

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

Carlos Eduardo Alvares Gonçalves

Rosa Maria Fischer

Resumo: A emergência de investidores e empreendedores de negócios sociais tem provocado polêmicas e reflexões acerca da avaliação de impacto, da taxa de retorno do investimento de impacto e também de conceitos essenciais para fundamentar as operações de investimento, como valor social e impacto socioambiental. Neste cenário, o presente trabalho teve como objetivo analisar as percepções dos diferentes grupos de atores do ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto – investidores, negócios sociais e organizações intermediárias - sobre esses temas, a partir de uma pesquisa exploratória de abordagem qualitativa. A análise das respostas evidenciou que há uma grande diversidade de entendimentos sobre o conceito de valor social e que alguns entrevistados tendem a usar esse termo como sinônimo de impacto social. A maioria dos entrevistados ressaltou elementos relacionados ao acesso à educação, aos serviços de saúde e aos direitos de cidadania. Talvez por se tratar de empreendimentos relativamente recentes, não foi possível identificar em que grau os investidores de impacto estão contribuindo para que esses negócios potencializem a geração de valor social aos beneficiários finais. No entanto, todos os negócios sociais que receberam investimento de impacto afirmaram que os investidores estão contribuindo para o desenvolvimento de seus negócios. Sobre a taxa de retorno do investimento, as opiniões dos entrevistados divergiram, mas a maioria deles entende que, no médio e longo prazo, as taxas de retorno deveriam seguir as taxas médias de mercado. A avaliação de impacto pré-investimento ainda é mais aproximativa do que baseada em indicadores de impacto social, porém todos os atores dos grupos de oferta de capital e demanda de capital que receberam investimento afirmaram que a geração de valor social é monitorada pelos investidores após o aporte de recursos. Nesse sentido, o presente trabalho espera contribuir para o avanço teórico e prático das questões e dilemas enfrentados pelo empreendedorismo social e pelo setor de investimento de impacto, bem como para fomentar o ecossistema brasileiro de Finanças Sociais.

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

1 INTRODUÇÃO

O contexto atual brasileiro, tomado por investigações e condenações de políticos e empresários de grandes corporações por crimes relacionados a atos de corrupção¹ – inclusive na indústria de alimentos² –, traz um sentimento de revolta e desesperança para alguns. Para outros, porém,

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

² A operação Carne Fraca foi deflagrada em 17 de março de 2017 e apura o envolvimento de fiscais do Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento em esquema de corrupção para liberação de licenças e fiscalização

este apresenta-se como um momento de reflexão sobre o **jeitinho brasileiro** de fazer as coisas e sobre até onde pode chegar essa “junção do ‘pode’ com o ‘não pode’”, apresentada pelo antropólogo Roberto DaMatta como sendo o “estilo de navegação social” do brasileiro (1984, p. 100). Essa reflexão passa por um questionamento das práticas adotadas pelas empresas no Brasil, cujos produtos e serviços são disponibilizados diariamente para consumo e utilização de milhões de pessoas. Além disso, aparentemente, as mesmas reflexões estimulam o crescimento das inquietações sobre a procedência dos produtos consumidos e o impacto social que as empresas geram em seu dia a dia para o país. Tudo isso se relacionará, mais cedo ou mais tarde, com a indústria de investimento de impacto, que, apesar de desconhecida para grande parte da população, não é mais vista como um mercado nascente³.

A expressão **investimento de impacto** (em inglês, *impact investing*) foi cunhada em 2007 (ROCKEFELLER, 2012), porém, ela ganha maior notoriedade a partir da definição trazida em relatório de 2010, elaborado pelo banco J.P. Morgan (2010, p. 5). Esse relatório esclarece que investimento de impacto é a alocação de capital privado para criar impacto social positivo, além de retorno financeiro. Tal modalidade de investimento é apresentada, portanto, como uma alternativa à tradicional classificação binária de que um investimento pode visar lucro **ou** benefício social, este último muito relacionado à figura da doação e da filantropia.

Este trabalho se propõe a investigar aspectos relevantes sobre o ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto, a partir de percepções de seus atores e, com isso, pretende contribuir com o avanço do setor, tanto do ponto de vista acadêmico quanto prático.

1.1 Questão de pesquisa e objetivos

Diante do contexto apresentado, a) de desenvolvimento do ecossistema de investimento de impacto e negócios sociais no mundo como um todo; e b) do interesse cada vez maior dos investidores em gerar impacto social positivo a partir de seus recursos, a pergunta que esta

irregular de frigoríficos. Para mais informações, vide matéria do jornal “O Globo” disponível em: <<http://g1.globo.com/pr/parana/noticia/operacao-carne-fraca-policia-federal-indicia-mais-de-60-pessoas.ghtml>>. Acesso em: 01 jun. 2017.

³ Esta é a conclusão trazida pelo diretor-presidente da Global Impact Investing Network – GIIN na carta de apresentação da 6ª edição do relatório anual de pesquisa com investidores de impacto, publicada em maio de 2016. GIIN é uma organização sem fins lucrativos, concebida em outubro de 2007, quando a Rockefeller Foundation reuniu um pequeno grupo de investidores para discutir as necessidades da então emergente indústria de investimento de impacto. A associação se dedica a aumentar a escala e eficácia do investimento de impacto no mundo (GIIN, [200?a] – informações do site: <<https://thegiin.org/about>>).

pesquisa visa responder é a seguinte: Quais são as percepções dos atores do ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto com relação a valor social, avaliação de impacto e taxa de retorno do investimento de impacto?

O objetivo geral deste estudo é verificar e analisar as percepções de atores do ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto com relação a valor social, avaliação de impacto e taxa de retorno do investimento de impacto. Os objetivos específicos, por sua vez, são: identificar o que se entende por valor social; analisar se e como os investidores de impacto estão gerando valor social por meio de seus investimentos; analisar a percepção dos diferentes atores do ecossistema com relação à taxa de retorno sobre o investimento que deve ser exigida pelos investidores de impacto; identificar se e como os investidores avaliam o potencial do negócio para gerar valor social antes e após a realização do investimento.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Negócios sociais

Os trabalhos de conceituação sobre novos termos são relevantes e os esforços nesse sentido são necessários para o desenvolvimento da ciência em torno daquele novo fenômeno. Diferentes termos têm sido utilizados para descrever empreendimentos que buscam impacto social e retorno financeiro, tais como “empresas sociais”, “negócios inclusivos”, “negócios com impacto social” e “negócios sociais” (COMINI et al., 2013, p. 42). Conforme apontam Fischer e Comini (2012, p. 367), há três linhas de origem e definições de conceito na literatura que explicam os negócios sociais: a) a europeia, com foco nas organizações da sociedade civil com funções públicas; b) a norte-americana, que entende os negócios sociais como organizações típicas do setor privado que se dedicam a entregar soluções para problemas sociais; e c) a predominante em países em desenvolvimento, como o Brasil, que destaca as iniciativas de mercado (que visam ao lucro, portanto) cujo objetivo é reduzir a pobreza e transformar as condições sociais de indivíduos excluídos ou marginalizados.

A expressão “negócios com impacto social”⁴, por sua vez, costuma ser utilizada para “definir uma empresa que tem objetivos sociais ou uma unidade de negócios incorporada a uma empresa

⁴ Sobre informações do contexto histórico e discussões relacionadas a essa expressão no Brasil, ver Comini et al. (2013, p. 49 e 50).

tradicional” (COMINI et al., 2013, p. 49). Trata-se, portanto, de conceito mais amplo que o de empresas sociais, mais relacionado a “pequenas e médias empresas que objetivam a inclusão de desfavorecidos” (COMINI et al., 2013, p. 49). Os benefícios sociais almejados pelos negócios de impacto social costumam ser direcionados para a chamada “base da pirâmide” (PRAHALAD; HART, 2002), onde está inserida a maioria dos indivíduos em condições de vulnerabilidade social. Pela carência de produtos e serviços básicos, esse ambiente apresenta muitas oportunidades para esse tipo de negócio.

Com foco também em negócios envolvendo a população de baixa renda, Muhammad Yunus, ganhador do Prêmio Nobel da Paz em 2006 e fundador do primeiro banco especializado em microcrédito no mundo, defende a existência de dois tipos de negócios sociais. O primeiro são negócios voltados à resolução de algum problema social, autossustentável financeiramente, em que seus investidores/acionistas reinvestem todos os dividendos com o objetivo de expandir e melhorar o negócio (YUNUS, 2010, p. 19-20). Já o segundo tipo de negócio social “[...] é uma empresa com fins lucrativos de propriedade de pessoas pobres, diretamente ou por intermédio de um fundo destinado a uma causa social predefinida” (YUNUS, 2010, p. 20). Yunus classifica o Grameen Bank como sendo um negócio social do tipo II, uma vez que seus proprietários são pessoas de baixa renda, as quais também são clientes do banco. Em razão da restrição à distribuição dos dividendos apenas para negócios sociais do tipo II, ou seja, se as ações forem detidas pela população pobre, a definição de Yunus de negócio social é tida como mais conservadora.

Como o presente estudo tem o objetivo de estudar investimentos de impacto realizados em negócios sociais com expectativa de retorno financeiro para seus acionistas, adotar-se-á um conceito mais abrangente, como o que vem sendo proposto pela Força Tarefa de Finanças Sociais⁵ (2015b), que admite a distribuição de dividendos aos respectivos acionistas e investidores do negócio social. A possibilidade de aferição de lucros por negócios sociais tem suporte teórico no entendimento do professor da Harvard Business School, Michael Chu, segundo o qual é necessário, para eliminação da pobreza, um tipo de intervenção que compreenda quatro atributos: (i) capacidade de atingir um grande número de pessoas; (ii) capacidade da intervenção se sustentar ao longo do tempo, geração após geração; (iii) eficácia

⁵ A Força Tarefa Brasileira de Finanças Sociais foi criada em maio de 2014 e é composta por representantes de diferentes setores engajados no avanço do campo de Finanças Sociais no Brasil.

em atingir os resultados pretendidos e (iv) eficiência para que a intervenção custe cada vez menos (CHU, 2007, p. 137).

2.2 Investimento de impacto

Iniciado em 2003 no Brasil (ANDE, 2014), o mercado de investimento de impacto vem se desenvolvendo com bastante vigor desde então. Segundo definição do banco norte-americano J.P. Morgan, “investimentos de impacto são investimentos realizados com a intenção de gerar impacto positivo, além de retorno financeiro” (2010, p. 5, tradução nossa). Ou seja, o foco do investimento de impacto são negócios sociais, conforme descrito no item 2.1 acima. Já temos alguns fundos de investimento de impacto atuando no Brasil, nacionais e estrangeiros, em setores diversos, de habitação e saneamento até inclusão financeira.

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

Judith Rodin e Margot Brandenburg (2014), ambas com passagem em posições relevantes na Fundação Rockefeller⁶, pontuam que “no centro do investimento de impacto, está a presença de um objetivo duplo – o desejo ativo de atingir resultados ambientais ou sociais positivos bem como resultados financeiros”. (2014, p. 7-8, tradução nossa)

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

⁶ Judith Rodin foi presidente da Fundação Rockefeller de março de 2005 a janeiro de 2017. Por sua vez, Margot Brandenburg foi Diretora Associada Sênior da Fundação Rockefeller de agosto de 2006 a abril de 2013.

ambientais, independentemente de seu formato jurídico ou foco de atuação (EMERSON, 2003, p. 44).

2.3 Geração de valor social

Conforme visto no item 2.2, a proposta de *blended value* trazida por Emerson (2003) implica em reconhecer que a geração de valor sempre será composta de elementos sociais, ambientais e econômicos e, portanto, não se pode imaginar que um determinado negócio ou iniciativa gere apenas impacto social ou apenas impacto financeiro. Trazendo esse conceito para exemplos práticos, pode-se inferir que uma entidade filantrópica sem fins lucrativos não gera apenas valor no aspecto social. De outro lado, uma sociedade empresária não tem como resultado apenas impactos econômicos. No entanto, em razão do foco do presente estudo, este item abordará apenas os aspectos sociais em sentido amplo, assim compreendidos tanto a geração de valor apenas social, apenas ambiental ou ambos.

No que toca o aspecto social, como identificar, classificar e mensurar que tipo de valor foi criado? Tal como vimos com relação ao termo “negócios sociais”, há também diversos autores com abordagens diferentes sobre o que seria a geração de valor social. O ponto de partida para essa análise é diferenciar valor social de impacto social. Para os economistas do banco mundial, Shahidur R. Khandker, Gayatri B. Koolwal & Hussain A. Samad (2010), apesar do valor social ser gerado ao longo de determinada iniciativa ou intervenção, o impacto só se comprova com o isolamento dos efeitos dessa iniciativa (política pública ou negócio social, por exemplo) de outros fatores, sendo essa a questão mais importante na avaliação de impacto (2010, p. 4).

Não obstante o impacto ser o objetivo final de um negócio social, é importante que desde sua concepção os empreendedores realizem um mapeamento de toda a cadeia de valor de seu negócio, utilizando informações de *inputs*, *outputs* e *outcomes*. Os *inputs* seriam todos os recursos alocados para aquela intervenção, incluindo salário da equipe envolvida e capital necessário para início das atividades. Os *outputs* são indicadores mais tangíveis, que podem ser facilmente observados como consequência direta das atividades de determinado negócio social. O conjunto formado pelos *inputs* e *outputs* formam os indicadores intermediários, que cobrem tanto a etapa de implementação quanto de desenvolvimento da intervenção (KHANDKER et al., 2010, p. 9).

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

Portocarrero & Delgado (2010), a partir da análise de trinta e três negócios inclusivos de onze países diferentes da América Latina mais Espanha, ampliam a proposta de geração de valor social para a população de baixa renda, na forma como foi originalmente exposta no artigo seminal de Prahalad & Hart (2002) e posteriormente no livro de Prahalad (2005). Para estes últimos autores, as empresas poderiam auferir lucros por meio da disponibilização de seus produtos e serviços à população da base da pirâmide, mercado relativamente pouco explorado. Ao facilitar o acesso a produtos e serviços de baixo custo, porém de qualidade, as empresas estariam atuando diretamente na melhoria do bem-estar da população pobre (PRAHALAD; HART, 2002, p. 1).

Reconhecendo que “valor” é um conceito tripartite (EMERSON, 2003, p. 44), os autores Portocarrero & Delgado propõem a compreensão da geração de valor social por meio da divisão em quatro dimensões analíticas. As duas primeiras dimensões se referem a resultados tangíveis e são representadas pelo aumento de renda e acesso a bens e serviços – esta última muito similar à proposta de valor social de Prahalad & Hart (2002). Na dimensão de resultados intangíveis, estão a construção de cidadania e desenvolvimento de capital social (PORTOCARRERO; DELGADO, 2010, p. 303).

A Professora Graziella Comini, em sua tese de livre-docência, amplia o espectro apresentado no parágrafo anterior, de modo a apresentar nove categorias de valores socioambientais que podem ser analisados em conjunto (COMINI, 2016, p. 151), conforme Figura 1, utilizada para análise dos resultados no item 4.1.

As categorias “capital social” e “cidadania” e sua classificação como fatores subjetivos, bem como a categoria “capital produtivo” (dimensão “aumento de renda”) foram construídas a partir do referencial teórico de Portocarrero & Delgado (2010). Já “custos de transação” foi

desenvolvido com base em Torres, Barki & Comini (2015 apud COMINI, 2016) e Mendoza (2011). As categorias “capital físico”, “capital humano” e “capital social” são tidas por Torres e Barki (2013, apud COMINI, 2016, p. 46) como ativos necessários ao combate à pobreza. Por capital físico, entende-se o direito à propriedade, especialmente relevante para a população que vive na zona rural, e o estoque de bens materiais (TORRES; BARKI, 2013⁷ apud COMINI, 2016, p. 46). Por sua vez, capital humano se relaciona com nível de educação, saúde e poder do trabalho (TORRES; BARKI, 2013, apud COMINI, 2016, p. 46). Já o capital social liga-se com a extensão e natureza das relações sociais, tal como na proposta de Portocarrero & Delgado (2010).

Na categoria “capital natural” se incluem iniciativas de mercado que se propõem a ir além de minimizar impactos negativos ao meio ambiente. São organizações que oferecem serviços ecossistêmicos, como: (i) Provisão: produtos obtidos do ecossistema, que incluem água, combustível e recursos ornamentais (como flores); (ii): Regulação: benefícios obtidos por meio da regulação do uso do ar, da água, do clima, de doenças, dentre outros; (iii) Culturais: são benefícios intangíveis que as pessoas obtêm dos ecossistemas por meio do enriquecimento cultural, recreação, desenvolvimento cognitivo etc.; e (iv) Suporte: são necessários para todos os outros serviços ecossistêmicos e normalmente seu impacto é indireto sobre as pessoas – por exemplo, formação de solo e fotossíntese (MEA, 2005, p. 40). As duas últimas categorias, “economia de baixo carbono” e “reúso de materiais” estão refletidas na taxonomia adotada pelo IRIS⁸ para métricas relacionadas a objetivos de impacto ambiental.

3 METODOLOGIA

O objetivo do presente estudo – verificar e analisar as percepções de atores do ecossistema brasileiro de finanças sociais com relação a valor social, avaliação de impacto e taxa de retorno do investimento de impacto – enquadra-se ao primeiro dos quatro grupos de objetivos de pesquisa descritos por Selltitz et al., de “familiarizar-se com o fenômeno ou conseguir nova compreensão deste, frequentemente para poder formular um problema mais preciso de pesquisa

⁷ TORRES, H.G.; BARKI, E. **Por uma Classificação dos Negócios com Impacto Social**. In: VII ENAPEGS – Encontro Nacional de Pesquisadores em Gestão Social, Belém, PA. Anais... Belém, PA: Unama – Universidade da Amazônia, 2013.

⁸ O IRIS (acrônimo em inglês de *Impact Reporting and Investment Standards*) foi desenvolvido pela rede GIIN e consiste em um catálogo de métricas de performance, específicas para cada setor de atuação, que permitem medir o impacto social, ambiental e financeiro do negócio social (IRIS, [200?]).

ou criar novas hipóteses” (1974, p. 59), de modo que os estudos com esse escopo normalmente são denominados de formuladores ou exploratórios.

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

A natureza da contribuição desta pesquisa pretende ser intelectual e prática (SELLTIZ et al., 1974, p.7). Intelectual, pois se propõe a gerar conhecimento incremental à ciência da administração, especialmente com relação à temática de negócios sociais, investimento de impacto e valor social; e prática, em razão de sua intenção de contribuir, de um lado, para que os diversos atores do ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto compreendam como suas percepções em relação a aspectos de geração de valor social, avaliação de impacto e taxa de retorno do investimento de impacto convergem ou não, e, de outro, contribuir com mais informações sobre o ecossistema para o próprio avanço dessa agenda no país.

Em relação à estratégia de pesquisa, trata-se de um estudo de caso único, que abrange o ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto, com várias unidades de análise, classificado por Yin como estudo de caso incorporado (2001, p. 61). As unidades de análise são representadas por cada um dos respondentes da pesquisa, os quais são agrupados em três grupos – oferta de capital, intermediários e demanda de capital, a partir da proposta apresentada pela Força Tarefa de Finanças Sociais para o seu ecossistema (2015, p. 8), descrita abaixo.

O primeiro passo para a realização deste estudo de caso foi a revisão de literatura sobre o tema (YIN, 2001, p. 52). Feito esse levantamento e identificadas questões relevantes para este estudo, decidiu-se coletar informações por meio de entrevistas semiestruturadas com dezoito atores do ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto, com a realização de uma primeira pesquisa como pré-teste. Para realização das entrevistas, foram convidados representantes de diferentes atores do ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento

de impacto. Segundo a Força Tarefa de Finanças Sociais, esse ecossistema se estrutura da seguinte forma: (i) **atores da oferta de capital**, que são aqueles que doam, investem ou emprestam recursos financeiros; (ii) **atores da demanda de capital**, que são os negócios de impacto; (iii) **mecanismos financeiros**, que consiste na modalidade e fluxo de capital por meio dos quais o recurso é alocado, como empréstimos, financiamento coletivo (*crowdfunding*) e contrato de impacto social (*social impact bond*); e (iv) **organizações intermediárias**, que são responsáveis por conectar os diferentes atores do ecossistema (FTFS, 2015a, p. 12; FTFS, 2015b, p. 13).

Portanto, a escolha intencional (EISENHARDT, 1989, p. 537) se justifica em razão do objetivo de que as contribuições do presente estudo sejam construídas a partir de diferentes experiências e pontos de vista (SELLTIZ et al., 1974, p. 65-66), com dezoito representantes de cada um dos três grupos de atores do ecossistema. Todos os convidados são da rede de relacionamento direta ou indireta do pesquisador, porém foram selecionados em razão de serem profissionais com experiência significativa e que, portanto, poderão trazer contribuições relevantes ao presente estudo (SELLTIZ et al., 1974, p. 65). As entrevistas gravadas foram transcritas e os dados foram analisados com a utilização da técnica de análise de conteúdo (BARDIN, 1977). A grade para análise das informações coletadas é do tipo mista, uma vez que foram definidas categorias preliminares com base na literatura pertinente, mas permitiu-se a inclusão de novas categorias surgidas durante a análise (VERGARA, 2015, p. 9).

A partir da revisão de literatura sobre negócios sociais, investimento de impacto e valor social, entendeu-se como pertinente aos propósitos da presente pesquisa a utilização de categorias construídas com base no *framework* construído por Comini (2016, p. 52), conforme descrito no item 2.3, do capítulo 2. Os dados foram interpretados por meio do procedimento de emparelhamento (*pattern-matching*). Desse modo, frases e parágrafos das entrevistas foram definidos como unidades de análise (VERGARA, 2015, p. 9), agrupados em categorias, e comparados com o referencial teórico mencionado anteriormente.

3.1 Matriz de amarração

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

Quadro 1 - Matriz de Amarração

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

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

4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Neste capítulo os resultados da pesquisa serão apresentados a partir dos dados coletados em entrevistas realizadas entre os meses de maio e junho de 2017. Com o objetivo de manter a confidencialidade das opiniões dos entrevistados, o gênero neutro foi utilizado para se referir a eles. Além disso, a ordem das organizações elencadas no Quadro 2 abaixo não corresponde à ordem que será utilizada para a discussão dos resultados. As dezoito organizações e uma breve descrição de suas atuações são apresentadas no quadro apresentado abaixo. As descrições foram elaboradas principalmente a partir de informações transmitidas pelos próprios respondentes e, quando necessário, complementadas com informações disponíveis nos respectivos sites institucionais das organizações.

Quadro 2 - Atuação das organizações entrevistadas

	Organização	Descrição da atuação
Oferta de Capital (entrevistados 1 a 3)	Maraé	<i>Family office</i> com investimentos em negócios de impacto. Além de participar de comitês de investimento de impacto, atua também em Conselhos de Administração de entidades do terceiro setor.
	Banco Interamericano de Desenvolvimento – BID	Organismo multilateral que atua com foco em desenvolvimento social e ambiental, geração de emprego e renda, melhora de produtividade e diminuição da desigualdade.
	Instituto Sabin	O Instituto Sabin atua em projetos relacionados às áreas de saúde, esporte e educação. Desde 2014 está envolvido no ecossistema de finanças sociais e trabalha para fomentar a participação de outras organizações sem fins lucrativos no setor.
Demanda de Capital (entrevistados 4 a 10)	Outdoor Social	Negócio que visa gerar complemento de renda por meio da publicidade. Sua proposta é incluir a população de baixa renda no processo de comunicação e marketing como planejadores de mídia e exibidores de mensagens de publicidade no muro de suas casas.
	Programa Vivenda	Negócio que faz reformas habitacionais para a população de baixa renda.
	Réupi	Plataforma que conecta pessoas que estão em busca de ajuda com questões de desenvolvimento pessoal e profissionais que podem esclarecer essas questões.
	4YOU2 Idiomas	Rede de escolas de idiomas que atua com o público das classes C, D e E.
	Terra Nova	Negócio que atua com mediação de conflitos entre moradores e proprietários de terrenos ocupados irregularmente.
	Biofilica	Fundada em 2008 com o objetivo de tornar a conservação florestal uma atividade econômica.
	TEM	Negócio que visa oferecer acesso à saúde a um custo que seja acessível às pessoas.
Organizações Intermediárias (entrevistados 11 a 18)	Vox Capital	Fundada em 2009 com o objetivo de criar um mundo em que negócios fossem de fato agentes de transformação social positiva. Investe em negócios que buscam retorno financeiro e transformação social para a população de baixa renda no Brasil.
	Mov Investimentos	Organização que trabalha para reduzir desigualdades e reverter a degradação ambiental. Atua principalmente por meio de investimentos em empresas que têm como objetivo primordial resolver um problema social, ambiental ou ambos.

UBS	UBS no Brasil atua como subsidiária local afiliada à matriz suíça. UBS Global é a maior gestora de ativos do mundo. Desde 2015 estão envolvidos com o ecossistema de investimento de impacto no Brasil.
Din4mo	A Din4mo nasceu em 2014 e atua tanto como aceleradora de negócios sociais, quanto como plataforma para realização de investimentos com recursos próprios e de terceiros, com foco em capital semente ⁹ .
Artemisia	Atua há mais de 10 anos na construção do ecossistema de negócios de impacto no Brasil. Em 2014 o foco da organização passou a ser o empreendedor.
Move Social	Consultoria especializada em avaliação de impacto social.
Instituto de Cidadania Empresarial	Organização da sociedade civil que desde 2014 tem como foco de atuação o fortalecimento do ecossistema brasileiro de finanças sociais.
Derraik & Menezes Advogados	Atua no ecossistema de finanças sociais apoiando tanto investidores quanto empreendedores em suas operações de investimento. Assessora também os negócios sociais em suas atividades e rotinas do dia a dia.

Fonte: Elaborado pelo autor.

O conteúdo das entrevistas apresentadas será analisado para identificar diferenças e semelhanças nas percepções entre os grupos de atores e entre cada um dos respondentes em relação às perguntas do roteiro de entrevista. A organização das análises está dividida conforme matriz de amarração apresentada no item 3.1 deste trabalho. As respostas às perguntas sobre geração de valor social, serão analisadas à luz do referencial teórico discutido no capítulo 2, item 2.3. A pergunta relacionada à taxa de retorno do investimento, bem como as perguntas sobre avaliação de potencial de impacto e monitoramento, serão analisadas, sempre que possível, à luz do relatório da ANDE de agosto de 2016.

As perguntas sobre avaliação de potencial de impacto e monitoramento foram as únicas adaptadas a cada grupo de ator do ecossistema de finanças sociais. Para os atores do grupo de oferta de capital, as perguntas foram relacionadas à avaliação feita pelos três entrevistados desse grupo nos momentos: (i) anterior à realização do investimento, para identificar o potencial de geração de valor social do negócio; e (ii) ao longo do investimento, para verificar se o negócio em que investiram estava gerando valor social.

Para os sete entrevistados do grupo de demanda de capital, as perguntas foram direcionadas à avaliação feita pelos investidores em relação ao seu negócio antes de realizarem o investimento,

⁹ “Capital semente” é um termo utilizado no mercado de investimentos para se referir ao capital investido em rodada posterior ao investimento realizado por investidores-anjo (normalmente pessoas físicas que investem valores abaixo de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais), com patrimônio próprio, cujo principal direcionamento é para startups, empresas nascentes de tecnologia (em sua maioria) com alto potencial de crescimento. A figura do investidor-anjo foi recentemente incluída em nossa legislação por meio da Lei Complementar nº 155, de 27 de outubro de 2016, no artigo 61-A. Segundo a Associação Brasileira de Startups, a aplicação como capital semente pode chegar a R\$ 5 milhões. Fonte: <<https://abstartups.com.br/2017/01/18/aprenda-ja-o-que-e-o-capital-semente/>>. Acesso em: 07 jun. 2017.

e à maneira como é feito esse monitoramento pelos investidores após a realização do investimento, para verificar se os negócios estão gerando valor social. Para os negócios que não receberam investimento, as perguntas buscaram entender como eles estão sendo financiados, quais as percepções dos empreendedores sobre como foi esse processo, caso do entrevistado 9, ou como seria esse processo de avaliação pré-investimento conduzida por investidores, caso do entrevistado 10.

Por fim, para os oito atores do grupo de intermediários as perguntas direcionadas buscaram captar as percepções em relação às avaliações feitas pelos investidores no ecossistema de negócios sociais e investimento de impacto de forma geral. Para aqueles que atuam como plataforma de investimentos (entrevistados 11, 12, 13 e 18), ainda que em conjunto com outras atividades, os entrevistados responderam às perguntas de acordo com as práticas de suas organizações.

4.1 Significado de valor social

O primeiro ponto relevante que vale destacar da análise das dezoito entrevistas é que cada entrevistado possui uma compreensão própria sobre o que é valor social, o que reforça a reflexão de Portocarrero & Delgado, que enxergam o conceito como algo complexo e multidimensional (2010, p. 326). Isso demonstra que, para o setor, parece não estar clara a diferença entre valor social e impacto social. Tal como defendido por Khandker et. al., só se pode falar em impacto com o isolamento dos efeitos da iniciativa ou da intervenção realizadas, sendo essa a questão mais importante na avaliação de impacto (2010, p. 4).

Essa complexidade e dificuldade na definição do termo valor social - ou impacto social, para aqueles que preferiram utilizar esse termo em suas respostas - foi, inclusive, levantada pelo entrevistado 13 como um desafio à abordagem de potenciais investidores. Em sua opinião, “o setor ainda não conseguiu dizer para uma audiência ampla o que é impacto”. Ele também acredita que, além de dificultar a captação de recursos para o ecossistema, gera-se uma desconfiança de que as operações de investimento de impacto possam ser utilizadas como uma espécie de *green washing* ou *social washing*. Esse mesmo ponto foi levantado por um ator do grupo de oferta de capital (entrevistado 2) ao pontuar que ainda há investidores que enxergam o investimento de impacto como uma forma de *green washing*. Ou seja, segundo esse entrevistado, o discurso é algo como: “vou ganhar dinheiro com investimentos tradicionais, e

aí, como uma espécie de compensação, eu direciono um pouco dos meus recursos para investimento de impacto”.

Da análise das respostas a esta pergunta, nota-se que dois atores do grupo de intermediários (14 e 18) trouxeram de forma expressa o elemento da liberdade em seu entendimento sobre valor social, pois acreditam que as pessoas possam realizar suas escolhas de forma mais consciente, seguindo as ideias de Amartya Sen (2010, p. 29). O entrevistado 14 afirmou que desde o início das atividades de sua organização o conceito de Amartya Sen é utilizado.

É interessante observar que, ao serem questionados sobre o que entendem por valor social, todos os sete entrevistados do grupo de demanda de capital responderam com base nas atividades realizadas por seu negócio, sendo que quatro o fizeram de forma expressa (5, 7, 8 e 9) e os demais (4, 6 e 10) de forma indireta, mencionando também outros aspectos que extrapolavam a atuação de suas organizações. Dentre os demais atores, apenas o entrevistado 12, do grupo de intermediários, relacionou sua resposta à atividade de sua organização, de forma expressa. Considerando a própria complexidade do conceito descrita anteriormente, pode-se inferir que parece ser difícil para os empreendedores ou executivos desses negócios, por estarem muito envolvidos no dia a dia da operação, não relacionarem o significado de valor social com as atividades do negócio em que trabalham.

Com o objetivo de identificar os elementos de valor social mencionados pelos respondentes à luz do *framework* de geração de valor social proposto por Comini (2016, p. 52), a Figura 1 abaixo foi elaborada, incluindo o número do entrevistado que fez referência àquela dimensão e o total de referências observadas abaixo de cada uma das nove dimensões. O elemento “valorização do espaço físico das comunidades”, mencionado pelo entrevistado 9, foi inserido na dimensão “Cidadania” em razão dessa valorização, a partir da descrição do entrevistado e da análise deste autor, gerar maior visibilidade e dignidade para a população de baixa renda, conforme descrito por Portocarrero & Delgado (2010, p. 327).

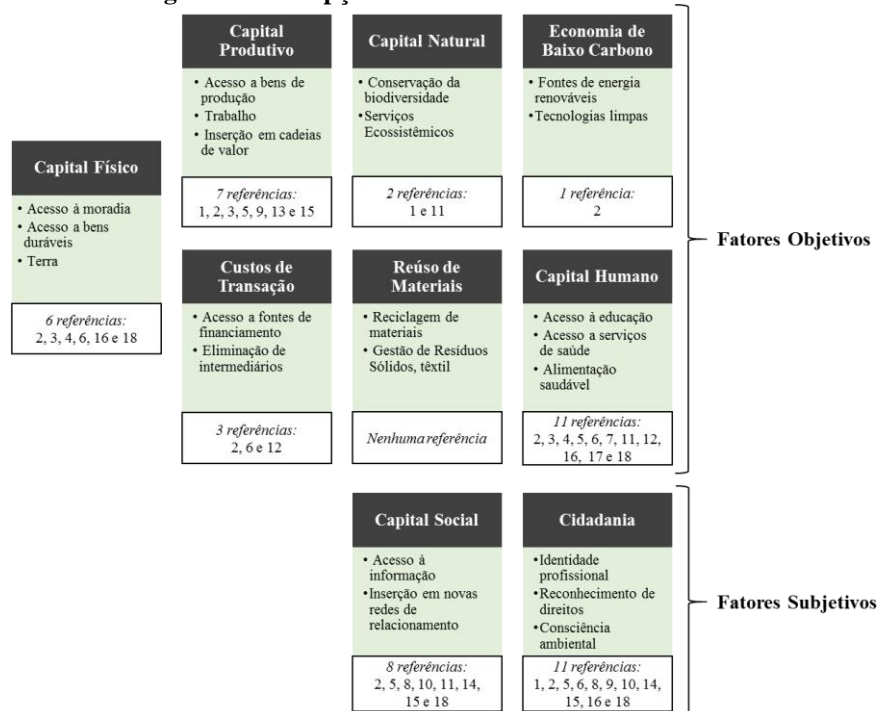
Em alguns casos não foi possível relacionar, de forma precisa, parte das definições trazidas pelos respondentes a um dos aspectos específicos do *framework* de Comini (2016, p. 52), seja em razão da resposta do entrevistado ter sido muito ampla - como no caso do entrevistado 12 que citou a “resolução dos problemas socioambientais mais agudos” -, ou em razão deste autor não ter conseguido estabelecer uma relação imediata entre os elementos trazidos pelo

entrevistado e as dimensões constantes no *framework*. Isso ocorreu com elementos relacionados à segurança, à paz e à diminuição dos índices de violência trazidos pelos entrevistados 2 e 6, 10 e 5, e 10, respectivamente. Nos casos em que o entrevistado mencionou frases como “melhoria nas condições de vida” (entrevistas 3, 6 e 11), este elemento foi considerado na dimensão “capital humano”. Em relação à segurança, a reflexão feita pelo entrevistado 6 foi:

(...) lucro e valor social, impacto social, podem caminhar juntos, e cada vez ampliar mais isso para outras áreas, não só educação, moradia e saúde. Então **segurança** também é outra área bastante crítica. Por exemplo, os **presídios**, por que não fazer um **presídio** com participação também, com investimento de impacto?

Em razão de valores sociais relacionados à segurança terem aparecido nas respostas de quatro entrevistados, um do grupo oferta de capital e três do grupo de demanda de capital, a reflexão que este autor coloca é se seria necessária a inclusão de uma dimensão adicional às nove dimensões do *framework* de Comini (2016, p. 52) ou se os elementos de segurança poderiam ser relacionados à dimensão “cidadania”, por implicar no reconhecimento de um direito, inclusive previsto na Constituição Federal¹⁰. Para os fins deste trabalho, o elemento segurança foi incluído na dimensão “cidadania”. Feitas as observações acima, tem-se a seguir o *framework* de Comini (2016, p.52) com a análise dos elementos mencionados pelos entrevistados:

Figura 1 - Percepções dos entrevistados sobre valor social



FONTE: Elaborado pelo autor a partir do *framework* de Comini (2016, p. 52)

¹⁰ Nos termos dos Artigos 5º e 144º da Constituição Federal, é dever do Estado garantir a segurança dos cidadãos.

Note-se que as dimensões que receberam o maior número de referências foram “capital humano” e “cidadania”. Foram 11 os entrevistados que mencionaram elementos relacionados a cada uma delas. Em seguida, a dimensão “capital social” foi a mais citada, com 8 referências. Ainda, na análise da Figura 1 acima se observa que a dimensão “reúso de materiais” não obteve nenhuma referência. Embora os entrevistados 2, 9 e 18 tenham mencionado a atividade de reciclagem de materiais ao longo de suas falas, em nenhum momento esse elemento foi relacionado ao entendimento sobre valor social.

Da análise da Figura 1 e das respostas dos três últimos entrevistados mencionados acima pode-se inferir que, mesmo para aquelas pessoas que pensam sobre reciclagem ou já apoiam empresas desse setor, o tema de reciclagem de materiais e gestão de resíduos sólidos não é visto pelos entrevistados como elementos de geração de valor social. Em razão disso, pode ser que haja oportunidades ainda inexploradas nesse setor ou, por outro lado, algum tipo de dificuldade específica a essas atividades que pode ser objeto de pesquisas futuras.

Diante da análise das entrevistas, em relação ao significado de valor social - compreendido como sinônimo de impacto social por alguns entrevistados -, nota-se que há uma necessidade de que este conceito seja mais divulgado para garantir um entendimento com um mínimo de convergência entre os diversos atores do ecossistema. Esse esclarecimento poderá, inclusive, trazer mais clareza para potenciais investidores sobre o que significa gerar valor social por meio de investimentos de impacto e, com isso, potencializar a alocação de recursos para o ecossistema brasileiro de finanças sociais.

4.2 Os investidores de impacto estão fazendo com que as empresas nas quais investiram gerem mais valor social? Caso sim, como?

A resposta “não sei dizer” foi a que prevaleceu entre os entrevistados ao responderem se os investidores de impacto, de forma geral, estão fazendo com que as empresas nas quais investiram gerem mais valor social. Essa resposta apareceu na fala de dez respondentes (1, 2, 4, 5, 7, 8, 9, 10, 15 e 18), e o principal motivo exposto para justificá-la foi que o ecossistema de negócios e investimento de impacto no Brasil era ainda muito recente e os negócios estavam ainda em fase de “provação”, expressão utilizado pelo entrevistado 4. Além dele, os entrevistados 2, 5, 7 e 15 utilizaram a mesma justificativa.

O entrevistado 16, em certa medida, também poderia ser incluído na contagem acima, uma vez que respondeu “hipoteticamente sim” e, na sequência, comentou sobre o baixo número de negócios que mensuram seu impacto, inclusive por não acharem relevante tal mensuração. O entrevistado se baseou na pesquisa realizada pela Pipe Social¹¹ para mencionar essa informação. A partir da sua resposta é possível inferir que, apesar de “hipoteticamente sim”, talvez seja cedo para dizer se os investidores estão potencializando a geração de valor social dos negócios em que investiram, pois ainda são poucos os que medem o impacto social de suas atividades.

Interessante notar que apenas o entrevistado 3, do grupo de oferta de capital, respondeu que os investidores de impacto não estão fazendo com que as empresas em que investiram gerem mais valor social. Em sua resposta, esse entrevistado citou os seguintes elementos como justificativa para sua percepção: a) os investidores de impacto estão fazendo muitas exigências e dando uma atenção excessiva a detalhes (*micromanagement*, na expressão em inglês utilizada por ele); b) o fato de vincular métricas de impacto social à remuneração do gestor do fundo seria um incentivo para a criação de indicadores, que nem sempre refletem a realidade; c) excesso de métricas de impacto exigidas pelos investidores; e d) criação de dependência do negócio ao capital do investidor.

É importante destacar que a prática descrita no item “b” acima, de vincular métricas de impacto social à remuneração do gestor do fundo, criticada pelo entrevistado, é justamente um dos conselhos trazidos por Brest et al. (2016) na conclusão de seu artigo. Nas palavras dos autores, “um forte sinal de que o *general partner*¹² está comprometido com o impacto social assim como com os retornos financeiros é que sua remuneração esteja baseada em impacto social, assim como em retornos financeiros”. Inclusive, os autores mencionam estar ansiosos para saber se há algum fundo que adotou essa dinâmica de remuneração. Nota-se, portanto, que se trata de um assunto novo com posições opostas, que pode ser explorado com maior profundidade em pesquisas futuras.

Apesar de um alto número de entrevistados não saber responder a essa pergunta em relação aos investidores de impacto como um todo, das onze pessoas que responderam à pergunta específica, direcionada ao seu negócio, dez responderam que sim.

¹¹ Pesquisa disponível em: <<http://pipe.social/>>. Acesso em: 03 jul. 2017.

¹² No Brasil, a figura similar à do *general partner* é a do gestor de um fundo de investimento. O *limited partner* seria o investidor quotista do fundo.

No grupo de atores de demanda de capital, todos os negócios que receberam investimento responderam que sim (4, 5, 6, 7 e 8), que os investidores de impacto estão potencializando a geração de valor social dos seus negócios. O mesmo ocorreu no grupo de atores de oferta de capital (entrevistados 1, 2 e 3). No grupo de intermediários, os entrevistados 12 e 18 entendem que estão gerando valor social nos negócios em que investiram. Quanto aos demais atores deste grupo, entre os que já realizaram investimentos (mas não possuem essa atividade como principal) e os que atuam como plataforma de investimentos, o entrevistado 13 respondeu que acredita que sim, mas que ainda é cedo para dizer se haverá uma expansão de escala nos negócios em que investiu para que o valor gerado seja substancial, e os entrevistados 11 e 14 não foram questionados sobre este ponto e tampouco se manifestaram sobre esse assunto de forma espontânea.

O entrevistado 2, do grupo de oferta de capital, ao responder à pergunta sobre taxa de retorno do investimento mencionou que a lógica de investimento de impacto no Brasil deveria mudar para *venture capital* ainda no curto prazo, pois em sua opinião, os investimentos de impacto deveriam ter a mesma agressividade e disposição a risco que os investimentos típicos de *venture capital*. Esse mesmo entrevistado relatou que o investimento de impacto ainda é visto, no exagero da expressão, como “café com leite” por certos investidores, inclusive por investidores que já investem em negócios de impacto. Um desses investidores chegou a comentar com ele: “eu ganho dinheiro aqui [investimento tradicional] e eu faço o bem ali [investimento de impacto ou investimento filantrópico], eu não junto as duas coisas.” Em resposta ao comentário do entrevistado, este autor disse “é quase como se [o capital para investimento de impacto] saísse do bolso filantrópico dele”, ao que o entrevistado respondeu: “exatamente”.

Esse comentário converge com a dúvida trazida pelo entrevistado 16, também ao responder à pergunta sobre taxa de retorno do investimento. Ele já questionou alguns investidores se o dinheiro que ele está alocando para investimento de impacto é dinheiro do seu “bolso” de filantropia ou do seu “bolso” de investimentos. A resposta que esse entrevistado ouviu de um investidor específico foi que ele não fazia essa separação; ora doava, ora investia. Superar essa mistura entre filantropia e investimento de impacto foi, inclusive, algo destacado pelo entrevistado 3 como um dos desafios do setor. O comentário do entrevistado 11 segue essa mesma linha. Ele diz que um investimento que garanta um retorno de 0% ou uma porcentagem abaixo da inflação seria no máximo uma “filantropia melhorada”. Pensar esses investimentos como investimento de impacto seria fazer uma mistura de conceitos.

4.3 Taxa de retorno sobre investimentos de impacto

As respostas dos dezoito entrevistados em relação à taxa de retorno que deve ser exigida pelo investidor de impacto variaram bastante. No entanto, pode-se dividi-las em pelo menos quatro categorias: **a)** aqueles que relacionam essa taxa ao momento recente do ecossistema de negócios sociais e investimento de impacto no país; **b)** aqueles que relacionam a taxa ao negócio social; **c)** aqueles que relacionam a taxa ao perfil do investidor; e **d)** aqueles que entendem que os negócios sociais devem seguir as mesmas taxas de investimentos tradicionais.

A resposta descrita na **categoria “a”** foi a mais citada: foram seis entrevistados no total, sendo dois do grupo oferta de capital (1 e 2), um do grupo de demanda de capital (4) e três do grupo de intermediários (11, 14 e 15). Apesar dos seis entrevistados relacionarem a taxa de retorno ao momento do ecossistema, ao responderem sobre o valor dessa taxa no curto prazo apenas quatro (1, 4, 11 e 14) disseram que essa taxa deveria ser abaixo de mercado. Entre eles, o entrevistado 1 ressaltou que a taxa deve ser abaixo da taxa de mercado apenas para investidores já sensibilizados com a agenda social; para novos investidores deveriam ser apresentados negócios com taxa de retorno acima do mercado a fim de atrair novos públicos para o ecossistema, não tão sensibilizados com a agenda social.

O entrevistado 15, por sua vez, entende que a taxa deveria ser de “média para baixo”, e o entrevistado 2 entende que essa taxa não necessariamente precise ser abaixo do mercado, mas que o capital deva ser mais paciente, pois demorará mais tempo para vir o retorno financeiro. Todos justificam suas posições em razão de o ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto estar ainda no início de seu desenvolvimento.

Com exceção do entrevistado 4, todos os demais (1, 2, 11, 14 e 15) entendem que no médio e longo prazo a taxa de retorno de investimentos de impacto deveria ser a mesma de investimentos tradicionais. O entrevistado 4, que no curto prazo relaciona à taxa ao momento do ecossistema, entende que no médio e longo prazo a taxa de retorno deve ser aquela que traga satisfação econômica ao investidor – conceito que deveria ser trabalhado com os atores de oferta de capital. Portanto, a taxa de retorno passaria a depender de cada investidor.

As outras categorias de resposta com maior número de resultados foram a **“b”** e a **“d”**. Na **categoria “b”**, que compreende os entrevistados que relacionaram a taxa de retorno ao estágio de desenvolvimento do negócio social, a maioria dos entrevistados pertence ao grupo de

intermediários (12, 13, 18), com exceção do entrevistado 8 que é um ator do grupo de demanda de capital. Como na visão desses entrevistados a taxa não está relacionada ao momento do ecossistema, a taxa que deve ser exigida no momento atual, em que o ecossistema brasileiro está em formação, é a mesma que deverá ser exigida no médio e longo prazo, quando o campo de negócios sociais já estiver mais maduro.

Na **categoria “d”** estão incluídos o entrevistado 3, do grupo de oferta de capital, e os entrevistados 6, 7 e 9, do grupo de demanda de capital. Eles entendem que a taxa de retorno de investimento de impacto deve ser a mesma taxa aplicada a investimentos tradicionais. Assim como na **categoria “b”**, segundo esses entrevistados, em razão do entendimento de que o momento do ecossistema brasileiro de finanças sociais é indiferente para a determinação da taxa de retorno, a taxa média de mercado deveria ser praticada já nesse momento inicial de formação do ecossistema.

No entanto, é interessante notar que, no médio e longo prazo, a maioria dos entrevistados (1, 2, 3, 6, 7, 8, 9, 11, 14, 15 e 18) entende que as taxas de retorno de investimentos em negócios de impacto deveriam seguir as taxas médias de retorno de investimentos em negócios tradicionais. Portanto, pode-se inferir que, com o amadurecimento do setor, a maioria dos entrevistados entende que os negócios de impacto deverão competir de acordo com as regras de mercado, não sendo necessário, sequer esperado, que o investidor abra mão de parte do seu lucro para investir em uma empresa com o propósito de gerar valor social.

Apesar de trabalhar com bases e medidas diferentes, pode-se dizer que tal resultado converge com o apontado em estudo da ANDE publicado em 2016, segundo o qual mais de 50% dos investidores entrevistados buscavam retorno anual líquido de 16% ou mais¹³ (2016, p. 63).

Enquanto que o entrevistado 3 foi muito enfático ao dizer que qualquer taxa abaixo de mercado é filantropia ou subvenção e, portanto, não é investimento de impacto, o entrevistado 6 trouxe uma mensagem diferente. Apesar de entender que a taxa a ser aplicada deva ser uma taxa média de mercado, o entrevistado justificou sua opinião em razão de que, ao se trabalhar com uma taxa subsidiada, não é possível saber se aquele negócio que recebeu investimento tem ou não condições de gerar um rendimento melhor. Por sua vez, para esse respondente, trabalhar com

¹³ Taxa Selic em 07 jun. 2017: 13,27% a.a., conforme nota de rodapé nº 85. Taxa Selic em abril de 2016 considerada no Relatório ANDE: 14,25% a.a. (2016, p. 63).

taxas médias de mercado não significa que o investidor deverá reverter todo o lucro em seu benefício próprio. Ao auferir lucros a partir do seu investimento de impacto, esse investidor poderá aceitar taxas menores em rodadas futuras de investimento ou reinvestir esse dinheiro em outros negócios sociais, alavancando esse tipo de negócio no país.

A categoria “c” compreende os entrevistados que entendem que a taxa de retorno está diretamente relacionada ao perfil do investidor. Interessante notar que não há nenhum representante do grupo de oferta de capital nessa categoria. Ou seja, apesar de atores do grupo de demanda de capital (5) e intermediários (16 e 17) entenderem que a taxa de retorno depende do perfil do investidor, nenhum investidor manifestou esse entendimento em suas respostas.

O raciocínio exposto pelos entrevistados 5 e 17 é similar. Para investidores do terceiro setor ou investidores mais preocupados com a temática social, deveriam ser praticadas taxas abaixo de mercado, inclusive porque são investidores que estavam acostumados a realizar investimentos sociais sem qualquer expectativa de retorno, como doação na maioria das vezes. Para investidores tradicionais, mais movidos pelo aspecto financeiro, a taxa de retorno deveria seguir a taxa de mercado de investimentos tradicionais.

Apesar de não constar no roteiro de entrevistas, o fato das externalidades negativas e positivas não serem absorvidas e monetizadas pelos modelos de negócios atuais apareceu em pelo menos sete das dezoito entrevistas. Isso mostra que é um assunto latente para os atores do ecossistema de negócios sociais e investimento de impacto e cuja investigação e discussão, na opinião deste autor, merece ser aprofundada em estudos futuros.

4.4 Avaliação de potencial de impacto realizada pelos investidores antes do investimento e monitoramento do impacto após o investimento

Dentre os dezoito entrevistados, apenas o entrevistado 10 não respondeu a essa pergunta, pois ainda não recebeu proposta ou investimento de investidores de impacto. Dentre os dezessete que responderam a essa pergunta, dezesseis disseram que os investidores de impacto realizam algum tipo de avaliação prévia ao investimento para verificar se o negócio tem potencial para gerar valor social. O entrevistado 8, apesar de ter recebido recursos de investidores de impacto, mencionou que não houve uma avaliação pré-investimento, foi feita apenas uma análise de alinhamento dos investidores com a causa de atuação do negócio investido. Esse número elevado de respostas afirmativas converge com o alto percentual identificado no relatório da

ANDE de agosto de 2016: 89% dos entrevistados disseram mensurar impacto ambiental e social, apesar de muitos enfrentarem desafios para encontrar o método de avaliação adequado (ANDE, 2016, p. 9).

O entrevistado 17, por sua vez, não soube dizer como os investidores realizam a avaliação prévia para verificar se o negócio tem potencial para gerar impacto social. Sendo assim, dentre os quinze entrevistados que responderam essa questão, onze disseram que se trata de uma **avaliação aproximativa**, ou seja, uma avaliação que não é realizada com base em indicadores concretos. Essa foi a primeira categoria criada para análise das respostas em relação à avaliação prévia realizada por investidores.

Desses onze entrevistados, dois são integrantes do grupo de oferta de capital (1 e 2); dois são do grupo de demanda de capital (7 e 9); e sete são do grupo de intermediários (11, 12, 13, 14, 15, 16 e 18).

Entre os onze entrevistados que foram classificados na categoria **avaliação aproximativa**, houve menção à utilização da ferramenta de teoria de mudança oito vezes (pelos entrevistados 2, 7, 12, 13, 14, 15, 16 e 18). Os entrevistados 2, 13 e 15 mencionaram inclusive que em alguns casos é feita uma vinculação das teorias de mudança dos negócios aos ODS.

Na segunda categoria, denominada **avaliação de indicadores**, foram incluídos os entrevistados 3, 4 (este em razão da maioria dos investidores terem realizado investimentos via *crowd equity*, com disponibilização prévia de certos indicadores), 5 e 6. Dentre eles, o entrevistado 3 pertence ao grupo de oferta de capital e os demais ao grupo de demanda de capital. O entrevistado 3 mencionou que realiza uma auditoria prévia para avaliar aspectos socioambientais do projeto ou negócio que receberá o investimento, e os demais entrevistados, do grupo de demanda de capital, mencionaram que, antes da realização do investimento, forneceram aos investidores alguns indicadores de potencial de geração de valor social, coletados pelos próprios negócios.

Em relação ao monitoramento, é relevante destacar que todos os atores do grupo de oferta de capital (1, 2 e 3) disseram acompanhar o potencial de geração de valor social dos negócios em que investiram, por meio de relatórios e reuniões periódicas. Do mesmo modo, todos os atores do grupo de demanda de capital que receberam investimento de impacto disseram que reportam indicadores de impacto social a seus investidores (entrevistados 4 a 8). O entrevistado 9, ainda

que não esteja buscando investimento no momento, está com planos de melhorar a avaliação de impacto social do seu negócio. Por sua vez, o entrevistado 10, que está buscando captar recursos, destacou que tem uma grande preocupação em trabalhar com métricas de impacto para seu negócio.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A diversidade de entendimentos apresentados pelos entrevistados em relação ao significado de valor social reforça a complexidade desse conceito e sua multidimensionalidade, como exposta por Portocarrero & Delgado (2010, p. 326). Além do que, três dos dezoito entrevistados falaram sobre impacto e não sobre valor social, seja por desconhecimento do termo, caso do entrevistado 17; seja por não gostarem do termo “social”, como mencionado pelo entrevistado 3; ou simplesmente por se referirem a “impacto social” em sua resposta, como ocorreu com o entrevistado 12.

Portanto, esse resultado mostra que, de fato, valor social não é um conceito trivial e alguns entrevistados o tratam como sinônimo de impacto social. Na visão deste autor, ambos os conceitos – valor social e impacto social – deveriam ser mais difundidos no setor, pois esse desconhecimento pode, inclusive, atrapalhar a captação de recursos junto a investidores, conforme comentário do entrevistado 13. Ao se difundir que investimento de impacto é o investimento realizado em negócios que visam gerar, de forma intencional, valor social mensurável, acompanhado de retorno financeiro, esclarece-se que não se trata de um mecanismo de *green washing* ou *social washing*, conforme trazido pelos entrevistados 2 e 13, quando afirmam que alguns investidores têm esse tipo de desconfiança. Essa falta de clareza sobre esses conceitos é prejudicial ao desenvolvimento do setor, e tais termos (*green washing* e *social washing*) não guardam qualquer relação com investimentos carregados de um propósito duplo – de gerar impacto social positivo intencional e mensurável, acompanhado de retorno financeiro.

Apesar da dificuldade exposta nos parágrafos anteriores, foi possível, de forma geral, relacionar as respostas dos entrevistados ao *framework* de Comini (2016, p. 52) e identificar que os elementos mais mencionados pertencem às dimensões de “capital humano”, que inclui acesso à educação, acesso a serviços de saúde e alimentação saudável e “cidadania”, que inclui identidade profissional, reconhecimento de direitos e consciência ambiental. Nota-se que são

dimensões relacionadas às necessidades básicas do ser humano, como acesso à saúde e reconhecimento de direitos.

Interessante observar que nenhum dos dezoito entrevistados citaram elementos que se relacionavam à dimensão de “reúso de materiais”, que envolve reciclagem de matérias e gestão de resíduos sólidos e têxteis. Essa é uma agenda em ascensão nos países desenvolvidos¹⁴, mas diante de tantos problemas de necessidades básicas no Brasil, parece que essa dimensão de geração de valor social fica distante da lembrança dos atores do setor. Por sua vez, abre-se oportunidade para desenvolvimento de novos negócios que explorem essa atividade de forma sustentável e com intencionalidade expressa de gerar valor social, além de retorno financeiro, como é o caso das empresas Triciclos¹⁵ e Recicladora Urbana¹⁶.

Três entrevistados relacionaram o conceito de valor social à segurança, paz e não-violência. Este autor não vislumbrou uma relação direta desses elementos com as dimensões propostas por Comini (2016, p. 52) e, portanto, faz-se a reflexão da necessidade de se criar uma nova dimensão complementar ao referido *framework*, que abrangeria elementos relacionados à segurança, e questiona-se a possibilidade de os elementos de segurança pertencerem à dimensão “cidadania”, por implicar no reconhecimento de um direito¹⁷. Neste trabalho, os elementos relacionados à segurança foram considerados como pertencentes à dimensão “cidadania”.

Em relação à geração de valor social por meio dos investimentos de impacto realizados em negócios sociais, não foi possível identificar em que grau os investidores de impacto estão contribuindo para que esses negócios potencializem a geração de valor social aos beneficiários finais. No entanto, é importante destacar que todos os representantes de negócios que receberam investimento de impacto disseram que os investidores estão contribuindo com seus negócios, seja pela disponibilização de recursos a taxas abaixo de mercado, pela assessoria estratégica prestada ao negócio ou pela abertura a novas redes de relacionamento.

¹⁴ Vide exemplo em matéria da Revista Exame intitulada “15 países que dão lição em reciclagem de lixo”. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/mundo/15-paises-que-dao-licao-em-reciclagem-de-lixo/>>. Acesso em: 04 jul. 2017.

¹⁵ Site institucional: <<http://www.triciclos.net/>>. Acesso em: 04 jul. 2017.

¹⁶ Site institucional: <<http://www.recicladoraurbana.com.br/>>. Acesso em: 04 jul. 2017.

¹⁷ Nos termos dos Artigos 5º e 144, da Constituição Federal, é dever do Estado garantir a segurança dos cidadãos.

Destaca-se que apenas um entrevistado manifestou opinião afirmando que os investidores de impacto não estariam contribuindo com os negócios, pois dariam muita atenção a detalhes do negócio (*micromanagement*), inclusive em termos de métricas de impacto social, não contribuindo com o seu desenvolvimento e crescimento.

Mencionado como assunto polêmico por alguns entrevistados, o fato de o ecossistema de negócios e investimento de impacto ser ainda novo no país é fator relevante para a definição da taxa de retorno do investimento de impacto para apenas seis entrevistados. Interessante destacar que quatro dos sete entrevistados do grupo de demanda de capital entendem que a taxa de retorno de investimentos em negócios de impacto deve seguir a média de mercado, sendo que para um deles deve ser abaixo do valor de mercado apenas se o investidor for uma organização sem fins lucrativos, o que demonstra o perfil competitivo desses empreendedores e de seus negócios perante o mercado em geral.

No médio e longo prazo, a maioria dos entrevistados entende que as taxas de retorno de investimentos em negócios de impacto deveriam seguir as taxas de retorno de investimentos em negócios tradicionais, o que mostra que a maioria entende que os negócios sociais devem atuar dentro de uma lógica de mercado, com retornos financeiros competitivos, além da geração de valor social.

Em relação à avaliação de potencial de impacto realizada antes do investimento, dentre os quinze entrevistados que responderam como é feita essa avaliação prévia, onze disseram que se trata de uma avaliação aproximativa, ou seja, não é realizada com base em indicadores concretos.

Após o investimento, no entanto, todos os atores do grupo de oferta de capital e todos os representantes do grupo de demanda de capital que receberam investimento relataram que os investidores acompanham indicadores de geração de valor social do negócio. Esse resultado pode ser interpretado como positivo, e representa um indício do amadurecimento do setor. Ainda que haja uma avaliação mais aproximativa antes da entrada do investidor, após o recebimento desse investimento os indicadores de geração de valor social dos negócios são reportados pelos negócios e acompanhados pelos investidores a partir de reuniões e relatórios periódicos.

Na percepção deste autor, e a partir dos resultados obtidos nesta pesquisa, há indícios de que a importância da mensuração do impacto social do negócio é reconhecida por todos os atores do setor. O desafio parece estar em identificar qual tipo de avaliação deve ser aplicada em cada estágio do negócio, e, especialmente, fazer com que o custo dessa avaliação esteja adequado ao orçamento enxuto do negócio que se encontra em estágio inicial de desenvolvimento.

O estudo das percepções dos diferentes atores do ecossistema brasileiro de negócios sociais e investimento de impacto em relação a temas de interesse transversal do setor traz uma importante contribuição, na medida em que aprofunda o conhecimento para o público em geral sobre o fenômeno recente no país que é a emergência de negócios sociais e investidores de impacto. Além disso, permite que cada ator conheça as percepções de organizações de outros grupos e, também, de seus pares sobre temas relevantes do ecossistema.

Este trabalho trouxe luz a um problema nevrálgico do campo, que é justamente a dificuldade de se explicar ao grande público o que é investimento de impacto, negócios sociais, e como esses negócios podem gerar valor social. Além de apresentarem entendimentos diferentes sobre o conceito de valor social, tratado por alguns como sinônimo de impacto social, os próprios atores identificaram a necessidade de se ter uma clareza e bases comuns no uso dessas terminologias, o que poderia facilitar o trabalho de captação de recursos para os negócios e fundos de investimento, bem como contribuir para que investimentos de impacto deixem de ser vistos por investidores como “café com leite” e passem a fazer parte do *mainstream*.

Ainda como contribuição, há oportunidades identificadas neste estudo que podem servir de norte para a atuação das organizações que já participam do ecossistema, bem como para a entrada de novos atores. Um exemplo é a exploração de atividades comerciais e de sensibilização da população sobre reciclagem de materiais e gestão de resíduos sólidos, atividades que não foram citadas por nenhum dos entrevistados como elementos de geração de valor social.

REFERÊNCIAS

ASPEN NETWORK OF DEVELOPMENT ENTREPRENEURS (ANDE).. **Mapa do Setor de Investimento de Impacto no Brasil**. [S.l.: s.n.], maio 2014. Disponível em: <https://assets.aspeninstitute.org/content/uploads/files/content/upload/ImpactInvestingStudy_FINAL_VERSION_PORTUGUES.pdf>. Acesso em: 21 abr. 2016.

_____. **Panorama do Setor de Investimento de Impacto da América Latina**. [S.l.: s.n.], ago. 2016. Disponível em: <http://c.ymcdn.com/sites/www.andeglobal.org/resource/resmgr/docs/LatAm_ImpInv_Report_-_Portug.pdf>. Acesso em: 21 nov. 2016.

BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. Lisboa: Edições 70, 1977.

BARKI, E. O mercado da base da pirâmide. In: BARKI, E. et al. **Negócios com impacto social no Brasil**. 1 ed. São Paulo: Peirópolis, 2013.

BREST, P.; GILSON, R.; WOLFSON, M. How investors can (and can't) create social value. **Stanford Social Innovation Review**. Stanford: SSIV, 08 dez. 2016. Disponível em: <https://ssir.org/up_for_debate/article/how_investors_can_and_cant_create_social_value>. Acesso em: 09 jul. 2017.

BUGG-LEVINE, A.; EMERSON, J. Impact Investing: Transforming how we make money while making a difference. **Innovations: Technology, Governance, Globalization**. v. 6, n. 3, Massachusetts, MIT, p. 9-18, 2011. Disponível em: <http://www.mitpressjournals.org/doi/pdf/10.1162/INOV_a_00077>. Acesso em: 18 fev. 2017.

CHU, M. Commercial Returns at the Base of the Pyramid. **Innovations: Technology, Governance, Globalization**. v. 2, n. 1-2, [S.l.], p.115-146, 2007. Disponível em: <<http://www.mitpressjournals.org/doi/abs/10.1162/itgg.2007.2.1-2.115>>. Acesso em: 23 jan. 2017.

COMINI, G. M. et al. O novo campo dos negócios com impacto social. In: BARKI, E. et al. **Negócios com Impacto Social no Brasil**. São Paulo: Peirópolis, 2013.

COMINI, G. M. **Negócios sociais e inovação social: um retrato de experiências brasileiras**. 2016. 166 f. Tese de livre-docência – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

_____; BARKI, E.; AGUIAR, L. A Three-Pronged Approach to Social Business: A Brazilian Multi-Case Analysis. **Revista de Administração da USP**, v.47, n.3, São Paulo, p. 385-397, jul./ago./set. 2012.

DAMATTA, R. **O que faz o Brasil, Brasil?** Rio de Janeiro: Rocco, 1984.

EMERSON, J. Mighty Wave. In: EMERSON, J.; BUGG-LEVINE, A. **Impact Investing: Transforming how we make money while making a difference**. San Francisco: 2011.

EMERSON, J. The Blended Value Proposition: Integrating Social and Financial Returns. **California Management Review**. v. 45, n. 4, [S.l.], p. 35-51, Summer 2003.

FISCHER, R. M. Agenda social no Brasil. In: MENDONÇA, P. E. (Org.). **Gestão Social: Mobilizações e conexões**. São Paulo: LCTE Editora, 2012.

_____; COMINI, G. M. Sustainable Development: From Responsibility to Entrepreneurship. **Revista de Administração da USP**, v.47, n.3, São Paulo, p.363-369, jul./ ago./set. 2012.

FORÇA TAREFA DE FINANÇAS SOCIAIS (FTFS). **Carta de Princípios para Negócios de Impacto no Brasil**. [S.l.: s.n.], abr. 2015a. Disponível em: <http://forcatarefafinancassociais.org.br/wp-content/uploads/2015/10/Carta_Principios.pdf>. Acesso em: 19 fev. 2017.

_____. **Finanças Sociais: Soluções Para Desafios Sociais e Ambientais – Uma nova mentalidade para gerenciar recursos e necessidades da sociedade**. [S.l.: s.n.], out. 2015b. Disponível em <http://forcatarefafinancassociais.org.br/wp-content/uploads/2015/10/Finan%C3%A7as-Sociais_Solu%C3%A7%C3%B5es.pdf>. Acesso em: 21 abr. 2016.

GLOBAL IMPACT INVESTING NETWORK (GIIN). **About GIIN**. [S.l.: s.n.], [200?]. Disponível em: <<https://thegiin.org/about>>. Acesso em: 01 mar. 2017.

_____. **Annual Impact Investor Survey**. [S.l.: s.n.], maio 2016. Disponível em: <<https://thegiin.org/knowledge/publication/annualsurvey2016>>. Acesso em: 21 jul. 2016.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. São Paulo: Atlas, 2008.

GUTIÉRREZ, R.; EZEQUIEL, R.; TRUJILLO, D. Empresas sociales: ¿una especie en busca de reconocimiento? **Revista de Administração – RAUSP**. v. 41, n. 4, São Paulo, p. 404-418, 2006.

IRIS. [S.l.: s.n.], [200?]. Disponível em: <<https://iris.thegiin.org/metrics>>. Acesso em: 21 abr. 2016.

IZZO, D. Fontes de Financiamento. In: BARKI, E. et al. **Negócios com Impacto Social no Brasil**. São Paulo: Peirópolis, 2013.

J.P. MORGAN. **Impact Investments: An Emerging Asset Class**. [S.l.]: J.P. Morgan Global Research, 29 nov. 2010. Disponível em: <<http://www.ita.doc.gov/td/finance/publications/JPMorgan%20II%20Report.pdf>>. Acesso em: 21 abr. 2016.

KHANDKER, S. R.; KOOLWAL, G. B.; e SAMAD, H. A. **Handbook on impact evaluation: quantitative methods and practices**. Washington: The World Bank, 2010.

MARTINS, G. A.; THEÓFILO, C. R. **Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2009.

MAZZON, J. A. **Análise do programa de alimentação do trabalhador sob o conceito de marketing social**. 1981. Tese (Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1981.

MEA. **Ecosystems and human well-being: synthesis**. Washington, DC: Island Press, 2005.

MENDOZA, R. U. Why do the poor pay more? Exploring the poverty penalty concept. **Journal of International Development**, v. 23, n. 1, [S.l.], p. 1-28, jan. 2011.

PORTOCARRERO, F.; DELGADO, Á. Negocios Inclusivos y generación de valor social. IN: MÁRQUEZ, P.; REFICCO, E.; BERGER, G. (orgs.). **Negocios inclusivos: iniciativas de mercado con los pobres de Iberoamérica**. Bogotá, Colômbia: SEKN, 2010.

PRAHALAD, C. K. **The Fortune at the Bottom of the Pyramid: Eradicating Poverty through Profits**, Upper Saddle River, NJ: Wharton School Publishing, 2005.

PRAHALAD, C. K.; HART, S. The Fortune at the Bottom of the Pyramid. **Strategy+Business**, v. 26, [S.l.], p. 2-14, 2002.

ROCKEFELLER FOUNDATION. **Accelerating Impact: Achievements, Challenges and What's Next in Building the Impact Investing Industry**. Nova Iorque: E.T. Jackson and Associates Ltda., jul. 2012. Disponível em: <<https://assets.rockefellerfoundation.org/app/uploads/20120707215852/Accelerating-Impact-Full-Summary.pdf>>. Acesso em: 04 jul. 2017.

RODIN, J.; BRANDENBURG, M. **The Power of Impact Investing: Putting Markets to Work for Profit and Global Good**. [S.l.], Wharton Digital Press, 2014.

SELLTIZ et al. **Métodos de Pesquisa nas Relações Sociais**. São Paulo: E.P.U./ Edusp, 1974.

TELLES, R. A efetividade da “matriz de amarração” de Mazzon nas pesquisas de Administração. **Revista de Administração**. v. 36, n. 4, São Paulo, p. 64-72, 2001.

VERGARA, S. C. **Métodos de Pesquisa em Administração**. São Paulo: Atlas, 2015.

YIN, R. K. **Estudo de caso: Planejamento e Métodos**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

YUNUS, M. **Criando um Negócio Social: Como iniciativas economicamente viáveis podem solucionar os grandes problemas da sociedade**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.