



# ***INVESTIMENTO DE IMPACTO NO BRASIL***

Um panorama com foco nos investimentos de *Venture  
Capital e Private Equity*

## CRÉDITOS

Esta publicação é uma iniciativa de um grupo de mestrandos da linha de Sustentabilidade do Mestrado Profissional em Gestão para a Competitividade da Fundação Getúlio Vargas (FGV-EAESP), em parceria com o Grupo de Trabalho sobre Investimento de Impacto da Associação Brasileira de Venture Capital e Private Equity (ABVCAP), que tem parceria com a Aspen Network of Development Entrepreneurs (ANDE). A participação destes mestrandos fez parte de um projeto desenvolvido por eles no âmbito acadêmico, com o objetivo de aproximar investidores e negócios de impacto.

A ABVCAP poderá utilizar os resultados deste estudo para uma publicação independente desta, reconhecendo os créditos destes pesquisadores e de forma que o conteúdo não esteja em desacordo com os dados primários obtidos na pesquisa. (Os dados primários estão concentrados nas seções 3 e 4. Estas seções também contêm dados secundários, mas sempre identificados com as respectivas fontes. A seção 1 é apenas introdutória e a seção 2 contém apenas dados secundários. As seções 5, 6 e 7 são conclusões a partir da coleta dos dados primários e apoiadas na revisão de literatura que forneceu dados secundários).

### ***GT de Impacto ABVCAP/ANDE, idealização e apoio técnico***

Gilberto Ribeiro (VOX Capital)

Rebeca Rocha (ANDE)

Vinicius Ahmar (SITAWI Finanças do Bem)

### ***Grupo de Mestrandos da FGV-EAESP, idealização, pesquisa e análise***

Guilherme Teixeira

Júlio Ribeiro

Larissa Barbare

Pedro Vasconcellos

### **Agradecimentos**

Agradecemos aos seguintes atores que contribuíram participando de entrevistas ou de respostas a questionários: Din4mo, International Finance Corporation (IFC), Kaeté Investimentos, Mov Investimentos, Performa Investimentos, Positive Ventures, SITAWI Finanças do Bem, Vox Capital e Wright Capital.

**Junho, 2018**

# INVESTIMENTO DE IMPACTO NO BRASIL

## Um panorama com foco nos investimentos de *Venture capital* e *Private equity*

### RESUMO EXECUTIVO

Pelo perfil de fomento ao capital empreendedor, fundos de *venture capital* e *private equity* se destacam como atores essenciais para ampliar as pontes entre investidores e negócios de impacto, aumentando a oferta de capital. O mercado hoje tem uma diversidade de investidores, resultando em diversidade de práticas, como na definição das teses de impacto e das métricas de avaliação de impacto. Por outro lado, há semelhanças na prospecção, seleção e *due diligence*, bem como no uso de referências que são transversais ao processo de investimento e que são aplicadas pelos investidores de acordo com suas particularidades.

Este estudo se propôs a identificar concepções e práticas de investidores de impacto ativos no Brasil. Para isso foram realizadas entrevistas com alguns destes investidores, de diferentes experiências e perfis. Estas entrevistas, exploradas em análise qualitativa, foram complementadas com pesquisa de mesa de estudos recentes sobre o setor. O objetivo é prover a investidores de VC/PE uma visão sobre o mercado de investimento de impacto, convidando-os a conhecer mais e avaliar a oportunidade de começar a destinar ou ampliar sua destinação de recursos para negócios de impacto. Este capital pode integrar parte dos US\$ 2,5 trilhões anuais apontados como necessários para atingimento dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável até 2030.

No Brasil, estes empreendimentos ainda formam um campo em desenvolvimento, com demanda por maior quantidade e maior diversidade de capital. Isso pode permitir que soluções em diferentes estágios de maturidade sejam contempladas e avancem em escala e replicação, possibilitando também que seus investidores sejam remunerados com o sucesso alcançado.

Atualmente há práticas que ainda estão em construção no setor, em um processo de aprendizagem e cuja adoção varia de acordo com a forma como os investidores entendem impacto e como constroem sua tese de impacto. Daí, surgem as diferenças que evitam que sejam identificados certos padrões.

Por outro lado, algumas práticas estão mais próximas de configurar padrões, como foi possível observar a partir das conversas com os investidores. Entre estes padrões estão algumas respostas aos desafios encontrados pelo setor:

- I. Estabelecimento de parcerias – estruturadas ou não – para a prospecção de negócios junto a aceleradoras, incubadoras e demais atores que selecionam ou prestam assistência a empreendedores;
- II. Diversidade de entendimentos entre os investidores sobre o que é impacto, levando à grande diversidade na composição de carteiras;
- III. Intencionalidade e potencial do time e da solução de impacto são fatores essenciais;

- IV. Desenvolvimento de indicadores de monitoramento e avaliação junto com os empreendedores;
- V. Integração dos ODS às teses de impacto e métricas de monitoramento e avaliação;
- VI. Avaliação de impacto concentrada em produtos e resultados;
- VII. Integração entre instrumentos financeiros diferentes, cujo perfil de capital é complementar;
- VIII. Adoção de mecanismos que mitiguem incentivos perversos para busca de retorno financeiro em detrimento de impacto.

Convidamos o leitor a conhecer melhor estas práticas nas páginas a seguir e ampliar seu envolvimento com o tema.

## **ÍNDICE**

<b>1. OBJETIVO, PÚBLICO-ALVO E MÉTODO</b>	<b>5</b>
<b>2. O SETOR EM NÚMEROS</b>	<b>6</b>
<b>3. DEFINIÇÃO E RELEVÂNCIA DE INVESTIMENTO DE IMPACTO</b>	<b>8</b>
<b>4. PRÁTICAS NO MERCADO BRASILEIRO DE INVESTIMENTO DE IMPACTO</b>	<b>10</b>
4.1 Intenções e Restrições: o que orienta a atuação em investimentos de impacto	10
4.2 Definindo objetivos: como são definidos retorno financeiro e impactos esperados	13
4.3 Compreendendo impacto: como é desenhado o monitoramento e avaliação do impacto	16
4.4 Gerando impacto: como pretende-se gerar os efeitos a partir dos investimentos de impacto	19
<b>5. MITOS E VERDADES</b>	<b>24</b>
<b>6. DESAFIOS DO SETOR</b>	<b>27</b>
<b>7. CONCLUSÕES</b>	<b>29</b>
<b>8. REFERÊNCIAS ÚTEIS</b>	<b>32</b>

## 1. OBJETIVO, PÚBLICO-ALVO E MÉTODO

Esta publicação tem como objetivo ampliar o conhecimento disponível sobre investimento de impacto no Brasil, apresentando um panorama destes investimentos e as práticas adotadas pelos atores ativos neste segmento.

Dessa forma, o público-alvo desta publicação são investidores nacionais e internacionais que ainda não são ativos em investimento de impacto no Brasil ou que tenham atuação ainda incipiente. Como investidores, incluímos aqui tanto aqueles que investem capital próprio como aqueles que investem capital de terceiros (gestores de fundos). Pretendemos alcançar tanto os administradores ("general partners") como cotistas investidores ("limited partners") de fundos de *venture capital* (VC) e *private equity* (PE).

Acreditamos que ao aumentar o grau de informação destes atores, diminuimos as barreiras para uma aproximação com este campo de atuação. Esta publicação também pode interessar a investidores de impacto ativos no país, negócios de impacto com potencial de receber este capital e outros grupos de interesse que já fortalecem ou podem fortalecer o segmento, como incubadoras, aceleradoras, governo, institutos e fundações empresariais e associações setoriais.

Para isso, foram identificadas as principais práticas, intenções e percepções de um conjunto de atores que realizam investimentos de impacto no Brasil. Fundadores, sócios e diretores de nove instituições que investem capital próprio e de terceiros (gestores de fundos) por meio de VC/PE foram entrevistados e responderam a um questionário semi-estruturado, com duração aproximada de uma hora.

Por entender que os investimentos em VC/PE podem ser complementados com outros instrumentos financeiros, foram consultados também atores que atuam com outros espectros do investimento de impacto, especialmente em instrumentos de dívida.

Além disso, foram identificados os principais números do segmento de investimento de impacto no Brasil, coletados a partir dos últimos estudos realizados sobre o tema.

Por fim, são apresentados fóruns, associações e materiais que são referências nos temas de finanças sociais e investimento de impacto. Encorajamos os leitores a conhecerem as publicações e atividades promovidas por estas associações e participarem dos fóruns, que promovem discussões para desenvolvimento do campo no país.

## 2. O SETOR EM NÚMEROS

### Cenário Global

Na pesquisa anual do GINN (Global Impact Investing Network) com investidores de impacto de todo mundo, 226 investidores de impacto sinalizaram investimentos que somam 228,1 bilhões de dólares em 2018, com aproximadamente 36,5 bilhões (16%) investidos na América Latina e no Caribe.

Dos investidores pesquisados continuamente nos últimos cinco anos, houve aumento de 13% por ano no valor investido em negócios de impacto, indicando crescimento favorável, e com crescimento de 15% na América Latina e Caribe. Os investidores de impacto continuam investindo prioritariamente através de mercados de capital privado, alocando a maior parte do capital em *private debt* (41%), seguido de *private equity* (18%) e *public equities* (14%).

### Cenário Nacional

Segundo a pesquisa sobre investimento de impacto no Brasil da ANDE 2016, o setor de investimento de impacto é recente e está em desenvolvimento, com um total de recursos estimado em 186 milhões de dólares, sob a gestão de 29 investidores de impacto ativos, sendo 16 estrangeiros. Entre 2012 e 2017, o número de investidores quadruplicou de 7 para 29 em 2017, segundo a pesquisa “Mapping the Impact Investing Sector in Brazil”, também da ANDE.

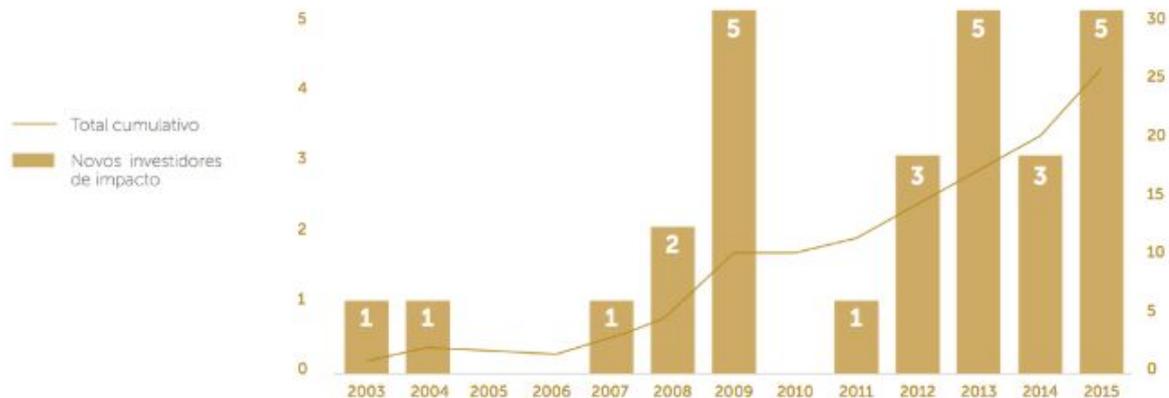


Figura 1: Investimentos de impacto no Brasil | Fonte: LAVCA-ANDE, 2016.

Os principais setores investidos são saúde, educação e serviços financeiros e, diferente do cenário internacional, a maior parte dos investimentos é feita via equity, superando mecanismos de dívida.

Do total identificado para impacto em 2016, três gestores locais de fundos de *venture capital* concentravam aproximadamente 50% dos recursos. Segundo a pesquisa LAVCA-ANDE, o ticket médio declarado foi de 1,5 milhões de dólares em 2015, sendo maior entre os investidores internacionais, 2,5 milhões, frente a 750 mil dólares para os investidores sediados no Brasil.

Criada em 2014, a Força Tarefa de Finanças Sociais vem trabalhando junto a diversas organizações para aumentar o volume em investimentos de impacto através de metas para todo o ecossistema de

impacto, que compreende organizações de oferta de capital, que alocam recursos por meio de diferentes mecanismos, sem e com fins lucrativos, conectados a intermediários que facilitam, certificam e mensuram os indicadores de impacto, executadas por organizações e negócios de impacto socioambiental (figura 2).



Figura 2: Ecosistema de Finanças Sociais | Fonte: Avanço das recomendações e reflexões para o fortalecimento das Finanças Sociais e Negócios de Impacto no Brasil, Força Tarefa de Finanças Sociais, 2016.

Entre as metas da Força Tarefa de Finanças Sociais estão gerar 200 novos negócios de impacto incubados e acelerados ao ano por diversas organizações do campo, ter 20 grandes empresas com programas estruturados para apoiar negócios de impacto (por meio de compras, investimentos e incentivos a startups), apoiar 10 mil empreendedores em atividades diversas do SEBRAE sobre negócios de impacto, ter ao menos dez fundos de investimento atuantes com teses de impacto, ter instituições de ensino superior formando alunos em áreas de finanças sociais e negócios de impacto e não apenas em carreiras de negócios.

### 3. DEFINIÇÃO E RELEVÂNCIA DE INVESTIMENTO DE IMPACTO

#### Entendimento sobre Impacto no Brasil

Em um trabalho realizado no Brasil em 2017 a partir de duas sessões organizadas pela Vox Capital com gestores de fundos, empresários, proprietários de ativos e intermediários do campo de investimentos de impacto no Brasil, que foi publicado sob uma licença da Creative Commons, profissionais brasileiros concordaram com a definição de impacto como “efeito material positivo ou negativo experimentado por pessoas ou pelo planeta”.

Tratando-se de investimento de impacto, é natural que seja feito um recorte a partir da definição acima considerando apenas os impactos positivos, isto é, aqueles que geram efeitos positivos sobre pessoas e meio ambiente.

O Global Impact Investment Network (GIIN), uma das principais referências do tema no mundo, define investimento de impacto como um setor potencializado por investidores determinados em gerar impacto social e ambiental assim como retorno financeiro. Essa definição apresenta contornos que posicionam melhor o que é investimento de impacto, mas também é abrangente na medida que podem existir diferentes entendimentos sobre o que é impacto, bem como diferentes níveis de retorno financeiro.

Segundo a ANDE (2015), o conceito de investimento de impacto e sua diferenciação da filantropia ainda não estão claros para muitos investidores, que na prática ainda não veriam o investimento de impacto como uma estratégia de diversificação do portfólio.

Segundo a Força Tarefa de Finanças Sociais, investimentos de impacto se diferem dos investimentos tradicionais, que visam retornos financeiros, independentes de fatores ambientais, sociais e de governança (ASG, ou ESG na sigla em inglês). Investimento de impacto também difere do que seriam investimentos responsáveis ou sustentáveis, que tem base no risco ASG, assim como diferem da filantropia, em que retornos financeiros seriam desconsiderados em favor de soluções sociais e ambientais, conforme apresentado na figura 3.



Figura 3: Investimentos de impacto dentro do espectro de investimentos financeiros | Fonte: Adaptado de “Como as instituições financeiras locais e internacionais estão se posicionando sobre o tema de investimento de impacto”, da Força Tarefa de Finanças Sociais, 2017.

De forma geral, os entrevistados da pesquisa realizada para esta publicação estão alinhados com as definições do GIIN e entendem por investimentos em negócios de impacto os investimentos que buscam acelerar ou aumentar a escala de impacto de um negócio, ou de parte de um negócio, de modo a ter impactos mensurados, e que, ao mesmo tempo, gerem retorno financeiro ao investidor.

No entanto, os entrevistados alertam que conceito de impacto não é consenso entre os atores do ecossistema de investimento no Brasil. Pode ser entendido como iniciativas de investimento responsável ou sustentável, como iniciativas de desenvolvimento de negócios tradicionais, como geração de emprego em mercados emergentes, como estímulo a transição de iniciativas socioambientais, até chegar em negócios que têm efetivamente em seu *core business* a proposta de valor de gerar transformações socioambientais.

A seguir são transcritas algumas definições de impacto e de investimentos de impacto apresentadas pelos profissionais entrevistados para esta publicação:

- A disponibilização de produtos, serviços ou conhecimentos que gerem acesso ou qualidade de vida que empodere a população mais desassistida ou da base.
- Qualquer iniciativa empreendedora que tenha como propósito transformar a vida das pessoas e também fortalecer o seu empoderamento para que essas pessoas possam ser protagonistas da sua história.
- Melhoria da vida das pessoas por meio de produtos e serviços, reduzindo a desigualdade de acesso a oportunidades.
- Iniciativas que possam contribuir para a redução da desigualdade social ou para reversão da degradação ambiental.
- Iniciativas empresariais que busquem fazer transformações positivas na sociedade ou no meio ambiente de forma passível de ser medida.
- Iniciativas empresariais que têm a intenção de gerar impacto positivo, social e ambiental, além de retorno financeiro.

### **Relevância do Investimento de Impacto**

Os países em desenvolvimento têm grandes desafios sociais e ambientais, que não podem ser resolvidos unicamente pelos governos, demandando ações de empresas e investidores privados. Do ponto de vista de oportunidade, há portanto um mercado para soluções que atuem sobre estes desafios, as quais constituem um mercado que demanda capital empreendedor.

Mapeamento da PIPE Social de 2017 identificou 579 negócios de impacto no Brasil, que representam a oportunidade mais clara de investimento de impacto. Destes negócios mapeados, 79% estavam captando investimento e 40% nas fases de tração, pré-escala e escala.

No entanto, apenas 68% destes empreendimentos já haviam captado investimentos. O perfil das fontes de capital já acessadas é bastante distribuída: 8% dos negócios haviam recebido investimento de *corporate venture*, *venture capital*, *private equity* e *crowdequity*. Destacam-se recursos de incubadoras e aceleradoras, que respondem por 11%, em número de empresas investidas.

Não apenas motivações éticas, mas também mandatos setoriais/temáticos específicos e abordagens agnósticas em busca de retorno financeiro despertam o interesse de investidores para destinar recursos a soluções como os negócios de impacto.

No histórico dos países que fomentaram o investimento de impacto, percebe-se que a entrada de instituições financeiras de grande porte impulsiona a profissionalização do mercado, atraindo mais gestores profissionais de recursos. Isso tem o potencial de atrair mais capital para investimento, mais profissionais e empreendedores experientes, ajudar a aumentar o *pipeline* de negócios de impacto existente e, conseqüentemente, viabilizar mais oportunidades de investimento e de viabilização de soluções de impacto.

#### 4. PRÁTICAS NO MERCADO BRASILEIRO DE INVESTIMENTO DE IMPACTO

Neste capítulo estão apresentadas as práticas e definições capturadas nas entrevistas com investidores de impacto, complementadas com referências de publicações do setor. As seções estão organizadas seguindo o framework do [Impact Management Project](#):

<i>Intenções e Restrições</i>	Quais intenções que orientam os investidores no direcionamento de recurso àquilo que consideram impacto e quais restrições definem os contornos deste investimento
<i>Definindo objetivos</i>	Quais são os principais direcionadores das expectativas de retornos financeiros, quais os retornos típicos esperados, bem como os direcionadores das expectativas de impacto
<i>Compreendendo impacto</i>	Como é desenhado o monitoramento e a avaliação de impacto de forma a traduzir a compreensão do impacto em métricas
<i>Gerando impacto</i>	Como se pretende entregar impacto na ponta, a partir dos investimentos realizados

##### 4.1 Intenções e Restrições: o que orienta a atuação em investimentos de impacto

Nas organizações ativas com mais tempo em investimento de impacto no país, a motivação para atuar no tema relaciona dois fatores principais associados ao lado pessoal de seus fundadores: (i) inquietação destes indivíduos com relação à lacuna de capital para iniciativas com propósito de responder a desafios socioambientais; e (ii) interesse deles em colocar sua experiência no mercado financeiro ou em desenvolvimento de negócios a serviço de benefícios claros para a sociedade.

Junto a estas motivações, estava a identificação pragmática de baixa oferta de capital para impacto. Este diagnóstico permanece, mas o aumento do interesse de investidores institucionais, como instituições financeiras internacionais e bancos de desenvolvimento, junto ao despertar de famílias

com grande patrimônio no Brasil, sobre a possibilidade de investir em negócios de impacto, são tendências mais recentes e que contribuíram para o aumento do número de atores neste campo.

Devido a esta ampliação, há uma diversa gama de investidores de impacto: desde organizações não-governamentais, institutos e fundações empresariais nacionais, passando por instituições financeiras de desenvolvimento nacionais e internacionais, que atuam com recursos concessionais, chegando a gestoras independentes de recursos de terceiros e *family offices*.

Há gestoras que passaram a investir em impacto após um cliente ou dois clientes representativos no montante total sob gestão, deixarem claro o interesse em destinar recursos para um setor específico, como saúde ou educação, sem deixar de obter algum retorno financeiro.

As seguintes intenções são identificadas:

- *Motivações éticas*: compromisso de destinar uma parte do capital para negócios e projetos que gerem benefícios sociais e ambientais claros. Este tipo de intenção pode ser considerada a mais próxima dos investidores responsáveis, já que as origens do *socially investment responsible (SRI)* também se deram pela motivação ética, motivando a criação de filtros inicialmente negativos (ou seja, não investir em determinados setores ou empresas que não cumprissem com requisitos mínimos) e posteriormente positivos (ou seja, investir em setores ou empresas com melhor desempenho socioambiental). A diferença para o investimento de impacto é que nele, a motivação ética orienta o investidor a aportar parte de seu capital em negócios de impacto, ao invés de negócios tradicionais “mais responsáveis”.
- *Influenciar outros atores*: cumprir um papel de *early-adopter*, fortalecendo negócios de impacto para que este mercado atraia novos participantes, bem como utilizar seu capital para aumentar a liquidez do mercado, se tornando mais convidativo a novos investidores.
- *Interesse em participar de novos mercados*: investir em inovação, entendendo os negócios de impacto como provedores de soluções que estão além dos produtos e serviços oferecidos por negócios tradicionais. Há o entendimento também de que estes negócios estão em linha com desafios sociais e ambientais que podem provocar mudanças legais, regulatórias, operacionais e de mercado consumidor em determinadas indústrias.

Dentre os entrevistados da pesquisa realizada para esta publicação as principais intenções identificadas para que a organização investisse em negócios de impacto foram:

- O desejo de influenciar o mercado de capitais como um todo a incorporar impacto nas análises e precificação de projetos/ativos;
- A disponibilidade de expertise/redes que permitem a empreendedores gerar e ampliar impacto;
- Desejo de fazer crescer novos mercados;
- Desejo ou necessidade de gerar desempenho financeiro competitivo para negócios de impacto.

Independente das intenções, a busca por negócios que se proponham a solucionar desafios socioambientais está presente. Neste sentido, os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável vem

sendo utilizados ultimamente para aproximar as intenções dos investidores às suas teses de como gerar impacto.

### **O protagonismo dos ODS**

Não é coincidência que os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável estejam cada vez mais frequentes na linguagem dos investidores de impacto nacionais. Pelo caráter *multi-stakeholder* da iniciativa, que atribui responsabilidades compartilhadas entre setor público, privado e sociedade civil, os ODS vem sendo cada vez mais usados não apenas por negócios e investimentos de impacto, mas também por investidores tradicionais preocupados em direcionar recursos com esta finalidade.

Os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável enfrentam atualmente uma lacuna de US\$ 2,5 trilhões em investimentos anuais e essa é uma lacuna que investidores de impacto podem ajudar a preencher (ANDE, 2016). Segundo o Impact Investing SDG (GIIN, 2016), os investidores veem nos ODS um framework relevante para simplificar e articular comunicações com os investidores usando metas de impacto global, é uma forma universal de se comunicar com uma ampla rede de *stakeholders* incluindo investidores, investidas e clientes. Os fundos que usam os ODS como agenda indicam que este alinhamento os ajudou a atrair capital e que os ODS são chave para que este setor saia do nicho e se torne *mainstream*.

Os fundos de pensão holandeses APG e PGGM, por exemplo, desenvolveram uma taxonomia para identificar investimentos de impacto alinhados a 13 dos 17 ODS classificados como passíveis de investimento. O GIIN publicou recentemente um estudo apontando caminhos para o investimento de impacto promover o atingimento dos ODS.

Na seleção de investimentos, os principais ODS citados como alvo buscado nas soluções de impacto pelos entrevistados estão identificados em negrito a seguir:



Figura 4: ODS mencionados como alvo na seleção de investimentos | Fonte: Adaptado de ONU Brasil (2018)

Alguns atores também mencionaram não buscar especificamente algum ODS mas utilizá-los no monitoramento e avaliação de impacto. Veja mais informações na seção “Compreendendo impacto”.

Destaca-se que as escolhas dos atores presentes neste campo de investimento de impacto são limitadas por certas restrições, incluindo requisitos legais, o número reduzido de investidores, o comportamento conservador desse investidor em relação à tomada de riscos, número reduzido de fundos disponíveis. Somam-se a esses fatores, restrições de recursos para equipe a ser utilizada para seleção e análise de potenciais investidas, bem como para apoio e relacionamento com o negócio de impacto.

### Prospecção de negócios

Tendo em vista suas intenções e restrições, os investidores utilizam parcerias com incubadoras, aceleradoras e outros atores que trabalham para fomentar ideias, planos de negócio e *start-ups*. Estas parcerias permitem a prospecção de potenciais investidas e podem dar-se tanto pontualmente, pela participação em bancas e rodadas de negócio, como em parcerias mais estruturadas em que gestores e parceiros têm programas de apoios complementares (técnico e financeiro) a negócios de impacto.

A captação de negócios para investimento acontece também de forma corrente. No site dos investidores entrevistados, é normal a existência de um canal para apresentação do negócio como um primeiro passo para análise de uma potencial investida.

## 4.2 Definindo objetivos: como são definidos retorno financeiro e impactos esperados

### Expectativas de Risco e Retorno Financeiro

Segundo mapeamento da Força Tarefa de Finanças Sociais há centenas de negócios de impacto em diferentes níveis de maturidade e que poderiam entregar retornos financeiros em diversos níveis para os investidores.

Segundo os entrevistados, o retorno esperado de seus investidores em negócios de impacto pode variar entre 10 e 25% a.a. Retornos menores são esperados para *start-ups* ou negócios que estejam em fase inicial e retornos maiores para grandes empresas que estão promovendo transições dentro da organização buscando impacto.

Essa expectativa está alinhada com o resultado da pesquisa “The Impact Investing Landscape in Latin America”, da ANDE (2016), de que mais da metade dos investidores de impacto ativos no Brasil visam taxas de retorno anual de mais de 16%, com base nos retornos de setores tradicionais de *private equity* e *venture capital*.

O prazo de retorno esperado bem como o grau de risco associado ao investimento estão relacionados ao estágio de maturidade da empresa e de como o mercado está preparado para aquele modelo de negócio. Investimentos de impacto são considerados investimentos de alto grau de risco e incerteza, com *breakeven* em torno de 10 anos, configurando retorno de longo prazo.

Dependendo do ator deste ecossistema e de suas premissas de investimento, há flexibilidade em reduzir a expectativa de retorno financeiro em função do aumento do potencial do impacto socioambiental desejado. Esse critério de flexibilização de retorno financeiro parece estar mais associado ao perfil do investidor e sua disponibilidade em incentivar negócios com potencial de impacto. Segundo a pesquisa da ANDE (2016), as expectativas mais baixas são observadas em investidores com missões sociais mais fortes ou que possuem uma abordagem filantrópica.

Uma visão também registrada é de que retorno financeiro e impacto socioambiental estão intrinsecamente conectados nos casos em que a solução de algum problema socioambiental está no *core business* da empresa e, quando isso acontece, não há por que mencionar sacrifício de um resultado em favor de outro, isto é, ambos são potencializados pelo sucesso do negócio. A maioria das gestoras de fundos de impacto entrevistadas mencionaram a busca por modelos de negócios em que não haja *trade-off* entre retorno financeiro e impacto positivo.

### Definição da Tese de Impacto

A definição da tese de impacto de um investimento ou de um portfólio, isto é a missão de impacto que se deseja alcançar, muitas vezes é definida por um conjunto de valores da organização e podem fazer referências a uma teoria da mudança, e estão relacionados a objetivos específicos de impacto de uma dada organização ou conjunto de investidores, tais como: acessos à moradia, à educação, à saúde, à recursos financeiros, à água potável.

Dentre os entrevistados, as teses de impacto se relacionavam a resolver questões em diversos setores: educação, saúde, finanças, reciclagem, energia, direito de propriedade e habitação. florestas, agricultura, economia circular, variando a relação de setores por investidor/gestor conforme teses de impacto.

Como mencionado na seção anterior, por endereçar grandes problemas sociais e ambientais, os 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável - ODS vem sendo utilizados no alinhamento das definições das teses de impacto.

Na seleção de investimentos de impacto, alguns setores são excluídos da relação dos negócios passíveis de investimento por alguns dos atores desse ecossistema, tais como álcool, armas, tabaco.

Os fundos possuem metodologias para a tese de impacto e teorias de mudança, e utilizam essas ferramentas no processo de seleção de potenciais investidas. Gestoras independentes de recursos de terceiros e *family offices* geralmente investem em negócios de impacto por meio de fundos, não participando da seleção de negócios diretamente mas direcionam esse processo pela indicação de setores a serem impactados. Alguns investidores se envolvem pessoalmente com as investidas, buscando inclusive utilizar seu networking para apoiar o desenvolvimento de negócios, fazendo pontes com outros atores e trocando *know how* e tecnologias sociais do seu próprio negócio, ou até participando do conselho desses negócios.

### **Selecionando negócios alinhados às expectativas**

Ética, capacidade de gestão dos líderes, empenho em gerar impacto e alinhamento às intenções do investidor foram quesitos mencionados por investidores (tanto gestores de recursos de terceiros como aqueles que aplicam capital próprio) como questões fundamentais e portanto avaliadas prioritariamente na seleção dos negócios.

Em seguida, são avaliadas questões de mais fácil tangibilização, como a estrutura de governança e a saúde financeira, bem como o potencial de escalabilidade e rentabilidade, considerando aqueles investidores em VC/PE.

Certificações e o histórico de passagem em processos de incubação e aceleração não são considerados decisivos, mas foram mencionados como aspectos que podem ser observados pelos investidores para facilitar a coleta de informações sobre o negócio, já que significam que aquele empreendimento já foi avaliado por outro agente. Embora isso não modifique o processo de *due diligence*, em alguns casos, como a certificação B, podem indicar um comprometimento dos gestores do negócio com a geração de impacto positivo.

De forma mais específica os seguintes critérios foram destacados por vários atores do ecossistema como observados no processo de seleção de negócios, além da análise financeira:

- O alinhamento da solução que o negócio endereça com a tese de investimento.
- O que o negócio pode significar em termos de impacto no sistema no qual ele se insere, isto é, impacto na cadeia considerando todos os *stakeholders*.

- Capacidade de gestão, intencionalidade e motivação da equipe que lidera o negócio.
- Sinergia que o potencial investimento tem com relação ao portfólio atual do investidor/gestor do fundo.
- Alinhamento do time que dirige o negócio de impacto (potencial investida) com o time do investidor/gestor do fundo.
- O quanto acessíveis as soluções podem ser.
- O quanto a solução pode ser escalada e/ou replicada.

### **Alinhamento entre investimento adequado e estágio do negócio**

Os diferentes espectros de retorno são ainda mais amplos quando considerados mecanismos de investimento além de VC/PE. Instrumentos de dívida tradicionalmente posicionam-se em um patamar mais baixo de retornos financeiros

Essa diversidade de capitais permite também que negócios em diferentes estágios sejam contemplados, podendo acessar uma base mais diversa de investidores. Inclusive essa diversidade foi mencionada nas entrevistas como um dos habilitadores para que mais cases de investimento de impacto surjam.

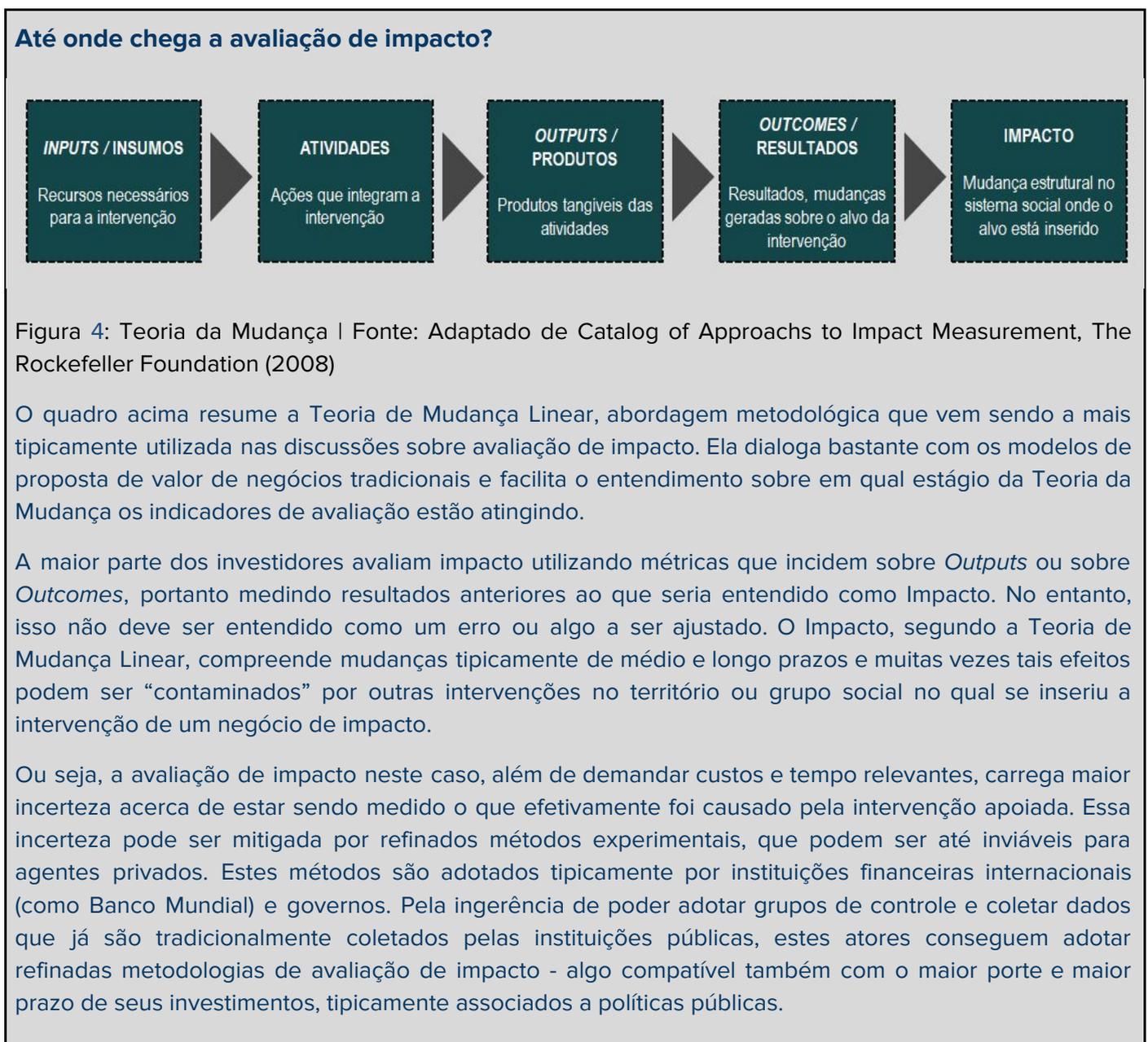
Mesmo o capital filantrópico, que está fora do espectro de investimento de impacto, foi mencionado, já que esse recurso permitiu que alguns negócios de impacto experimentassem seus modelos e tivessem fluxo de caixa para avançar a um estágio no qual capitais não concessionais fossem interessantes.

Ultrapassadas as fases iniciais, o negócio pode acessar o VC/PE para que consiga dar escala a suas soluções.

## 4.3 Compreendendo impacto: como é desenhado o monitoramento e avaliação do impacto

### Metodologias de Avaliação de Impacto

Há uma série de ferramentas de avaliação de impacto - bem aceitas no mercado internacional - e que são utilizadas por atores nacionais. Nas entrevistas conduzidas, o Global Impact Investing Rating System (GIIRS) foi a ferramenta mais citada, mas nunca de forma isolada ou com a aplicação completa. É comum o desenvolvimento de metodologias próprias adaptando referências já existentes.



Portanto, para investidores privados em negócios de impacto, mais importante que alcançar o estágio de Impacto (sem ter-se certeza sobre estar capturando impactos causados pela intervenção) é desenhar uma Teoria da Mudança clara - a partir da definição do problema - e ter controle sobre indicadores que mensurem *Outputs* e *Outcomes*. Certamente, no entanto, há investimentos de maior porte e alcance nos quais pode ser viável e fazer sentido aplicar metodologias de avaliação que capturem o impacto.

Além dela, é frequente que as organizações desenvolvam modelos próprios - inspirados em modelos, como o GIIRS e teorias já existentes, como a Teoria da Mudança, de forma personalizada para cada negócio. A maior preocupação destes atores é desenhar métodos que estejam em linha com suas teses de impacto e cujos indicadores possam ser mensuráveis.

## **GIIRS**

O GIIRS é uma ferramenta desenhada para a aplicação do IRIS (Impact Reporting and Investment Standards), um catálogo de métricas que incluem, entre outros, indicadores de "impacto operacional" e "impacto do produto". Em geral, portanto, alcançam os "produtos" das intervenções. Seu aperfeiçoamento é liderado pela Global Impact Investing Network (GIIN) e incentivado por organizações como o Sistema B.

Uma característica comum observada dos diversos métodos de mensuração é que tendem a medir os investimentos de uma forma mais qualitativa e depois seguem para outros componentes como produto, desempenho financeiro e operações.

O maior desafio é criar um processo replicável, que seja compatível com as intenções e restrições (principalmente de custos) de cada investidor, complementando métodos tradicionais e conhecidos de monitoramento de resultados financeiros e operacionais. Além disso, é importante que gestores apliquem métricas e métodos de fácil entendimento de seus GPs, bem como os próprios investidores apliquem métodos e métricas entendidos por potenciais co-investidores.

O conjunto de metas que integram os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável foi a referência mais citada pelos investidores entrevistados. Um conjunto bastante diverso de metas foi mencionado por estes investidores, dentro do total das 169 relacionadas aos 17 ODS. A utilização destas metas para a definição de indicadores está em linha com o monitoramento dos avanços dos ODS, dos quais espera-se o cumprimento até 2030, em colaboração entre governos, investidores, empreendedores e sociedade civil.

## **Definição de indicadores e frequência de monitoramento**

A avaliação de impacto requer investimentos de tempo e recursos financeiros e, por esse motivo, os indicadores monitorados devem considerar o estágio de maturidade do negócio. Nos negócios em estágios mais iniciais, são monitorados indicadores que medem a entrega dos produtos e serviços.

Quando o negócio atinge uma certa maturidade e está mais próximo de alcançar os objetivos de impacto esperados, torna-se viável monitorar quais mudanças sociais estão sendo proporcionadas.

O processo para definição de indicadores pode envolver direta ou indiretamente clientes e/ou demais beneficiários da solução de impacto. Por estes serem os alvos da solução, percebendo os efeitos dela sobre si, conversas com estes “impactados” enriquecem a definição de métricas que de fato mensurem resultados e impacto.

Na definição de indicadores a serem monitorados são considerados, em geral, indicadores de fácil coleta e custo adequado à capacidade do negócio, ao valor da informação gerada e ao propósito do monitoramento, que possam ser acompanhados ao longo do tempo, e que estejam, de alguma forma, relacionados ao impacto do negócio. No caso de gestores de fundos de impacto (GPs), os custos recaem sobre estes atores, que precisam avaliar junto aos investidores a viabilidade de coleta dos indicadores desejados.

A frequência de monitoramento varia entre mensal a trimestral, com a emissão de relatórios de gestores para os investidores com frequência semestral a anual.

#### **4.4 Gerando impacto: como pretende-se gerar os efeitos a partir dos investimentos de impacto**

Para que o investimento de impacto cumpra sua premissa de gerar impacto, os efeitos devem ser materializados em algum elo da cadeia de valor dos empreendimentos e/ou projetos apoiados. Os efeitos esperados pelos investidores podem ser categorizados em quatro categorias dentro da cadeia:

<b>Impacto direto dos investimentos</b>	i. No negócio investido
<b>Impacto indireto dos investimentos</b>	ii. Nos beneficiários dos produtos/serviços do negócio investido
	iii. Nos fornecedores e compradores do negócio investido
	iv. Na estrutura de mercado do negócio investido

##### **I. No negócio investido:**

Quando o foco é sobre o negócio investido, a expectativa do investidor é que o negócio amplie sua capacidade de entregar seus produtos e serviços. Esta expectativa está mais diretamente relacionada com os estágios de “Produtos (*Outputs*) e “Resultados” (*Outcomes*) da Teoria da Mudança, apresentada na seção anterior. Ainda com relação à dimensão interna ao negócio, investidores mencionam a expectativa de que este consiga - por meio de seu investimento - também alcançar outros tipos de capitais complementares ou a serem obtidos em outros estágios de maturidade.

Ou seja, há investidores que atuam por meio de empréstimos que entendem que sua contribuição também se materializa quando o negócio investido consegue ter acesso a instrumentos de *equity* ou a instrumentos de dívida de investidores tradicionais, aos quais não seria possível acessar sem o empréstimo anterior. Também nesta linha estão os investidores em *venture capital* que entendem contribuir ao vender, após um período de investimento, sua participação em um negócio de impacto investido. O crescimento viabilizado pelo seu capital de risco permite que o negócio desperte a atenção de uma gama maior de investidores.

É comum que Investidores tradicionais entendam que a geração de emprego e renda pelos postos de trabalho abertos pelo negócio ao longo e após o investimento são formas de gerar impacto direto. No campo do investimento de impacto, esse entendimento se faz presente, mas com pouco destaque. Nas entrevistas, esteve presente principalmente nas falas de investidores que não atuam exclusivamente com impacto.

#### II. Nos beneficiários dos produtos/serviços do negócio investido:

Neste caso, os investidores consideram que o impacto de seus investimentos se materializa quando também se materializa o impacto dos negócios. Esta expectativa está mais diretamente relacionada com os estágios de “Resultados” (*Outcomes*) e Impacto. Ou seja, o investidor faz a ponte entre seu capital e o beneficiário final das soluções apoiadas.

Este beneficiário pode ser o cliente do negócio, quando o produto/serviço é comercializado para os indivíduos sobre os quais espera-se impactar, ou não, quando há grupos populacionais ou ambientes naturais que se beneficiam da solução sem serem o mercado consumidor.

#### III. Nos fornecedores e compradores do negócio investido

Há investidores que consideram entre os impactos indiretos de seus investimentos a geração de renda na comunidade por meio de pequenos empreendedores que se tornam fornecedores de seus negócios apoiados. Além da geração de renda, são considerados aspectos qualitativos, como a forma de produzir ou prestar serviços considerando questões socioambientais.

A integração da responsabilidade socioambiental em *stakeholders* que se relacionam com o negócio apoiado também é considerada à jusante. Ou seja, casos em que compradores - especialmente de grandes empresas - passam a adquirir produtos ou serviços que foram viabilizados a partir do investimento são considerados por atores do campo uma forma de entregar impacto.

#### IV. Na estrutura de mercado do negócio investido

Especialmente os investimentos de VC/PE tem a capacidade de promover negócios de impacto a um patamar de escala maior, dando a eles maior representatividade nos segmentos em que atuam. Dessa forma, investidores entendem que esse movimento pode ser notado por grandes *players* tradicionais que passam a incorporar intencionalidades sociais e ambientais em suas operações, inspirados pelas soluções propostas pelo negócio de impacto.

## Vivenda - “A mudança vem de dentro”

O slogan “A mudança vem de dentro” traduz a forma como este negócio de impacto atua, executando mudanças em moradias e, por meio delas, promovendo transformação social. Mas a frase também poderia ser utilizada para representar as lições que podem ser tiradas desse caso sob a ótica do investimento. A demanda por investimentos instigou soluções que envolvessem mecanismos mais recentes, como *equity crowdfunding*, mas também associadas a instrumentos financeiros tradicionais, como a emissão de debêntures. Com uma solução que envolve *equity* e emissão de título de dívida exclusiva com fins sociais, este caso ensina que a mudança pode vir de dentro do sistema financeiro tradicional, combinado com capital alternativo.

### O negócio:

O Programa Vivenda foi criado com o objetivo de promover melhores condições habitacionais para população de baixa renda. Para isso, a organização atua realizando obras de baixa complexidade em moradias com grande necessidade de melhorias, permitindo que moradores tenham acesso a este serviço a um custo mais baixo que no mercado tradicional. A iniciativa envolve também a participação de mão de obra local e privilegiando compras a partir de fornecedores locais.

### Diferenciais do investimento:

O Vivenda teve algumas rodadas de captação de recursos com componentes pioneiros:

- Em 2016 e 2017, a Din4mo Ventures liderou uma captação de mais de R\$ 1,2 milhões para o negócio, por meio da plataforma de *crowdfunding* Kria. Foi uma operação de *equity*, em um contrato de mútuo conversível, com prazo de cinco anos e com taxa de 6% ao ano. Neste tipo de contrato, o investidor – que realizou aportes a partir de R\$ 2.500 – terá direito a converter o valor aportado em participação acionária no futuro, com expectativa de retorno financeiro de até 20% a.a.

O papel de regulação do mercado foi importante para esta captação. Em 2017, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) regulamentou a captação de *equity crowdfunding* por meio de plataformas de captação, o que havia sido uma das recomendações da Força Tarefa de Finanças Sociais para destravar obstáculos do campo.

Ainda em 2016, durante o processo de regulamentação, a Kria foi autorizada a operar neste modelo após consulta à CVM. Este processo foi fundamental para a captação do Vivenda e abre espaço para novas captações, permitindo que investidores direcionem recursos para negócios de impacto, sem que tenham custos transacionais relevantes para ambos os lados, tendo a plataforma como facilitadora.

- Em 2018, o Vivenda protagonizou a emissão do primeiro título de dívida para impacto social no país, no valor de R\$ 5 milhões, vencimento de dez anos e remuneração de 7% a.a.

Com esta combinação de instrumentos, foi possível atingir um grande espectro de investidores - desde aqueles mais próximos do “*return first*” até aqueles que aceitam o risco de perda pelo potencial impacto social causado. Essa diversidade também permitiu a diluição do risco, já que alcançou uma base maior de investidores.

#### Métricas de monitoramento:

- Número de reformas realizadas e pessoas impactadas;
- Renda gerada na comunidade.

#### Resultados já alcançados e potenciais:

- 700 famílias de baixa renda com casas reformadas até 2017;
- 8.000 famílias de baixa renda a serem impactadas com as reformas viabilizadas pelos investimentos captados em 2018.

#### **TEM - “Saúde é um direito de todos”**

A TEM é uma FinHealthTech criada para viabilizar acesso a serviços de saúde particular para baixa renda com rapidez, qualidade e preços reduzidos.

O negócio: A TEM foi fundada em 2014 com o objetivo de viabilizar o acesso a serviços médicos particulares e promover a educação financeira dos usuários para o consumo consciente de serviços de saúde, especialmente entre a baixa renda.

Operando cartões pré-pagos de saúde em todo o Brasil, a TEM possui uma rede credenciada com mais de 5 mil unidades de atendimento e 22 mil tipos de serviços.

Os valores dos procedimentos são definidos com cada profissional de saúde a partir de tabelas médicas de referência, com a condição de que o valor cobrado dos associados seja menor do que o praticado no atendimento particular. Atualmente, a economia média nacional no valor das consultas é de 57%.

Diferenciais: Em 2018, a TEM se tornou a primeira saída de um investidor de impacto em PE/VC, sendo portanto um caso a ser estudado e considerado em futuras operações.

#### Resultados alcançados:

- Economia dos clientes em consultas, exames e farmácias no total de R\$ 670.307,00 (junho/2018).
- Retorno de 26% ao ano do investimento de R\$ 3 milhões realizado pela Vox Capital em outubro de 2015, após venda de sua participação de quase 30% em junho de 2018. Segundo a Vox foi uma saída de oportunidade diante da chegada de um player de peso que vai conseguir complementar a oferta de produtos, e tornará a TEM efetivamente uma alternativa ao plano de saúde.

**Terra Nova - “Pacificar e melhorar a qualidade de vida de comunidades que vivem em assentamentos precários no Brasil e no mundo”**

A Terra Nova é uma empresa social especializada em mediação de conflitos humanos para a regularização fundiária de interesse social em áreas urbanas ocupadas irregularmente, garantindo que a propriedade cumpra a sua função social.

O negócio: Fundada em 2001, a Terra Nova faz a mediação entre proprietários e ocupantes nas questões envolvendo regularização fundiária, e resolve pacificamente conflitos relacionados à posse da terra, permitindo que as famílias moradoras do local obtenham por esforço próprio o título de propriedade dos lotes onde vivem, e os proprietários sejam indenizados pela perda da propriedade.

Diferenciais: A metodologia de trabalho desenvolvida pela Terra Nova é reconhecida no Brasil e no exterior por diversas organizações relacionadas ao empreendedorismo social e à melhoria da qualidade de vida das populações que vivem na base da pirâmide social.

Resultados alcançados:

- + de 58 mil pessoas beneficiadas;
- + de 3 milhões de m<sup>2</sup> de áreas em Regularização.

## 5. MITOS E VERDADES

Como um campo relativamente novo, inaugurado no final dos anos 2010 no país, e com um número ainda limitado de atores, há percepções externas que acabam configurando-se em mitos e tabus. Conhecer as práticas, percepções sobre avanços até o momento e perspectivas dos atores em investimento de impacto permite jogar maior luz sobre este segmento. Os itens a seguir desmistificam algumas destas afirmações, apontando o que faz ou não sentido em cada uma delas:

### ***Investimento de impacto é filantropia***



Das afirmações aqui elencadas, esta é a que mais pode ser considerada um erro, enquanto os demais têm parcial consistência.

É verdade que os investimentos de impacto atraem filantropos, que reconhecem no dinheiro o potencial de promover uma sociedade mais justa e proteção ao meio ambiente, por meio de organizações que não conseguem acessar o capital tradicional.

Do lado da captação, há negócios de impacto que podem captar recursos filantrópicos em determinados estágios de maturidade, assim como empreendimentos em fase de ideias, planos de negócio e start-ups acessam recursos com baixa probabilidade de retorno (ex: *FFF – Family, friends and fools*). No caso dos negócios de impacto, esta busca pode ser aplicável a um período maior, dado que questões sociais e ambientais não são plenamente precificadas pelo mercado.



Ainda que negócios de impacto possam captar recursos filantrópicos, isso não se sobrepõe nem elimina a necessidade de captação de recursos com intenção de retorno.

Ao buscar aumentar sua escala, o acesso a recursos de VC/PE é fundamental para os negócios de impacto, que podem ser beneficiados com o acesso a um capital mais abundante e que tem potencial de agregar inteligência ao plano de crescimento.

Casos recentes, inclusive os apresentados neste *paper*, evidenciam o potencial de retorno de investimentos de impacto.

## **Investimento de impacto é um nicho e direcionado a um perfil limitado de investidores**



De fato, o número de investidores (tanto aqueles de capital próprio como os gestores de capital de terceiros) ainda é limitado, como especificado nas seções introdutórias deste estudo. Além disso, a maior parte dos instrumentos financeiros é destinado a investidores qualificados e/ou aqueles já sensibilizados sobre papel do seu dinheiro na solução de desafios socioambientais, e que, portanto, aceitam mais facilmente o risco de perda.



Há uma diversidade de investidores que potencialmente podem direcionar recursos para negócios de impacto. Como em qualquer modalidade ou tema de investimento, é necessária oferta alinhada ao perfil dos investidores. O uso recente de mecanismos de *crowdfunding* aponta para tendências de que novos provedores de capital podem se juntar àqueles ativos hoje, aumentando liquidez e diluindo o risco.

Investidores tradicionais, mas que já integram a suas decisões de investimento uma lente ASG (ambiental, social e de governança) também vem se aproximando do segmento de investimento de impacto, desenvolvendo fundos com este mandato específico. Em paralelo, atores e estudos indicam que a transferência de capital intergeracional aumenta a demanda por este tipo de investimento, partindo da premissa de que *millennials* têm maior propensão a se preocupar com os impactos socioambientais de seus investimentos. Isso pode ter reflexos diretos sobre *family offices* e em maior prazo e maior escala sobre a oferta de investimentos para varejo.

## **Retorno financeiro e impacto socioambiental são excludentes, sendo necessário abrir mão de um para atingir o outro**



Ao introduzir a intenção de impacto na prospecção e seleção de investimentos, mais uma variável é introduzida ao tradicional *trade-off* risco vs retorno financeiro. Assim, investidores que tem como intenção “impact first” podem sacrificar retorno financeiro. De fato, para alguns mercados ou modelos de negócio, pode ser necessário um capital mais paciente.

Há, inclusive, investidores que identificam possíveis dilemas nas decisões de investimento e definem incentivos para que seus gestores evitem privilegiar retorno financeiro em detrimento de impacto.

Um destes incentivos é remunerar gestores de acordo com o impacto socioambiental: caso a investida ou um fundo atinja resultados em indicadores de impacto pré-estabelecidos, o gestor recebe remuneração adicional. O

---

investidor também pode ter (ou determinar a seu gestor) um mandato específico de investimento em negócios cujas características ele acredita ter maior potencial de impacto.

---

No espectro de intencionalidades dos investidores do campo, há aqueles que se posicionam como “return first”, podendo abrir mão do impacto em busca do retorno. Nesses casos, o impacto esperado é definido de maneira *ex-ante* e acompanhado durante o período de investimento, mas a métrica principal e que remunera o gestor é o resultado financeiro do investimento.



O desafio de identificar negócios de impacto com retorno financeiro atraente de forma a aumentar a base de investidores vai além deste imaginado *trade-off* entre retorno financeiro e impacto. Questões estruturais que dificultam o crescimento do mercado de capitais no Brasil são as mesmas enfrentadas pelo investimento de impacto.

### ***A necessidade de avaliar de impacto aumenta os custos transacionais e requer conhecimento de ferramentas especializadas***

---



De fato, os investidores de impacto não olham com maior atenção para apenas um indicador (como rentabilidade, geração de receita ou potencial de crescimento). Mais de um indicador-chave é analisado e, em alguns casos, isso significa ir além da análise e acompanhamento tradicional de negócios.

---



De maneira geral, os investidores – principalmente os gestores de recursos de terceiros – reportam que as métricas de avaliação de impacto são voltadas a capturar da melhor forma possível o modelo de negócio. No caso VC/PE, sendo investimentos em *equity*, a preocupação dos gestores em capturar seu potencial de oferecer soluções socioambientais é uma questão material para avaliar o potencial de crescimento deste negócio e, portanto, retorno financeiro. Essa associação entre potencial de impacto e potencial de retorno financeiro pode ser mais ou menos forte, de acordo com a tese de impacto do investidor.

Os atores entrevistados na pesquisa indicaram que é boa prática quando investidores de impacto consideram o custo e a efetividade de adotar métodos e ferramentas complexos de avaliação de impacto, dado o prazo e o ticket médio típicos do setor.

## 6. DESAFIOS DO SETOR

Segundo a pesquisa anual do GIIN de 2018, os investidores de impacto percebem progressos significativos na disposição de ‘profissionais com habilidades relevantes’ (90% dos respondentes)), a ‘sofisticação das práticas de mensuração de impacto’ (88%), ‘oportunidades de investimento de alta qualidade’ (86%) e ‘pesquisas e dados’ (85%). Por outro lado, a maioria declara permanência dos desafios de ‘capital apropriado no espectro de risco/retorno’, ‘opções de saída adequadas’ e ‘entendimento comum da definição e segmentação do mercado de investimento de impacto”.

O objetivo desta seção é destacar desafios para fortalecimento do investimento de impacto no Brasil, coletados a partir das entrevistadas com investidores e pesquisas associadas a estas conversas. Por não ser foco deste paper, não pretende-se aqui esgotar esta discussão nem sobrepor outros estudos que se dedicaram a esta finalidade. Na seção Referências Úteis, são destacadas leituras recomendadas sobre esta questão específica. Destacamos principalmente as publicações sobre as Recomendações da Força Tarefa de Finanças Sociais, que não se referem apenas a investimento de impacto por meio de VC/PE, mas englobam também outras formas de apoio.

Listamos desafios que se destacaram nas análises qualitativas das entrevistas, com foco principalmente nos investimentos de VC/PE. Entendemos aqui desafios e oportunidades como duas faces de uma mesma moeda. Consideramos que há desafios que já podem ser mais interpretados como oportunidades para a entrada de novos atores e mais capital, enquanto há outros que ainda requerem maior esforço para que se convertam atualmente em oportunidades. Estas posições são ilustradas na imagem a seguir.

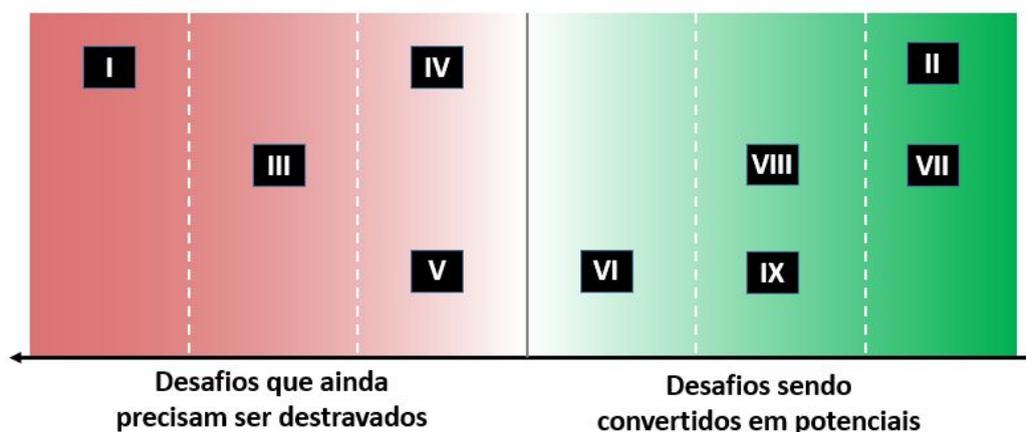


Figura 5: Desafios identificados | Elaboração própria

I. Questões estruturais enfrentadas pelo setor são as mesmas enfrentadas pelo investimento tradicional em mercado de capitais.

II. Parcerias são essenciais para desenvolvimento do setor e há atores que cumprem papel importante para facilitar a entrada de potenciais investidores.

III.Há uma variedade de taxonomias, métodos e ferramentas associadas a negócios de impacto e investimentos de impacto. Isso pode dificultar a compreensão de investidores que ainda não atuam no setor, mas estes esforços refletem um aprendizado contínuo do ecossistema.

IV.Não há uma linguagem única de métricas de impacto, mas a construção destas é orientada ao objetivo de melhor capturar o modelo de negócio investido.

V.Os limites da avaliação de impacto ainda são consenso, mas quando converge interesses de investidores, gestores e negócios quanto às expectativas e limitações de cada ator, o diálogo é facilitado.

VI.Instrumentos financeiros complementares auxiliam negócios de impacto a se tornarem elegíveis a investimentos de VC/PE, mas ainda há falta de diversidade de capital.

VII.Há espaço e demanda pela maior participação de mais intermediários.

VIII.Cases cumprem papel essencial para aprendizados e para verificação de que é possível gerar retorno financeiro e impacto: já existem alguns cases e deve-se esforçar para alcançar mais.

IX.Tendências culturais de preocupação com valores socioambientais e maior educação financeira indicam que há potenciais novos investidores pessoa física interessados em destinar capital para impacto, mas que ainda carecem de mecanismos para isso.

## 7. CONCLUSÕES

Com um pouco mais de dez anos de idade, o cenário brasileiro de investimento de impacto ainda é incipiente e está em desenvolvimento. Neste processo de ampliação da classe de ativos e de mecanismos que facilitem a alocação de recursos para impacto, os fundos de investimento em *venture capital* e *private equity* se destacam como atores essenciais para ampliar as pontes entre investidores e negócios de impacto, aumentando a oferta de capital.

Os atores já ativos neste ecossistema têm papel importante como *early-adopters*, com suas experiências fornecendo insumos para a ampliação do campo. Por um lado, podem indicar não apenas os obstáculos já superados como outros que ainda desafiam sua atuação como investidores. Em complemento, também apontam oportunidades para atração de mais capital. Neste sentido, os investidores vêm trabalhando para construir histórias de sucesso que ofereçam a visibilidade e a credibilidade que o mercado precisa para aumentar sua escala.

Atualmente, há práticas que ainda estão em construção no setor, em um processo de aprendizagem e cuja adoção depende de como os investidores entendem impacto e como constroem sua tese de impacto. Por outro lado, algumas práticas apareceram mais vezes e de forma mais clara nas conversas com os investidores, como respostas aos desafios encontrados:

*I. Estabelecimento de parcerias – estruturadas ou não – para a prospecção de negócios junto a aceleradoras, incubadoras e demais atores que selecionam ou prestam assistência a empreendedores*

Dadas suas intenções e limitações, investidores de impacto utilizam-se de parcerias para ampliar sua capacidade de identificar e avaliar potenciais investidas. Estas parcerias com atores de apoio ao ecossistema de inovação e impacto podem ser: (i) estruturadas, sendo institucionalizadas em programas nos quais a atuação dos investidores e destes atores é coordenada; ou (ii) não-estruturadas, isto é, realizadas de maneira pontual, em eventos realizados por estes atores, que convidam investidores ativos no campo.

*II. Diversidade de entendimentos entre os investidores sobre o que é impacto, levando à grande diversidade na composição de carteiras*

A diversidade de investidores de impacto, indo desde famílias até instituições financeiras de desenvolvimento, parece guardar bastante correlação com as diferenças na definição do que é impacto e investimento de impacto, em uma análise qualitativa. Tal diversidade leva a diferenças nas definições das teses de impacto, que culmina em composição diferente de ativos elegíveis/alvo, levando à carteiras diferentes.

*III. Intencionalidade e potencial do time e da solução de impacto são fatores essenciais*

Na análise de potenciais investidas, prepondera a relevância de uma avaliação qualitativa sobre intencionalidade e potencial, que considera os seguintes aspectos: (i) alinhamento da solução que o negócio endereça com a tese de impacto; (ii) O que o negócio pode significar em termos de impacto no sistema no qual ele se insere, isto é, impacto na cadeia de valor considerando todos os *stakeholders*; (iii) Capacidade de gestão, intencionalidade e motivação da equipe do negócio de impacto; (iv) Sinergia que o potencial investimento tem com relação ao portfólio atual do

investidor/gestor do fundo; (v) Alinhamento do time que dirige o negócio de impacto (potencial investida) com o time do investidor/gestor do fundo; (vi) Acessibilidade, escalabilidade e/ou replicabilidade da solução.

#### *IV. Desenvolvimento de indicadores de monitoramento e avaliação junto com os empreendedores*

A construção de indicadores para monitoramento e avaliação não é um processo fechado, pré-determinado pelos investidores e que chega de maneira *top-down* para as investidas. Esse processo é conjunto, muitas vezes servindo para que o empreendedor absorva a cultura de mensuração e que esta esteja compatível com sua maturidade, porte e disponibilidade de recursos para medir.

#### *V. Integração dos ODS às teses de impacto e métricas de monitoramento e avaliação*

Por ser uma linguagem universal e construída para considerar os principais desafios socioambientais, o conjunto de ODS vem sendo utilizado pelos investidores tanto para materializar suas intenções e propósitos em sua tese de impacto. Além disso, a partir das metas que integram os ODS, são desenhadas métricas cujo reporte é facilitado pelo alto nível de disseminação deste *framework*.

#### *VII. Avaliação de impacto concentrada em produtos e resultados*

Dada a limitação de recursos e tempo para avaliação no nível das mudanças estruturais sobre um sistema social alvo da intervenção ('nível de impacto'), bem como a necessidade de utilizar-se de métodos que sejam compatíveis com o prazo e escopo dos investimentos, a avaliação costuma ser concentrada em produtos (*outputs*) e resultados (*outcomes*).

#### *VIII. Integração entre instrumentos financeiros diferentes, cujo perfil de capital é complementar*

O campo de investimento de impacto abrange uma diversidade de instrumentos financeiros. Investidores de *ventures capital* e *private equity* podem se beneficiar da atuação de outras modalidades de investimento e vice-versa, considerando a necessidade de oferta de instrumentos financeiros alinhada aos diferentes estágios de um negócio.

#### *IX. Adoção de mecanismos que mitiguem incentivos perversos para busca de retorno financeiro em detrimento de impacto*

Há investidores que utilizam mecanismos para garantir que os investimentos geridos por terceiros estejam em linha com sua tese de impacto. Estes mecanismos podem ser tanto no sentido de reduzir a prescritividade, ao pré-definir setores pelos quais o investidor pretende gerar impacto, como na definição de incentivos que mitiguem outros eventuais incentivos perversos. Um exemplo é a bonificação ao gestor por atingimento de metas de impacto.

Além do trabalho na prospecção, seleção e acompanhamento dos negócios investidos e fundos, estes investidores de impacto costumam estar diretamente envolvidos em iniciativas que envolvem a articulação multi-stakeholder.

Investidores tradicionais podem utilizar seu expertise para transferir soluções financeiras já existentes para o ecossistema de impacto e integrar questões sociais e ambientais ao precificarem seus investimentos. Governo e demais reguladores podem dar sinais de preço que favoreçam a esta precificação, bem como favorecer a inovação no lado dos negócios e no lado dos instrumentos financeiros. Aceleradoras, incubadoras e demais parceiros que prestam assistência técnica a

empreendedores podem fortalecer a chegada destes negócios ao estágio em que sejam elegíveis a VC/PE. Por fim, universidades podem favorecer também a capacitação de empreendedores bem como de profissionais para trabalharem com investimento de impacto, unindo sua formação técnica com a busca por propósito.

Esse esforço de articulação evidencia a paixão e propósito evidentes dos times envolvidos em investimento de impacto, mas também destaca o pragmatismo na abordagem de como ampliar os recursos direcionados para impacto. A construção de um ambiente mais propício para estes investimentos e um maior número de investidores não apenas aumentará a oferta de capital para negócios de impacto de forma direta como também aumentará a liquidez e diluirá o risco, permitindo que novos perfis de investidores sejam ativos neste ecossistema. Isso tem o potencial de modificar a visão atual de investimento de impacto como um nicho, ressignificando-o como um investimento direcionado a negócios atentos aos desafios socioambientais do presente e de um futuro próximo, podendo contribuir para a diversificação da carteira dos investidores tradicionais.

## 8. REFERÊNCIAS ÚTEIS

Como abordado ao longo do documento, o ecossistema de investimento de impacto está em desenvolvimento e o estabelecimento de parcerias fortalece o campo além de propiciar aprendizado e maturidade a novos entrantes.

Esses fatores reforçam o valor de eventos, publicações, redes e iniciativas colaborativas. A seguir estão listados - de maneira não-exaustiva - algumas destas oportunidades de compartilhamento de conhecimentos.

### ***Eventos periódicos***

- Congresso GIFE, veja mais informações em: <https://congressogife.org.br/2018/>
- Fórum de Finanças Sociais da Força Tarefa de Finanças Sociais, veja mais informações em: <http://ice.org.br/outras-iniciativas/forum-brasileiro-de-financas-sociais-e-negocio-de-impacto/>
- Programa Impacta, Sebrae, veja mais informações em: <http://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/ufs/rj/sebraeaz/edital-programa-de-aceleracao-impacta-2018,74d065e8c3ed2610VgnVCM1000004c00210aRCRD>

### ***Redes e iniciativas colaborativas***

- Aspen Network of Development Entrepreneurs (ANDE), veja mais informações em: <https://www.andeglobal.org/>
- Força Tarefa de Finanças Sociais (FTFS), veja mais informações em: <https://forcatarefafinancassociais.org.br/>
- Grupo de Institutos, Fundações e Empresas (GIFE), veja mais informações em: <https://gife.org.br/>
- Global Impact Investing Network (GIIN), veja mais informações em: <https://thegiin.org/>
- Laboratório de Inovação Financeira - GT de Instrumentos Financeiros e Investimentos de Impacto, veja mais informações em: <http://www.labinovacaofinanceira.com/>

### ***Materiais recentes***

- Achieving the Sustainable Development Goals: The Role of Impact Investing (GIIN, 2017), veja em: <https://thegiin.org/research/publication/sdgs-impinvy>
- Avanços das recomendações e reflexões para o fortalecimento das Finanças Sociais e Negócios de Impacto no Brasil (FTFS, 2017), veja em: [http://ice.org.br/wp-content/uploads/2017/02/Relatorio\\_2016\\_FTFS.pdf](http://ice.org.br/wp-content/uploads/2017/02/Relatorio_2016_FTFS.pdf)
-

- Como as instituições financeiras locais e internacionais estão se posicionando no tema de investimento de impacto (FTFS, 2017), veja em:  
<https://forcatarefa-assets.s3.amazonaws.com/uploads/2018/05/Paper-Produtos-Financeiros-ICE-Itau%CC%81-Portugue%CC%82s.pdf>
- Mapa de Negócios de Impacto no Brasil (Pipe Social, 2017), veja em:  
<https://pipe.social/mapa2017>
- Investimento de Impacto no Brasil: um guia para famílias (ImPact, 2017), veja em:  
[http://theimpact.org/wp-content/uploads/2017/06/TheImPact.BrazilPrimer.20170629.PORT\\_LowRes.pdf](http://theimpact.org/wp-content/uploads/2017/06/TheImPact.BrazilPrimer.20170629.PORT_LowRes.pdf)
- Panorama do Setor de Investimento de Impacto na América Latina (ANDE, 2016), veja em:  
[https://c.yimcdn.com/sites/www.andeglobal.org/resource/resmgr/docs/LatAm\\_Implnv\\_Report\\_-\\_Portug.pdf](https://c.yimcdn.com/sites/www.andeglobal.org/resource/resmgr/docs/LatAm_Implnv_Report_-_Portug.pdf)
- Impact Investing Trends (GIIN, 2016), veja em:  
[https://thegiin.org/assets/GIIN\\_Impact%20InvestingTrends%20Report.pdf](https://thegiin.org/assets/GIIN_Impact%20InvestingTrends%20Report.pdf)
- GIIN - Global Impact Investment Network - <https://thegiin.org/impact-investing/>
- Negócios de Impacto no Brasil (FTFS, 2016), veja em:  
[http://forcatarefainancassociais.org.br/wp-content/uploads/2017/02/Relatorio\\_2016\\_FTFS.pdf](http://forcatarefainancassociais.org.br/wp-content/uploads/2017/02/Relatorio_2016_FTFS.pdf)
- Guia 2.5 para desenvolvimento de negócios de impacto - Quintessa  
[www.guiadoisemeio.com.br/](http://www.guiadoisemeio.com.br/)
- Guia Prático de Avaliação para Negócio de Impacto Social - Artemisia  
[www.movesocial.com.br/guia-pratico-avaliacao-para-negocios-de-impacto-social/](http://www.movesocial.com.br/guia-pratico-avaliacao-para-negocios-de-impacto-social/)
- Impact Management Project, <http://impactmanagementproject.com>
- Sebrae Negócios de Impacto <http://www.negociosdeimpactosebrae.com.br/>