em instituições financeiras tradicionais, e por financiar uma ampla gama de atividades, incluindo negócios informais e microempreendedores individuais, que são frequentemente excluídos do sistema financeiro formal.

Os resultados obtidos destacam o papel do letramento e da educação em torno do conceito de impacto, de forma ampliada no ecossistema, abordando a necessidade de popularizar, de forma correta, o conceito de impacto social. Este ponto sugere uma contribuição teórica sobre a formação cultural e educacional como base para o desenvolvimento sustentável do investimento em empresas sociais.

Adicionalmente, a proposição de um modelo para o processo de investimento permitiu analisar a configuração dos instrumentos financeiros disponíveis e acessíveis às empresas sociais, oferecendo à literatura aspectos específicos quanto às formas e o papel de intermediários; a preponderância de lógicas de investimento; a relação entre investidores, investidas e infraestrutura circundante (ecossistema); além de destacar a relevância do estágio de funcionamento, maturidade comercial e gerencial; comprovações de impacto social etc., identificando as características desses aspectos, sua abrangência conceitual e formas de apresentação.

O desenvolvimento de um modelo de processo de investimento também permitiu descrever e analisar as associações entre os aspectos configurativos dos instrumentos financeiros e sua relação com as lógicas *finance-first* e *impact-first*, relatando como esses aspectos são retratados nos instrumentos financeiros, processo de investimento e na percepção de investidores de impacto social.

Com isso, foi possível obter uma melhor compreensão dessas lógicas a partir dos instrumentos financeiros utilizados, das instituições/investidores participantes e dos aspectos mais sensíveis (retorno financeiro ou retorno social) em cada uma delas. Destarte, foi possível constatar os padrões nas configurações dos instrumentos (ODS, impacto social, setor e região de interesse, histórico do empreendedor e apoios não-financeiros) para além da definição genérica de foco social ou financeiro, preenchendo uma lacuna da literatura, já que uma discussão sistemática sobre esses aspectos ainda não havia sido realizada.

O referido modelo também ajudou no retrato e análise das dinâmicas econômicas e sociais (experiências, expertises, rede de contatos, aspectos socioeconômicos do país) que justificam a configuração dos instrumentos de financiamento, a predominância de lógica *finance-first* (pelo volume de investidores), sua integração e interdependência com investidores *impact-first* (especialmente em doações e constituições de fundos de investimento) e a resultante lógica de *catalyst-first*, que integra aspectos das lógicas anteriores e fortalece relações, apoios e estímulos ao ecossistema de empresas sociais.

Além disso, foi possível a vinculação entre aspectos configuradores e lógicas de investimento à *Benefits Theory of Nonprofit Finance* (BTNF), especificamente no retrato (Wilsker; Young, 2010), configuração e características das fontes e instrumentos de investimento em empresas sociais com fins lucrativos (Aschari-Lincoln; Jäger, 2015; Young, 2017; Zook, 2020).

A *Benefits Theory of Nonprofit Finance* (BTNF), originalmente desenvolvida para analisar o financiamento de organizações sem fins lucrativos nos Estados Unidos (Young, 2007, 2017), apresentava lacunas teóricas quanto à sua aplicabilidade a empresas sociais com fins lucrativos. Embora alguns estudos tenham tentado expandir sua aplicabilidade a esse contexto (Searing *et al.*, 2022), a teoria ainda carecia de uma estrutura consolidada que permitisse compreender como diferentes formas de investimento e financiamento se organizam para atender tanto às demandas financeiras quanto aos impactos sociais gerados por essas empresas.

Nesse sentido, a presente pesquisa avança na consolidação da BTNF ao demonstrar empiricamente como os estruturadores financeiros, fontes de investimento e instrumentos financeiros são configurados no ecossistema de empresas sociais com fins lucrativos no Brasil. Ao identificar e analisar os atores responsáveis pelo financiamento dessas empresas, bem como os tipos de capital disponíveis e sua relação com as lógicas *finance-first*, *impact-first* e *catalyst-first*, a pesquisa amplia o escopo da BTNF, incorporando novas variáveis que influenciam o equilíbrio entre retorno financeiro e impacto social.

Além disso, ao aplicar a teoria em um contexto emergente e distinto do cenário norte-americano, a pesquisa contribui para a adaptação da BTNF à realidade brasileira, caracterizada por estruturas institucionais e regulatórias diversas, bem como por desafios específicos relacionados ao acesso a capital. A análise empírica realizada evidencia a necessidade de considerar fatores como o papel dos intermediários financeiros, a predominância de determinados instrumentos

financeiros (como recursos não reembolsáveis, microcrédito e *equity*) e a interdependência entre investidores de diferentes perfis.

Outra contribuição relevante da pesquisa é a demonstração de como os investimentos em empresas sociais no Brasil seguem padrões distintos de configuração de instrumentos financeiros, incorporando características que não haviam sido previamente discutidas na BTNF. A integração das lógicas de investimento às estruturas de financiamento das empresas sociais permite um refinamento conceitual da teoria, ampliando sua aplicabilidade para além do setor sem fins lucrativos e oferecendo um modelo mais abrangente para compreender as dinâmicas de investimento de impacto.

Dessa forma, a pesquisa preenche uma lacuna teórica ao proporcionar uma análise sistemática dos instrumentos financeiros disponíveis para empresas sociais, evidenciando sua relação com as estratégias de investimento e financiamento adotadas no Brasil. Essa abordagem não apenas expande os limites da BTNF, mas também oferece um arcabouço teórico para futuras investigações sobre o financiamento de empresas sociais em diferentes contextos e mercados emergentes.

Dessa forma, foi possível incrementar uma teoria que ainda não havia sido explorada no contexto brasileiro e/ou integrada às lógicas *finance-first*, *impact-first* e *catalyst-first* para definição de estruturadores e configuração de instrumentos financeiros no processo de investimento em empresas sociais inseridas em ecossistemas de empresas sociais.

6.3 CONTRIBUIÇÕES PRÁTICAS

Do ponto de vista prático e gerencial, essa pesquisa destaca o uso de instrumentos como recursos não-financeiros, microcrédito, empréstimos conversíveis e capital de risco adaptados às particularidades brasileiras. Essas práticas podem servir como modelos para investidores nacionais e internacionais que buscam aplicar capital em empresas sociais no Brasil, adaptando mecanismos financeiros às necessidades locais.

Outrossim, a pesquisa revela a importância de intermediários qualificados no processo de investimento, sugerindo que eles desempenham um papel crucial na identificação de negócios promissores e fomento ampliado ao ecossistema. Isso reforça que o financiamento de empresas sociais envolve uma ampla gama de atores, incluindo investidores, governos, empresas e

aceleradoras. Assim, a colaboração entre esses atores é fundamental para o sucesso dos investimentos de impacto, permitindo a mobilização de recursos e a criação de sinergias.

Além disso, os resultados destacam as preferências dos investidores de acordo com as lógicas de investimento adotadas e os meios utilizados para seleção de empresas sociais, que envolvem desde parcerias estratégicas, divulgação, editais, hubs de negócios e rodadas de investimentos. Isso pode levar à criação de novas estratégias para conectar investidores com empreendedores de impacto social de forma mais eficiente e relacionadas às características do contexto brasileiro.

Do mesmo modo, a pesquisa fornece *insights* sobre como os governos e grandes corporações (fundos patrimoniais, fundos corporativos, *family offices*) podem atuar como intermediários financeiros e/ou fonte de recursos, indicando que parcerias entre os diferentes estruturadores são estratégicas para maximizar o impacto desses investimentos.

Dessa forma, as contribuições práticas desse estudo se refletem na exposição de um retrato empírico dos estruturadores, fontes de recursos, configuração de instrumentos financeiros e processo de investimento, que pode situar e auxiliar gestores de ES que buscam financiamento às suas atividades. Outra contribuição é a definição dos instrumentos financeiros operados por cada grupo de investidor, o que permite que gestores de empresas sociais procurem investidores que oferecem os instrumentos desejados, sejam eles de dívida, *equity* ou recursos não reembolsáveis.

Nesse contexto, disponibiliza-se também a compreensão de que negócios que buscam recursos mais vultuosos ou vendas de participações, devem direcionar esforços as gestoras de fundos e aceleradoras de impacto, ao passo em que aqueles que desejam recursos com menos exigências gerenciais e valores menos expressivos, podem adotar instrumentos operados por institutos, iniciativas independentes e iniciativas governamentais.

Outra contribuição é o reconhecimento e destaque aos setores priorizados pelos estruturadores brasileiros, que pode facilitar na definição de campos de atuação por empreendedores do campo de impacto, e por investidores brasileiros e estrangeiros que desejem investir em negócios nacionais dessa natureza. A identificação desses setores também pode direcionar políticas de fomento para aqueles menos abordados pelos investidores.

Nesse âmbito de discussões, reconhecendo a concentração de investimentos em regiões com melhor posição socioeconômica, os resultados podem servir como insumo para definição de

estratégias e superação de barreiras que impeçam a ampliação dos investimentos em empresas sociais localizados em regiões menos desenvolvidas.

Nesse contexto, destaca-se a necessidade de construir políticas públicas em nível federal, estadual e municipal para criar segurança ao campo e estimular a entrada de novos investidores. Isso reforça a urgência de estruturas jurídicas sólidas para fomentar investimentos de impacto. A aquisição governamental de produtos e serviços de ES também emerge como iniciativa necessária, associada às isenções fiscais e tributárias aos investidores e às empresas sociais.

O envolvimento de bancos públicos, como o BNDES e a Caixa Econômica Federal, na oferta de garantias e redução de riscos também exemplifica como o setor público pode atuar para viabilizar investimentos dessa natureza. Em síntese, o Estado tem papel fundamental como indutor e facilitador do ecossistema de investimentos e empresas sociais, através de políticas públicas, incentivos fiscais e mecanismos de garantia de crédito.

A demonstração de viabilidade de impacto social e retorno financeiro, diferenciando-o da filantropia, inclusive para construção e divulgação de histórias e casos de sucesso (para atrair novos investidores) é também reconhecido como necessário para a ampliação de investimentos dessa natureza.

A consolidação e expansão dos investimentos em ES requer fomento à capacidade de negociação e divulgação dos resultados desses negócios. Para tanto é necessária uma abordagem menos crítica e mais colaborativa ao atrair recursos de grandes patrimônios. Essa habilidade de negociação e comunicação com “não convertidos” sugere uma prática essencial para conquistar novos investidores, ampliando o alcance das empresas sociais.

Além disso é necessária a padronização da comunicação adotada pelos players do ecossistema de empresas sociais. Isso passa pela necessidade de educar e conscientizar, com uma linguagem clara e acessível, investidores, empreendedores e a sociedade em geral sobre o conceito e benefícios do investimento de impacto. A padronização da comunicação sobre esses investimentos é vista como fundamental para evitar a banalização do conceito e garantir que todos os atores envolvidos compreendam o mesmo significado.

Para isso, é necessário reforçar a distinção entre investimento de impacto e filantropia, distinguindo o investimento sustentável e escalável de uma doação, pois esse posicionamento pode ajudar a estruturar o entendimento do impacto social como uma estratégia de negócios.

Assim, ao considerar o cenário brasileiro esta pesquisa forneceu informações valiosas para empreendedores sociais, investidores, governo e outros atores interessados em promover o investimento em empresas sociais desse país. Também destacou estratégias para melhorar a capacidade das empresas sociais em gerar e manter relacionamentos efetivos com suas fontes de financiamento (a partir do atendimento às configurações dos instrumentos financeiros e processo de investimento), estimulando o ecossistema desses negócios.

6.4 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

As principais limitações na realização dessa pesquisa foram percebidas, inicialmente, na ausência de literatura acadêmica nacional que tratasse diretamente do investimento em empresas sociais, o que direcionou o levantamento teórico realizado, a ser baseado prioritariamente em estudos internacionais. Entretanto, para superar essa limitação, durante a análise dos resultados, as distinções identificadas foram destacadas.

Adicionalmente, os estudos analisados não categorizavam estruturadores ou configurações de instrumentos financeiros, muitas vezes, apenas indicando potenciais instrumentos, com pouca discussão de suas fontes e configurações, que foram definidas a partir de análise temática integrada das características apontadas em diferentes estudos.

Embora tenha representado uma oportunidade de pesquisa, foi também uma limitação a dificuldade em identificar os atores nacionais que, efetivamente, atuam como estruturadores financeiros e investidores em empresas sociais, o que direcionou que esse levantamento fosse estabelecido (de forma primária e em bola de neve) a partir de documentos e informações disponibilizadas pela plataforma Investir com Impacto.

Outrossim, houve dificuldade em identificar as configurações e instrumentos financeiros nos documentos analisados, que nem sempre os apresentava explicitamente, ou com a identificação das configurações financeiras, que foram identificadas a partir das características consolidadas no referencial teórico.

Por fim, outras limitações, que também emergem como característica do método, são aquelas relacionados ao estudo qualitativo, em que os resultados refletem perspectivas dos grupos analisados e do contexto estudado (Brasil). Entretanto, essas limitações foram contornadas pela generalização analítica, buscada no modelo proposto, que reflete os estruturadores, instrumentos

financeiros, fontes e configuração de instrumentos no contexto do ecossistema brasileiro de empresas sociais.

6.5 SUGESTÕES PARA NOVAS PESQUISAS

O estudo revela que o ecossistema brasileiro de empresas sociais conta com uma variedade reduzida de estruturadores financeiros e investidores em comparação com o cenário internacional, posto que agentes como bancos sociais, cooperativas de crédito e fundos mútuos, existentes em outros países, não estão presentes no Brasil.

Dado esse cenário, novas pesquisas podem averiguar por que certos tipos de agentes financeiros, como bancos sociais e cooperativas de crédito, ainda não se estabeleceram/consolidaram no Brasil e como isso impacta no volume de recursos para investimentos e no crescimento das empresas sociais.

No Brasil, as aceleradoras de impacto atuam também como gestoras de fundos de investimento, o que as diferencia da literatura internacional, que as caracteriza principalmente como provedoras de mentoria e apoio inicial.

Diante desse achado, seria relevante realizar um estudo comparativo sobre a atuação das aceleradoras brasileiras como gestoras de fundos de impacto, avaliando sua contribuição para o sucesso dos negócios sociais brasileiros e identificando diferenças em relação a outros países. Além disso, uma pesquisa mais aprofundada poderia comparar os diferentes modelos de financiamento utilizados por aceleradoras em diversas nações.

Ao contrário do cenário internacional, onde grandes empresas costumam investir diretamente em empresas sociais, no Brasil a atuação se dá, predominantemente, por meio de intermediários (fundos corporativos, fundos patrimoniais, doações). Assim, futuras pesquisas poderiam explorar o potencial de investimentos diretos de grandes empresas brasileiras em empresas sociais, avaliando seus benefícios e desafios.

Além disso, considerando que instrumentos como títulos de impacto social não foram identificados no contexto brasileiro, acredita-se a ausência de uma legislação específica para o investimento e empresas sociais pode estar dificultando a adoção de outros instrumentos financeiros. Por isso, novas pesquisas podem investigar os desafios e as barreiras regulatórias que

impedem a adoção de instrumentos financeiros inovadores no Brasil, como os títulos de impacto social, e propor modelos de regulamentação que possam facilitar sua implementação.

Percebeu-se que a ausência de uma regulamentação específica para investimentos e empresas sociais no Brasil é um obstáculo para a criação de mecanismos mais sofisticados de financiamento, por conta disso, é importante debater o impacto que uma regulamentação mais robusta poderia ter no crescimento dos negócios brasileiros de impacto social, além de analisar exemplos de regulação em outros países que poderiam servir de modelo.

Por fim, tem-se que a falta de padronização na comunicação (linguagem) sobre impacto entre empresas sociais, investidores, intermediários e o mercado tradicional de investimentos limita a transparência e a comparabilidade dos resultados entre esses grupos, o que cria barreiras para investidores que buscam alinhar objetivos financeiros e sociais.

Essa conjuntura impede uma integração mais eficaz dos atores do ecossistema e torna recomendável que novas investigações examinem como a ausência de padronização na comunicação sobre impacto social afeta a integração entre esses negócios, investidores de impacto e o mercado tradicional de investimentos, propondo diretrizes para melhorá-la e facilitar a captação de recursos. Por fim, novas pesquisas podem averiguar o papel da formação cultural e educacional como base para o desenvolvimento sustentável do investimento em empresas sociais.

Esta pesquisa conclui, corroborando sua declaração de tese, e com base na análise da configuração dos instrumentos financeiros no ecossistema brasileiro de empresas sociais, que a estruturação, características e acessibilidade desses instrumentos exercem influência determinante no desenvolvimento e sustentabilidade dessas iniciativas. Conforme estruturado no modelo proposto, a diversidade de atores, desde aceleradoras e bancos até iniciativas governamentais, institutos, gestoras de fundos e iniciativas independentes revela um cenário complexo, onde a lógica de investimento varia entre *finance-first* e *impact-first*, com o *blended finance* emergindo como estratégia crucial para alavancar recursos.

REFERÊNCIAS

- “Finanças islâmicas” serão tema de debate na CAE nesta segunda. Disponível em: <<https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2021/12/10/financas-islamicas-serao-tema-de-debate-na-cae-nesta-segunda>>. Acesso em: 9 out. 2023.
- ABRAHAMS, M.; WALAZA, S. Editorial: Measuring social impact investment. **African evaluation journal**, v. 6, n. 2, 2018.
- ACHLEITNER, A.-K. *et al.* Disentangling gut feeling: Assessing the integrity of social entrepreneurs. **VOLUNTAS International Journal of Voluntary and Nonprofit Organizations**, v. 24, n. 1, p. 93–124, 2013.
- ADDAE, A. E. Pathways to sector selection: A conceptual framework for social enterprises. **Nonprofit management & leadership**, v. 28, n. 3, p. 349–365, 2018.
- AGGARWAL, D.; ELEMBILASSERY, V. Sustainable finance in emerging markets: A venture capital investment decision dilemma. **South Asian journal of business and management cases**, v. 7, n. 2, p. 131–143, 2018.
- AGRAWAL; HOCKERTS. Impact investing strategy: Managing conflicts between impact investor and investee social enterprise. **Sustainability**, v. 11, n. 15, p. 4117, 2019.
- AHLERS, G. K. C. *et al.* Signaling in equity crowdfunding. **Entrepreneurship theory and practice**, v. 39, n. 4, p. 955–980, 2015.
- AISAITI, G. *et al.* An empirical analysis of rural farmers’ financing intention of inclusive finance in China: The moderating role of digital finance and social enterprise embeddedness. **Industrial management + data systems**, v. 119, n. 7, p. 1535–1563, 2019.
- AKBULAEV, N.; ALIYEV, Y.; AHMADOV, T. Research models for financing social business: theory and practice. **Heliyon**, v. 5, n. 5, p. e01599, 2019.
- AMBATI, N. R. Mapping of social enterprises in Gujarat: Opportunities and challenges ahead. **Journal of public affairs**, v. 22, n. 3, 2022.
- ANDRIKOPOULOS, A. Delineating social finance. **International Review of Financial Analysis**, v. 70, 2019.
- ARABADZHIEVA, M.; VUTSOVA, A. Social enterprises’ ecosystem - status quo and its auspicious development. **REVESCO Revista de Estudios Cooperativos**, v. 137, p. e71864, 2021.
- ARENA, M. *et al.* Social impact bonds: Blockbuster or flash in a pan? **International journal of public administration**, v. 39, n. 12, p. 927–939, 2016.
- ASCHARI-LINCOLN, J.; JACOBS, C. D. Enabling effective social impact: Towards a model for impact scaling agreements. **Sustainability**, v. 10, n. 12, p. 4669, 2018.
- ASCHARI-LINCOLN, J.; JÄGER, U. P. Analysis of Determinants of Revenue Sources for International NGOs: Influence of Beneficiaries and Organizational Characteristics. **Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly**, v. 45, n. 3, p. 612–629, 2016.

ASCHARI-LINCOLN, J.; SCHECK, B. F(i)unding your way: A managerial compass for social organizations. **Sustainability**, v. 14, n. 3, p. 1396, 2022.

ASHTA, A. Co-creation for impact investment in microfinance. **Strategic change**, v. 21, n. 1–2, p. 71–81, 2012.

BACUILIMA, E. *et al.* Financing Ecuadorian social enterprises: What is the role of impact investment? **Sustainability**, v. 15, n. 14, p. 11210, 2023.

BANHATTI, R. D. Crowdfunding of a social enterprise: The GloW project as a case study. Em: **FGF Studies in Small Business and Entrepreneurship**. Cham: Springer International Publishing, 2016. p. 223–239.

BARKI, E. *et al.* Social entrepreneurship and social business: Retrospective and prospective research. **RAE**, v. 55, n. 4, p. 380–384, 2015.

BARKI, E.; RODRIGUES, J.; COMINI, G. M. Negócios de Impacto: Um Conceito em Construção. **REGEPE - Revista de Empreendedorismo e Gestão de Pequenas Empresas**, v. 9, n. 4, p. 477, 2020.

BARMAN, E. Of Principle and Principal: Value Plurality in the Market of Impact Investing. **Valuation Studies**, v. 3, n. 1, p. 9–44, 2015.

BASKARAN, A. *et al.* Social entrepreneurship and inclusive growth: Attributes, perceptions and roles of business incubators and intermediaries in Malaysia. **Science, Technology & Society**, v. 24, n. 3, p. 486–506, 2019.

BATAINEH, M. J.; MARCUELLO, C.; SÁNCHEZ-SELLERO, P. Toward sustainability: the role of social entrepreneurship in creating social-economic value in renewable energy social enterprises. **REVESCO Revista de Estudios Cooperativos**, v. 143, p. e85561, 2023.

BATTILANA, J.; DORADO, S. Building sustainable hybrid organizations: The case of commercial microfinance organizations. **Academy of Management journal**, v. 53, n. 6, p. 1419–1440, 2010.

BATTILANA, J.; LEE, M. Advancing research on hybrid organizing – insights from the study of social enterprises. **Academy of Management annals**, v. 8, n. 1, p. 397–441, 2014.

BENGO, I.; ARENA, M. The relationship between small and medium-sized social enterprises and banks. **International journal of productivity and performance management**, v. 68, n. 2, p. 389–406, 2019.

BENGO, I. *et al.* Settling hybrid identity through impact assessment? The case of B corps. **Journal of social entrepreneurship**, p. 1–22, 2022.

BERGAMINI, T. P.; NAVARRO, C. L.-C.; HILLIARD, I. Is Crowdfunding an Appropriate Financial Model for Social Entrepreneurship? **Academy of Entrepreneurship Journal**, v. 23, n. 1, 2017.

BERNARD, H. R. Research methods in anthropology: qualitative and quantitative approaches. Lanham, MD: AltaMira Press, 2005.

BERNDTŸ, C.; WIRTH, M. Market, metrics, morals: The Social Impact Bond as an emerging social policy instrument. **Geoforum; journal of physical, human, and regional geosciences**, v. 90, p. 27–35, 2018.

BHATT, P.; AHMAD, A. J. Financial social innovation to engage the economically marginalized: insights from an Indian case study. **Entrepreneurship and regional development**, v. 29, n. 5–6, p. 391–413, 2017.

BIASIN, M. *et al.* Clusters of social impact firms: A complex network approach. **Global finance journal**, v. 52, n. 100697, p. 100697, 2022.

BIASIN, M. *et al.* Macro asset allocation with social impact investments. **Sustainability**, v. 11, n. 11, p. 3140, 2019.

BIERNACKI, P.; WALDORF, D. Snowball sampling: Problems and techniques of chain referral sampling. **Sociological methods & research**, v. 10, n. 2, p. 141–163, 1981.

BISHOP M.; GREEN, M. **Philanthrocapitalism comes of age**. In: Nicholls A, Emerson J and Paton R (eds) *Social Finance*. Oxford: Oxford University Press: pp. 113–29., 2015

BITANGE NDEMO, E. Assessing sustainability of faith-based enterprises in Kenya. **International journal of social economics**, v. 33, n. 5/6, p. 446–462, 2006.

BOLINSON, C.; ALLAN, L. The field-building and grantee experimentation role of foundations in impact investing as illustrated by a gender-lens investing case example. **The foundation review**, v. 14, n. 4, 2022.

BRENT, D. A.; LORAH, K. The economic geography of civic crowdfunding. **Cities (London, England)**, v. 90, p. 122–130, 2019.

BUKHARINA, L.; ONYSHCHENKO, O. Development of the impact investing ecosystem in Ukraine. **Investment management and financial innovations**, v. 16, n. 3, p. 217–228, 2019.

BURNARD, P. *et al.* Analysing and presenting qualitative data. **British dental journal**, v. 204, n. 8, p. 429–432, 2008.

BUSCH, C.; BARKEMA, H. Align or perish: Social enterprise network orchestration in Sub-Saharan Africa. **Journal of business venturing**, v. 37, n. 2, p. 106187, 2022.

CALDERINI, M.; CHIODO, V.; MICHELUCCI, F. V. The social impact investment race: toward an interpretative framework. **European Business Review**, v. 30, n. 1, p. 66–81, 2018.

CALLIYERIS, V. *et al.* Pesquisa Via Internet como Técnica de Coleta de Dados: Um Balanço da Literatura e os Principais Desafios para sua Utilização. **Revista Brasileira de Marketing**, v. 14, n. 4, p. 479–491, 2015.

CASASNOVAS, G.; BRUNO, A. Scaling social ventures: An exploratory study of social incubators and accelerators. **Journal of management for global sustainability**, v. 1, n. 2, p. 173–197, 2013.

CASTELLAS, E. I.-P.; ORMISTON, J.; FINDLAY, S. Financing social entrepreneurship: The role of impact investment in shaping social enterprise in Australia. **Social enterprise journal**, v. 14, n. 2, p. 130–155, 2018.

CASTELLAS, E. I.-P.; ORMISTON, J.; FINDLAY, S. Financing social entrepreneurship: The role of impact investment in shaping social enterprise in Australia. **Social enterprise journal**, v. 14, n. 2, p. 130–155, 2018.

CHIAPELLO, E.; KNOLL, L. Social Finance and Impact Investing. Governing welfare in the era of financialization. **Historical Social Research**, v. 45, n. 3, p. 7–30, 2020.

CHOI, D.; PARK, J. Local government as a catalyst for promoting social enterprise. **Public management review**, v. 23, n. 5, p. 665–686, 2021.

CHOLAKOVA, M.; CLARYSSE, B. Does the possibility to make equity investments in crowdfunding projects crowd out reward-based investments? **Entrepreneurship theory and practice**, v. 39, n. 1, p. 145–172, 2015.

CIPRIANI, T. K. *et al.* Business models & social innovation: mission-driven versus profit-driven organisations. **International review of applied economics**, v. 34, n. 5, p. 541–566, 2020a.

CIPRIANI, T. K. *et al.* Business models & social innovation: mission-driven versus profit-driven organisations. **International review of applied economics**, v. 34, n. 5, p. 541–566, 2020b.

COCÓN, F. *et al.* Web scraping: Uso de plataformas de extracción de datos aplicadas a un sitio web sobre profesiones en México. **RISTI - Revista Ibérica de Sistemas e Tecnologias de Informação**, n. 52, p. 61–73, 2023.

COHANIER, B. What qualitative research can tell us about performance management systems. **Qualitative research in accounting & management**, v. 11, n. 4, p. 380–415, 2014.

COMINI, G. M.. Negócios sociais e inclusivos: Um panorama da diversidade conceitual. In: Mapa de soluções inovadoras: Tendências de empreendedores na construção de negócios sociais e inclusivos (pp. 7-26). São Paulo, SP: Instituto Walmart, 2012.

CORNÉE, S.; KALMI, P.; SZAFARZ, A. The business model of social banks. **Kyklos: international review for social sciences**, v. 73, n. 2, p. 196–226, 2020.

CORNÉE, S.; KALMI, P.; SZAFARZ, A. The business model of social banks. **SSRN Electronic Journal**, 2022.

CRESWELL, J. W. **Projeto de pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto**. 3.ed. Porto Alegre: Artmed/Bookman, 2010.

CUMBERLAND, D. M.; LITALIEN, B. C. Social franchising: A systematic review. **Journal of marketing channels**, v. 25, n. 3, p. 137–156, 2018.

DAGGERS, J., & NICHOLLS, A. Academic research into social investment and impact investing. In Lehner, O. M. (Ed.). **The Routledge handbook of social and sustainable finance** (pp. 68–82). London: Routledge, 2017.

DAHLER, D. C. A entrevista como estratégia metodológica de acesso a saberes sobre a empresa. **Ergologia**, 16, 2016.

DEES, J. G. Enterprising nonprofits. **Harvard business review**, v. 76, n. 1, p. 54–67, 1998.

DEFOURNY J.; NYSENS, M. (2010). **Social Enterprise**. In HART, K.; LAVILLE, L.; CATTANI, D. (Orgs). *The Human Economy: A Citizen's Guide*, Polity Press, Cambridge, pp. 284-292, 2010.

DI LORENZO, F.; SCARLATA, M. Social enterprises, venture philanthropy and the alleviation of income inequality. **Journal of business ethics**, v. 159, n. 2, p. 307–323, 2019.

DJAN, K. O. *et al.* Influence of international ownership on the performance of local social enterprises: Evidence from the global microfinance industry. **Strategic change**, v. 32, n. 2–3, p. 53–71, 2023.

DODO, F. Tomato Jos adventure: competition amidst growing pains. **Emerald emerging markets case studies**, v. 8, n. 2, p. 1–25, 2018.

DOHERTY, B.; HAUGH, H.; LYON, F. Social enterprises as hybrid organizations: A review and research agenda: Social enterprises as hybrid organizations. **International journal of management reviews**, v. 16, n. 4, p. 417–436, 2014.

EBRAHIM, A. Accountability in practice: Mechanisms for NGOs. **World Development**, v. 31, n. 5, p. 813–829, 2003.

EBRAHIM, A.; BATTILANA, J.; MAIR, J. The governance of social enterprises: Mission drift and accountability challenges in hybrid organizations. **Research in organizational behavior**, v. 34, p. 81–100, 2014.

EISENHARDT, K. M. Building Theories from Case Study Research. **Academy of Management Review**, v. 14, n. 4, p. 532–550, 1989.

ELS, G., KANE, K. Social Enterprise Ecosystems: A Case Study of the Danube Delta Region of Romania. In: Sheldon, P., Daniele, R. (eds) **Social Entrepreneurship and Tourism. Tourism on the Verge**. Springer, Cham, 2017.

ENI CBC Med Programme. **Italy policy brief: Sustainable development and economic cooperation in the Mediterranean region**. Roma: ENI CBC Med Programme, 2023. Disponível em: https://www.enicbmed.eu/sites/default/files/2024-01/Italy_Policy_Brief_20231011_Final.pdf. Acesso em: 14 out. 2024.

FALKOWSKI, M.; WIŹNIEWSKI, P. Impact Investment as a New Investment Class. **Review of Business and Economics Studies**, v. 1, n. 1, p. 79–88, 2018.

FERREIRA, Gabriela. **Negócios de impacto** [livro eletrônico]: e-Book ICE. 1. ed. - São Paulo: Instituto de Cidadania Empresarial, 2022.

FISCHER, R. L.; WILSKER, A.; YOUNG, D. R. Exploring the revenue mix of nonprofit organizations: Does it relate to publicness? **Nonprofit and voluntary sector quarterly**, v. 40, n. 4, p. 662–681, 2011.

FLICK, U. **Desenho da Pesquisa Qualitativa**. 1. ed. Porto Alegre: Artmed, 2009.

FOGAÇA, L. S.; VASCONCELOS, L.; UEMARA, M. R.; COMINI, G. M. Negócios sociais e âncoras de carreira: um estudo sobre o envolvimento dos estudantes universitários. **Revista de Administração da UFSM**, v. 14, n. 2, p. 315–331, 2021.

FONTELLES, M. J. *et al.* **Metodologia da pesquisa científica: diretrizes para a elaboração de um protocolo de pesquisa**. Revista Paraense de Medicina, v. 23, n. 3, 2009.

FRANÇA FILHO, G. C. DE; RIGO, A. S.; SOUZA, W. J. DE. A reconciliação entre o econômico e o social na noção de empresa social: limites e possibilidades (no contexto brasileiro). **Organizações & Sociedade**, v. 27, n. 94, p. 556–584, 2020.

FREIREICH, J.; FULTON, K. (2009). **Investing for social and environmental impact: A design for catalyzing an emerging industry**. San Francisco, CA: Monitor Institute.

GAZLEY, B.; BRUDNEY, J. L. The purpose (and perils) of government-nonprofit partnership. **Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly**, v. 36, n. 3, p. 389–415, 2007.

GIAGNOCAVO, C.; GEREZ, S.; SFORZI, J. Cooperative bank strategies for social-economic problem solving: Supporting social enterprise and local development: Cooperative bank strategies for social-economic problem solving. **Annals of public and cooperative economics**, v. 83, n. 3, p. 281–315, 2012.

GIGANTE, G.; SIRONI, E.; TRIDENTI, C. At the frontier of sustainable finance: Impact investing and the financial tradeoff; Evidence from private portfolio companies in the United Kingdom. **Sustainability**, v. 15, n. 5, p. 3956, 2023.

GLÄNZEL, G.; SCHEUERLE, T. Social impact investing in Germany: Current impediments from investors' and social entrepreneurs' perspectives. **VOLUNTAS International Journal of Voluntary and Nonprofit Organizations**, v. 27, n. 4, p. 1638–1668, 2016.

GLASER, B. G.; STRAUSS, A. L.; STRUTZEL, E. The discovery of grounded theory; Strategies for qualitative research. **Nursing research**, v. 17, n. 4, p. 364, 1968.

GRABENWARTER, U.; LIECHTENSTEIN, H. In search of gamma - an unconventional perspective on impact investing. **SSRN Electronic Journal**, 2011.

GRAY, D. E. **Doing Research in the Real World** (2nd ed.). SAGE Publications, 2009.

GREEN, W. N. Duplicitous debtscapes: Unveiling social impact investment for microfinance. **Environment & planning A**, v. 55, n. 3, p. 583–601, 2023.

GUMASTE, G. **Determining the Criteria for Success in Social Ventures: A Case Study of Social Entrepreneurship**. Dissertação (Mestrado em Políticas Públicas). Sanford School Of Public Policy, Durham, 2010.

GUO, B.; PENG, S. Do nonprofit and for-profit social enterprises differ in financing? **VOLUNTAS International Journal of Voluntary and Nonprofit Organizations**, v. 31, n. 3, p. 521–532, 2020.

GUPTA, S. *et al.* Prioritising crowdfunding benefits: a fuzzy-AHP approach. **Quality & quantity**, v. 57, n. 1, p. 379–403, 2023.

GUR, F. A.; MOONEY, C. H. An exploration into the legitimization process of a social market intermediary. **Academy of Management proceedings**, v. 2019, n. 1, p. 15810, 2019.

HANGL, C.; ORTNER, M. Does transaction atmosphere influence the decision-making behaviour of investors? **ACRN Journal of Finance and Risk Perspectives**, v. 11, n. 1, p. 55–78, 2022.

HARDER, D.; SCHEEPERS, C. B. Impact investment: Multiple stakeholders' measurement of financial and social benefits. **Development Southern Africa**, v. 40, n. 3, p. 653–674, 2023.

HARJI, K.; JACKSON E. T. **Accelerating Impact: Achievements, Challenges and What's Next in Building the Impact Investing Industry**. New York, NY: The Rockefeller Foundation, 2012.

HARJI, K.; JACKSON, E. T. **Accelerating impact achievements, challenges and what's next in building the impact investing industry**. [s.l.] The Rockefeller Foundation, 2012. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.13140/RG.2.2.26485.78565>>.

- HAZENBERG, R. *et al.* A comparative overview of social enterprise ‘ecosystems’ in Scotland and England: an evolutionary perspective. **International review of sociology**, v. 26, n. 2, p. 205–222, 2016a.
- HAZENBERG, R. *et al.* The role of institutional and stakeholder networks in shaping social enterprise ecosystems in Europe. **Social enterprise journal**, v. 12, n. 3, p. 302–321, 2016b.
- HAZENBERG, R.; BAJWA-PATEL, M.; GIROLETTI, T. The role of stakeholder networks in shaping the development of social enterprise ecosystems. Em: **Social Entrepreneurship and Social Innovation**. [s.l.] Routledge, 2018. p. 110–126.
- HAZENBERG, R.; SEDDON, F.; DENNY, S. Intermediary perceptions of investment readiness in the UK social investment market. **VOLUNTAS International Journal of Voluntary and Nonprofit Organizations**, v. 26, n. 3, p. 846–871, 2015.
- HEANEY, R. *et al.* **Supporting vulnerable households to achieve their housing goals: the role of impact investment**. AHURI Final Report No. 290, Australian Housing and Urban Research Institute Limited, Melbourne, 2017.
- HEMINWAY, J. M. Securities Crowdfunding and Investor Protection. **CESifo DICE Report 2**, v. 1, 2016.
- HO, J.-Y.; YOON, S. Ambiguous roles of intermediaries in social entrepreneurship: The case of social innovation system in South Korea. **Technological forecasting and social change**, v. 175, n. 121324, p. 121324, 2022.
- HÖCHSTÄDTER, A. K.; SCHECK, B. What’s in a name: An analysis of impact investing understandings by academics and practitioners. **Journal of business ethics**, v. 132, n. 2, p. 449–475, 2015.
- HUMBLE, N.; MOZELIUS, P. Content Analysis or Thematic Analysis: Similarities, Differences and Applications in Qualitative Research. In: Proceedings of the 21st European Conference on Research Methodology for Business and Management Studies, 21 ECRM, Aveiro, Portugal. **Anais...ECRM 2022**. <https://encurtador.com.br/bgqvG>
- INVESTIR COM IMPACTO. **Atores e Oportunidades**. Disponível em: <<https://investircomimpacto.org.br/atores-e-oportunidades>>. Acesso em: 20 dez. 2024.
- ISLAM, S. M. Unintended consequences of scaling social impact through ecosystem growth strategy in social enterprise and social entrepreneurship. **Journal of business venturing insights**, v. 13, n. e00159, p. e00159, 2020.
- ISLAM, S. M.; HABIB, A. How impact investing firms use reference frameworks to manage their impact performance: An industry-level study. **Accounting and finance**, 2023.
- JENSON, J. Modernising the European social paradigm: Social investments and social entrepreneurs. **Journal of social policy**, v. 46, n. 1, p. 31–47, 2017.
- JONES, M. C. *et al.* A thematic analysis of the conceptualisation of self-care, self-management and self-management support in the long-term conditions management literature: A conceptual analysis of self-care. **Journal of nursing and healthcare of chronic illness**, v. 3, n. 3, p. 174–185, 2011.

- KABBAJ, M. *et al.* A study of the social entrepreneurship ecosystem: The case of Morocco. **Journal of developmental entrepreneurship: JDE**, v. 21, n. 04, p. 1650021-1-1650021-21, 2016.
- KARRER-RÜEDI, E. The importance of the link between socially responsible investors and microfinance institutions. Em: **The Handbook of Microfinance**. [s.l.] WORLD SCIENTIFIC, 2011. p. 323–340.
- KRIPKA, R. M. L.; SCHELLER, M.; BONOTTO, D. DE L. Pesquisa Documental: considerações sobre conceitos e características na Pesquisa Qualitativa. **Atas CIAIQ2015**, v. 2, p. 243–247, 2015.
- KUMAR, S.; GIRI, T. K. Investments for Social Sustainability in India: An Assessment. **Economic & Political Weekly**, v. 8, 9. 72-48, 2020.
- LAB - Laboratório de Inovação Financeira. **Financiamento para o alcance dos ODS: A agenda do Blended Finance no Brasil**. Brasília: LAB - Laboratório de Inovação Financeira, 2022. Disponível em: <https://labinovacaoofinanceira.com/wp-content/uploads/2022/06/%E2%80%8BLAB-Financiamento-para-o-alcance-dos-ODS-a-Agenda-do-Blended-Finance-no-Brasil.pdf>. Acesso em: 14 out. 2024.
- LALL, S. A. From legitimacy to learning: How impact measurement perceptions and practices evolve in social enterprise–social finance organization relationships. **VOLUNTAS International Journal of Voluntary and Nonprofit Organizations**, v. 30, n. 3, p. 562–577, 2019.
- LANGLEY, P. The folds of social finance: Making markets, remaking the social. **Environment & planning A**, v. 52, n. 1, p. 130–147, 2020.
- LAVILLE, J. L.; HILLENKAMP, I.; EYNAUD, P.; CORAGGIO, J. L.; FERRARINI, A.; FRANÇA FILHO, G. C.; GAIGER, L. I.; KITAJIMA, K.; LEMAÎTRE, A.; SADIK, Y.; VERONESE, M.; WANDERLEY, F. Théorie de l’entreprise sociale et pluralisme: L’entreprise sociale de type solidaire. **Revue Interventions Économiques**, v. 54, p. 1-14, 2016.
- LEHMEN, L. M.; PETRINI, M.; SILVA, J. V. S. DA. Understanding the motivations throughout the stages of a social enterprise’s life cycle. **BAR - Brazilian Administration Review**, v. 20, n. 3, 2023.
- LEHNER, O. M. Crowdfunding social ventures: a model and research agenda. **Venture capital**, v. 15, n. 4, p. 289–311, 2013.
- LEHNER, O. M.; NICHOLLS, A. Social finance and crowdfunding for social enterprises: a public–private case study providing legitimacy and leverage. **Venture capital**, v. 16, n. 3, p. 271–286, 2014.
- LISTON-HEYES, C. *et al.* Canadian social enterprises: Who gets the non-earned income? **VOLUNTAS International Journal of Voluntary and Nonprofit Organizations**, v. 28, n. 6, p. 2546–2568, 2017.
- LIU, X.; YIN, Y. **Realization path of comprehensive value of social impact investment based on big data**. (H. Yu, Y. Zhu, V. Chang, Eds.) Second International Conference on Industrial IoT, Big Data, and Supply Chain. **Anais...SPIE**, 2021.

- LÓPEZ, D. M. O.; GÓMEZ, M. C. S. Técnicas de recolección de datos en entornos virtuales más usadas en la investigación cualitativa. **Revista de Investigación Educativa**, v. 2, n. 1, p. 205–222, 2006.
- LOPEZ-COZAR, C.; PRIEDE, T. Identificación de las principales fuentes de financiación empleadas por la empresa social en la actualidad. **Economía agraria y recursos naturales**, v. 15, n. 1, p. 41–59, 2015.
- LYON, F.; OWEN, R. Financing social enterprises and the demand for social investment. **Strategic change**, v. 28, n. 1, p. 47–57, 2019.
- LYONS, T. S.; KICKUL, J. R. The social enterprise financing landscape: The lay of the land and new research on the horizon. **Entrepreneurship research journal**, v. 3, n. 2, 2013.
- MAEHLE, N. Sustainable crowdfunding: insights from the project perspective. **Baltic journal of management**, v. 15, n. 2, p. 281–302, 2020.
- MAGOMEDOVA, N.; BASTIDA-VIALCANET, R. La Casa de Carlota: A studio where the diversity wins. **Entrepreneurship education and pedagogy**, v. 2, n. 4, p. 350–362, 2019.
- MARJORIE, K., DUNCAN, V., & DUBB, S. Financing social enterprise, 2016. Disponível em: https://democracycollaborative.org/sites/clone.community-wealth.org/files/Social_Excerpt.pdf.
- MARTIN, M. Building impact businesses through hybrid financing. **Entrepreneurship research journal**, v. 5, n. 2, 2015.
- MARTINOV, R. **Poverty-social exclusion forecast and the future of the social enterprise**. PROCEEDINGS OF THE INTERNATIONAL CONFERENCE OF COMPUTATIONAL METHODS IN SCIENCES AND ENGINEERING 2019 (ICCMSE-2019). **Anais...AIP Publishing**, 2019.
- MASON, C.; BROWN, R. Creating good public policy to support high-growth firms. **Small business economics**, v. 40, n. 2, p. 211–225, 2013.
- MAZON, J. A. **Análise do programa de alimentação do trabalhador sob o conceito de marketing social**. 1981. Tese (Doutorado) Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1981.
- MICHELUCCI, F. V. Social impact investments: Does an alternative to the Anglo-Saxon paradigm exist? **VOLUNTAS International Journal of Voluntary and Nonprofit Organizations**, v. 28, n. 6, p. 2683–2706, 2017.
- MIKOŁAJCZAK, P. Determinants of precarious employment in social enterprises in Central and Eastern Europe. **Journal of business research**, v. 146, p. 398–408, 2022.
- MINGUZZI, A.; MODINA, M.; GALLUCCI, C. Foundations of Banking Origin and social rating philosophy—A new proposal for an evaluation system. **Sustainability**, v. 11, n. 13, p. 3518, 2019.
- MION, G. *et al.* Mission statement and social impact: Shedding light on the contribution of Italian B corps to society. **Long range planning**, v. 57, n. 1, p. 102377, 2024.
- MIRZA, N. *et al.* Price reaction, volatility timing and funds' performance during Covid-19. **Finance research letters**, v. 36, n. 101657, p. 101657, 2020.

- MITCHELL, T. Understanding the World of Impact Investing: A practitioner's perspective on a growing field. Committee Report: Investments, 2016.
- MOLLINGER-SAHBA, A. *et al.* New development: Complexity and rhetoric in social impact investment. **Public money & management**, v. 40, n. 3, p. 250–254, 2020.
- MORAN, M.; WARD-CHRISTIE, L. Blended social impact investment transactions: Why are they so complex? **Journal of business ethics**, v. 179, n. 4, p. 1011–1031, 2022.
- MOTTA, W.; DINI, P.; SARTORI, L. Self-funded social impact investment: An interdisciplinary analysis of the sardex mutual credit system. **Journal of social entrepreneurship**, v. 8, n. 2, p. 149–164, 2017.
- MUDALIAR, A. 2018 Annual Impact Investor Survey. Global Impact Investing Network, 2018. https://thegiin.org/assets/2018_GIIN_Annual_Impact_Investor_Survey_webfile.pdf
- MUDALIAR, A.; SCHIFF, H.; BASS, R.; DITHRICH, H. **Annual Impact Investor Survey 2017**, 2017. https://thegiin.org/assets/GIIN_AnnualImpactInvestorSurvey_2017_Web_Final.pdf.
- MUFTUGIL-YALCIN, S.; MOOIJMAN, A. Making sense of each other: Relations between social enterprises and the municipality. **Public policy and administration**, 2023.
- MUIR, K. *et al.* **Inquiry into social impact investment for housing and homelessness outcomes**. AHURI Final Report No. 299, Australian Housing and Urban Research Institute Limited, Melbourne, 2018.
- MUIR, K. *et al.* The opportunities, risks and possibilities of social impact investment for housing and homelessness. **AHURI final report**, n. 288, 2017.
- MURTA, J. C. D.; WILLETTS, J. R. M.; TRIWAHYUDI, W. Sanitation entrepreneurship in rural Indonesia: a closer look. **Environment Development and Sustainability**, v. 20, n. 1, p. 343–359, 2018.
- NACHYŁA, P.; JUSTO, R. How do impact investors leverage non-financial strategies to create value? An impact-oriented value framework. **Journal of business venturing insights**, v. 21, n. e00435, p. e00435, 2024.
- NEUMAN, W. L. **Social research methods, qualitative and quantitative approaches** (3rd ed.). Boston: Allyn and Bacon, 1997.
- NEVERAUSKIENE, L. O.; PRANSKEVICIUTE, I. Hybridity of social enterprise models and ecosystems. **Journal of International Studies**, v. 14, n. 1, p. 41–59, 2021.
- NEVERAUSKIENE, O. L.; PRANSKEVICIUTE, I. Hybridity of social enterprise models and ecosystems. **Journal of International Studies**, v. 14, n. 1, p. 41–59, 2021.
- NEWMAN, W. L. **Social Research Methods: qualitative and quantitative approaches**. 7^a ed. Harlow: Pearson Education, 2013. 594 p.
- NG, A. W.; LEUNG, T. C. H.; KA TAT TSANG, A. Social enterprise for elderly housing: Policy for accountability and public-private responsible financing. **Journal of population ageing**, v. 13, n. 3, p. 365–384, 2020.
- NICHOLLS, A. The Legitimacy of Social Entrepreneurship: Reflexive Isomorphism in a Pre-Paradigmatic Field. **Entrepreneurship Theory and Practice**, v. 34, n. 4, p. 611–633, 2010.

- NICHOLLS, A. The legitimacy of social entrepreneurship: Reflexive isomorphism in a pre-paradigmatic field. **Entrepreneurship theory and practice**, v. 34, n. 4, p. 611–633, 2010.
- NICHOLLS, A.; EMERSON, J. Social finance: Capitalizing social impact. Em: **Social Finance**. [s.l.] Oxford University Press Oxford, 2015. p. 1–42.
- OBEROI, R.; HALSALL, J. P. Social enterprise as catalyst for change: Case study of India and UK. Em: **The Components of Sustainable Development**. Singapore: Springer Singapore, 2019. p. 231–247.
- OKKER, T.; AUVINEN, T. P.; ABRAHAMSSON, P. **Characteristics and Actors of Impact Investing Ecosystem from the Perspective of Technology Startups**. In: International Conference on Software Business, 13 ICSOB, 2022, Bolzano, Itália. **Anais...ICSOB' 22**, 2022. <https://ceur-ws.org/Vol-3316/industry-paper1.pdf>
- ONO, A. New frontiers of development: Social finance, the latent power of the private sector. **The international journal of interdisciplinary global studies**, v. 11, n. 3, p. 1–24, 2016.
- ORMISTON, J. *et al.* Overcoming the challenges of impact investing: Insights from leading investors. **Journal of social entrepreneurship**, v. 6, n. 3, p. 352–378, 2015.
- ORMISTON, J.; SEYMOUR, R. G. The Emergence of Social Investment as a Moral System of Exchange: The Australian experience. In Douglas, H.; Grant, S. (Orgs.). **Social Entrepreneurship and Enterprise: Concepts in context** (pp. 301-323). Tilde University Press, 2014.
- PACHE, A.-C.; SANTOS, F. Inside the hybrid organization: Selective coupling as a response to competing institutional logics. **Academy of Management journal**, v. 56, n. 4, p. 972–1001, 2013.
- PACHE, A.C.; SANTOS, F. When Worlds Collide: The Internal Dynamics of Organizational Responses To Conflicting Institutional Demands. **Academy of Management Review**. v. 35, p. 455–476, 2010.
- PATEL, C. S. D.; PATEL, N. K. India's Social Stock Exchange (ISSE) – A 360° Analysis - Today's commitment for tomorrow's action. **Journal of sustainable finance & investment**, p. 1–21, 2022.
- PATTON, M. **Qualitative research and evaluation methods**. 3.ed. Thousand Oaks: Sage, 2002.
- PETRICK, S.; WEBER, M. The social impact investment ecosystem in Germany: Input for the meeting of the social impact investing taskforce established by the G8. Berlin: Impact in Motion, 2014.
- PHILLIPS, S. D.; JOHNSON, B. Inching to impact: The demand side of social impact investing. **Journal of business ethics**, v. 168, n. 3, p. 615–629, 2021.
- PHILLIPS, S.; HEBB, T. Financing the third sector: Introduction. **Policy & society**, v. 29, n. 3, p. 181–187, 2010.
- PIPE.LAB. **Mapa de Impacto Socioambiental 2023**. São Paulo: Pipe.Lab, 2023. Disponível em: https://mapa2023.pipelabo.com/MAPA_DE_IMPACTO_2023.pdf. Acesso em: 19 out. 2024.
- POZZEBON, Marlei; PETRINI, Maira de Cassia (2013). Critérios para Condução e Avaliação de Pesquisas Qualitativas de Natureza Crítico-Interpretativa. In: TAKAHASHI, Adiana Roseli

Wünsch. **Pesquisa Qualitativa em Administração: fundamentos, métodos e usos no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2013. p.51-72.

PRATONO, A. H. *et al.* Crowdfunding in digital humanities: some evidence from Indonesian social enterprises. **Aslib journal of information management**, v. 72, n. 2, p. 287–303, 2020.

PRESENZA, A. *et al.* Enacting Social Crowdfunding Business Ecosystems: The case of the platform Meridonare. **Technological forecasting and social change**, v. 143, p. 190–201, 2019.

QU, S. Q.; DUMAY, J. The qualitative research interview. **Qualitative research in accounting & management**, v. 8, n. 3, p. 238–264, 2011.

RÄIKKÖNEN, M. *et al.* A framework for assessing the social and economic impact of sustainable investments. **Management and Production Engineering Review**, v. 7, n. 3, p. 79–86, 2016.

RATHEE, P.; AGGARWAL, S. Investors' Preference for Creating Impact: (A study to understand impact investors' preference while making investment in India). **The Journal of Business Perspective**, p. 097226292211311, 2022.

RAUPP, F. M.; BEUREN, I. M. Metodologia da pesquisa aplicável às Ciências Sociais. In I. M. Beuren (Ed.). **Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade: Teoria e Prática**. 3 ed., pp. 76-97). São Paulo: Atlas, 2006.

RESPONDOVESK, W. Novos modelos de financiamento à inovação com impacto social. **Radar**, n. 57, 2018.

REXHEPI, G. The Architecture of Social Finance. Em: **Routledge Handbook of Social and Sustainable Finance**. [s.l.] Routledge International Handbooks, 2017.

RIZZI, F.; PELLEGRINI, C.; BATTAGLIA, M. The structuring of social finance: Emerging approaches for supporting environmentally and socially impactful projects. **Journal of cleaner production**, v. 170, p. 805–817, 2018.

RODIN, J.; M. BRANDENBURG. **The Power of Impact Investing: Putting Markets to Work for Profit and Global Good**. Philadelphia, PA: Wharton Digital Press, 2014.

ROTH, B. Impact investing: A theory of financing social enterprises. **Working Paper 20-078 Harvard Business School**, 2021.

ROUNDY, P. T. Regional differences in impact investment: a theory of impact investing ecosystems. **Social responsibility journal**, v. 16, n. 4, p. 467–485, 2020.

ROUNDY, P. T.; FAYARD, D. Dynamic capabilities and entrepreneurial ecosystems: The micro-foundations of regional entrepreneurship. **The Journal of Entrepreneurship**, v. 28, n. 1, p. 94–120, 2019.

ROUNDY, P.; HOLZHAUER, H.; DAI, Y. Finance or philanthropy? Exploring the motivations and criteria of impact investors. **Social responsibility journal**, v. 13, n. 3, p. 491–512, 2017.

ROY, M. J.; HAZENBERG, R. An evolutionary perspective on social entrepreneurship 'ecosystems'. Em: **A Research Agenda for Social Entrepreneurship**. [s.l.] Edward Elgar Publishing, 2019. p. 13–22.

RUBIN, J. S. Adaptation or extinction? Community development loan funds at a crossroads. **Journal of urban affairs**, v. 30, n. 2, p. 191–220, 2008.

- RUEBOTTOM, T. The microstructure of rhetorical strategy in social entrepreneurship: Building legitimacy through heroes and villains. **Journal of Business Venturing**, v. 28, n. 1, p. 98-116, 2013.
- SAEBI, T.; FOSS, N. J.; LINDER, S. Social entrepreneurship research: Past achievements and future promises. **Journal of management**, v. 45, n. 1, p. 70-95, 2019.
- SAHASRANAMAM, S. *et al.* Founding team entrepreneurial experience, external financing and social enterprise performance. **British journal of management**, 2023.
- SANTAMARTA, J. C. *et al.* Characterisation of impact funds and their potential in the context of the 2030 agenda. **Sustainability**, v. 13, n. 11, p. 6476, 2021.
- SÁ-SILVA, J. R.; ALMEIDA, C. D. de; GUINDANI, J. F. Pesquisa documental: pistas teóricas e metodológicas. **Revista Brasileira de História & Ciências Sociais**, v. 1, n. 1, 2009.
- SATAR, M. S.; JOHN, S. The critical success factors of social entrepreneurship in India: an empirical study. **International journal of entrepreneurship & small business**, v. 37, n. 3, p. 309, 2019.
- SAUNDERS, M. N. K.; LEWIS, P.; THORNHILL, A. Research methods for business students. 7 ed. Harlow. England: Pearson Education, 2015.
- SCARLATA, M.; ALEMANY, L. Deal structuring in philanthropic venture capital investments: Financing instrument, valuation and covenants. **Journal of business ethics**, v. 95, n. S2, p. 121-145, 2010.
- SCHÄTZLEIN, L.; SCHLÜTTER, D.; HAHN, R. Managing the external financing constraints of social enterprises: A systematic review of a diversified research landscape. **International journal of management reviews**, v. 25, n. 1, p. 176-199, 2023.
- SCHRÖTGENS, J.; BOENIGK, S. Social impact investment behavior in the nonprofit sector: First insights from an online survey experiment. **VOLUNTAS International Journal of Voluntary and Nonprofit Organizations**, v. 28, n. 6, p. 2658-2682, 2017.
- SEARING, E. A. M. *et al.* The hybrid nature of social enterprises how does it affect their revenue sources? **Social enterprise journal**, v. 18, n. 2, p. 321-343, 2022.
- SHAHI, R.; PAREKH, N. Financing social enterprises: An upper echelon perspective. **FIIB business review**, v. 11, n. 2, p. 235-250, 2022.
- SHARAM, A. *et al.* **Understanding opportunities for social impact investment in the development of affordable housing**. AHURI Final Report No. 294, Australian Housing and Urban Research Institute Limited, Melbourne, 2018.
- SHELBY, C. M. Profiting from our pain: Privileged access to social impact investing. **California Law Review**, v. 109, p. 1261-1315, 2021.
- SHENGFEN, Z. Investigation into funding strategies of social enterprises. **The China nonprofit review**, v. 10, n. 1, p. 34-61, 2018.
- SIGGELKOW, N. Persuasion with case studies. **Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios**, v. 1, n. 1, p. 1, 2008.
- SILVA, L. E. M. da. **Family Offices no Brasil: Um Estudo Exploratório**. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas). Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2020.

- SPIESS-KNAFL, W.; JANSEN, S. A. Social enterprises and the financing of different scaling strategies. Em: **Emerging Research Directions in Social Entrepreneurship**. Dordrecht: Springer Netherlands, 2014. p. 67–83.
- STRAUSS, A; CORBIN, J. **Pesquisa qualitativa: técnicas e procedimentos para o desenvolvimento de teoria fundamentada**. 2. ed. Porto Alegre: Artmed, 2008.
- STUHLINGER, S.; HERSBERGER-LANGLOH, S. E. Multitasking NPOs: An Analysis of the Relationship Between Funding Intentions and Nonprofit Capacities. **Voluntas**, 2021.
- STÜHLINGER, S.; HERSBERGER-LANGLOH, S. E. Multitasking NPOs: An analysis of the relationship between funding intentions and nonprofit capacities. **VOLUNTAS International Journal of Voluntary and Nonprofit Organizations**, v. 32, n. 5, p. 1042–1053, 2021.
- TELLES, R. A efetividade da matriz de amarração de Mazzon nas pesquisas em Administração. **Revista de Administração**, v.36, n.4, p.64-72, 2001.
- THEN, V.; SCHMIDT, T. Debate: Comparing the progress of social impact investment in welfare states—a problem of supply or demand? **Public money & management**, v. 40, n. 3, p. 192–194, 2020.
- THOMPSON, T. A.; PURDY, J. M.; VENTRESCA, M. J. How entrepreneurial ecosystems take form: Evidence from social impact initiatives in Seattle. **Strategic entrepreneurship journal**, v. 12, n. 1, p. 96–116, 2018.
- THORNTON, J. P. Financing social enterprise in the very Long Run. **SSRN Electronic Journal**, 2017.
- THORNTON, J.; KING, D. Financing Social Enterprise in the very long run. **ACRN Oxford Journal of Finance and Risk Perspectives**, 2017.
- TOMCZAK, A.; BREM, A. A conceptualized investment model of crowdfunding. **Venture capital**, v. 15, n. 4, p. 335–359, 2013.
- TRAUTH, E. M; O'CONNOR, B. A study of the interaction between information technology and society: an illustration of combined qualitative research methods In: NISSEN, H. E; KLEIN, H. K; HIRSCHHEIM, R. (Eds). **Information systems research: contemporary approaches & emergent traditions**. Amsterdam: North-Holland, 1991. p. 131-144, 1991.
- TRAUTWEIN, C. Sustainability impact assessment of start-ups – Key insights on relevant assessment challenges and approaches based on an inclusive, systematic literature review. **Journal of cleaner production**, v. 281, n. 125330, p. 125330, 2021.
- VASYLCHUK, I.; SLYUSARENKO, K.; KOTANE, I. Social finance taxonomy in transition towards a more sustainable economy. **SOCIETY INTEGRATION EDUCATION Proceedings of the International Scientific Conference**, v. 6, p. 542, 2019.
- VECCHI, V.; CASALINI, F. Is a social empowerment of ppp for infrastructure delivery possible? Lessons from social impact bonds: Social empowerment of ppp: Lessons from social impact bonds. **Annals of public and cooperative economics**, v. 90, n. 2, p. 353–369, 2019.
- VECCHI, V.; CASALINI, F. Is a social empowerment of ppp for infrastructure delivery possible? Lessons from social impact bonds: Social empowerment of ppp: Lessons from social impact bonds. **Annals of public and cooperative economics**, v. 90, n. 2, p. 353–369, 2019.

- VERGARA, Sylvia Constant. *Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração*. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- VIGLIALORO, D. *et al.* Social impact business angels as new impact investors. **British journal of management**, 2024.
- VINUTO, J. A amostragem em bola de neve na pesquisa qualitativa: Um debate em aberto. **Temáticas**, v. 22, n. 44, p. 203–220, 2014.
- VISCONTI, R. M. *et al.* Can public-Private Partnerships foster investment sustainability in Smart Hospitals? **Sustainability**, v. 11, n. 6, p. 1704, 2019.
- VIVIERS, S.; DE VILLIERS, J. Impact investments that have stood the test of time: Historical Homes of South Africa (1966-2020). **Journal of sustainable finance & investment**, v. 12, n. 4, p. 1009–1026, 2022.
- VON DER WEPPEN, J.; COCHRANE, J. Social enterprises in tourism: an exploratory study of operational models and success factors. **Journal of sustainable tourism**, v. 20, n. 3, p. 497–511, 2012.
- WARNECKE, T. Social entrepreneurship in China: Driving institutional change. **Journal of Economic Issues**, v. 52, n. 2, p. 368–377, 2018.
- WHETTEN, D. A. O que constitui uma contribuição teórica? **RAE-Revista de Administração de Empresas**, v. 43, n. 3, p. 69-73, 2003.
- WHITAKER, A.; GRANNEMANN, H. Artists' royalties and performers' equity: A ground-up approach to social impact investment in creative fields. **Cultural Management Science and Education**, v. 3, n. 2, p. 33–52, 2019.
- WIGGAN, J. Policy boosting the Social Impact Investment Market in the UK. **Journal of social policy**, v. 47, n. 4, p. 721–738, 2018.
- WIGGAN, J. Policy boosting the Social Impact Investment Market in the UK. **Journal of social policy**, v. 47, n. 4, p. 721–738, 2018.
- WILSKER, A. L.; YOUNG, D. R. How Does Program Composition Affect the Revenues of Nonprofit Organizations?: Investigating a Benefits Theory of Nonprofit Finance. **Public Finance Review**, v. 38, n. 2, p. 193–216, 2010.
- WONG, M. C. S.; YAP, R. C. Y. Social impact investing for marginalized communities in Hong Kong: Cases and issues. **Sustainability**, v. 11, n. 10, p. 2831, 2019.
- WU, Y. J.; WU, T.; SHARPE, J. A. Consensus on the definition of social entrepreneurship: a content analysis approach. **Management decision**, v. 58, n. 12, p. 2593–2619, 2020.
- YIN, R. K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. 5ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2015. 320 p.
- YIN, R. K. **Qualitative research from start to finish, second edition**. 2. ed. Nova Iorque, NY, USA: Guilford Publications, 2015.
- YOUNG D. R.; WILSKER A. L.; GRINSFELDER M. C. Understanding the determinants of nonprofit income portfolios. **Voluntary Sector Review**, v. 1, p. 161-173, 2010.

YOUNG, D. R. (Ed.). **Financing nonprofits: Putting theory into practice**. Lanham, MD: Altamira Press, 2007.

YOUNG, D. R. **Financing nonprofits and other social enterprises: A benefits approach**. Edward Elgar, 2017.

YOUNG, D. R.; KIM, C. Can social enterprises remain sustainable and mission-focused? Applying resiliency theory. **Social enterprise journal**, v. 11, n. 3, p. 233–259, 2015.

ZAHRA, S. A. *et al.* A typology of social entrepreneurs: Motives, search processes and ethical challenges. **Journal of business venturing**, v. 24, n. 5, p. 519–532, 2009.

ZHENG, S. Investigation into funding strategies of social enterprises. **The China nonprofit review**, v. 10, n. 1, p. 34–61, 2018.

ZIEGLER, T.; SHNEOR, R.; ZHANG, B. Z. The global status of the crowdfunding industry. Em: **Advances in Crowdfunding**. Cham: Springer International Publishing, 2020. p. 43–61.

ZOOK, S. Book Review: Financing nonprofits and other social enterprises: A benefits approach by Dennis R. Young. **Journal of Public and Nonprofit Affairs**, v. 6, n. 1, p. 111–114, 2020.

APÊNDICE I - ROTEIRO DE ENTREVISTA

1. Principais **instrumentos financeiros** utilizados para financiamento de empresas sociais.
(Fontes, Razões para seleção, Levantamento de instrumentos internacionais, Presença de aspectos Sociais, Culturais e Financeiros).
2. **Atores envolvidos** no processo de financiamento de empresas sociais.
(Identificação, Formas de atuação, Interação).
3. Exigência de **impacto social** para concessão do investimento em empresas sociais.
(Entendimento de impacto social, Formas de comprovação, Metodologia de mensuração, Expectativas sociais).
4. **Mecanismos de seleção** de empresas sociais para investimento.
(Empresas investidas, Setor, Forma organizacional, Tamanho, Estágio de funcionamento, Histórico do gestor, Competência organizacional, Mecanismos de divulgação, Inovação).
5. **Volume** de recursos financeiros e Disponibilização de Capital.
(Metodologia para definição de quantias, formas de utilização, Duração do Investimento).
6. Requisitos de **gestão financeira e desempenho interno** da empresa social investida.
(Requisitos, Retorno financeiro, Prazos, Taxas, Mecanismos de Coparticipação/Codecisão, Sustentabilidade de resultados).
7. **Acompanhamento do uso de recursos** financeiros disponibilizados às empresas sociais.
(Mecanismos para crescimento e escalabilidade do negócio, fluxo de pagamentos – formas e mecanismos, exigências do investidor, obrigações, riscos de interrupção, práticas colaborativas e intervenções de gestão, Prestação de contas).
8. **Gestão de riscos** a partir do investimento em empresas sociais.
(Perdas, atrasos, ausência de retorno, reputação).
9. **Mudanças no processo e na lógica de investimento**.
(Formas de seleção, relacionamento, investimento, exigências).
10. **Financiamento** de empresas sociais no Brasil.
(Oportunidades de investimento, Melhor estratégia, Alternativas para elevar o volume de investimentos, Ecossistema, Aspectos sociais, culturais e financeiros).