

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC/SP
Pós-Graduação *Lato Sensu* em Direitos Difusos e Coletivos

Daphne Soares de Noronha

Fundos de Investimentos Sociais

São Paulo

2015

Daphne Soares de Noronha

Fundos de Investimentos Sociais

Monografia apresentada ao Curso de Pós-Graduação *Lato Sensu* da Coordenadoria Geral de Especialização, Aperfeiçoamento e Extensão da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (COGEAE PUC-SP), como parte dos requisitos para a obtenção do título de Especialista em Direitos Difusos e Coletivos, sob a orientação da Professora Clarissa Ferreira Macedo D'Isep.

São Paulo

2015

AGRADECIMENTOS

Agradeço, com carinho,

Aos meus pais e avó materna pela formação ética e moral.

Às minhas irmãs, Fatima Poline, pelo incentivo e força constantes, e Anaisa, pelos dias sempre felizes.

Ao meu noivo, Renato Losinskas Hachul, advogado admirável, cujo o destino felizmente insistiu em nos unir, pelo amor, incentivo e apoio incondicionais.

À Professora Clarissa Ferreira Macedo D'Isep, pelo incentivo na escolha do tema, pelas importantes considerações sobre o desenvolvimento do trabalho e pelo apoio na fase final da monografia, bem como pelas excelentes e alentadoras aulas.

Às amigas queridas, Marcela Ferrai e Thais Sanchez Pardina, que me acompanharam nessa fase final de despedida do curso, pela amizade e pelo alento nas aflições da fase de elaboração e conclusão da monografia.

À Letícia Caroline Méo, advogada cativante, referência no tema de empresas sociais, pela sempre presente amizade desde a graduação, e pelas importantes contribuições para o desenvolvimento do presente estudo.

RESUMO

O presente trabalho visa diagnosticar o estado atual do mercado de fundos de investimentos sociais e seu impacto na sociedade. O escopo do trabalho é analisar sua origem, os conceitos do mercado, o seu arcabouço jurídico, bem como seus indicadores. Ao final, busca demonstrar o cenário atual dos fundos de investimentos sociais e o impacto desses investimentos na sociedade, bem como o seu papel na efetivação e garantia de direitos fundamentais, visando a coletividade e seu bem-estar social.

Palavras-chaves: direitos da coletividade – fundos de investimentos – investimento social – impacto social – negócios sociais – direitos sociais

ABSTRACT

This paper studied aims to diagnose the current state of the market of social investment funds and their impact on society. The scope of work is to analyze its origin, market concepts, its legal framework and its indicators. Finally, seeks to show the current situation of social investment funds and the impact of these investments in society and its role in the realization of fundamental rights and guarantee aimed at the community and their social well-being.

Keywords: collective rights – investment funds – social investment – social impact – social business – social rights

SUMÁRIO

Introdução	6
 Capítulo I – Panorama dos Fundos de Investimentos Sociais	
I.1. Evolução histórica.....	7
I.2. Termos e conceitos do mercado.....	11
I.3. Função Social da empresa.....	22
 Capítulo II – Fundos de Investimentos Sociais	
II.1. Regime Jurídico: formato legal.....	25
II.2. Transparência no mercado: os indicadores do mercado.....	30
 Capítulo III – Cenário Atual dos Fundos de Investimentos Sociais	
III.1. Os fundos de investimentos sociais no Brasil.....	43
III.2. Impacto social: primeiros resultados.....	45
 Conclusão	 51
 Bibliografia	 53

INTRODUÇÃO

A construção do campo de negócios sociais é ainda bastante recente, suas raízes se encontram no questionamento ao sistema econômico global, na ineficiência do poder público, na resolução das mazelas sociais, na crise econômica mundial e nas dificuldades encontradas nas ações de filantropia para manutenção de seus projetos ao longo do tempo.

Os fundos de investimentos sociais relacionam-se com os negócios sociais, que seguem um modelo empresarial inserido no contexto do mercado econômico, porém possuem em sua essência o objetivo de transformação social.

Diante disso, surgiram as organizações de fomento aos negócios sociais que ajudam na capacitação dos empreendedores e na promoção desta nova concepção de negócios.

Com base na perspectiva de gerar lucro aliado ao benefício social, criaram-se os fundos de investimentos voltados para as organizações do setor que se encontram na fronteira entre as organizações sem fins lucrativos e as organizações com fins lucrativos.

Os fundos de investimentos de impacto ou sociais são organizações que recebem dinheiro de uma série de investidores, reúnem esses recursos investindo em outros negócios para assim desenvolvê-los e gerar benefícios para ambas as partes.

Atualmente, os fundos de investimentos de impacto são focados em países emergentes ou em desenvolvimento. Esses fundos investem em organizações que tenham como atividade principal serviços ou produtos que gerem melhorias das condições ambientais ou sociais da sociedade.

A importância do presente estudo, portando, revela-se em virtude da preocupação dos novos negócios em propiciar impactos sociais e ambientais positivos, aliando retorno financeiro ao impacto social, ainda mais no Brasil, que sofre com a falta de garantia dos direitos fundamentais de seus cidadãos.

Buscamos, analisar a origem dos fundos de investimentos sociais, os conceitos do mercado e o seu arcabouço jurídico, bem como o seu impacto social e o seu papel na efetivação e garantia de direitos como à educação, moradia e saúde.

Ao final, buscamos diagnosticar o cenário atual dos fundos de investimentos sociais e seus primeiros resultados, a fim de constatar a sua efetividade social.

CAPÍTULO 1 – PANORAMA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS SOCIAIS

I.1. Evolução histórica

Do início da colonização até o século XIX, a filantropia brasileira esteve essencialmente ligada à Igreja Católica. O assistencialismo era financiado por donativos vindos da Casa Real ou das famílias mais abastadas da colônia¹.

Após a Independência, em 1822, algumas das novas instituições públicas começaram a prestar serviços sociais, intensificando-se com a proclamação da república.

No período da ditadura militar, entre 1964 e 1985, reforçou-se o controle do Estado sobre as organizações da sociedade civil, mas tais organizações mantinham-se vinculadas à Igreja Católica ou ligavam-se aos movimentos políticos que se opunham ao regime.

Com a redemocratização, o Brasil inseriu-se na economia globalizada, abrindo a economia e consolidando a implantação de multinacionais que influenciaram fortemente a cultura da filantropia empresarial e de doações individuais. A educação tornou-se a principal área de investimento social privado nacional.

A partir do fim da década de 1970, com o início do processo de abertura democrática, e, em especial, na fase da ampla mobilização social que conduziu à Constituição de 1988, foi sendo montado o cenário político e legislativo para uma transformação histórica na organização da sociedade civil brasileira e da filantropia.

Nos últimos anos do século XX, o conceito de terceiro setor ganhou impulso em escala mundial. De forma geral, passou-se a considerar que a esfera pública não é apenas responsabilidade estatal, exigindo também a participação do setor privado – tanto de empresas como de organizações sem fins lucrativos. As fundações e organizações da sociedade civil multiplicaram-se.

Em meados do século XX, surgiram as primeiras fundações privadas nacionais, criadas por famílias que haviam enriquecido com a industrialização do país. A maioria delas

¹ Histórico conforme apresentado na linha do tempo e descrição apresentados em Panorama do Investimento Social Privado no Brasil, *in* DEBONI, Fabio (organização). Investimento Social Privado no Brasil: tendências, desafios e potencialidades. Instituto Sabin. Brasília, 2013, p. 16-19. Disponível em <http://www.gife.org.br/arquivos/publicacoes/29/Livro%20instituto%20Sabin%20-%20Final.pdf> – acesso em 15/01/2015.

tinha a missão de atender aos trabalhadores dos próprios empreendimentos dessas famílias, procurando suprir as dificuldades do Estado no fornecimento de educação, saúde e habitação.

A esfera pública deixou de ser uma questão apenas do Estado, e a responsabilidade pelo desenvolvimento passou a ser compartilhada pelos três setores da economia: Estado, setor privado e organizações da sociedade civil².

As empresas, portanto, passaram a se preocupar não só com a produção, a geração de empregos e o lucro, ou seja, com as expectativas comuns de seu papel no desenvolvimento do país e do mercado, mas também com a sua relação com a sociedade, ou seja, seu papel social e ambiental.

Foi nos anos 90 que criou-se a Fundação Abrinq (1990), que é uma organização sem fins lucrativos que tem como missão promover a defesa dos direitos e o exercício da cidadania de crianças e adolescentes, e a Associação Brasileira de Organizações Não Governamentais, a Abong (1991).

Nesse contexto, também surgiu o GIFE – Grupo de Institutos, Fundações e Empresas (1995), primeira associação da filantropia na América do Sul, inicialmente com 25 membros e atualmente com mais de uma centena. Nasce o Conselho da Comunidade Solidária, com o objetivo de se constituir como um novo instrumento de diálogo e estabelecimentos de parcerias entre Estado e sociedade civil, com vistas a enfrentar a pobreza e a exclusão social. Tal organização, como outras que surgiram, representou a mobilização do setor privado para as questões sociais e ambientais que o país enfrentava, contribuindo para a organização conceitual do investimento social privado e da responsabilidade social empresarial.

Em 1998, também foi criado o Instituto Ethos de Empresas e Responsabilidade Sociale, logo após, foi promulgada a Lei das Oscips (Lei n.º 9.790/99), que qualificou as pessoas jurídicas de direito privado sem fins lucrativos como organizações da sociedade civil de interesse público. Criou-se também o termo de parceria, instrumento jurídico de cooperação entre Estado e Oscips para fomento e realização de projetos.

No fim do século XX e início do XXI, de 1996 a 2005, o número de fundações e associações sem fins lucrativos triplicou, passando de 107.332 para 338.162. O crescimento mais notável foi o das organizações não governamentais relacionadas à defesa e ao

² DEBONI, Fabio (organização). Investimento Social Privado no Brasil: tendências, desafios e potencialidades. Instituto Sabin. Brasília, 2013, p. 19. Disponível em: <http://www.gife.org.br/arquivos/publicacoes/29/Livro%20instituto%20Sabin%20-%20Final.pdf> – acesso em 15/01/2015.

desenvolvimento dos direitos humanos (aumento de 437% em uma década). Em 2005, o número de trabalhadores no setor atingiu 1,7 milhão, o que corresponde a cerca de 6% da força de trabalho oficial do país.

Em 2001, o Ano das Nações Unidas do Voluntário foi marcado pelo aceleração da construção de centros de voluntariado regionais e locais em todo o país, a maioria ligada às famílias abastadas e a empresas nacionais e internacionais, ou a ambas.

Em 2005, começou a surgir um novo fenômeno no setor da filantropia empresarial: as fundações e os institutos, criados por empresas para atender a comunidades em geral. Procurava-se, assim, introduzir práticas de responsabilidade social nos negócios.

Historicamente, a sociedade civil organizada teve cinco principais fontes de recursos: a igreja, o Estado, o investimento social privado, recursos próprios da venda de produtos e serviços e a cooperação internacional, além das doações individuais. Contudo, a década de 2000 sofreu mudança na arquitetura do financiamento da sociedade civil, vez que a cooperação internacional cumpriu um papel importante como financiador no Brasil, mas com a redução dessa fonte de recursos, provocou-se um questionamento sobre o papel que os investidores sociais têm no financiamento da sociedade civil brasileira.

Do fim da primeira década do século XXI até os dias de hoje, a tendência principal no setor corporativo tem sido o alinhamento entre as práticas de responsabilidade social empresarial e as atividades de investimento social. As maiores empresas brasileiras começaram a disputar rankings internacionais de sustentabilidade, de forma a posicionar globalmente suas marcas como social e ambientalmente responsáveis.

Todo esse cenário de mudanças, oportunidades e desafios para o setor estimularam e basearam a construção de uma “Visão de 10 anos para o investimento social no Brasil”. Conhecida como Visão ISP 2020, ela foi construída pelo Gife com seus associados e lançada em 2010. O objetivo da Visão é apontar as tendências e construir um cenário para o investimento social para os próximos anos. Além de pautar a atuação do Gife, a Visão também contribui para a elaboração do planejamento estratégico de associados e outras organizações que atuam no setor.

Três eixos compõem a Visão ISP 2020: 1) relevância e legitimidade; 2) abrangência do investimento; e 3) diversidade de investidores. De maneira geral, a Visão propõe a construção de um setor de investimento social relevante e legítimo, que abranja diversos temas, regiões e públicos e seja formado por um conjunto sustentável e diversificado de investidores.

Nesse contexto, o número de investidores sociais familiares e independentes vem crescendo no Brasil, ainda que as independentes tenham um desafio importante de construção de um modelo sustentável de financiamento.

O investimento social familiar tem características semelhantes às do empresarial, particularmente quando comparado ao investimento de empresas familiares. A principal diferença do investimento social empresarial, além do fator motivacional, é a preocupação de perpetuar o legado do instituidor e a perenidade da organização, particularmente através da constituição de fundos patrimoniais ou *endowments*.

No campo empresarial, há um movimento de maior alinhamento entre o investimento social e atuação da empresa, uma vez que parece não mais se sustentar o paradigma de dissociação e distanciamento entre o interesse público (conduzido pelo instituto ou fundação) e o interesse privado (empresa).

A aproximação do investimento social ao negócio contribuiu para a convergência entre investimento social, responsabilidade social corporativa e sustentabilidade, sendo que hoje, na grande maioria das corporações, o investimento social está incorporado na estratégia de sustentabilidade. Todavia, segundo dados do GIFE, metade de seus associados não tem seus investimentos sociais vinculados ao negócio da mantenedora.

Se de um lado, essa aproximação abre espaço para uma indistinção entre o interesse público e o privado – acentuada quando envolve recursos incentivados –, de outro, amplia o impacto potencial dessas instituições, ao gerirem não apenas os recursos investidos voluntariamente, mas também os investimentos compulsórios da empresa. Além disso, o aperfeiçoamento de modelos de negócio a partir de uma visão mais consistente e estruturada das questões sociais – frequentemente promovidas pelos institutos ou fundações – pode gerar um impacto social positivo muito além do que seriam capazes de gerar as contribuições voluntárias.

Paralelamente, novos formatos de investimento em desenvolvimento social estão surgindo e ganhando espaço no Brasil e no mundo. Exemplos dessa nova tendência, os chamados negócios sociais são definidos, em suma, como empresas que, através da sua atividade principal (*core business*), oferecem soluções para problemas sociais, utilizando mecanismos de mercado.

São, portanto, organizações que têm uma missão de impacto social ou ambiental positivo e utilizam instrumentos de mercado para realizarem essa missão. O lucro gerado pode ser distribuído aos acionistas ou reinvestido no próprio negócio.

Os novos formatos podem ser entendidos como complementares ou concorrentes do investimento social. Complementares no sentido de potenciais parceiros e concorrentes no sentido de competirem pelo mesmo recurso, vindo de empresas, famílias e indivíduos. Independentemente da relação, o fato é que os negócios sociais e o investimento de impacto estão ganhando espaço.

A primeira Força Tarefa de Finanças Sociais apareceu em 2002 no Reino Unido, por meio de uma parceria do governo britânico com Sir Ronald Cohen, fundador do *Big Society Capital*. Em junho de 2013, o G8 lançou a sua própria Força Tarefa de Investimento de Impacto Social.

No Brasil, o conceito só começou a ganhar espaço recentemente, sendo que entre 2012 e 2014, mais de 10 fundos de investimento de impacto social foram criados ou começaram a investir no Brasil.

Na América Latina, região onde a indústria do investimento de impacto ainda é pouco desenvolvida, existem aproximadamente 500 mil pessoas que possuem um total de US\$ 7,1 trilhões em ativos, portanto, o potencial de desenvolvimento desse modelo de investimento é grande.

A Visão ISP 2020 e as tendências apresentadas colocam desafios importantes para o investimento social, mas também apontam um cenário de oportunidades, sendo que o setor tende a crescer e se diversificar.

I.2. Os termos e conceitos do mercado

Os conceitos do mercado de fundos de investimentos sociais, apesar de difundidos no mundo, ainda são objeto de recentes estudos, assumindo definições não positivadas e não universais.

Em um primeiro momento, os conceitos de fundos de investimentos de cunho social devem partir da análise do termo “negócio social” e suas variações, embora não seja objeto direto do presente estudo, sendo importante consignar algumas questões envolvendo o seu conceito. Outros termos e conceitos também serão abordados sucintamente para fins de melhor compreensão do objeto do presente estudo.

Na literatura acadêmica, podemos distinguir três perspectivas a respeito de negócios sociais: a europeia, a americana e a do indiano Muhammad Yunus que, em geral, é seguida por países emergentes. As correntes de pensamento são influenciadas pela cultura de negócios e forma de encarar os problemas sociais nas regiões em que se dão³.

Conforme explica Letícia Caroline Méo⁴, a variedade conceitual também reflete o uso diversificado de nomenclatura para identificar o empreendedorismo social pelos atores desse novo segmento de mercado; utiliza-se para a sua caracterização denominações como negócios sociais, *social enterprise*, empreendedorismo social, negócios inclusivos, empreendimentos com propósitos sociais (*social purpose venture*), empreendimentos para o bem comum (*community wealth venture*), capitalismo inclusivo (*caring capitalism*), empreendedorismo cívico (*civic entrepreneurship*), etc.

O termo “negócios sociais” (*social business*) aparece principalmente no meio prático e está constantemente associado à Muhammad Yunus, ganhador do prêmio Nobel da Paz em 2006, professor e idealizador do microcrédito moderno e fundador em 1976 do *Grameen Bank*, primeiro banco do mundo especializado neste tipo de serviço – este foi o ponto de partida para o surgimento do termo negócios sociais⁵.

Com o êxito do *Grameen Bank*, Yunus partiu para outras iniciativas em áreas como saúde e educação expandindo a área de atuação deste novo tipo de empresa. Yunus utilizou pela primeira vez o termo “negócio social” em seu livro “*Creating a world without poverty – Social Business and the future of capitalism*” (2007) para designar um tipo bastante específico de empreendimento cuja intencionalidade social é o principal fator norteador.

Segundo Yunus, um negócio social pode existir de duas formas: a primeira é uma empresa sem distribuição de dividendos voltada para a resolução de problemas sociais – todos os lucros da empresa são reinvestidos na expansão e melhoria do negócio; a segunda forma é uma empresa voltada para lucros (segundo o modelo tradicional), mas que é de propriedade de comunidades pobres, seja diretamente, ou por meio de um fundo social para

³ JORDÃO, Júlia Garone. **Investimentos de Impacto: negócios sociais como opção de aplicação financeira**. Monografia apresentada na Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – Departamento de Economia, sob orientação do Professor Fabrício Mello Rodrigues da Silva. Rio de Janeiro, 2013, p. 11. Disponível em: http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/Julia_Garone_Jordao.pdf – acesso em 20/01/2015.

⁴ MÉO, Letícia Caroline. **Empresas Sociais: a importância de autorregulamentação para o desenvolvimento do setor**. Monografia apresentada na Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – Pós-Graduação em Direitos Difusos e Coletivos, sob orientação da Professora Valéria Theodoro Ramos. São Paulo, 2014, p. 19.

⁵ RODRIGUES, Andrea Leite; BRANDÃO, Amanda Lira; OTSUBO, Rosana Harumi. **Entre o Social e o Econômico: A emergência do novo modo de ser fazer negócios. Definições, conceitos e contribuições da teoria de marketing**. VIII Encontro Nacional de Pesquisadores em Gestão Social. Bahia, 2014, p. 08. Disponível em: <http://anaisenapeg.com.br/2014/dmdocuments/3086.pdf> – acesso em 20/01/2015.

o qual seus excedentes são direcionados – ênfase na importância de fortalecer as comunidades pobres por meio de sua participação direta na empresa não só como trabalhadores, mas como atores do próprio desenvolvimento⁶.

Para ele, a distribuição de dividendos entra em conflito com a intencionalidade social deste tipo de negócio, pois perpetua a concentração de renda quando o mesmo montante poderia servir para ampliar os impactos sociais do projeto. Para Yunus, ainda, os trabalhadores em um negócio social devem receber um salário justo e coerente com o mercado, de modo que essa premissa não seja sacrificada em benefício da sustentabilidade do empreendimento⁷.

De modo geral, qualquer iniciativa inovadora, econômica ou não, lucrativa ou não, que gere transformação socioambiental positiva pode ser considerada empreendedorismo social. Por sua vez, a constituição de um negócio social é também um exemplo de empreendedorismo social. O criador de um negócio social precisa ter a ambição de ganhar dinheiro e de causar impacto ao mesmo tempo⁸.

Na concepção europeia, onde o termo está mais difundido, negócios sociais são reconhecidos como um formato jurídico na maioria dos países, sendo que grande parte das empresas sociais opera sob a pessoa jurídica de uma associação sem fins lucrativos ou de uma cooperativa. Não existe um formato jurídico único para as empresas sociais que seja adotado de forma padrão por toda a Europa.

No Reino Unido, por exemplo, uma empresa social pode ser criada sob formas jurídicas tão diversas como companhias limitadas, cooperativas e instituições de caridade. Porém, desde 2005, existe um formato jurídico chamado *community interest company* (companhia de interesse comunitário), que de acordo com a definição da rede de pesquisadores *Emergence of Social Enterprise in Europe (EMES)*, é uma organização com o objetivo explícito de beneficiar a comunidade, iniciadas por um grupo de cidadãos, nas quais

⁶ RODRIGUES, Andrea Leite; BRANDÃO, Amanda Lira; OTSUBO, Rosana Harumi. **Entre o Social e o Econômico: A emergência do novo modo de ser fazer negócios. Definições, conceitos e contribuições da teoria de marketing.** VIII Encontro Nacional de Pesquisadores em Gestão Social. Bahia, 2014, p. 08. Disponível em: <http://anaisenapegs.com.br/2014/dmdocuments/3086.pdf> – acesso em 20/01/2015.

⁷ Idem, p. 08.

⁸ JORDÃO, Júlia Garone. **Investimentos de Impacto: negócios sociais como opção de aplicação financeira.** Monografia apresentada na Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – Departamento de Economia, sob orientação de Fabrício Mello Rodrigues da Silva. Rio de Janeiro, 2013, p. 20. Disponível em: http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/Julia_Garone_Jordao.pdf – acesso em 20/01/2015.

o interesse material dos investidores capitalistas é sujeito a limites. De acordo com a EMES, as empresas sociais europeias possuem características econômicas e sociais⁹.

As denominadas empresas sociais situam-se no cruzamento entre os três domínios de um Estado moderno: o Estado, o mercado e a comunidade. Tais empresas assumem algumas funções de bem estar social atribuídas ao estado e defendem interesses gerais de alguns grupos informais que fazem parte da comunidade, especialmente os mais carentes, utilizando-se de atividades econômicas e mecanismos de mercado, como a troca de valores monetários¹⁰.

Apesar das diferenças conceituais e utilização pouco precisa, duas características se destacam no que diz respeito às empresas sociais em sua definição europeia: (i) de modo semelhante aos negócios sociais, sua motivação advém dos impactos sociais e elas alcançam a sustentabilidade, em geral por meio da comercialização de produtos ou serviços; (ii) grande importância no modelo de governança das empresas sociais, ou seja, grande foco na tomada de decisão participativa, envolvendo os *stakeholders*¹¹ no processo, mantendo sempre a preocupação com a transparência e prestação de contas.

Portanto, devido às suas tradições de associativismo, o processo participativo e transparente caracteriza a maioria dos negócios sociais europeus. Como o crescimento e o impacto social são tratados primordialmente, os lucros devem ser reinvestidos na própria organização. Há, portanto, uma tensão entre a busca de resultados financeiros e a busca de impactos sociais.

Encontram-se três principais categorias de empresas tratadas como negócios sociais na Europa, são elas (i) empresas que promovem inclusão social no trabalho, isto é, tem responsabilidade social; (ii) empresas focadas em produção de bem e serviços de utilidade social; (iii) empresas resultantes de iniciativas coletivas voltadas à promoção da participação social para desenvolvimento socioeconômico local, isto é, com ênfase na dimensão coletiva como modelo de governança (cooperativas e associações).

⁹ A forma societária *community interest company* está regida por meio do Act 2005 n.º 1788 – The Community Interest Company Regulations 2005.

¹⁰ RODRIGUES, Andrea Leite; BRANDÃO, Amanda Lira; OTSUBO, Rosana Harumi. **Entre o Social e o Econômico: A emergência do novo modo de ser fazer negócios. Definições, conceitos e contribuições da teoria de marketing.** VIII Encontro Nacional de Pesquisadores em Gestão Social. Bahia, 2014, p. 13. Disponível em: <http://anaisenapegs.com.br/2014/dmdocuments/3086.pdf> – acesso em 20/01/2015.

¹¹ Uma pessoa, um grupo ou organização que possui direta ou indireta parte em uma organização, porque pode afetar ou ser afetado pelas ações, objetivos e políticas dessa organização. Os *stakeholders* chave em uma organização empresarial incluem clientes, diretores, empregados, sócios, fornecedores, a comunidade de onde o negócio obtém seus recursos, etc.

Nos Estados Unidos, por outro lado, durante o desenvolvimento histórico do conceito de empreendimento comercial com fins sociais houve uma significativa quantidade de termos que foram adotados para nomeá-lo, como “*non-profit venture*”, “*non-profit entrepreneurship*”, “*social-purpose endeavour*”, “*social innovation*”, “*social-purpose business*”, “*community wealth enterprise*”, “*public entrepreneurship*” e “*social enterprise*”. Porém, o termo “negócios sociais” não é largamente utilizado nos Estados Unidos, sendo substituído em grande parte pelo termo empresa social (*social enterprise*)¹².

Na perspectiva americana, *social business* incluem qualquer ação empreendedora no mercado que gere impacto social através, por exemplo, da venda de bem e serviços. Nos Estados Unidos, surgiu a ideia de que, ainda que tenha como um dos seus objetivos causar impacto, um negócio social se configura como uma oportunidade de mercado que a base da pirâmide traz: a população BOP “bottom of pyramid”, que tem renda per capita anual menor de US\$ 1.500 baseado na paridade do poder de compra – na primeira definição de Coimbatore Krishnarao Prahalad e Stuart L. Hart – o mínimo considerado necessário para se viver dignamente, forma uma massa de consumo que as empresas ignoravam; indivíduos de baixa renda não consomem muito individualmente mas, juntos, representam parte significativa do mercado consumidor¹³.

Naquele país, o conceito de empresa social tem maior abrangência do que a perspectiva europeia no que diz respeito aos tipos de iniciativas que inclui e os atores que as organizam.

Uma empresa social, portanto, é caracterizada por qualquer empreendimento que envolva impacto social por meio das atividades do negócio, seja uma empresa com intencionalidade social e autossustentável como definido pela perspectiva europeia, seja uma atividade filantrópica financiada por empresas tradicionais ou até mesmo um projeto social gerador de receita, mas fundado e financiado por uma empresa tradicional.

Em 2008, por exemplo, foi aprovada nos Estados Unidos uma nova forma jurídica de organização chamada L3C ou *low-profit, limited liability company*, caracterizando uma empresa híbrida. Ela é designada para atrair capital filantrópico para prover benefício social,

¹² JORDÃO, Júlia Garone. **Investimentos de Impacto: negócios sociais como opção de aplicação financeira**. Monografia apresentada na Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – Departamento de Economia, sob orientação de Fabrício Mello Rodrigues da Silva. Rio de Janeiro, 2013, p. 20. Disponível em: http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/Julia_Garone_Jordao.pdf – acesso em 20/01/2015.

¹³ Idem, p. 12-13, com base em PRAHALAD, Coimbatore Krishnarao. *Fortune at the Bottom of the Pyramid: Eradicating Poverty Through Profits*. Ed. Pearson : 2006.

mas também investimentos, ainda que em segundo plano. Entretanto, existe a possibilidade de distribuição de lucros depois dos impostos aos acionistas.

Outra forma estatutária de corporação adotada inicialmente em dois estados americanos, Maryland e Vermont, foi a de *benefit corporation*, que consiste em uma corporação criada para promover um benefício público geral, que é definido como um “impacto positivo e material na sociedade e no meio ambiente, medido por um parâmetro externo, por meio de atividades que promovam a combinação de um benefício público específico”¹⁴.

Vale ressaltar que o segmento de negócios sociais/empresas sociais não envolve apenas empreendedores sociais, mas também diversos atores que desempenham papéis importantes para o desenvolvimento do segmento em apreço, conforme elenca Letícia Caroline¹⁵. São eles:

- *Incubadoras*: empresas sociais que possuem como finalidade viabilizar outro negócio social que esteja em sua fase inicial; oferecem avaliação do negócio, acompanhamento de longo prazo, orientações de desenvolvimento e melhoria e realizam pesquisas para atividades produtivas.
- *Aceleradoras*: São empresas sociais direcionadas a negócios sociais já consolidados e com alguma experiência de mercado e, geralmente, acompanham esses projetos por prazos menores, geralmente de um ano.
- *Investidores Pessoas Jurídicas ou Físicas (investidores-anjo)*: aplicam investimentos em empresas que causem impacto positivo na sociedade, seja por empréstimos, seja por participação acionária ou por doações. Também podem cobrar *equity* (participação nos resultados).
- *Instituições acadêmicas e/ou de pesquisas*: institutos que desenvolvem pesquisas para identificar quais as tendências, os modelos e as formas de gerar valor aos negócios sociais. Agregam inteligência ao mapeamento de oportunidades e contribuem na avaliação do impacto que os negócios sociais podem causar.

¹⁴ JORDÃO, Júlia Garone. **Investimentos de Impacto: negócios sociais como opção de aplicação financeira**. Monografia apresentada na Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – Departamento de Economia, sob orientação de Fabrício Mello Rodrigues da Silva. Rio de Janeiro, 2013, p. 13-14. Disponível em: http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/Julia_Garone_Jordao.pdf – acesso em 20/01/2015.

¹⁵ MÉO, Letícia Caroline. **Empresas Sociais: a importância de autorregulamentação para o desenvolvimento do setor**. Monografia apresentada na Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – Pós-Graduação em Direitos Difusos e Coletivos, sob orientação da Professora Valéria Theodoro Ramos. São Paulo, 2014, p. 22-23.

- *Profissionais liberais*: auxiliam todo o segmento de mercado, como advogados, contadores, administradores, assessores de imprensa e relações públicas.
- *Veículos de comunicação*: disseminam conteúdos de interesse para todo o ecossistema. Ajudam a manter na pauta a temática negócios sociais.

A incubadora e difusora dos negócios sociais no Brasil, Artemisia¹⁶, possui fortes ligações com a proposta de Yunus, sua postura, porém, é menos radical. O grupo divulga os negócios sociais como um “novo caminho” no qual é possível “ganhar dinheiro e mudar o mundo”. Em seus trabalhos de difusão pelo país, a Artemisia abre espaço para a discussão sobre o direcionamento dos lucros de um negócio social sem desconsiderar a possibilidade de distribuição de dividendos e até mesmo a abertura de capital.

O termo **negócios inclusivos** (*inclusive business*), diferentemente do que acontece nos Estados Unidos e na Europa, é o mais comumente utilizado em países emergentes, especialmente na América Latina. O conceito envolve organizações ou empreendimentos que geram impacto social e desenvolvimento da comunidade por meio de atividades mercado e da busca pela inclusão da população da base da pirâmide, oferecendo emprego, gerando renda e criando acesso a produtos. Segundo a *International Business Leaders Forum* (IBLF), associação independente que trabalha com companhias globais com o foco em questões sociais e ambientais, a inclusão pode ocorrer pela adoção da base da pirâmide como cliente, consumidor, produtor, empregado e fornecedor, assim como donos de negócios¹⁷.

O principal difusor do termo de negócios inclusivos, principalmente na América Latina é o *Social Enterprise Knowledge Network* (SEKN), um centro de pesquisas latino americano que conta com uma extensa lista de países colaboradores incluindo o Brasil. Segundo o SEKN, os negócios inclusivos são modelos de negócios de ONGs, organizações privadas com fins lucrativos ou negócios engajados em atividades do setor público, que possuem uma missão social de melhorar as condições de vida da população na base da pirâmide, conectando os setores de baixa renda com os mercados convencionais e pelo exercício da cidadania de uma maneira mais efetiva, ampla e plena.

¹⁶ A Artemisia é uma aceleradora que trabalha para fomentar negócios de impacto social. Conta com seis frentes de atuação e foi desenvolvida para inspirar talentos, educar líderes, gestores e empreendedores, engajar empresas e acelerar startups, sempre com o foco de mobilizar pessoas e organizações para trabalharem na geração de negócios de impacto social. Disponível em: <http://www.artemisia.org.br/conteudo/artemisia/o-que-fazemos.aspx> – acesso em 25/01/2015.

¹⁷ RODRIGUES, Andrea Leite; BRANDÃO, Amanda Lira; OTSUBO, Rosana Harumi. **Entre o Social e o Econômico: A emergência do novo modo de ser fazer negócios. Definições, conceitos e contribuições da teoria de marketing.** VIII Encontro Nacional de Pesquisadores em Gestão Social. Bahia, 2014, p. 23-24. Disponível em: <http://anaisenapegs.com.br/2014/dmdocuments/3086.pdf> – acesso em 20/01/2015.

A tendência de ênfase no aspecto inclusivo dos negócios tem a ver com a magnitude da desigualdade social e o momento de desenvolvimento econômico em que se encontram estes países, fazendo com que o foco seja muito mais forte na redução de pobreza através inclusão na cadeia de valor do que nos Estados Unidos ou na Europa.

É importante também notar, que os negócios inclusivos, buscam por incluir pessoas, sendo não somente pessoas da base da pirâmide, como também deficientes físico-mentais, tribos indígenas ou qualquer minoria no mercado para que haja a possibilidade de mobilidade social.

Os **fundos de investimentos éticos** são ligados diretamente a instituições financeiras interessadas em usar como unidade de valor não só índices para investimentos baseados em uma combinação de rendimentos financeiros ou carteiras, mas também princípios subjetivos ligados à responsabilidade social¹⁸.

O Banco Itaú lançou seu fundo ético, o Itaú Excelência Social, com o objetivo de incentivar as empresas na prática da responsabilidade social e da governança corporativa. Os fundos éticos investem seus recursos em ações de empresas que adotam estas práticas. A carteira é composta por 94,91% de ações de empresas que tenham práticas de responsabilidade social e de Governança Corporativa, ou seja, a maioria dos recursos do fundo Excelência Social é baseado em ações de empresas que adotem essas práticas. Há também um conselho consultivo do fundo que engloba o banco Itaú, instituições nãogovernamentais e especialistas de mercado, a auditoria é feita pela PricewaterhouseCoopers¹⁹.

A administração do fundo destina metade da taxa de administração em projetos de entidades sociais, entidades essas que são indicadas pelo próprio conselho consultivo para destinação dos recursos.

O conceito de **investimento social privado**, criado nos anos 1990 pelo grupo de líderes empresariais e institutos e fundações que deram origem ao GIFE, buscava diferenciar a atuação social das empresas e fundações privadas da forma tradicional de filantropia, predominantemente assistencialista. Os elementos fundamentais que diferenciam o investimento social das práticas filantrópicas têm sido definidos como: a preocupação com

¹⁸ OLIVEIRA, Christiano Baptista de. **Os índices de sustentabilidade e o mercado financeiro**. Artigo apresentado no VI encontro da Sociedade Brasileira de Economia Ecológica (ECO ECO), Brasília, 2005, p. 09. Disponível em: http://www.ecoeco.org.br/conteudo/publicacoes/encontros/vi_en/artigos/mesa2/osindices_sustentabilidade.pdf - acesso em 25/01/2015.

¹⁹ Idem, p. 10.

planejamento, monitoramento e avaliação dos projetos; a estratégia voltada para resultados sustentáveis de impacto e transformação social; e o envolvimento da comunidade no desenvolvimento da ação.

O GIFE define investimento social privado como o repasse voluntário de recursos privados de forma planejada, monitorada e sistemática para projetos sociais, ambientais e culturais de interesse público²⁰.

O investimento social no Brasil tem características muito particulares, diferentes daquelas da filantropia norte-americana ou europeia e, em grande medida, semelhantes às de outros países latino-americanos.

Investidores sociais podem ter origem empresarial, familiar, independente e comunitária. No Brasil, o setor de investimento social é caracterizado como fortemente empresarial, principalmente em função de sua origem.

O investimento social empresarial corresponde a atividades sociais, culturais e ambientais promovidas com recursos voluntários de origem empresarial e governadas por pessoas vinculadas à empresa mantenedora. Empresas podem optar por gerenciar diretamente suas ações ou promovê-las através de institutos e fundações criados especialmente para este fim.

É importante fazer distinção entre recursos investidos por empresas de forma voluntária e compulsória – há obrigações legais a cumprir, principalmente em relação a questões ambientais esse tipo de recurso não deve se confundir com aquele que é investido em ações definidas pela empresa de forma voluntária. Mesmo institutos empresariais que gerenciam ações compulsórias de sua mantenedora devem ter clareza do que é investimento social e o que é derivado de uma obrigação legal.

Os **investimentos socialmente responsáveis** ponderam a integração das preocupações sociais e ambientais aos critérios tradicionais de decisão de investimentos, cumprindo o duplo objetivo de fornecer retornos financeiros adequados e, simultaneamente, suportar as boas práticas corporativas.

Segundo o Instituto Ethos, negócio sustentável e responsável é a atividade econômica orientada para a geração de valor econômico-financeiro, ético, social e ambiental, cujos resultados são compartilhados com os públicos afetados. Sua produção e

²⁰ GIFE. **Investimento social privado.** Disponível em: http://www.gife.org.br/ogife_investimento_social_privado.asp - acesso em 25/01/2015.

comercialização são organizadas de modo a reduzir continuamente o consumo de bens naturais e de serviços ecossistêmicos, a conferir competitividade e continuidade à própria atividade e a promover e manter o desenvolvimento sustentável da sociedade²¹.

Investimentos socialmente responsáveis podem potencializar o retorno financeiro na medida em que incrementam o valor do ativo devido à percepção do mercado de que a boa gestão de fatores socioambientais e de governança corporativa trará benefícios no longo prazo, ao mesmo tempo em que mitiga os riscos, já que a boa reputação protege contra a destruição de valor causada por passivos de natureza socioambiental ou governança corporativa inadequada.

Conforme informações do Instituto Ethos, nos EUA, os *Socially Responsible Funds* (SRFs), como são chamados os fundos de investimentos que utilizam princípios de responsabilidade social para definir investimentos, existem desde a década de 1980 e nos últimos anos chegaram a movimentar mais de 3 trilhões de dólares no mercado financeiro.

Por fim, com a ascensão dos negócios sociais no Brasil e no mundo, vem ganhando força entre investidores privados os chamados **investimentos de impacto**. Esse novo tipo de classe de ativos provê capital para negócios criados a fim de gerar impacto social ou ambiental positivo e que tenham expectativas de retorno financeiro.

Os chamados investimentos de impacto buscam a geração de impacto socioambiental positivo para além do retorno financeiro, conforme definido por um relatório publicado pelo Banco JP Morgan em 2010²².

Até os anos 90, grande parte das empresas com iniciativa social tinha apenas responsabilidade social, ou seja, preocupava-se em minimizar algum impacto negativo da própria operação que podia gerar para a sociedade. Mas, para que o aporte de capital em uma empresa hoje possa ser considerado investimento de impacto, é necessário que haja intencionalidade explícita de beneficiar a população carente em suas atividades.

O conceito inovador desse tipo de investimento reside no fato de ele desafiar a natureza binária de alocação de capital. Em geral, ou essa alocação maximiza o retorno financeiro ajustado ao risco do investidor (sem considerar possíveis resultados sociais) ou serve como doação (voltada essencialmente ao impacto social e sem expectativas de retorno

²¹ **Indicadores Ethos para Negócios Sustentáveis e Responsáveis.** Disponível em: <http://www3.ethos.org.br/conteudo/iniciativas/indicadores/#.VQhq6Y7F9Aq> – acesso em 25/01/2015.

²² **Impact Investments: An emerging asset class.** Disponível em: <http://www.rockefellerfoundation.org/uploads/files/2b053b2b-8feb-46ea-adbd-f89068d59785-impact.pdf>, p. 07 – acesso em 25/01/2015.

financeiro). Ambos objetivos devem coexistir no investimento de impacto, por mais que a motivação por um deles possa se sobrepor a outra para determinados investidores.

Os investidores de impacto podem ser de diferentes tipos, incluindo indivíduos de alta renda, instituições financeiras, fundações, bancos comerciais, fundos de pensão e empresas.

Nesse contexto, a relação entre investimento e negócios sociais foi abarcada pelo termo investimento de impacto. No presente estudo, utilizaremos o termo **fundo(s) de investimento(s) social(ais)**, para tratar dos fundos de investimento criados para apoiar e capitalizar empresas de iniciativa social.

Entendemos que a nomenclatura adotada seria mais apropriada vez que, em um primeiro momento, os fundos visam empresas que tenham objetivos sociais, ou seja, coletivos, para a sociedade como um todo, ou para um determinado grupo social que, embora tenham que resolver um problema real, buscam causar impacto social, o qual se espera seja alcançado por meio dos valores investidos e apoio gestacional do fundo e dos demais atores do mercado social. O impacto social, porém, será avaliado e resultará do processo de investimento.

Vale ressaltar que as empresas de investimento são responsáveis por captar dinheiro de diferentes investidores e assim obter os benefícios de investir em uma escala maior, possuindo uma carteira de investimentos que são gerenciadas através de compra e venda de ações.

Enquanto fundos de investimento tradicionais focam suas operações e investimentos apenas em retorno econômico, os fundos de investimento de impacto encontram-se no meio campo entre filantropia e investimento tradicional, direcionando seus investimentos para negócios que gerem retorno econômico atrelado ao impacto social.

O GIFE, como já dito no presente estudo, utiliza o conceito de investimento social privado, que é o repasse voluntário de recursos privados de forma planejada, monitorada e sistemática para projetos sociais, ambientais e culturais de interesse público. Incluindo, as ações sociais protagonizadas por empresas, fundações e institutos de origem empresarial ou familiar, comunidades ou indivíduos.

A principal diferença entre o investimento de impacto do investimento social privado, é que o primeiro espera atingir retorno financeiro do capital investido e também retorno no

âmbito social, enquanto o segundo não espera obter retorno do capital investido, mas sim atingir impacto social por meio de projetos bem geridos e planejados.

No Brasil, o precursor dos fundos de investimentos sociais, nomenclatura adotada no presente estudo, é a Vox Capital, uma empresa de capital empreendedor que investe em negócios inovadores e de alto impacto que servem a população de baixa renda brasileira com soluções que ajudam a melhorar suas vidas. A Vox Capital oferece capital e apoio à gestão de empresas nascentes, inovadoras e com alto potencial de crescimento, que buscam gerar valor à sociedade através de retorno financeiro atrativo e impacto social positivo²³.

Fundada em janeiro de 2009, a Vox Capital desenvolveu e lançou o primeiro veículo de investimento de impacto no Brasil, focado exclusivamente em empresas servindo a população de baixa renda e causando impacto positivo através de suas linhas principais de negócios.

A Vox Capital investe em negócios que (i) resolvem um problema real; (ii) são escaláveis e entregam soluções abrangentes e acessíveis; (iii) atendem às necessidades das pessoas das classes C, D e E, com ofertas de qualidade; (iv) possuem potencial de lucro e retorno financeiro; (v) buscam intencionalmente causar impacto social positivo.

No próximo capítulo analisaremos o regime jurídico dos fundos de investimentos sociais tomando como base o modelo da Vox Capital.

II.3. Função social das empresas

O princípio da função social da empresa é previsto pelo ordenamento jurídico brasileiro como direito fundamental, vez que a Constituição Federal de 1988 (CF), em seu artigo 5º, inciso XXIII ressalta que “a propriedade atenderá a sua função social”. Além disso, no inciso XIII do mencionado dispositivo legal, é garantida a liberdade do exercício profissional.

O art. 182, § 2º, da CF, também prevê que “a propriedade urbana cumpre sua função social quando atende às exigências fundamentais de ordenação da cidade expressas no plano diretor”. E, o art. 186 que pontua que “a função social da propriedade rural é cumprida

²³ **Vox Capital – o que fazemos.** Disponível em: <http://www.voxcapital.com.br/vox-capital/o-que-fazemos> - acesso em 25/01/2015.

quando a propriedade rural atende, simultaneamente, segundo critérios e graus de exigência estabelecidos em lei (...).”

Ressalte-se, ainda, que o art. 170, seus incisos e parágrafo único, da CF, determina que a ordem econômica assegure a justiça social e que possui como princípios a propriedade privada, a função social da propriedade, a livre concorrência, as defesas do consumidor e do meio ambiente, a redução das desigualdades sociais, a busca do pleno emprego e tratamento favorecido para empresas de pequeno porte. Fixa, ainda, a liberdade de exercício de qualquer atividade econômica.

A ideia da função social da empresa deriva da previsão constitucional da função social da propriedade. A empresa e, por consequência, o seu controle ficam sujeitos a tal preceito constitucional.

Portanto, a função social da propriedade foi erigida a princípio da ordem econômica, cumprindo sua função social quando, concomitantemente, favorece o bem-estar dos proprietários e dos trabalhadores que nela exercem suas atividades laborais, e da sociedade como um todo, seja pela conservação dos recursos naturais, ou por benefícios econômicos-sociais.

A Constituição Federal procurou harmonizar os aspectos econômico e social, não só privilegiando a livre iniciativa e o desenvolvimento econômico, como também o bem-estar social, a partir de uma sociedade mais justa e igualitária.

Além de estar contido na Constituição da República, o princípio da função social da empresa também está inserido no Código Civil, em seu art. 421, que determina que “a liberdade de contratar será exercida em razão e nos limites da função social do contrato”, e em seu art. 422, no qual prevê: “os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé.

Também o art. 1.228 § 1º, dispõe “o direito de propriedade deve ser exercido em consonância com suas finalidades econômicas e sociais e de modo que sejam preservados, de conformidade com o estabelecido em lei especial, a flora, a fauna, as belezas naturais o equilíbrio ecológico e o patrimônio histórico e artístico, bem como evitada a poluição do ar e das águas.”

Por fim, o art. 2.035, § único determina que a validade das convenções está intrinsecamente ligada aos preceitos de ordem pública, de modo que não prevalecerá, caso contrarie a função social da propriedade e dos contratos.

Vale consignar, ainda, que o Enunciado 53 aprovado na I Jornada de Direito Civil – STJ – dispõe que, a despeito de não haver referência expressa, o princípio da função social deve ser levado em consideração na interpretação das normas relativas à empresa.

Para Eros Roberto Grau, a função social da propriedade trata-se de um poder-dever, explicando que:

“(…) o princípio da função social da propriedade impõe ao proprietário – ou a quem detém o poder de controle, na empresa – o dever de exercê-lo em benefício de outrem e não, apenas, de não o exercer em prejuízo de outrem. Isso significa que a função social da propriedade atua como fonte da imposição de comportamentos positivos – prestação de fazer, portanto, e não, meramente, de não fazer – ao detentor do poder que deflui da propriedade.”²⁴

Nesse sentido, também leciona Eduardo Tomasevicius Filho, o qual afirma que a função social da empresa constitui o poder-dever de o empresário e os administradores da empresa harmonizarem as atividades da empresa, segundo o interesse da sociedade, mediante a obediência de determinados deveres, positivos e negativos²⁵.

A função social da empresa, portanto, deriva de diversos dispositivos legais do nosso ordenamento jurídico brasileiro, determinando às empresas, sejam elas as que visem impacto social ou não, cumpram com seu papel social, não apenas visando o lucro, mas também o bem-estar de toda a sociedade.

Aos fundos de investimentos sociais cabem, portanto, a observância ao princípio da função social da empresa, englobando aqui a função social da propriedade e dos contratos, para que suas atividades atendam aos ditamos da justiça social e da dignidade da pessoa humana.

²⁴ GRAU, Eros Roberto. **A ordem econômica na Constituição de 1988**. 16ª ed. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 245.

²⁵ TOMASEVICIUS FILHO, Eduardo. **A função social da empresa**. Revista dos Tribunais, vol. 810, p. 33, Abril, 2003, p. 40.

Capítulo II – Fundos de Investimentos Sociais

II.1. Regime Jurídico: formato legal

As incubadoras, aceleradoras e os fundos de investimento de impacto são os atores que viabilizam a concretização dos negócios sociais, com já exposto no presente estudo. Tais organizações são orientadas para capacitar o empreendedor, e ajudá-los a criar modelos de negócios que busquem o duplo propósito (social e financeiro) de forma eficaz e eficiente.

As incubadoras atuam no primeiro passo do negócio: a idéia. Elas auxiliam o empreendedor a buscar o melhor formato para o seu modelo de negócio e a dar os primeiros passos para o processo de abertura da empresa. A incubadora avalia o projeto e fornece estrutura para que ele “saia do papel”²⁶.

Após a ideia de negócio desenvolvida, as aceleradoras têm como papel testar o modelo, adaptá-lo e auxiliar o empreendedor na busca por maior escala oferecendo programas de orientação para que o negócio esteja preparado para receber investimento. Por isso, tem com foco empresas com potencial de crescimento rápido.

Consolidado o modelo de negócios consolidado, estruturado e testado no mercado, o empreendedor se torna apto a receber investimento *venture capital*, que é o investimento inicial e mais arriscado para o investidor, pois aposta no potencial do negócio e nas chances de dar bons retornos financeiros.

Quando o negócio encontra-se com um bom faturamento e lucro, é a hora de receber investimento *private equity* para dar ainda mais escala e crescimento ao negócio, atingindo ganhos ainda maiores. Os negócios de muito sucesso chegam até a fase de IPO (*inicial public offering*) que é a oferta pública de ações, ou seja, negociadas em bolsa, e divididas em milhares de papéis de ação – no setor dos negócios sociais, por ser ainda muito recente, nenhum negócio chegou até este estágio.

²⁶ CREMONEZZI, Paula Bonazzi; CAVALARI, Danielle Cristine; DIAS, Sylmara Lopes Francelino Gonçalves. **Reflexões sobre o papel dos fundos de investimentos de impacto no desenvolvimento de negócios sociais: um estudo de caso.** Artigo apresentado no VII Encontro Nacional de Pesquisadores em Gestão Social – Territórios em Movimento: Caminhos e Descaminhos da Gestão Social e Ambiental – Eixo Temático 5 – Sustentabilidade Mercado e Sociedade. Pará, 2013, p. 06. Disponível em: <http://www.anaisenapegs.com.br/2013/dmdocuments/1636.pdf> – acesso em 10/02/2015.

Existe um conjunto de investidores que colocam um montante Y de dinheiro no fundo, este conjunto de dinheiro investido é gerido pela empresa gestora do fundo e é ela quem decide quais empresas receberão investimento, seguindo critérios pré-estabelecidos. A empresa gestora recebe uma taxa de administração para que possa sustentar suas operações até que o fundo comece a dar retorno financeiro. Então, o dinheiro é investido nas empresas selecionadas comprando parte das ações da empresa que recebeu investimento. A partir do momento em que a empresa passa a dar um lucro X aos seus acionistas, esse dinheiro é retornado ao fundo e distribuído aos investidores formando a equação: $(Y+X)$ -Taxa de administração²⁷.

Para a compra e venda de ações, existem dois tipos de fundos, os de capital aberto e de capital fechado. Os fundos de capital aberto resgatam e emitem ações pelo seu valor líquido de ativo. Quando os investidores deste tipo de fundo desejam vender as ações adquiridas, eles devem revendê-las para o fundo pelo valor líquido de ativo. Já os fundos de capital fechado, não revendem nem compram ações, os investidores revendem as suas ações para outros investidores interessados em compra-las. Estas ações são negociadas em bolsas e podem ser compradas via corretores, o seu valor pode ser diferente do valor líquido de ativo²⁸.

Existem, também, dois principais tipos de investimento realizados por fundos em empresas, conhecidos como *private equity* e *venture capital*. Ambos são investimentos com participação acionária nas empresas, ou seja, compram parte das ações que constituem uma empresa de capital fechado (não participam de negociações na bolsa de valores). O investimento tipo *private equity* compra ações de empresas mais estruturadas e consolidadas, com alguns anos de operação. Já o investimento tipo *venture capital* compra ações de empresas em seu estágio inicial, muitas vezes antes mesmo de iniciar suas operações em larga escala, apenas na fase piloto²⁹.

A Vox Capital, cujos os sócios-diretores são Antônio de Moraes Neto, Daniel Izzo, Gilberto Ribeiro e Erik Cavalcante, é um fundo de investimento privado (*private equity*) com foco em negócios com impacto social, fundo o qual analisaremos.

²⁷ CREMONEZZI, Paula Bonazzi; CAVALARI, Danielle Cristine; DIAS, Sylmara Lopes Francelino Gonçalves. **Reflexões sobre o papel dos fundos de investimentos de impacto no desenvolvimento de negócios sociais: um estudo de caso.** Artigo apresentado no VII Encontro Nacional de Pesquisadores em Gestão Social – Territórios em Movimento: Caminhos e Descaminhos da Gestão Social e Ambiental – Eixo Temático 5 – Sustentabilidade Mercado e Sociedade. Pará, 2013, p. 06. Disponível em: <http://www.anaisenapegs.com.br/2013/dmdocuments/1636.pdf> – acesso em 10/02/2015.

²⁸ Idem, p. 06.

²⁹ Idem, p. 07.

Os principais investidores do Vox são *family offices*, empresários brasileiros e o Instituto Alana, mas também recebe pequenas doações da ANDE, que é uma rede global de organizações que impulsionam o empreendedorismo em mercados emergentes, da qual fazem parte, para que em conjunto com outras organizações da rede possa desenvolver propostas para o setor de negócios sociais. Há também dois investidores internacionais: o *Potencia Ventures*, investidor de impacto global, e o Fundo Multilateral de Investimento (Fumin), do Grupo BID (Banco Interamericano de Desenvolvimento).

A VOX Capital estabeleceu-se legalmente como um fundo de investimento em participações (FIP), ou seja, um fundo de investimento privado (*private equity*) cujo objetivo principal, segundo a própria VOX, era investir “em empresas inovadoras e de alto potencial que servem à população de baixa renda e cujas atividades contribuam para a redução da pobreza.”³⁰

A VOX tem como essência a preocupação com as populações da base da pirâmide e com o impacto social de seus investimentos, sendo que as empresas-alvo do fundo são companhias brasileiras, com registro ou não de companhia aberta perante a Comissão de valores Mobiliários (CVM), que sirvam, direta e/ou indiretamente, à população de baixa renda, mediante o desenvolvimento de negócios com impacto social, cujo objeto social seja, inclusive, mas não se limitando, a prestação de serviços nas áreas da educação, saúde, habitação, serviços financeiros e de tecnologia aplicados às áreas mencionadas acima em todo o território nacional³¹.

De acordo com a Instrução Normativa CVM n.º 391, de 16 de julho de 2003, e suas alterações, que regula a constituição, operação e liquidação dos FIP, “o Fundo de Investimento em Participações (fundo), constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração.” (art. 2º)³².

³⁰ LAZZARINI, Sérgio G.; MINARDI, Andrea Maria A. F.; PONGELUPPE, Leandro S. **VOX Capital: Equilibrando Retorno Financeiro e Social em Investimentos de Impacto**. 2013, p. 05. Disponível em: <http://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2014/08/vox-capital-equilibrando-retorno-financeiro-social-investimento-impacto.pdf> – acesso em 10/02/2015.

³¹ Idem, p. 05-06.

³² Instrução Normativa CVM n.º 391, de 16 de julho de 2003, e suas alterações. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/anexos/inst/300/inst391consolid.pdf> – acesso em 10/02/2015.

O objetivo de um FIP, portanto, é adquirir ações, debêntures, bônus de subscrição ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações, emitidos por companhias brasileiras que possuam capital fechado ou capital aberto. O funcionamento do FIP depende de prévio registro na CVM (art. 3º), devendo manter pelo menos 90% de seu patrimônio líquido nos ativos mencionados (art. 6º-A).

O período de investimento do FIP será determinado pelo seu regulamento, e poderá ser reduzido ou estendido pelos quotistas do fundo. Os investimentos do FIP deverão sempre ser realizados de acordo com a sua política de investimento. Caso contrário, o administrador ou o gestor da carteira de investimento poderá ser responsabilizado por perdas que o fundo vier a sofrer. Os investimentos do FIP não estão protegidos pelo Fundo Garantidor de Créditos (FGC).

As quotas do FIP deverão ser ofertadas a investidores qualificados (art. 5º), os quais, de acordo com a Instrução Normativa CVM n.º 409, de 18 de agosto de 2004, são instituições financeiras, companhias seguradoras e sociedades de capitalização, entidades abertas e fechadas de previdência complementar, pessoas físicas ou jurídicas que possuem investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00, bem como, fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados e administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, com um valor mínimo de subscrição de R\$ 100.000,00. Considerando que as quotas dos FIP são ofertadas exclusivamente a investidores qualificados, elas somente poderão ser oferecidas no mercado secundário para outros investidores qualificados.

Como regra geral, a Instrução CVM n.º 391/2003 determina que o FIP possua influência efetiva no processo decisório das companhias investidas (art. 2º, *caput* e § 2º).

No caso de investimentos em companhias fechadas, os estatutos de tais companhias deverão ser adaptados, na medida do que for necessário, de modo a cumprirem as exigências de governança corporativa previstas n § 4º do art. 2º da Instrução CVM n.º 391/2003.

Além disso, os administradores do FIP deverão fornecer documentos e informações à CVM, mensal, semestral e anualmente, e o administrador do fundo deverá divulgar a todos os cotistas e à CVM qualquer ato ou fato relevante atinente ao fundo.

Os FIP não podem obter recursos por meio de empréstimos. De acordo com a Instrução CVM n.º 406, de 16 de janeiro de 2009, os FIP estão autorizados a receber apoio financeiro direto de organismos de fomento, limitados ao montante correspondente a 30% dos ativos do fundo. Tais empréstimos só podem ser concedidos por organismos, agências de

fomento ou bancos de desenvolvimento como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), cujos fundos são provenientes e/ou controlados, principalmente, de um único ou vários governos.

A remuneração dos próprios gestores da VOX é condicionada ao impacto gerado, e não apenas pelo retorno financeiro, como nos fundos tradicionais. O impacto é mensurado pelo *report* GIIRS, sendo que, os regulamentos da VOX na ABVCAP/AMBIMA, a taxa de performance dos gestores seria de 10% sobre o retorno financeiro do fundo além do *benchmark* (desempenho) definido – variação IPCA acrescido de juros de 6% ao ano. E estes 10% poderiam ser aumentados em mais 10% sobre a mesma base, caso o fundo atingisse a escala de classificação GIIRS de ao menos quatro estrelas.

“O objetivo era alinhar os interesses dos gestores do fundo aos objetivos de impacto almejados, e servir como exemplo de uma nova forma de gestão de investimentos de impacto. Segundo sócio fundador da VOX, Daniel Izzo: ‘A taxa de performance em um fundo venture capital tradicional é 20% do que excede o retorno financeiro. No nosso caso [VOX] se a gente exceder o retorno financeiro nós já somos elegível a 10%, só que a gente só captura os outros 10% se nós tivermos uma nota mínima no GIIRS.’”³³

A Vox Capital utiliza mecanismos de *venture capital* para aportar capital, que são fundos conhecidos no Brasil como Fundos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), e foram criados e regulamentados pela Instrução CVM n.º 209, de 25 de março de 1994. Tais fundos são constituídos sob a forma de condomínio fechado e possuem dez anos como prazo máximo de duração (art. 2º).

Os recursos do FMIEE devem ser aplicados em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes, mantendo, no mínimo, 75% de suas aplicações em ações, debêntures conversíveis em ações ou bônus de subscrição de ações de emissão daquelas empresas. A parcela remanescente de suas aplicações deverá, obrigatoriamente, ser investida em quotas de fundos de renda fixa e/ou títulos de renda fixa de livre escolha do administrador ou valores mobiliários de companhias abertas adquiridos em Bolsa de Valores ou mercado de balcão organizado.

O investimento tipo *venture capital*, tem um importante papel no desenvolvimento de redes de relacionamento, pois as empresas de *venture capital* já são um veículo de interação,

³³ LAZZARINI, Sérgio G.; MINARDI, Andrea Maria A. F.; PONGELUPPE, Leandro S. **VOX Capital: Equilibrando Retorno Financeiro e Social em Investimentos de Impacto**. 2013, p. 06. Disponível em: <http://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2014/08/vox-capital-equilibrando-retorno-financeiro-social-investimento-impacto.pdf> – acesso em 10/02/2015.

conectando investidores com empresas *startup* e fornecendo aos empreendedores uma densa rede de relacionamento com diversas organizações ligadas ao setor, gerando forte aprendizado coletivo.

Apesar de se configurar como um FIP, após experiências adversas, o Vox Capital criou o VOX Labs, “laboratório” da VOX cuja metodologia definia como e quando realizar o investimento em participações societárias (*equity*) nas *startups* sociais.

Segundo a Vox Capital, o programa Vox Labs surgiu da necessidade e do interesse da Vox Capital em apoiar o crescimento e desenvolvimento de empresas com ótimos empreendedores e modelos de negócios promissores, mas em estágio de desenvolvimento ainda incipiente para o investimento em participação acionária. O programa ainda busca cobrir uma lacuna importante no mercado, que são os aportes em capital semente para negócios com impacto social³⁴.

O Vox Labs busca a combinação entre empreendedores de alto potencial e modelos de negócio promissores, que estejam dentro da tese de investimentos da Vox Capital. A Vox oferece investimento semente (primeira camada de investimento) conversível em participação acionária em até um ano, além de acompanhamento de sua equipe.

Para ser elegível, a empresa deve passar por um programa de aceleração com aceleradora parceira e, a intenção é que durante a aceleração, o modelo de negócios seja validado e evolua de forma a preparar a empresa para investimento mais substancial em participação acionária.

Daí, portanto, o formato legal sobre o qual funciona o fundo de investimento social Vox Capital.

II.2. Transparência no mercado: os indicadores

A transparência é um tema de grande importância para a construção da legitimidade do campo social, vez que avanços na área dependem de mais clareza sobre questões ainda

³⁴ **Vox Labs**. Disponível em: <http://www.voxcapital.com.br/investimentos/portfolio/vox-labs> – acesso em 10/02/2015.

divergentes, relacionadas ao nível de transparência, suas implicações e até mesmo sobre o entendimento do que é ser transparente.

Para responder a essas questões, o *Foundation Center*, com o apoio da *Carnegie Corporation*, de Nova York, elaborou o guia *Opening Up: Demystifying Funder Transparency* (Abertura: Desmistificando a Transparência de Investidores Sociais, da série GrantCraft)³⁵.

Conforme exposto no referido guia, por meio de exemplos de investidores sociais de variados portes, a publicação procura explorar como a transparência fortalece a credibilidade das organizações individualmente e do campo de uma forma mais ampla, melhora as relações, eleva a confiança pública, diminui a duplicação de esforços e promove o compartilhamento de conhecimento.

A publicação, traduzida pelo GIFE, com o apoio do Instituto C&A³⁶, define transparência em apenas uma palavra: abertura. Uma fundação transparente é aquela que compartilha, de forma ampla e honesta, o que faz, como faz e a diferença que faz. A transparência se traduz também em uma forma eficaz de prestação de contas para a sociedade e de construção de relacionamentos sólidos entre investidores sociais e suas partes interessadas – beneficiários, governo, mantenedores, outros investidores e organizações da sociedade civil.

O GIFE, ainda conforme o guia, entende que investidores sociais têm o papel fundamental de promover e disseminar uma cultura de transparência no Brasil. Além de exigir transparência de seus parceiros — privados ou públicos — e das organizações financiadas, eles precisam e devem avaliar suas práticas nesse sentido e se perguntar: estou garantindo o acesso fácil e amplo a informações sobre minha organização, meu trabalho e minhas relações?

O mencionado guia apresenta de forma muito objetiva como e por que ser mais transparente, mostrando os possíveis caminhos para se chegar lá e as ferramentas que podem apoiar investidores sociais na promoção dessa postura de atuação. O objetivo do GIFE, ao traduzir esse material para o português, é provocar reflexões sobre o tema, a partir de informações palpáveis e exemplos reais.

³⁵ **Abertura: Desmistificando a transparência de investidores sociais.** GrantCraft, 2014. Disponível em: http://www.gife.org.br/arquivos/publicacoes/39/GrantCraft%20-%20Desmistificando%20a%20Transpar%C3%Aancia_portugu%C3%AAs.pdf – acesso em 15/02/2015. Guia em inglês disponível em www.grantcraft.org.

³⁶ O Instituto C&A é uma organização sem fins lucrativos de interesse público, dedicada a promover e qualificar o processo de educação de crianças e adolescentes no Brasil - <http://www.institutocea.org.br/quem-somos/principios.aspx> - acesso em 15/02/2015.

No referido guia, analisou-se como a transparência pode fortalecer a credibilidade, melhorar as relações com instituições apoiadas, incentivar a colaboração, aumentar a confiança do público, reduzir a duplicação de esforços e construir comunidades de aprendizado compartilhado.

Por causa da falta de transparência, o trabalho de investidores sociais pode passar despercebido ou ser mal interpretado, sendo certo que o tema da transparência no campo do investimento social não é uma novidade.

Conforme relata o guia da transparência, há mais de cinquenta anos, o então presidente da Carnegie Corporation de Nova York, Russel Leffingwell, falou em uma audiência do Congresso na era McCarthy: “em nossa opinião, as organizações sociais devem ter ‘glass pockets³⁷’”. O comentário de Leffingwell expressou o sentimento comum de que as organizações que fazem doações para atender ao bem público devem explicar as formas como prestam esse serviço. Se os pares e parceiros não entenderem os avanços que estão sendo obtidos, não poderão se basear no seu bom trabalho, tampouco replicá-lo:

“Se o público não entender o que os investidores sociais estão fazendo com sua isenção de impostos e outros privilégios, poderá olhá-los com desconfiança e até mesmo descrédito, especialmente no contexto da atual era digital, em que as pessoas estão se acostumando a encontrar de forma online as informações que desejam.”³⁸

Todavia, transparência, além de significar expor informações e processos, significa também mais prestação de contas e a construção de relacionamentos entre o investidor social

³⁷ “*Glasspockets* é uma iniciativa do *Foundation Center* que defende a transparência do investimento social em um mundo online. Essa frente de trabalho fornece dados, recursos, exemplos e etapas de ação de que investidores sociais precisam para entenderem o valor da transparência, serem mais abertos em suas comunicações e ajudarem a pensar sobre como estão servindo ao bem público quando fazem doações a organizações da sociedade civil. O site do *Glasspockets* apresenta quatro características principais:

- Uma coletânea interativa de perfis chamada *Who Has Glass Pockets?* mostra as práticas de transparência online de mais de cinquenta dos maiores investidores sociais dos Estados Unidos, com base em 23 indicadores que podem ser usados para fazer uma análise comparativa a partir de um investidor social em particular.
- O *Foundation Transparency 2.0* permite aos visitantes explorar as ferramentas de comunicação online em uso, além de oferecer acesso direto a blogs, perfis de mídia social, canais do YouTube e muitas outras plataformas digitais de mais de 1.600 organizações.
- O *Reporting Commitment* mostra como as principais fundações dos Estados Unidos estão enfrentando os desafios de nossos tempos. Os usuários podem rastrear informações sobre as doações praticamente em tempo real, por meio de mapas interativos, e baixar os dados em formato aberto e de leitura óptica.
- O *Eye on the Giving Pledge* apresenta uma imagem detalhada de como mais de cem bilionários de todo o mundo estão participando da iniciativa Giving Pledge, um compromisso de destinar a maior parte de sua riqueza para a filantropia.”

(in **Abertura: Desmistificando a transparência de investidores sociais**. GrantCraft, 2014, p. 08. Disponível em: http://www.gife.org.br/arquivos/publicacoes/39/GrantCraft%20-%20Desmistificando%20a%20Transpar%C3%Aancia_portugu%C3%AAs.pdf – acesso em 15/02/2015. Guia em inglês disponível em www.grantcraft.org.)

³⁸ Idem, p. 08

e outros grupos-chave, como organizações apoiadas, demais organizações da sociedade civil que buscam apoio, parceiros e outros investidores sociais.

As fundações apresentadas no guia, e aquelas que responderam à pesquisa do GrantCraft em 2013, citaram os benefícios da transparência: (i) menos tempo dispendido para explicar metas e estratégias para potenciais organizações a serem apoiadas; (ii) propostas de doação melhores e mais orientadas; (iii) investimentos sociais mais eficientes e informativos, com base no feedback das organizações apoiadas e de outras partes interessadas; (iv) relacionamentos mais sólidos e abertos com as organizações apoiadas e outras organizações da sociedade civil; (v) relacionamentos mais próximos com outros investidores sociais, levando a investimentos sociais mais colaborativos; e (vi) mais confiança pública³⁹.

O guia da transparência como um todo não é objeto do presente estudo, mas vale ressaltar que o guia está estruturado em cinco seções sobre aspectos específicos de transparência que os investidores sociais podem transformar em ideias práticas, desafios e lições aprendidas. São elas⁴⁰:

- Abrindo as portas: compartilhando informações sobre os processos de seleção e as organizações apoiadas;
- as mudanças já estão acontecendo? Compartilhando avaliações de desempenho;
- Melhorando relacionamentos: fortalecendo o envolvimento com organizações apoiadas e outras partes interessadas;
- Pares colaborando: aperfeiçoando a prática do investimento social;
- Boa comunicação: usando todas as oportunidades para se conectar;
- Questões para debate, que visam gerar engajamento contínuo;
- Etapas de ação para os investidores sociais começarem a se tornar mais transparentes;

³⁹ **Abertura: Desmistificando a transparência de investidores sociais.** GrantCraft, 2014, p. 10. Disponível em: http://www.gife.org.br/arquivos/publicacoes/39/GrantCraft%20-%20Desmistificando%20a%20Transpar%C3%Aancia_portugu%C3%AAs.pdf – acesso em 15/02/2015. Guia em inglês disponível em www.grantcraft.org.

⁴⁰ Idem, p. 10.

- Conteúdo multimídia bônus, inclusive podcasts de entrevistas com funcionários de investidores sociais.

Nesse contexto, a transparência acaba por refletir na necessidade de se mensurar o impacto dos negócios sociais, porém a mensuração qualitativa e quantitativa de impacto social/ambiental se trata de um grande desafio.

Mensurar o impacto do negócio social não é algo trivial e, em primeiro lugar, deve-se definir o que é impacto social e que tipo de mudança é relevante em relação ao objetivo social que se deseja atingir. Em seguida, deve-se selecionar os resultados atingidos, o que demanda certo tempo de observação dos resultados.

Muitas organizações individualmente procuram relatar seus impactos por meio de metodologia própria, o que pode gerar sérios questionamentos a respeito da sua legitimidade, além do que, cada uma emprega uma linguagem própria dificultando a integração de informações e experiências.

A solução encontrada por Yunus no Banco Grameen foi o que ele chamou de “Sistema de Cinco Estrelas”, que premia as filiais de seu banco que atingem determinados objetivos financeiros e sociais, conforme método de avaliação de filiais do Banco Grameen:

META	MEDIÇÃO
Adimplência	Filiais que garantem 100% de adimplência de seus empréstimos
Lucratividade	Filiais que dão lucro
Autofinanciamento	Filiais que são capazes de se autofinanciar para fazer empréstimos
Crianças na escola	Filiais que garantem que 100% dos filhos de seus tomadores de empréstimo estão na escola

Sair da pobreza	Filiais que garantem ter tirado 100% de seus tomadores de empréstimo da linha de pobreza
-----------------	--

O mercado de investimento de impacto carece de ferramentas transparentes, independentes e que possam equiparar os diferentes tipos de impacto. Muitos atores do setor buscavam uma plataforma analítica e de avaliação que, por meio do aumento de informações acessíveis e de credibilidade, facilitasse o fluxo de capital e provesse algum tipo de liderança no julgamento da performance do impacto como um bem público.

Surgiram, então, duas iniciativas, a fim de facilitar a medição de impacto dos negócios sociais. A primeira partiu do *Global Impact Investing Network (GIIN)*, uma rede de troca de um grupo de investidores em negócios sociais sem fins lucrativos, dedicada a aumentar a escala e a performance do investimento de impacto.

Eles reconheceram que uma das limitações para o crescimento dessa indústria é a falta de transparência em como os fundos definem, acompanham e reportam a performance social de seu capital. Isso leva a um aumento dos custos de transação e a uma limitação na compreensão do impacto dos investimentos⁴¹.

E, a segunda, foi a criação pela GIIN, em 2009, do *Impact Reporting and Investment Standards (IRIS)*, uma forma padronizada de mensurar e relatar o impacto social dos negócios, algo semelhante ao *Generally Accepted Accounting Principles (GAAP)*, usado na contabilidade da maioria das empresas, mas voltado para o impacto social.

Por meio da GIIN foram identificadas as seguintes necessidades: (i) desenvolver um conjunto de padrões para medida de desempenho de impacto; (ii) criar um sistema de Avaliação de Impacto; e (iii) criar um sistema de Informação de Impacto⁴².

⁴¹ JORDÃO, Júlia Garone. **Investimentos de Impacto: negócios sociais como opção de aplicação financeira.** Monografia apresentada na Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – Departamento de Economia, sob orientação de Fabrício Mello Rodrigues da Silva, Rio de Janeiro, 2013, p. 37-38. Disponível em: http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/Julia_Garone_Jordao.pdf – acesso em 20/01/2015.

⁴² CREMONEZZI, Paula Bonazzi; CAVALARI, Danielle Cristine; DIAS, Sylmara Lopes Francelino Gonçalves. **Reflexões sobre o papel dos fundos de investimentos de impacto no desenvolvimento de negócios sociais: um estudo de caso.** Artigo apresentado no VII Encontro Nacional de Pesquisadores em Gestão Social – Territórios em Movimento: Caminhos e Descaminhos da Gestão Social e Ambiental – Eixo Temático 5 – Sustentabilidade Mercado e Sociedade. Pará, 2013, p. 08. Disponível em: <http://www.anaisenapegs.com.br/2013/dmdocuments/1636.pdf> – acesso em 10/02/2015.

Com isso criaram-se os seguintes instrumentos: o IRIS, que é um conjunto de termos e definições que servem de orientação para organizações e investidores definirem sua performance social e ambiental; o GIIRS, que é uma ferramenta de avaliação de impacto integrada com as definições desenvolvidas por meio do IRIS; e o PULSE, uma ferramenta de gestão de portfólios que forma um banco de dados organizado de performances de impacto social e ambiental, baseada em informações padronizadas segundo o IRIS.

Em seu catálogo, o IRIS oferece⁴³:

- i. Métricas financeiras, com demonstrativos de resultados e balanço;
- ii. Métricas operacionais, que avaliam políticas de governança do negócio social;
- iii. Práticas dos empregados dos negócios sociais e o impacto do dia-a-dia da empresa;
- iv. Performance do produto ou serviço, incluindo métricas que descrevem e quantificam os benefícios sociais que ele atingiu;
- v. Performance no setor, incluindo métricas que descrevem e quantificam o impacto do negócio em seu setor específico;
- vi. Performance social objetiva, incluindo métricas que descrevem e quantificam o progresso no impacto social objetivado pelo negócio.

Os investidores devem, portanto, escolher, dentre elas, quais métricas querem monitorar em seus negócios através de alguns indicadores tangíveis, para depois coletar e analisar as informações correlacionadas a eles e usar os resultados em relatórios para acionistas e para a tomada de decisão.

O IRIS possui ampla biblioteca de empresas cadastradas que usam seus critérios para avaliar o impacto que causam, dentro da padronização de conceitos e aspectos que propõe. No entanto, ele não resolve o problema de comparação entre setores impactados pelos negócios sociais e nem faz verificação das informações que são reportadas nele⁴⁴.

⁴³ JORDÃO, Júlia Garone. **Investimentos de Impacto: negócios sociais como opção de aplicação financeira**. Monografia apresenta na Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – Departamento de Economia, sob orientação de Fabrício Mello Rodrigues da Silva, Rio de Janeiro, 2013, p. 38. Disponível em: http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/Julia_Garone_Jordao.pdf – acesso em 20/01/2015.

⁴⁴ Idem, p. 39.

O GIIRS, criado em 2010, é um sistema de avaliação e certificação de impacto independente, ou seja e foi desenvolvido por uma organização sem fins lucrativos, chamada B Lab.

O GIIRS tem como foco principal a avaliação do impacto social/ambiental em detrimento do desempenho financeiro, trabalhando com duas formas de avaliação, uma voltada para companhias individualmente e outra voltada para fundos de investimento de impacto, agregando o desempenho de cada investimento do seu portfólio de forma ponderada⁴⁵.

Trata-se de um sistema abrangente e transparente para avaliar o impacto social de empresas e fundos e funciona como uma agência externa de *rating*. O método do GIIRS consiste em um questionário com cerca de 160 questões divididas por área. As respostas das empresas privadas são interpretadas por um sistema que avalia suas práticas em cada uma dessas áreas.

Todas as informações respondidas no GIIRS são devidamente conferidas e validadas para serem consideradas no resultado final. Diferente do IRIS, que é gratuito, o GIIRS cobra por seus serviços, a fim de tornar-se sustentável, mas é também uma entidade sem fins lucrativos e que publica dados para uso público e, principalmente, para fins educacionais, principalmente.

O GIIRS permite comparações intersetoriais, bem como que as empresas incluam indicadores de performance personalizados como parte de seus demonstrativos de resultados. Sua primeira classificação de *rating* contou com mais de 300 companhias avaliadas de 30 países diferentes, além de 25 fundos de investimento de impacto.

Por fazer uma validação independente, o GIIRS pode ser mais imparcial que o IRIS e a comparação entre negócios com sua certificação padronizada pode ser mais justa. Por outro lado, o sistema tem foco em boas práticas das firmas, não necessariamente em impacto social, e carece da visão do beneficiário final do impacto⁴⁶.

⁴⁶ JORDÃO, Júlia Garone. **Investimentos de Impacto: negócios sociais como opção de aplicação financeira**. Monografia apresenta na Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – Departamento de Economia, sob orientação de Fabrício Mello Rodrigues da Silva, Rio de Janeiro, 2013, p. 40. Disponível em: http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/Julia_Garone_Jordao.pdf – acesso em 20/01/2015.

No Brasil, destacamos como indicador do mercado social no âmbito da sustentabilidade no mercado de capitais, o índice de responsabilidade social (ISE), iniciativa pioneira na América Latina.

O ISE busca criar um ambiente de investimento compatível com as demandas de desenvolvimento sustentável da sociedade contemporânea e estimular a responsabilidade ética das corporações.

Iniciado em 2005, foi originalmente financiado pela *International Finance Corporation* (IFC), braço financeiro do Banco Mundial e, seu desenho metodológico é responsabilidade do Centro de Estudos em Sustentabilidade (GVCes) da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV-EAESP). A Bolsa, por sua vez, é responsável pelo cálculo e pela gestão técnica do índice.

Trata-se de uma ferramenta para análise comparativa da performance das empresas listadas na BM&FBOVESPA (Bolsa de Mercadorias e Futuros Bolsa de Valores) sob o aspecto da sustentabilidade corporativa, baseada em eficiência econômica, equilíbrio ambiental, justiça social e governança corporativa⁴⁷.

Além disso, amplia o entendimento sobre empresas e grupos comprometidos com a sustentabilidade, diferenciando-os em termos de qualidade, nível de compromisso com o desenvolvimento sustentável, equidade, transparência e prestação de contas, natureza do produto, além do desempenho empresarial nas dimensões econômico-financeira, social, ambiental e de mudanças climáticas.

O Conselho Deliberativo do ISE, o órgão máximo de governança do ISE, tem como missão garantir um processo transparente de construção do índice e de seleção das empresas. Atualmente, o CISE é composto por onze instituições: BM&FBOVESPA (presidência) - Sonia Consiglio Favaretto; IFC (vice-presidência) - Paulo Browne de Bolle; ABRAPP - Guilherme Velloso Leão; ANBIMA - José Carlos Henrique Doherty; APIMEC - Osvaldo Alves Soares; ETHOS - Jorge Abrahão; IBGC - Roberto Silva Waack; IBRACON - Carlos Alberto de Sousa; GIFE - André Degenszajn; Ministério do Meio Ambiente (MMA) - Ariel Cecílio Pares; PNUMA - Denise Hamú.

Vale, ainda, ressaltar a atuação do aqui já mencionado Instituto Ethos de Empresas e Responsabilidade Social, que é uma Oscip cuja missão é mobilizar, sensibilizar e ajudar as

⁴⁷ BM&FBOVESPA. **Índice de Responsabilidade Social. Disponível em:** <http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=ISE&Idioma=pt-br> – acesso em 26/02/2015.

empresas a gerir seus negócios de forma socialmente responsável, tornando-as parceiras na construção de uma sociedade justa e sustentável.

A missão do Instituto Ethos é mobilizar, sensibilizar e ajudar as empresas a gerir seus negócios de forma socialmente responsável, tornando-as parceiras na construção de uma sociedade sustentável e justa, segundo o seu site na internet.

O Instituto Ethos propõe-se a disseminar a prática da responsabilidade social empresarial, ajudando as instituições a:

- i. compreender e incorporar de forma progressiva o conceito do comportamento empresarial socialmente responsável;
- ii. implementar políticas e práticas que atendam a elevados critérios éticos, contribuindo para o alcance do sucesso econômico sustentável em longo prazo;
- iii. assumir suas responsabilidades com todos aqueles que são atingidos por suas atividades;
- iv. demonstrar a seus acionistas a relevância de um comportamento socialmente responsável para o retorno em longo prazo sobre seus investimentos;
- v. identificar formas inovadoras e eficazes de atuar em parceria com as comunidades na construção do bem-estar comum;
- vi. prosperar, contribuindo para um desenvolvimento social, econômica e ambientalmente sustentável.

O Instituto Ethos criou princípios e compromissos que são os termos estabelecidos para orientar a relação de associação entre a empresa associada e o Instituto Ethos, com o objetivo de facilitar o desenvolvimento da missão da entidade e consolidar e aperfeiçoar as políticas e práticas de responsabilidade social das empresas. A observância e a aceitação destes princípios e compromissos são imprescindíveis para a associação ao Instituto Ethos. Conforme os esclarecimentos sobre as atividades, o Instituto Ethos destaca que não é

entidade certificadora de responsabilidade social ou de conduta ética e não fornece nenhum tipo de selo⁴⁸.

Com relação ao compromisso da empresa associada, afirma que sua missão somente se realiza numa ótica de conjunto e de co-responsabilidades, esperando, dentre outras condutas da empresa associada que divulgue por seus meios de comunicação corporativa o conceito de responsabilidade social empresarial, conforme formulado pelo Instituto Ethos, para os públicos com os quais interage (acionistas, colaboradores, consumidores, fornecedores, comunidades e governos); e comprometa-se com o tema e busque progressivamente a excelência em políticas e práticas de responsabilidade social⁴⁹.

O Instituto Ethos adota, ainda, princípios, são eles: primazia da ética; responsabilidade social, confiança; integridade; valorização da diversidade e combate à discriminação; diálogo com as partes interessadas; transparência; marketing responsável; interdependência; comunidade de aprendizagem.

Há também os Indicadores Ethos, que são uma ferramenta de gestão que visa apoiar as empresas na incorporação da sustentabilidade e da responsabilidade social empresarial (RSE) em suas estratégias de negócio, de modo que esse venha a ser sustentável e responsável. A ferramenta é composta por um questionário que permite o autodiagnóstico da gestão da empresa e um sistema de preenchimento on-line que possibilita a obtenção de relatórios, por meio dos quais é possível fazer o planejamento e a gestão de metas para o avanço da gestão na temática da RSE/Sustentabilidade.

Segundo o Instituto Ethos, a atual geração dos Indicadores Ethos, que será continuamente aprimorada, apresenta uma nova abordagem para a gestão das empresas e procura integrar os princípios e comportamentos da RSE com os objetivos para a sustentabilidade, baseando-se num conceito de negócios sustentáveis e responsáveis ainda em desenvolvimento. Além de ter maior integração com as diretrizes de relatórios de sustentabilidade da Global Reporting Initiative (GRI), com a Norma de Responsabilidade Social ABNT NBR ISO 26000, Carbon Disclosure Project (CDP), e outras iniciativas.

O questionário é agrupado em quatro dimensões, que seguem o conceito *Environmental, Social and Governance* (ESG) e complementado pela dimensão Visão e

⁴⁸ Disponível em: <http://www3.ethos.org.br/conteudo/sobre-o-instituto/principios-e-compromissos/#.VQ7r7NIItHIU> – acesso em 26/02/2015.

⁴⁹ Disponível em: <http://www3.ethos.org.br/conteudo/sobre-o-instituto/principios-e-compromissos/#.VQ7r7NIItHIU> – acesso em 26/02/2015.

Estratégia. As dimensões são desdobradas em temas inspirados na Norma ISO 26000, os quais, por sua vez, desdobram-se em subtemas e, posteriormente, em indicadores.

A Norma Internacional ISO 26000, publicada em 1º de novembro de 2010, trata de Diretrizes sobre Responsabilidade Social, cujo lançamento foi em Genebra, Suíça. No Brasil, no dia 8 de dezembro de 2010, foi lançada em evento na Fiesp, em São Paulo, a versão em português da norma, a ABNT NBR ISO 26000.

Segundo a ISO 26000, a responsabilidade social se expressa pelo desejo e pelo propósito das organizações em incorporarem considerações socioambientais em seus processos decisórios e a responsabilizar-se pelos impactos de suas decisões e atividades na sociedade e no meio ambiente. Isso implica um comportamento ético e transparente que contribua para o desenvolvimento sustentável, que esteja em conformidade com as leis aplicáveis e seja consistente com as normas internacionais de comportamento. Também implica que a responsabilidade social esteja integrada em toda a organização, seja praticada em suas relações e leve em conta os interesses das partes interessadas.

A norma fornece orientações para todos os tipos de organização, independente de seu porte ou localização, sobre:

- conceitos, termos e definições referentes à responsabilidade social;
- histórico, tendências e características da responsabilidade social;
- princípios e práticas relativas à responsabilidade social;
- os temas centrais e as questões referentes à responsabilidade social;
- integração, implementação e promoção de comportamento socialmente responsável em toda a organização e por meio de suas políticas e práticas dentro de sua esfera de influência;
- identificação e engajamento de partes interessadas;
- comunicação de compromissos, desempenho e outras informações referentes a responsabilidade social.

Contudo, a ISO 26000 é uma norma de diretrizes e de uso voluntário, não visa e não é apropriada para fins de certificação, mas é aplicável a todos os tipos e portes de organizações (pequenas, médias e grandes) e de todos os setores (governo, ONG's e empresas privadas).

Portanto, observamos que há uma preocupação do mercado em investir e manter indicadores que reflitam boas práticas de gestão, transparência, comunicação adequada e efetiva, fortalecendo o investimento social.

Capítulo III – Cenário Atual dos Fundos de Investimentos Sociais

III.1. Os fundos de investimentos sociais no Brasil

Conforme reportagens veiculadas nos últimos anos, há um crescimento do setor, mas que ainda conta com alguns entraves e diagnósticos mais detalhados, bem como confiança dos investidores⁵⁰.

No Brasil, desde 2004 propostas de investimentos em negócios sociais foram desenvolvendo-se quando, a Potencia Ventures⁵¹, fundou a Artemísia, organização pioneira em negócios sociais no país,

A Vox Capital, primeiro fundo de capital empreendedor do país, surgiu em 2009, disponibilizando no mercado R\$ 5 milhões em investimentos. Hoje, a quantia muito maior, e o grupo dispunha de R\$ 40 milhões para investimentos a serem feitos nos anos de 2014 e 2015.

O número de investidoras de impacto só cresceu, segundo a reportagem, até 2013, passou de uma empresa para dez empresas que alavancaram o potencial de investimento no país de R\$ 5 milhões para mais de R\$ 300 milhões. Um dos primeiros investimentos da Vox Capital foi o Plano CDE, empresa de inteligência de mercado que produz pesquisas focadas nas classes C, D e E.

⁵⁰ Para apontar o breve cenário dos fundos de investimentos sociais, utilizamos algumas notícias veiculadas: SCHMIDT, Marina. **Brasil amplia perspectivas de investimentos em negócios sociais**. Jornal do Comércio – Gestão. Notícia da edição impressa de 29/07/2013. Disponível em: <http://jcrs.uol.com.br/site/noticia.php?codn=130458> – acesso em 02/03/2015; FORLIN, Gabriela. **Fundos procuram investimento social**. O Estado de São Paulo – Economia. Edição de 29/07/2013. Disponível em: <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,fundos-procuram-investimento-social-imp-,1058437> – acesso em 02/03/2015; Negócios sociais crescem e se estruturam no Brasil; GOMES, Patrícia. **Negócios sociais crescem e se estruturam no Brasil**. Envolverde: Jornalismo & Sustentabilidade – Economia. Edição de 21/05/2013. Disponível em: <http://envolverde.com.br/economia/negocios-sociais-crescem-e-se-estruturam-no-brasil/> – acesso em 02/03/2015.

⁵¹ A Potencia Ventures, organização internacional, apoia o surgimento de empresas que ajudam a superar as dificuldades estruturais enfrentadas pelas pessoas de baixa renda, sendo que educação, saúde e habitação são setores prioritários. Anteriormente conhecida como Artemísia Internacional, a Potencia foi o primeiro investidor e principal parceiro estratégico para importantes iniciativas para as empresas que servem a base da pirâmide no Brasil. Isso inclui um fundo de capital de risco, uma organização que desenvolve equipes de alta performance para as empresas que reduzam a pobreza, e principal fonte do Brasil para obter informações sobre o campo. Também apoia outras iniciativas na América Latina, Ásia, África Ocidental e da Europa. Disponível em: <http://potenciaventures.net/index.php?s=whatwedo> – tradução livre – acesso em 20/03/2015.

Segundo Daniel Izzo, cofundador da Vox Capital, o Brasil é um dos países em que mais faz sentido falar em investimento de impacto. Como parâmetro, Daniel Izzo elenca o crescimento das classes sociais, impulso que não veio, necessariamente, seguido dos melhores serviços.

Em relação à burocracia no Brasil, Vivianne Naigeborin, assessora estratégica da Potencia Ventures, explica que os impedimentos são mais complexos e difíceis de serem vencidos. Vivianne exemplifica destacando marcos regulatórios de áreas essenciais, que restringem as áreas de atuação dos empreendedores, afirmando que para abrir um hospital no Brasil, existem mais exigências do que na Índia, e que por um lado, isso é bom, porque assegura garantias, mas, por outro, dificulta oportunidades de atuação que poderiam trazer soluções para a saúde, por exemplo.

A Artemísia é a aceleradora de impacto com maior bagagem no Brasil, estimulando novos negócios em um programa intensivo de orientação que proporciona a *startups* a formatação do modelo de negócios, acesso a rede de mentores, capacitação de equipes e conexão com investidores, gestores e parceiros. A Artemísia já articulou quase R\$ 20 milhões com o seu programa.

Na mesma linha da Artemísia, o Projeto Visão de Sucesso, realizado pela Endeavor Brasil em parceria com o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e o Itaú, acelera empresas com foco em negócios sociais. A proposta é selecionar e orientar 100 empresas, durante três anos, em todo Brasil.

Segundo a diretora executiva da Artemísia no Brasil, Maure Pessanha, não é possível dizer o número exato de empresas que compõem o setor, mas que a estimativa é que haja R\$ 250 milhões disponíveis para investimento de impacto no país, somando os valores que os fundos estão dispostos a desembolsar.

Internacionalmente, o banco JP Morgan, que abriu uma divisão apenas para tratar do que chama de “finanças sociais”, fez uma pesquisa com 99 investidores para fazer uma estimativa parecida. O resultado que encontrou foi que, em 2013, os fundos poderiam injetar até US\$ 9 bilhões, ou R\$ 18,1 bilhões, em iniciativas de impacto, 12,5% mais que no ano de 2012. Nessa mesma pesquisa, o banco perguntou aos investidores quais eram as áreas em que planejavam colocar recursos e, dos que tinham intenção em investir em mercados em desenvolvimento, como o Brasil, 47% citaram educação como uma área possível, ficando atrás apenas de alimentação e agricultura (63%), serviços financeiros e microfinanças (59%) e saúde (51%).

Para Marcella de Barros Coelho, da Endeavor, parte do aumento no interesse em negócios sociais pode se explicar pelo crescimento econômico das classes de poder aquisitivo mais baixo – são 140 milhões de pessoas na base da pirâmide com um poder de compra enorme.

Em 2013, estimava-se que dez fundos de investimento de impacto, quatro internacionais e seis brasileiros, tinham aproximadamente R\$ 500 milhões disponíveis para fazer negócios no Brasil, segundo Daniel Izzo, sócio-fundador do Vox Capital.

Dos dez fundos de investimento de impacto que atuam hoje no Brasil, sete começaram a operar a partir de 2011.

Além da Vox Capital, por exemplo, há o fundo de investimento social Perfoma Investimentos, que é gestora brasileira de *venture capital* e *private equity* com matriz em São Paulo e filial no Rio de Janeiro e em Nova Iorque.

A Perfoma Investimentos trabalha com dois fundos, o que denomina de “Performa SC-I”, fundo que busca empresas que faturem até R\$ 3,6 milhões de grande destaque nos setores de tecnologia da informação, saúde, biotecnologia e nanotecnologia, bem como o que denomina “Fundo de Inovação em Meio Ambiente Performa-Key”, uma iniciativa do Programa de Inovação em Meio Ambiente do BNDES, o qual busca empresas que faturem até R\$ 80 milhões com soluções tecnológicas para o tratamento de efluentes, eficiência energética, química verde e tratamento de resíduos sólidos⁵².

III.2. Impacto social: primeiros resultados

Como o investimento de impacto é uma indústria nascente que carece de dados disponíveis para análise de performance dos investimentos, investidores entram nesse mercado com uma variedade de expectativas de riscos e retornos financeiros.

Para alguns investidores – como gestores de fundos de investimento, por exemplo – o retorno financeiro de um investimento de impacto deve ser compatível com as taxas de retorno do mercado como um todo. Outros investidores – em geral, fundações – priorizam o

⁵² Perfoma Investimentos. Disponível em <http://www.performainvestimentos.com/#/fundos/4>; <http://www.performainvestimentos.com/#/fundos/5>. – acesso em 15/03/2015.

impacto social e aceitam que os investimentos de impacto tenham taxas de retorno financeiro menos competitivas.

O Banco J.P. Morgan, a fim de mensurar o tamanho das oportunidades de investimento dentro da indústria de negócios sociais e suas perspectivas de lucro entre 2010 e 2020, como já mencionado, realizou uma pesquisa com 24 atores do mercado de investimentos de impacto de diversos países e mais de 1.100 investimentos realizados⁵³.

Analisou-se o modelo de negócios de um investimento de impacto bem-sucedido de cada uma das seguintes áreas: habitação, saneamento básico, saúde, educação e serviços financeiros. Em seguida, analisou-se o potencial de escala do modelo em questão para consumidores de outras regiões, levando em consideração a realidade socioeconômica de cada uma delas, a fim de garantir que a empresa seria rentável em todas as localidades. Após, foi estimado o volume de investimento de impacto necessário para atender toda a base da pirâmide mundial através daquele modelo. Utilizando a margem média de lucro dessas empresas, foi estimado o retorno esperado desse capital, caso integralmente investido⁵⁴.

O resultado da pesquisa foi que estes segmentos de mercado ofereciam oportunidade de investimentos de US\$ 400 bilhões a US\$ 1 trilhão e de lucros de US\$ 183 milhões a US\$ 667 bilhões no período.

Em outra pesquisa, realizada em 2011, 52 investidores de impacto afirmaram ter planos de investir US\$3,8 bilhões até o fim de 2012, com uma média de US\$57 milhões por investidor e mediana de US\$25 milhões. Em relação a quantos investimentos de impacto haviam sido feitos por eles nos últimos 12 meses, a média foi de 159 investimentos mas a mediana de 29 investimentos⁵⁵.

Apesar de demonstrarem disparidades entre os objetivos dos investidores, os resultados apontam que eles acreditam que a nova classe de investimentos pode se revelar uma poderosa mudança no mercado financeiro nos próximos anos. Especificamente, a expectativa média era de que 13% do portfólio de investimentos de indivíduos de alta renda e 12% do de instituições fosse ser composto por investimentos de impacto até 2021 –

⁵³ J.P.MORGAN. **Impact Investments: An emerging asset class Rockefeller Foundation**. Report, 2010 – Disponível em: <http://www.rockefellerfoundation.org/uploads/files/2b053b2b-8feb-46ea-adbd-f89068d59785-impact.pdf>, p. 07 – acesso em 10/03/2015.

⁵⁴ JORDÃO, Júlia Garone. **Investimentos de Impacto: negócios sociais como opção de aplicação financeira**. Monografia apresenta na Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – Departamento de Economia, sob orientação de Fabrício Mello Rodrigues da Silva, Rio de Janeiro, 2013, p. 27-28. Disponível em: http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/Julia_Garone_Jordao.pdf - acesso em 20/01/2015.

⁵⁵ Idem, p. 28-29.

novamente a mediana mostrou-se mais conservadora com 10% para indivíduos e apenas 5% para instituições, conforme o J.P. Morgan.

A fim de acompanhar o crescimento e as tendências dessa indústria, o J.P. Morgan divulgou, ainda, o resultado de uma pesquisa acerca de investimentos de impacto no início de 2013⁵⁶, já com 99 organizações participantes. Juntas, elas investiram US \$8 bilhões em investimentos de impacto em 2012 e planejavam investir mais US\$ 9 bilhões em 2013. Em relação a como os investimentos são feitos no mercado financeiro, 83% dos investimentos de impacto tomam forma de *private equity* (participação acionária), mas 66% dos investimentos são feitos também via dívida conversível.

Dos investidores, 56% pertenciam aos Estados Unidos e Canadá e 27% eram europeus (excetuando-se o leste do continente). Apenas 14% dos investidores são de mercados subdesenvolvidos. Isso pode ser explicado pelos próprios objetivos do investimento de impacto, que atrai investidores mais abastados que passam a procurar retorno social em investimentos, ou seja, investidores majoritariamente de países desenvolvidos.

Com relação às regiões alvo dos investimentos de impacto, 34% dos investidores fizeram aplicações na África subsaariana e 32% na América Latina e no Caribe (incluindo o México). No entanto, Estados Unidos e Canadá receberam também investimentos de 32% dos investidores, o que pode ser explicado pelo fato de o mercado norte-americano ser mais desenvolvido e contar com mais negócios sociais preparados para receber aportes.

Em relação ao alvo dos investimentos, 89% deles são feitos diretamente em negócios sociais, (sendo que 51% investem exclusivamente nesse tipo de empresas) e 49% consideram intermediários (com 11% investimento somente através deles), o que pode ser explicado pelo fato de 52% dos investidores participantes da pesquisa serem fundos de investimento de impacto. 30% dos investidores afirmaram investir seu próprio capital, 39% investem o de clientes e 31% ambos.

As áreas de atuação dos negócios procuradas por investidores foram alimentação e agricultura (57%), saúde (51%), serviços financeiros sem ser o microcrédito (47%), microcrédito (46%), educação (45%), habitação (44%), energia (43%), água e saneamento básico (36%), informação e tecnologias de comunicação (31%) e outros (30%). Para aqueles que investem em mercados subdesenvolvidos, as necessidades básicas mostraram-se mais relevantes.

⁵⁶ J.P.MORGAN, **Perspectives on Progress Impact Investors Survey**. Global Social Finance, 2013. Disponível em: <http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=37392097> – acesso em 10/03/2015.

Em relação ao desempenho real de seus investimentos, 68% dos investidores demonstraram-se satisfeitos com os resultados, 21% deles tiveram retornos superiores aos esperados e 11% obtiveram retornos menores; 64% dos investidores já tiveram, ao menos, um investimento que superou suas expectativas de retorno financeiro, enquanto 19% acreditam que têm investimentos com esse potencial.

Os três maiores fatores de risco enfrentados por investidores de impacto citados na pesquisa foram o risco de insucesso do modelo de negócios (que afeta a sustentabilidade financeira do negócio), o risco-país e o risco cambial e, finalmente, o risco sistemático da economia. Todos eles são específicos e dependem individualmente de fatores como maturidade do negócio, sua localização, área de atuação e público-alvo⁵⁷.

A curva de maturidade de um investimento de impacto pode ser mais extensa e o seu prazo para retorno maior. A rentabilidade é importante para um negócio social alcançar seus objetivos por duas razões principais: o lucro é necessário para que o negócio seja capaz de reembolsar e, eventualmente, remunerar seus investidores.

Tomando como base a atuação da Vox Capital, em seu relatório de análise de cinco anos de atuação (2009-2014), constatou que de R\$ 5 milhões iniciais, chegou a administrar R\$ 84,4 milhões, sendo que foram mais de 1.400 empresas prospectadas e mais de 730 empresas analisadas, culminando em seis investimentos Vox Portfolio e oito investimentos Vox Labs⁵⁸.

O relatório apresentou, ainda, o impacto social do portfólio da Vox Capital que, em números, foi de: (i) 203 casas populares entregues; (ii) 28.291 currículos expostos a potenciais empregadores; (iii) 13.440 alunos mais engajados com o ensino; (iv) 104 escolas impactadas; (v) 3.265.122 triagens hospitalares mais eficientes; (vi) 2.109 vidas recebendo orientação médica personalizada; e (vii) R\$ 34,3 milhões de receita bruta do portfólio.

⁵⁷ JORDÃO, Júlia Garone. **Investimentos de Impacto: negócios sociais como opção de aplicação financeira**. Monografia apresenta na Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – Departamento de Economia, sob orientação de Fabrício Mello Rodrigues da Silva, Rio de Janeiro, 2013, p. 33. Disponível em: http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/Julia_Garone_Jordao.pdf – acesso em 20/01/2015.

⁵⁸ Vox. Capital. **Relatório de 5 anos: 2009-2014**. Disponível em: <http://www.voxcapital.com.br/2014/> – acesso em 10/03/2015.

O polo da *Aspen Network of Development Entrepreneurs* (ANDE) no Brasil, em parceria com LGT VP, Quintessa Partners e Universidade de St. Gallen, lançou em 2014 o mais recente mapeamento sobre o setor de investimento de impacto no Brasil⁵⁹.

Trata-se de um estudo realizado com vários investidores nacionais e internacionais, que capta alguns dados sobre o capital e os investimentos realizados no campo, assim como algumas tendências e desafios para a evolução do setor no país.

Dentre alguns resultados, destacamos que foi constatado que a maioria dos investidores são fundos fechados (40%), seguidos pelas aceleradoras de negócios com investimentos financeiros (10%), organizações abertas ou *evergreen* (organizações que levantam fundos continuamente, sem limite de capitalização) (10%) e *family offices* (5%). Os outros 35% são divididos em categorias diferentes como firmas filantrópicas de investimentos, fundações, incubadoras de negócios, fundos abertos com organizações sem fins lucrativos ou bancos de desenvolvimento.

No Brasil, como reflexo das preferências gerais dos investidores, os mesmos têm investido em múltiplos setores, mas, refletindo o setor de maior foco, 19% investiram no segmento de educação, seguidos pelo setor de saúde, com 11%, e pela inclusão financeira, com 9%. Investimentos em cultura, ecossistema de empreendedorismo e alguns projetos diversificados foram classificados como “outros”. Nenhum dos investidores pesquisados investiu nos setores de turismo, artesanato ou desenvolvimento de capacidades ainda. Portanto, educação, inclusão financeira e serviços de saúde são os setores onde os investidores mais concentram esforços no Brasil, o que coincide com as áreas onde o país atualmente enfrenta seus maiores desafios e ainda possui enorme potencial de melhoria em termos de produtos e serviços para a população de menor renda.

O impacto social é o critério de investimento chave para todos os 19 investidores pesquisados, seguido da qualidade da gestão, com 60%, e a sustentabilidade financeira, com 55% – com apenas 30% escolhendo a inovação. Este fator parece ser particularmente atrativo para aceleradoras de negócios, mas não para fundos fechados.

O relatório destacou que há muitos desafios a serem superados como: (i) o investimento de impacto ainda é um setor nascente com um volume de transações muito baixo em relação com o investimento tradicional; (ii) os investidores têm dificuldades em identificar potenciais empresas que atendem a seus critérios de investimentos; (iii) ainda falta capital

⁵⁹ **Mapa do Setor de Investimento de Impacto no Brasil.** Resumo das Conclusões, 2014. Disponível em: http://www.aspeninstitute.org/sites/default/files/content/upload/ImpactInvestingStudy_FINAL_VERSION_POR_TUGUES.pdf – acesso em 15/03/2015.

mente para o desenvolvimento de negócios sociais em fase de idealização; (iv) Os investimentos se concentram em alguns Estados de maior desenvolvimento (SP, RJ, MG), no entanto regiões mais afastadas como o Nordeste precisam de mais recursos.

Os primeiros resultados, portanto, revelam efetivo impacto social dos negócios sociais e dos fundos de investimentos sociais, mas também revelam a necessidade de enfrentar os desafios do setor, investindo-se em seu aprimoramento e difusão.

CONCLUSÃO

O objetivo do presente estudo foi contextualizar os fundos de investimentos sociais, demonstrando a sua evolução histórica, os termos e conceitos envolvidos no mercado, a prática do fundo mais promissor do Brasil, bem como o atual cenário dos investimentos sociais no Brasil.

Constatou-se que, surgiu um novo fenômeno no setor da filantropia empresarial, passando da fonte de recursos vindas em especial da igreja, do Estado e de doações, para práticas de responsabilidade social nos negócios.

Até os anos 90, grande parte das empresas com iniciativa social tinha apenas responsabilidade social, ou seja, preocupava-se em minimizar algum impacto negativo da própria operação que podia gerar para a sociedade. Hoje, contudo, é necessário que a empresa tenha intencionalidade explícita de beneficiar a população carente em suas atividades.

Com a ascensão dos negócios sociais no Brasil e no mundo, ganhou força os chamados investimentos de impacto, que buscam a geração de impacto socioambiental positivo para além do retorno financeiro.

A filantropia, portanto, pode ser vista no seu contexto atual, como uma ferramenta de viabilização de dois objetivos antes vistos como incompatíveis: o retorno financeiro e a geração de valor social, por meio dos negócios sociais.

Os mercados são condição necessária, mas não suficiente para dar conta dos problemas sociais da sociedade contemporânea, e o diálogo entre organizações sociais e a iniciativa privada mostra-se cada vez mais necessário a fim de equacionar os problemas sociais, em especial aqueles relacionados à pobreza.

Nesse contexto, portanto, a relação entre investimento e negócios sociais foi abarcada pelo termo investimento de impacto, surgindo os fundos de investimentos sociais ou de impacto social, que são fundos de investimento criados para apoiar e capitalizar empresas de iniciativa social.

Enquanto fundos de investimento tradicionais focam suas operações e investimentos apenas em retorno econômico, os fundos de investimento de impacto encontram-se no meio

campo entre filantropia e investimento tradicional, direcionando seus investimentos para negócios que gerem retorno econômico atrelado ao impacto social.

Na última década observou-se que cresceram os ganhos na mobilização de capital para o investimento de impacto, o número de atores do setor, seja apoiando negócios sociais ou investindo neles, aumento da demanda por investimentos de impacto, com a disseminação do empreendedorismo social e de modelos de negócios sociais lucrativos.

Os negócios sociais exigem um novo modelo de mercado e, para isto, é necessário investir no aprimoramento do setor, a começar por diagnósticos desses investimentos sociais, bem como em publicidade e transparência para o mercado e para a população em geral, vez que as mudanças sociais que podem ser alcançadas através deles são notórias e importantes.

A responsabilidade pelos problemas sociais é coletiva, cabendo trabalhar-se para o crescimento do investimento de impacto e sua consolidação. No Brasil, em especial, que ainda conta com sérios problemas sociais, o investimento de impacto prova-se uma poderosa ferramenta a fim de incluir a maioria da população no desenvolvimento social-econômico.

Importante frisar que não só os fundos de investimento, como as aceleradoras e incubadoras e demais atores, são veículos importantes de compartilhamento de conhecimento e experiências no universo dos negócios sociais.

Os resultados financeiros e sociais começaram a surgir apesar da necessidade de que as métricas desses indicadores sejam consolidadas, bem como os conceitos que os conceitos do setor sejam articulados de forma mais convergente.

Diante do exposto ao longo do estudo, concluí-se que os fundos de investimento sociais contribuem para fomentar o desenvolvimento do setor de negócios sociais, uma vez que une profissionais experientes do mercado aos empreendedores sociais que estão iniciando no setor, auxiliando-os em estratégias de atuação, aliando retorno financeiro à necessidade de geração de impacto social efetivo, em busca da concretização, dentre outros, da justiça social e da dignidade da pessoa humana.

BILBIOGRAFIA

ARTEMISIA – <http://artemisia.org.br/>.

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – <http://portal.anbima.com.br/Pages/home.aspx>.

BENJAMIN, Antônio Herman V.; MARQUES, Claudia Lima; e BESSA, Leonardo Roscoe. **Manual de Direito do Consumidor**. 4.^a ed. São Paulo : Editora Revista dos Tribunais, 2012.

BM&FBOVESPA – <http://www.bmfbovespa.com.br>.

BOBBIO, Norberto – tradução de Carlos Nelson Coutinho. **A Era dos Direitos**. Nova ed. Rio de Janeiro : Elsevier, 2004 – 13^a tiragem.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – <http://www.cvm.gov.br>.

COSTA, Maria Alice Nunes. **Estudo 18: Responsabilidade Social Corporativa: Parâmetros de Ações Sustentáveis**. Disponível em: <http://web.cedeplar.ufmg.br/cedeplar/site/pesquisas/pis/Estudo%2018.pdf>.

CREMONEZZI, Paula Bonazzi; CAVALARI, Danielle Cristine; DIAS, Sylmara Lopes Francelino Gonçalves. **Reflexões sobre o papel dos fundos de investimentos de impacto no desenvolvimento de negócios sociais: um estudo de caso**. Artigo apresentado no VII Encontro Nacional de Pesquisadores em Gestão Social – Territórios em Movimento: Caminhos e Descaminhos da Gestão Social e Ambiental – Eixo Temático 5 – Sustentabilidade Mercado e Sociedade. Pará, 2013. Disponível em: <http://www.anaisenapegs.com.br/2013/dmdocuments/1636.pdf>.

DEBONI, Fabio (organização). **Investimento Social Privado no Brasil: tendências, desafios e potencialidades**. Instituto Sabin, Brasília, 2013. Disponível em <http://www.gife.org.br/arquivos/publicacoes/29/Livro%20instituto%20Sabin%20-%20Final.pdf>.

GARCIA, Alexandre Sanches e ORSATO, Renato J. **Índices de sustentabilidade empresarial: porque participar?** XXXVII Encontro do ANPAD. Rio de Janeiro/RJ – 7 a 11

de setembro de 2013. Disponível em http://www.anpad.org.br/admin/pdf/2013_EnANPAD_ESO1759.pdf.
GIFE – <http://www.gife.org.br/>.

GOMES, Patrícia. **Negócios sociais crescem e se estruturam no Brasil**. Envolverde: Jornalismo & Sustentabilidade – Economia. Edição de 21/05/2013. Disponível em: <http://envolverde.com.br/economia/negocios-sociais-crescem-e-se-estruturam-no-brasil/>.

GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. 16ª ed. São Paulo : Malheiros, 2014.

FORLIN, Gabriela. **Fundos procuram investimento social**. O Estado de São Paulo – Economia. Edição de 29.07.2013. <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,fundos-procuram-investimento-social-imp-,1058437>.

INSTITUTO ETHOS – <http://www3.ethos.org.br/>.

JORDÃO, Júlia Garone. **Investimentos de Impacto: negócios sociais como opção de aplicação financeira**. Monografia apresenta na Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – Departamento de Economia, sob orientação de Fabrício Mello Rodrigues da Silva, Rio de Janeiro, 2013. Disponível em: http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/Julia_Garone_Jordao.pdf - acesso em 20/01/2015.

J.P. Morgan. **Impact Investments: An emerging asset class**. Disponível em: <http://www.rockefellerfoundation.org/uploads/files/2b053b2b-8feb-46ea-adbd-f89068d59785-impact.pdf>.

_____. **Perspectives on Progress Impact Investors Survey**. Global Social Finance, 2013. Disponível em: <http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=37392097>.

LAZZARINI, Sérgio G.; MINARDI, Andrea Maria A. F.; PONGELUPPE, Leandro S.. **VOX Capital: Equilibrando Retorno Financeiro e Social em Investimentos de Impacto**. Disponível em: <http://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2014/08/vox-capital-equilibrando-retorno-financeiro-social-investimento-impacto.pdf>.

MACEDO, Fernanda Macedo; BARBOSA, Helton; CALLEGARI, Isabela; MONZONI, Mario; e SIMONETTI, Roberta Simonetti (coordenação). **O valor do ISE. Principais Estudos e**

Perspectivas dos Investidores. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/Indices/download/O-Valor-do-ISE.pdf>.

MAPA DO SETOR DE INVESTIMENTO DE IMPACTO NO BRASIL. Resumo das Conclusões, 2014. Disponível em: http://www.aspeninstitute.org/sites/default/files/content/upload/ImpactInvestingStudy_FINAL_VERSION_PORTUGUES.pdf.

MARQUES, Claudia Lima. **Diálogo das Fontes : do conflito à coordenação de normas do direito brasileiro.** São Paulo : Editora Revista dos Tribunais, 2012.

MÉO, Letícia Caroline. **Empresas Sociais: a importância de autorregulamentação para o desenvolvimento do setor.** Monografia apresentada na Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – Pós-Graduação em Direitos Difusos e Coletivos, sob orientação da Professora Valéria Theodoro Ramos, São Paulo, 2014.

NERY JUNIOR, Nelson; NERY, Rosa Maria de Andrade. **Código Civil Comentado.** 10ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013.

_____. **Constituição Federal Comentada e Legislação Constitucional.** 2ª ed. São Paulo : Editora Revista dos Tribunais, 2009.

OLIVEIRA, Christiano Baptista de. **Os índices de sustentabilidade e o mercado financeiro.** Artigo apresentado no VI encontro da Sociedade Brasileira de Economia Ecológica (ECO ECO), Brasília, 2005. Disponível em: http://www.ecoeco.org.br/conteudo/publicacoes/encontros/vi_en/artigos/mesa2/osindices_sustentabilidade.pdf - acesso em 25/01/2015.

PERFORMA INVESTIMENTOS – <http://www.performainvestimentos.com/#/>.

PETTER, Lafayette Josué. **Princípios Constitucionais da Ordem Econômica : o significado e o alcance do art. 170 da Constituição Federal.** 2ª ed. São Paulo : Editora Revista dos Tribunais, 2008.

POTENCIA VENTURE – <http://potenciaventures.net/>.

RODRIGUES, Andrea Leite; BRANDÃO, Amanda Lira; OTSUBO, Rosana Harumi. **Entre o Social e o Econômico: A emergência do novo modo de ser fazer negócios. Definições, conceitos e contribuições da teoria de marketing.** VIII Encontro Nacional de Pesquisadores em Gestão Social. Bahia, 2014. Disponível em: <http://anaisenapegs.com.br/2014/dmdocuments/3086.pdf>.

RUY, Fernando Estevam Bravin. **Direito do Investidor Consumidor no Mercado de Capitais e nos Fundos de Investimento.** Rio de Janeiro : Lumen Juris, 2010.

SCHMIDT, Marina. **Brasil amplia perspectivas de investimentos em negócios sociais.** Jornal do Comércio – Gestão. Notícia da edição impressa de 29/07/2013. Disponível em <http://jcrs.uol.com.br/site/noticia.php?codn=130458>.

TOMASEVICIUS FILHO, Eduardo. **A função social da empresa.** Revista dos Tribunais, vol. 810, p. 33, Abril, 2003.

VOX CAPITAL – <http://www.voxcapital.com.br/>.

YABEK, Otavio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais.** 2ª ed. Rio de Janeiro : Elsevier, 2009.

YUNUS, Muhammad. **Um mundo sem pobreza: a empresa social e o futuro do capitalismo.** Editora Ática, 2008.