

A PARTICIPAÇÃO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO DE IMPACTO NO PROCESSO DE INOVAÇÃO SOCIAL: UM ESTUDO NO CONTEXTO BRASILEIRO

Autora: Indira Gandhi Bezerra de Sousa

Professora orientadora: Dra. Andréa Paula Segatto

Artigo científico desenvolvido a partir da dissertação de mestrado da autora deste trabalho, defendida em dezembro de 2017 no Programa de Mestrado em Administração da Universidade Federal do Paraná (UFPR).

Sumário

1 Introdução.....	2
2 Inovação Social.....	5
3 Investimento de Impacto	7
4 Procedimentos Metodológicos	10
5 Resultados e Discussões	12
6 Contribuições teóricas e práticas	24
7 Considerações finais	25
Referências	27

Resumo:

Essa pesquisa buscou, como objetivo geral, analisar como se configura a participação dos fundos de investimento de impacto nas fases do processo de inovação social. O estudo é caracterizado por uma abordagem qualitativa com a utilização de estudo de casos múltiplos. Foram selecionados três fundos de investimento de impacto no Brasil e três investidas de cada fundo. Os dados foram coletados entre maio e setembro de 2017, por meio de entrevistas semiestruturadas, documentos e observações diretas. Foram realizadas 30 entrevistas com 27 participantes, entre colaboradores, gestores e fundadores dos fundos e das investidas pesquisadas. Os dados foram analisados por meio da técnica de análise de conteúdo, realizada em três etapas: (i) pré-análise; (ii) exploração do material e (iii) tratamento dos dados; e interpretação. Os resultados da pesquisa indicam, em síntese, que as participações dos fundos de investimento de impacto no processo de inovação social, composto pela fase inicial, de desenvolvimento e de dimensionamento, das organizações investidas selecionadas se dá a partir das cinco dimensões a seguir e pelas atividades que compõem cada uma delas: i) capital financeiro (rodadas de investimentos e busca de novos investidores); ii) aspectos administrativos e financeiros (controle do movimento dos ativos, planejamento financeiro e estratégico, controle dos riscos, questões contábeis, análise dos resultados financeiros, participação no conselho de administração, assessoria de aspectos legais, mudanças estruturais,

e estruturação do modelo de negócio); iii) capital humano (recrutamento, seleção, políticas de gestão de pessoas); iv) aspectos comerciais (novos parceiros, mercados, aproximação dos beneficiários da inovação social, redes de contato, maior contato com os *stakeholders*); v) aspectos sociais (alinhamento do impacto social, mensuração do impacto social, identidade coletiva, valores comuns e de confiança, visão social, redes sociais). Embora essas dimensões, bem como as atividades que as compõem, sejam padrões encontrados nesse estudo, algumas diferenças foram identificadas. Essas divergências podem ser reflexo do grau de maturidade da investida, bem como das estratégias de cada fundo, além das especificidades de cada negócio, como o segmento de atuação e o estágio de desenvolvimento de sua inovação social. Por fim, como principal contribuição teórica, identificou-se uma complementação de um período de reestruturação na fase de desenvolvimento do modelo adotado de Bhatt e Altinay (2013), como sendo responsável pela reorganização das atividades internas do empreendimento, bem como de outras especificidades a sua inovação social. Essa fase pode ser resultado da ação do fundo de investimento de impacto, uma vez que são fornecidos recursos e capacidades que, somados à capacidade interna da investida, são capazes de reestruturar o modelo de negócio adotado a fim de alcançar maior efetividade e alcance da proposta, permitindo uma maior amplitude das inovações sociais e o seu impacto na sociedade.

Palavras-chave: Inovação social. Fundos de investimento de impacto. Processo de inovação social. Estudo de casos múltiplos.

1 Introdução

Desde Schumpeter, no início do século XX, a inovação tem estado presente nas discussões de pesquisadores como uma fonte de vantagem competitiva, de estabelecimento de relações e de engajamento de clientes e funcionários (CROSSAN; APAYDIN, 2010). No entanto, as inovações são principalmente geradas pelo mercado tradicional e voltadas a geração de lucro, nota-se que nem toda a sociedade consegue ter seus anseios atendidos por elas (MULGAN, 2006; PHILLS; DEIGLMEIER; MILLER, 2008; POL; VILLE, 2009; LETTICE; PAREKH; 2010), sinalizando falta de estrutura suficiente para assistir a todos, em especial à população de baixo poder aquisitivo, ou para solucionar os problemas sociais como a pobreza, a poluição, a falta de acesso à educação e à saúde (MURRAY; CAULIER-GRICE, MULGAN, 2010).

A partir dessa perspectiva, surgiram várias iniciativas, com o intuito de contribuir com a melhoria desse quadro. Neste trabalho, duas propostas foram abordadas: a inovação social e os fundos de investimento de impacto, cada uma com contribuições peculiares a sua natureza. A inovação social pode ser definida como “atividades e serviços inovadores que são determinados pela meta de atender a uma necessidade social e que são difundidos por meio de empresas cujos objetivos principais são sociais” (MULGAN, 2006, p. 146, tradução nossa). Percebe-se que tal conceito possui uma convicção ampla sobre o fenômeno, delimitando um

recorte no âmbito das empresas, por isso, optou-se por utilizá-lo como linha conceitual, visto que ainda não se tem a compreensão dos limites da inovação social no campo prático, além de ser uma área multidisciplinar.

Assim, devido a essa multidisciplinaridade, a inovação social dispõe de uma diversidade de conceitos, sem, no entanto, chegar a um consenso. Neste sentido, mesmo após uma década de estudos brasileiros, a fragilidade sobre o tema perpetua, especialmente devido à pouca publicação de estudos por pesquisadores como apontado por Granados *et al.* (2011), Hackett (2016) e Rao-Nicholson, Vorley, Khan (2017) que comentam que poucas pesquisas foram realizadas em países emergentes sobre o tema. Assim, percebe-se a necessidade de um desenvolvimento teórico-empírico envolvendo a temática (BIGNETTI, 2011).

Compreende-se que a inovação social pode ser analisada em diferentes níveis, como governo, comunidades, empresas e indivíduos. No entanto, assim como exposto por Mulyaningsih e Dhewanto (2013), empresas sociais representam um dos ambientes organizacionais facilitadores dessas inovações. Essas empresas têm sido conceituadas de várias formas, apresentando diversas nomenclaturas, tais como: negócios sociais, empresas sociais, negócios de impacto social, empreendimentos sociais, negócios inclusivos, etc. Neste estudo optou-se por utilizar o termo negócios de impacto social (NIS), o qual se assemelha ao termo (empresa social) supracitado, assim, podendo-se dizer que este também é um lugar propício para o desenvolvimento da inovação social.

No Brasil, esses negócios não possuem regimento jurídico que os caracterizem e os regem. Diante disso, a partir de pesquisas acadêmicas e relatórios brasileiros, foram definidos como organizações que estão entre o setor privado e filantrópico, que possuem a missão social e ambiental, prezam pelo impacto social e/ou ambiental e são financeiramente sustentáveis (BARKI, 2015; PETRINE; SCHERER; BACK, 2016). Cabe destacar que este não é um termo utilizado de forma consensual no contexto brasileiro, uma vez que há uma clara imprecisão terminológica quanto às nomenclaturas que envolvem as questões sociais.

Nesse contexto, ao explorar a literatura de inovação social e negócios de impacto social, observou-se que estudos recentes relacionaram essas duas temáticas com investimento de impacto, constatando-se na literatura internacional três artigos científicos: o de Geobey, Westley e Weber, (2012), o de Cetindamar e Kozanoglu, (2014) e o de Bhatt e Ahmad, (2017). É relevante ressaltar que essas três pesquisas apontaram a importância e a contribuição dos investimentos de impacto como propulsores de inovações sociais.

Adicionalmente, Lyons e Kickul (2013), O'Donohoe *et al.*, (2010), Apostolakis, Kraanen; Dijk (2016) salientaram que o investimento de impacto detém contribuições

importantes para os negócios de impacto social, posto que esse investimento pode colaborar com taxas iguais às de mercado, além de gerar valor social e expandir as receitas. Desse modo, negócios que não possuem somente fins lucrativos, passam a dispor de novas oportunidades de investimento.

Com base nesse entendimento, torna-se necessário compreender que investimento de impacto é um meio advindo do campo privado (SILBY, 2011), no intento de proporcionar qualidade de vida, oferecer oportunidades para indivíduos que estão em condições de pobreza e buscar a igualdade social. Sua proposta é de oferecer financiamentos de créditos a negócios que possuem finalidade lucrativa, social e/ou ambiental. Dentre os financiamentos de investimento de impacto existentes, há os fundos, que são definidos como gestoras formadas pela união de vários investidores que se reúnem para um investimento financeiro, visando influenciar organizações a gerarem impacto social e/ou ambiental integrado ao retorno econômico (CREMONEZZI, *et al.*, 2013; GLANZEL; SCHEUERLE, 2016).

Recentemente, no Brasil, foi elaborado um mapa do setor desse investimento, o que denota que entre 2014 e 2016 o número de investidores de impacto cresceu de 22 para 29, sendo 13 investidores nacionais e 16 internacionais. O instrumento financeiro mais utilizado por esses investidores é o *equity* com 67%, ou seja, por meio de compra de participação acionária (ANDE, 2016).

O estudo dessas temáticas possui uma importante relevância em virtude de o Brasil ser um país em desenvolvimento que está passando por crises políticas, econômicas e sociais. Adicionalmente, a nível global, informações do Banco Mundial revelam que a quantidade de pessoas que vivem abaixo da linha da pobreza cresceu de 8,9 milhões para 45,4 milhões (2017). Isto posto, nota-se que o governo não está conseguindo suprir as demandas da sociedade, assim, o investimento de impacto pode desempenhar um importante papel ao colaborar com empreendedores sociais, mercados financeiros e apoiar o desenvolvimento de soluções denominadas de inovações sociais (ANDE, 2016).

Compreendendo essa realidade brasileira, o presente estudo aprofundou o conhecimento sobre os temas, contribuindo para melhor atuação dos fundos no desenvolvimento de inovações sociais, para que haja geração de ideias e soluções potenciais. Além disso, este estudo pode orientar futuras decisões de investimento, motivar as organizações a implementarem inovações sociais e alinhar o seu retorno econômico com o valor social. Assim, considerando essa inovação como um mecanismo de redução de pobreza e crescimento econômico, o estudo tem intenção de orientar e apoiar a prática de todos os atores que contribuem para ajudar a sociedade a refletir, adaptar e inovar, tentando criar condições para o desenvolvimento dessa inovação.

Isto posto, a partir desse estudo busca-se **analisar como se configura a participação dos fundos de investimento de impacto nas fases do processo de inovação social.**

2 Inovação Social

Levésque (2002) sinaliza que há indícios de que a inovação social surgiu por volta da década de 1970, mas ainda de forma incipiente e sem muita relevância por parte dos pesquisadores. Embora não haja um consenso quanto a quem cunhou a terminologia inovação social, Taylor e Gabor estão entre os primeiros a materializar discussões sobre o fenômeno, apesar de convicções distintas. Enquanto Taylor (1970) explorou projetos de reabilitação psicológica para indivíduos de baixa renda em comunidades e movimentos sociais, Gabor (1970) estudou o desenvolvimento territorial.

A inovação social foi surgindo no cotidiano das pessoas a partir dos movimentos sociais, e aos poucos despertando o interesse dos empreendedores (MURRAY; MULGAN; CAULIER-GRICE, 2010). Sinaliza-se ser uma área crescente tanto na teoria quanto na prática, já notando uma evolução nos últimos quarenta anos e com uma longa trajetória a ser percorrida, uma vez que nota-se frequente a preocupação das organizações, dos movimentos, grupos e indivíduos, bem como dos pesquisadores em expandir esse campo a fim de transformar de modo positivo a vida das pessoas.

No entanto, é necessário compreender a definição de inovação social, que para Bouchard (2006) é um conceito operacional, no qual envolve a ativa participação dos atores. Enquanto que Cloutier (2003) ressalta ser um conceito ambíguo, no qual reflete diferentes realidades, contextos e definições, salientando que pode ser processual, organizacional, institucional, mas em geral, é uma nova resposta para as necessidades sociais, dado que pode se manifestar em qualquer setor da sociedade, sendo o seu principal objetivo desenvolver as pessoas ou comunidades a partir de uma mudança duradoura. Dito de outro modo, inovação social pode ser uma construção para uma mudança contínua.

Phills, Deiglmeier e Miller (2008) e Bignetti (2011) apontam que a inovação social é uma solução inovadora para um problema social voltada principalmente para a sociedade como um todo, ao invés de particulares. Contrariamente, Dawson e Daniel (2011) destacam que ela é, sobretudo, direcionada para grupos ou comunidades específicas. Desse modo, compreende-se que são perspectivas distintas, mas não excludentes, vez que cada uma apresenta sua peculiaridade.

Cloutier (2003) destaca que a inovação social não dispõe de características peculiares que podem ser identificadas imediatamente, sendo necessária avaliação e averiguação para detectar aspectos que a caracterizam. Neste contexto, esta inovação pode ser imaterial, posto que está ligada a uma ação, ideia (CLOUTIER, 2003), práticas sociais (CAJAÍBA-SANTANA), novos conceitos ou estratégias (DAWSON; DANIEL, 2011), se referindo, muitas vezes, a uma solução inovadora intangível para determinado dilema social. Da mesma forma, pode ser material, a partir do desenvolvimento de produtos e tecnologias (CLOUTIER; 2003; PHILLS; DEIGLMEIER; MILLER, 2008). Ela também tem o potencial de melhorar a qualidade ou a quantidade de vida (POL; VILLE, 2009) por meio de práticas intencionais (CAJAÍBA-SANTANA, 2014).

A inovação social, em geral, constitui-se por meio de um processo. Esse processo pode ser visto como uma forma de aprendizagem e desenvolvimento de conhecimento (CLOUTIER, 2003), em que todos precisam estar em sintonia, especialmente os atores, e ainda complexo em razão de ter que lidar com a real vivência e expectativa dos indivíduos (CAJAÍBA-SANTANA, 2014). Adicionalmente, o contexto social é um fator condicionante para esse processo (MUMFORD, 2002; FRANZONI; SILVA, 2016).

No que tange às fases do processo, vários autores discorreram sobre esse assunto, tais como Mulgan (2006), Murray, Caulier-Grice e Mulgan (2010) Bhatt e Altinay (2013), Bhatt e Ahmad (2017). Assim, cabe enfatizar que cada um dos estudos teve suas contribuições, não encontrando nenhum processo totalmente similar ao outro, contudo compartilham de algumas fases semelhantes, partindo dos mais sintéticos que adotam três grandes etapas aos que optam por um grau de detalhamento maior, incluindo seis etapas.

Optou-se por utilizar como base o processo delimitado por Bhatt e Altinay (2013) e Bhatt e Ahmad (2017) por adotarem um modelo mais sintético, bem como por já ter sido validado em seus estudos empíricos com negócios de impacto social. Os trabalhos desses autores demonstraram a existência de três fases, quais sejam: a) fase inicial; b) fase de desenvolvimento; e c) fase de dimensionamento. Eles verificaram que esse processo, geralmente depende de capital social, capital humano e capital financeiro, tendo em vista que, comumente, esse tipo de inovação está imerso em ambientes com recursos limitados.

Detalha-se que na fase inicial há a identificação das necessidades sociais por meio de experimentações e refinamentos de ideias; na fase de desenvolvimento realiza-se a criação de soluções para o problema identificado; e a terceira é a expansão dessa solução, utilizando-se de colaborações e alianças, visando a geração de valor econômico e social. Nota-se nesse processo

que a inovação se desenvolve juntamente com o crescimento da empresa, e vice-versa, havendo uma relação de encadeamento.

Ao definir o negócio de impacto social como *locus* da inovação em foco, compreende-se que esse termo é mais utilizado no contexto brasileiro. Esses negócios são organizações que anseiam pelo impacto social, a partir da comercialização de produtos e serviços que atendam às necessidades sociais da população de baixa renda e, assim, tenham um retorno financeiro (BARKI, 2015). Sintetizando, são organizações híbridas que de forma intencional desenvolvem produtos, serviços, atividade e/ou programas para indivíduos que estão na linha da pobreza visando de modo alinhado o impacto social e a rentabilidade, sendo facultativa a distribuição de lucros (PETRINE, SCHERER; BACK, 2016). A Artemísia, aceleradora de negócios de impacto, complementa que esses negócios apresentam como particularidades: i) potencial de escala; e ii) impacto social voltado à atividade-fim, ou seja, as atividades essenciais para as quais a empresa se constituiu.

Os trabalhos de Lyons e Kickul (2013), O’Donohoe *et al.*, 2010; Apostolakis, Kraanen; Dijk (2016) destacam que embora os negócios de impacto social possuem potencial de escala e de impacto social, em geral, necessitam de recursos financeiros, que dificilmente são cedidos por bancos tradicionais, surgindo assim, o investimento de impacto com a intenção de oferecer capital financeiro e intelectual para esse perfil de empresas. Esse modelo de investimento foi discutido na seção seguinte.

3 Investimento de Impacto

As finanças sociais surgiram em virtude de que o governo, instituições de caridade e filantropos tradicionais, sozinhos, não estavam sendo capazes de lidar com as disfunções sociais e ambientais. Além disso, os investimentos convencionais nem sempre oferecem capital para negócios que possuem missão social integrado ao retorno financeiro (NICHOLLS, 2010). Esse tipo de finanças canaliza capital financeiro privado ou público a empresas geradoras de inovação social, assim como, podem ajudar na conexão de empreendedores sociais a uma rede maior de atores (CETINDAMAR; KOSANOGLU, 2014). A principal finalidade das finanças sociais está em impactar socialmente comunidades, grupos excluídos ou sociedade em geral sem ignorar a sustentabilidade financeira.

Como exemplo de algumas fontes de finanças sociais tem-se a filantropia de risco (BAMMI; VERMA, 2014) financiamento do governo, investimento de impacto, microcrédito

(MOORE; WESTLEY; BRODHEAD, 2012a), *crowdfunding*, fundos patrimoniais e *social impact bonds* (ROCKEFELLER PHILANTHROPY ADVISORS, 2016).

Sendo o enfoque do estudo o investimento de impacto, compreende-se que surgiu a partir de metodologias e concepções diferentes dos investimentos convencionais. A necessidade de se pensar em desenvolver meios para reduzir a pobreza e a desigualdade social não está somente voltada para organizações que visam doações e caridade, da mesma forma que almejar retornos financeiros não compreende apenas os investimentos tradicionais. Logo, os investimentos de impacto passam a exercer um relevante papel para os negócios de impacto social efetivarem suas atividades sociais e/ou ambientais e elevarem as suas receitas (O'DONOHUE *et al.*, 2010; APOSTOLAKIS, KRAANEN; DIJK, 2016).

Dessa forma, para melhor compreensão desse setor, entende-se que o investimento de impacto não é recente, o que é contemporâneo é a sua terminologia (O'DONOHUE *et al.*, 2010). O termo entrou em ascensão na última década (O'DONOHUE *et al.*, 2010; JOHNSON; LEE, 2013), contendo sua origem em uma reunião de investidores em 2007 (BUGG-LEVINE; EMERSON, 2011).

A *Global Impact Investment Network* (GIIN, 2017, tradução nossa) conceitua investimento de impacto como “investimentos feitos em empresas, organizações e fundos com a intenção de gerar impacto social e ambiental mensurável juntamente com retorno financeiro”. Portanto, sintetiza-se que esse investimento é a combinação de fins econômicos com objetivos sociais e/ou ambientais (SALTUK; BOURI; LEUNG, 2011; BUGG-LEVINE; EMERSON, 2011; BREST; BORN, 2013; ALLMAN; NOGALES, 2015; CLARKIN; CARGIONI, 2016).

Quanto aos tipos de investimento de impacto, foram identificadas oito categorias, que se diferenciam quanto ao risco e à forma de engajamento dos agentes. Nesse sentido, as categorias são: a) Instituições Financeiras na Comunidade; b) Fundo de Depósito Específico; c) Microfinanças; d) Fundos de Investimento de Impacto; e) Ativismo de Acionista; f) Investimento Relacionado ao programa; g) Investimento Direto e; h) Títulos de Impacto Social (*Social Impact Bonds*) (ROCKEFELLER PHILANTHROPY ADVISORS, 2016).

Dentre essas categorias, destaca-se os fundos de investimento impacto, foco do presente estudo. Os fundos surgem com o propósito de prover apoio financeiro a organizações que geram impacto social integrado ao retorno econômico (CREMONEZZI, *et al.*, 2013), sendo um meio para canalizar capital em investimentos diretos, tendo potencial em influenciar organizações a gerarem valor social (ALLMAN; NOGALES, 2015; GLANZEL; SCHEUERLE, 2016). É uma relação entre investidor e investida, a longo prazo, que regularmente varia entre três a sete anos (FORÇA-TAREFA BRASIL, 2015).

Esses fundos compreendem a mesma dinâmica que os fundos de investimentos tradicionais, ou seja, recebem recursos financeiros de investidores e injetam capital em empresas com alto potencial de crescimento em troca de participação acionária (CREMONEZZI, *et al.*, 2013). A diferença entre os fundos de investimento de impacto para os fundos tradicionais são os objetivos sociais e/ou ambientais, além do perfil de empresas as quais investem (GLANZEL; SCHEUERLE, 2016).

Um dos principais papéis dos fundos consiste em mensurar o impacto social gerado pelas investidas. Para tal, as empresas precisam informar seus indicadores sociais e financeiros a fim de que os gestores dos fundos as monitorem periodicamente (JACKSON, 2013; LAZZARINI *et al.*, 2015). Nesse sentido, Allman e Nogalles (2015) relatam a dificuldade enfrentada por essa indústria ao medir esse impacto, pois ainda não há uma mensuração que assista a todos os tipos de organizações, além do custo alto em todo o processo. Adicionalmente, sinaliza-se que as organizações, em geral, não dispõem de dados suficientes para essa medição, sendo que é uma atividade importante tanto para os fundos, quanto para as investidas, visto que quantifica os resultados sociais gerados por meio de produtos, serviços e projetos.

Essa importância também é destacada no estudo de Cetindamar e Kozanoglu (2014) no qual aponta que vários países, especialmente àqueles em desenvolvimento que enfrentam problemas sociais e ambientais e que a escassez de capital é um problema para as empresas sociais inovadoras, estão estimulando o desenvolvimento dessa indústria voltado especialmente aos negócios de impacto. Essa aproximação facilita o desenvolvimento de inovações sociais, possibilitando uma experiência prévia em gestão, conhecimento e habilidade de negócios, além do uso estratégico de recursos, melhores condições de recrutamento de pessoal qualificado com habilidades e conhecimentos desejáveis, e incentivo a um comportamento inovador dentro da organização (BHATT; AHMAD, 2017; ARENA, 2017).

Desse modo, a busca por modelos e a realização de estudos que permitam compreender e incentivar a atuação dos fundos no desenvolvimento de inovações sociais, potencializando os resultados de impacto social dessas iniciativas, mostram-se necessários, contributivos e relevantes, principalmente para realidades como a brasileira e para as fronteiras do conhecimento dos Negócios de Impacto, Inovação social e Investimento de impacto.

4 Procedimentos Metodológicos

Para atendimento ao objetivo, a pesquisa foi classificada como exploratória, em virtude da incipiência de informações acerca do objeto do estudo no contexto a ser pesquisado (BABBIE, 1998; COLLIS; HUSSEY, 2005).

Uma abordagem qualitativa foi adotada em função desse tipo de pesquisa ter como enfoque o uso de palavras e a interpretação indutiva dos pesquisadores sobre o meio ambiente e os indivíduos investigados (CRESWELL, 2010). A escolha do estudo de casos múltiplos como estratégia de pesquisa baseou-se em quatro razões: i) proporcionar comparações a fim de entender as diferenças e semelhanças; ii) analisar vários casos em diferentes situações e contextos; iii) pela representatividade; e iv) permitir descobertas mais amplas.

No intento de definir a quantidade de casos, primeiramente foi realizado o contato com os fundos de investimento de impacto. A busca dos fundos foi realizada pela *internet*, bem como por meio do método de amostra bola de neve, ou seja, uma amostragem não probabilística visto que são populações de baixa incidência, o que foi possível encontrar seis fundos naturalmente brasileiros. No entanto, como o objetivo da pesquisa também envolvia obter informações das investidas, somente houve a possibilidade de comunicação com as investidas de três deles, quais sejam: a Vox Capital, a Mov Investimentos e a GAG Investimentos, excluindo as outras três da análise. Esses fundos são caracterizados como de investimento de impacto por aplicarem capital em empresas que possuem a intenção de gerar impacto social e/ou ambiental mensurável, além do retorno financeiro (ALLMAN; NOGALES, 2015).

Quanto à seleção das investidas, foi realizada uma amostra intencional e por adesão, ou seja, a partir do contato com os fundos de investimento de impacto, foi solicitado a esses a indicação de três de suas investidas. Após contato com essas empresas, caracterizadas como negócios de impacto social, e identificação do desenvolvimento de inovações sociais, com uso dos recursos do fundo, eles foram convidados a aderir ao estudo.

Os produtos e/ou serviços produzidos pelos negócios pesquisados foram caracterizados como inovações sociais por serem tecnologias ou serviços inovadores que transformam positivamente a sociedade, bem como por atenderem uma necessidade social (MULGAN, 2006). Confirmando tal caracterização, os fundos escolhidos para fazer parte da pesquisa apenas investem em empresas que adotam a inovação de cunho social como uma ferramenta contínua e transformadora.

Assim, a pesquisa foi composta por três gestoras de fundos de investimento de impacto e nove negócios de impacto social, sendo três de cada investidora. Deve-se notar que a

delimitação dos casos foi revisada levando em consideração o critério de saturação de dados (EISENHARDT, 1989; YIN, 2016), ou seja, somente quando novas observações não mais promovem a geração de mais informações significativas, não seriam incorporados mais casos para o estudo. Portanto, observou-se no decorrer da análise uma saturação de informações, o que, por sua vez, não requeria a inclusão de mais casos.

Optou-se por não revelar a identidade de nenhuma das investidas analisadas, sendo identificado como V1, V2 e V3 investidas da Vox Capital, M1, M2 e M3 investidas da Mov Investimentos e G1, G2 e G3 investidas da GAG Investimentos.

Assim, embora não se procure a generalização dos dados por meio do estudo de casos múltiplos, o método utilizado permite a investigação de um fenômeno social em profundidade, usando uma variedade de fontes de dados, como entrevistas semiestruturadas, documentos e observação (YIN, 2010). Foram realizadas 30 entrevistas detalhadas e semiestruturadas, nove com gestores de fundos e 21 com fundadores e diretores das organizações investidas. Esta técnica de coleta de dados resultou em 1118 minutos de informação, com a transcrição integral dos discursos dos entrevistados. Cada entrevista durou cerca de 40 minutos. Os participantes não foram identificados na análise, sendo codificados de E1 a E30.

Dois protocolos de entrevista foram desenvolvidos, um para os gestores de fundos e outro para as empresas que receberam investimentos. Os entrevistados foram convidados a fornecer provas documentais sempre que possível. Assim, 20 documentos foram utilizados, como sites, relatórios, materiais publicados na mídia e estudos científicos, sendo 19 secundários e um primário. Eles foram codificados de D1 a D20. A observação direta foi realizada no estabelecimento de duas gestoras, bem como, em sete das investidas. No entanto, em dois deles, não foi possível devido à indisponibilidade do tempo dos fundadores e gerentes.

Além disso, e-mails e chamadas telefônicas com executivos foram utilizados para preencher as lacunas existentes. Após a coleta de dados, a transcrição das entrevistas e a organização dos documentos, aponta-se que as informações foram introduzidas no programa de computador Atlas.ti.

Em sequência, definiu-se as categorias de análise, juntamente com as suas definições constitutivas, conforme apresentado no Quadro 1:

Quadro 1: Categorias de análise e definições constitutivas

Categorias de análise	Definições Constitutivas
Inovação social	São “atividades e serviços inovadores que são determinados pela meta de atender a uma necessidade social e que são difundidos por meio de empresas cujos objetivos principais são sociais” (MULGAN, 2006, p. 146, tradução nossa).
Fase inicial	A fase inicial é o surgimento da ideia, no qual são identificadas as necessidades sociais e realizados os levantamentos de investimentos e recursos financeiros pessoal para dar início ao processo (BHATT; ALTINAY, 2013; BHATT; AHMAD, 2017).
Fase de desenvolvimento	A fase de desenvolvimento é a construção da solução para o problema identificado. É a fase de consolidar as relações com os investidores, a fim de ter acesso a recursos mais restritos e colocar em prática o que foi delimitado na fase inicial, ou seja, é a fase de cristalizar a nova ideia (BHATT; ALTINAY, 2013; BHATT; AHMAD, 2017).
Fase de dimensionamento	A fase de dimensionamento é a expansão da inovação social. É fase de maior contato com o beneficiário da inovação social, de colaboração com outras organizações do setor social, realização de parcerias e alianças (BHATT; ALTINAY, 2013; BHATT; AHMAD, 2017).
Fundos de investimento de impacto	Gestora de fundos formada pela união de vários investidores que se reúnem para um investimento financeiro em empresas inovadoras que resolvam desafios sociais e/ou ambientais integrado ao retorno financeiro (CREMONEZZI, <i>et al.</i> , 2013; GLANZEL; SCHEUERLE, 2016).

Fonte: Autora (2017)

Para analisar os dados, utilizou-se a técnica de análise de conteúdo constituída por três fases, identificadas como i) pré-análise; (ii) exploração do material; e iii) tratamento de resultados, inferência e interpretação (BARDIN, 2004). A análise seguiu a concepção de Yin (2010), no qual analisou-se descritivamente os três casos, para assim, chegar a uma conclusão dos casos cruzados, o que foi possível observar modificações e corroborações da teoria.

5 Resultados e Discussões

A análise foi organizada em duas etapas: i) análise descritiva de cada caso e; ii) análise cruzada e discussão dos resultados.

5.1 Caso Vox

A Vox Capital é uma gestora de fundos de investimento de impacto, criada em 2009 e situada em São Paulo-SP. Sua equipe é constituída por 11 pessoas. Durante esses nove anos, passaram pela Vox mais de mil negócios, dos quais 20 foram investidos, sendo 11 por *equity* e 9 por meio de dívidas conversíveis. A gestora investe em empresas que desenvolvem tecnologias inovadoras no intento de solucionar problemas sociais que incluam as classes C, D e E no Brasil, buscando impacto social e retorno financeiro. Nesse sentido, a Vox Capital aporta capital financeiro e intelectual em troca de participação acionária de 20 a 35% da empresa.

Três de suas investidas fizeram parte da pesquisa, observando que V1 e V2 receberam capital financeiro a partir da fase de desenvolvimento da inovação social e V3 da fase de dimensionamento da inovação.

Antes de receber o investimento, os gestores dos negócios V1, V2 e V3 apresentaram a empresa ao fundo, por meio de um material robusto que detalha a missão, os produtos, a governança, a potencialidade em gerar impacto e o retorno financeiro almejado com o negócio. Em sequência, passaram por um processo de discussão de cláusulas contratuais e por um comitê de investimento, até ser aprovado.

Após aprovação, aplicou-se o capital financeiro nos negócios, sendo possível observar que na **fase inicial** das três inovações, a Vox não teve participação em nenhuma das investidas pesquisadas. Investimentos na fase inicial é considerado caso esporádico, uma vez que o padrão é investir em negócios com produto pronto e tração comercial. A investidora de impacto salienta que o risco é maior ao se investir em empresas que possuam apenas um plano de negócio, pois não há histórico de execução.

A partir dos relatos, foi possível identificar que após a Vox iniciar sua relação com os negócios V1, V2 e V3, a ideia já havia sido delimitada e o produto estava em fase de construção, o que permitiu considerar que a investidora de impacto não apresentou participação na **fase inicial**.

Já na **fase de desenvolvimento**, a Vox participou no desenvolvimento da inovação social dos negócios V1 e V2. Em ambos os casos, a gestora aportou recursos financeiros, participou do conselho administrativo, forneceu apoio a decisões estratégicas, realizou monitoramento de informações, estruturou e validou o modelo de negócio. Por sua vez, especificamente, no caso V1, com a participação direta da Vox, a empresa conseguiu a proteção à missão de impacto social, ou seja, se blindaram para buscar o equilíbrio entre o valor social e o valor econômico.

No caso V2, houve participação direta nas decisões estratégicas por meio dos conselhos administrativos. Contudo, não participou de decisões de setores operacionais e na construção de produto, mas, a partir de sugestões, participou de reuniões e de indicações de contatos importantes, contribuindo com o desenvolvimento da inovação social.

Quanto à **fase de dimensionamento**, a Vox participou dos negócios V1, V2 e V3, apresentando aspectos em comuns: i) o aporte de capital financeiro; ii) a participação no conselho administrativo; iii) a mensuração do impacto social por meio da “Teoria da Mudança”; iv) monitoramento de informações; v) e o auxílio na elaboração de um modelo de negócio consistente. Especificamente, nos negócios V2 e V3, a investidora contribuiu com rede de

contatos e apresentações de pessoas-chave aos negócios, o que facilitou os processos organizacionais e aberturas de oportunidades.

Algumas participações diferenciadas surgiram, como em V1, que após inúmeras reavaliações no modelo de negócio, conseguiu ter uma entrega de valor social consistente. No caso de V2, identificou-se contribuições com aspectos legais (questões de direito trabalhista, impostos). E em V3, a partir de sugestões e a reavaliação na tese de mudança, sugeriu maior contato com os beneficiários da inovação social. Adicionalmente, observou-se que a forma como a Vox participa e a sua atuação depende do segmento, da estruturação do negócio, da governança e da gestão como um todo da investida.

5.2 Caso Mov

A Mov é uma gestora de fundos de investimento de impacto, fundada em 2012 na cidade de São Paulo-SP. Atualmente, a equipe é composta por seis pessoas, sendo 4 sócios, uma coordenadora e uma estagiária. Já investiram 50 milhões distribuídos em cinco investimentos na modalidade *venture capital*, ou seja, aplicação de recursos financeiros por meio da participação acionária em empresas estabelecidas, mas de pequeno e médio porte. As investidas são empresas com metodologias inovadoras que dispõem de modelos de negócio com finalidades lucrativas e potencial para produzir mudanças estruturais, qualitativas e de longo prazo para seus beneficiários finais.

Das cinco investidas da Mov, somente três delas participaram da pesquisa. A investidora aportou capital em M1 e em M3 desde a fase inicial da inovação social e em M2 a partir da fase de desenvolvimento. Em todas as três investidas, antes de aplicar o capital financeiro, a Mov avaliou e visualizou se as metodologias (produtos/serviços) criadas teriam viabilidade econômica e potencial de ampliação do seu impacto social e/ou ambiental. Então, todo esse relacionamento foi iniciado em fase anterior à capitalização propriamente dita.

Os relatos apresentam que a Mov prefere investir quando a ideia do produto e/ou serviço já foi desenvolvido, a fim de que tenham conhecimento sobre o real impacto que tal inovação social pode proporcionar. No entanto, isso não se aplica ao caso de M1 e M3, em virtude de que os investimentos foram realizados ainda na fase inicial das suas inovações.

Identificou-se que nas três investidas, a Mov possui um padrão de operação que inclui: participação no conselho de administração, aplicação do capital financeiro em praticamente todas as fases, participação em decisões estratégicas, reavaliação e auxílio para a empresa obter

um modelo de negócio consistente e monitoramento de informações. Conforme relatos, essas participações interferem positivamente em todas as fases de desenvolvimento das inovações sociais dos negócios M1, M2 e M3.

No entanto, embora haja padrões estendidos as três investidas, constatou-se também aspectos distintos, que varia da necessidade de cada caso. Por exemplo, ao investir na **fase inicial** dos produtos inovadores de M1 e M3, a Mov participou na estruturação do negócio e na avaliação do modelo de negócio. Em M1, particularmente, a MOV colaborou, a partir de sugestões, com o auxílio no desenho da inovação social, com direcionamentos e ideias, bem como participou de negociações, atuou no apoio à gestão e no relacionamento com outros investidores. Já em M3, contribuiu com uma ampla rede de contatos.

Na **fase de desenvolvimento**, a participação da Mov em M1, M2 e M3, consistiu na aproximação das investidas com os seus *stakeholders*. Nos casos específicos foi identificado que em M1 e M3 colaborou com rede de contatos. Somente em M1, a MOV ajudou com indicações de parceiros estratégicas e negociações. Em M2 auxiliou no redesenho da metodologia, na gestão, na estruturação do negócio e do modelo de negócio e na contratação de capital humano (diretor executivo) para organização. Especificamente, na inovação social de M3, colaborou com aspectos legais e jurídicos.

Quanto à **fase de dimensionamento**, a MOV também participou nas três investidas, contribuindo de diferentes formas: ampliação da rede de contatos, aproximação dos *stakeholders*, buscou parceiros estratégicos e colaborou com a mensuração do impacto social e/ou ambiental. Nos casos específicos, em M1 e M3 contribuiu com a apresentação à potenciais clientes e agregação de valor social e ambiental com a criação de novos serviços integrados à metodologia. Em M1 realizou *workshops* e ofereceu suporte na criação de uma nova empresa. Por fim, em M2 ajudou na busca de novos investidores.

Assim, percebe-se que em todas as fases, a Mov participou ativamente no processo de inovação social das três investidas pesquisadas, uma vez que há indícios de que o envolvimento da gestora promoveu aumento do impacto social e/ou ambiental, ampliação da rede de contatos, formação de alianças e parcerias e o contato mais próximo com os *stakeholders* de suas investidas. Logo, todos esses aspectos, além de influenciar no dimensionamento das inovações sociais, também trouxe aspectos positivos para a condução dos negócios de impacto social.

5.3 Caso GAG

A GAG investimentos é uma gestora de fundos de investimento de impacto, criada em 2012 na cidade de Barueri-SP. Sua equipe é constituída por três pessoas, sendo apenas sócios. Atualmente possuem seis investimentos na modalidade *seed* (investimento na fase inicial do negócio) e *venture capital* (investimento em empresas estabelecidas, mas de pequeno e médio porte). A missão da GAG consiste em “buscar soluções na área da saúde com propósito positivo e que tenham como objetivo melhorar a vida das pessoas”.

A GAG investe em negócios de impacto social que tenham produtos que envolvam tecnologias inovadoras que atendam a alguma necessidade social. Em três de suas investidas, foi observado que G1 e G3 receberam capital na fase de desenvolvimento da sua inovação social, enquanto que G2 na fase de dimensionamento (etapa de expansão).

No negócio G1, a GAG desloca-se mensalmente para realizar reuniões e acompanhar presencialmente a organização. Nos negócios G2 e G3, a GAG visita semanalmente. Além disso, os negócios devem encaminhar relatórios sobre questões financeiras no intento da GAG acompanhar como o capital financeiro está sendo utilizado.

Identificou-se que em todas as investidas a GAG possui um padrão de operação que inclui: participação no conselho de administração, aporte do capital financeiro, participação em decisões estratégicas, reavaliação e auxílio para a empresa conseguir obter um modelo de negócio consistente e monitoramento de informações. Esses aspectos foram encontrados na relação da investidora com as três investidas, e que, possivelmente, interfere todas as fases de desenvolvimento das inovações sociais dos negócios G1, G2 e G3.

Contudo, há aspectos distintos, que varia da necessidade de cada caso. Como o fundo não investiu na fase inicial de nenhuma das três investidas pesquisadas, a análise inicia-se na **fase de desenvolvimento** das inovações sociais de G1 e G3. Nestas organizações, observou-se que a GAG colaborou com dois aspectos: a estruturação do negócio e o envolvimento na gestão. Quanto aos casos específicos, foi constatado a colaboração em testes e em experimentação na inovação social de G1, enquanto a contribuição com a governança, capital humano, ideias para usabilidade e comercialização do produto inovador e ampliação da rede de contatos foram identificados em G3.

Quanto à participação da GAG na **fase de dimensionamento** das três inovações sociais, constatou-se que a atuação mais ativa da investidora implica na ampliação da rede de contatos, o qual apresenta profissionais, pessoas, contatos comerciais e organizações que façam sentido

ao negócio. Além disso, auxilia as empresas a obterem modelos de negócios consistentes e ajuda na mensuração do impacto social.

Quanto à mensuração, nos três casos específicos, identificou-se que a GAG incentivou e exigiu que avaliações de impactos fossem realizadas. Vale destacar que antes de se envolver com tais organizações, elas não detinham a certificação B, e após o envolvimento com a gestora de fundos, duas dessas organizações, o NIS G1 e o NIS G2, se inscreveram e conseguiram a certificação. Portanto, atualmente são consideradas empresas que dispõem de um modelo de negócio voltado para o desenvolvimento social e ambiental.

No que tange aos aspectos distintos, foi constatado que nas empresas G2 e G3, a GAG auxiliou na aproximação do empreendimento com o beneficiário da inovação social, ou seja, a investidora sugeriu aos negócios que estabelecessem contatos com o público alvo a fim de compreender as suas demandas prioritárias.

Além disso, identificou-se que a GAG também participou no auxílio a pesquisas, especificamente, no negócio G1. No negócio G2, colaborou com o alinhamento do impacto social e estruturação do negócio. Já em G3 contribuiu com a criação de modelos para gerar receita, uma vez que a inovação social desenvolvida ainda não havia alcançado a rentabilização esperada. Contribuiu também com: i) governança; ii) comercialização do produto; iii) envolvimento na gestão; iv) e apoio jurídico.

Portanto, nota-se que há uma participação direta da GAG nos negócios de impacto social G1, G2 e G3 e na escalabilidade de suas inovações, visto que a GAG possui um modelo profícuo como investidor, no qual os gestores desejam colaborar como podem, fornecendo ideias, indicando funcionários, tentando abrir canais para outras pessoas ajudarem e direcionando o negócio quanto ao impacto.

5.4 Análise cruzada e Discussão dos resultados

Na análise cruzada relativa à participação do fundo de investimento de impacto no processo de desenvolvimento da inovação social foi possível identificar aspectos semelhantes e distintos dos casos analisados. Nesse sentido, dentre as investidoras pesquisadas, observou-se que duas delas, a Vox e a GAG, não participaram na **fase inicial** do processo de desenvolvimento das inovações sociais de suas investidas ora estudadas. Tal constatação dá indícios de que os fundos na presente pesquisa, dificilmente, investem em negócios cujos produtos estão na fase da ideia.

Esse resultado pode revelar que o fundo de investimento de impacto é mais propício para investir em fases mais avançadas da inovação social. O achado vai ao encontro de Moore, Westley e Broadhead (2012) o qual desvelam a dificuldade dos investimentos de impacto em investirem em estágios iniciais do negócio, bem como do produto. Mumford (2002) também apresentou que na fase inicial o empreendedor social requer uma maior criatividade na geração de finanças justamente em virtude da falta de acesso à financiamento.

Constatou-se ainda na literatura que os negócios de impacto social se tornam pouco atrativos nessa fase (ARENA, *et al.*, 2017), o que não se difere das empresas tradicionais, uma vez que as fontes de financiamento são limitadas a aportes de amigos e familiares (ROSSI, 2015). A distinção entre eles é que há mais possibilidades de financiamento para as empresas tradicionais que para negócios de impacto social (ARENA *et al.* 2017).

Tais constatações apontam a necessidade de fontes de financiamentos em estágios iniciais da inovação social, como por exemplo, investidores anjos, crowdfunding e seed. No entanto, vale destacar que embora sejam modalidades de investimentos tradicionais, os investidores ao aplicarem intencionalmente capital financeiro a fim de promoverem a geração de impacto positivo à sociedade, retorno econômico e dimensionamento da inovação social estão praticando o investimento de impacto. Corroborando esse entendimento, relatos dos gestores dos negócios estudados nesta pesquisa sinalizam que a maior dificuldade inicial consiste em encontrar investidores que acreditam na causa de cunho social e/ou ambiental.

Dentre os casos estudados, revelou-se que os gestores da Mov também preferem investir em negócios que já estejam com o produto desenvolvido. Contudo, a Mov apresentou participação em M1 desde a fase da ideia. A participação do fundo nas fases iniciais, geralmente são mais difíceis, por ser uma fase mais arriscada, visto que não se tem uma previsão de vendas e nem de faturamento, o que leva a ser mais complexo a atender às expectativas dos investidores (KICKUL; LYONS, 2015).

Ao participar da fase inicial, a Mov além do aporte financeiro, contribuiu com questões estratégicas no desenho da metodologia, propondo mudanças e realinhamentos, levando em consideração no “como” a empresa iria se estruturar e na forma como se relacionaria com outros investidores. Pode-se observar, portanto, que foi na fase inicial que houve um alinhamento entre os gestores do fundo e o negócio, o que resultou em mudanças na própria ideia e no funcionamento da metodologia. Ainda nessa primeira fase, o fundo já indicou contatos importantes para a organização, contribuindo para o desenvolvimento da ideia, sendo a participação da Mov um parceiro importante para sustentar e trazer outros investidores estratégicos para financiar o negócio.

Estas contribuições levam a acreditar na importância que investidores de impacto detêm em fases iniciais do produto, visto que possuem aptidões e competências capazes de superar gargalos existentes no início do desenvolvimento. Ainda na fase inicial, constatou-se a relevância de incubadoras ou aceleradoras interessadas em inovações sociais, podendo ser uma solução, principalmente, para os empreendedores sociais que possuem pouco conhecimento sobre gestão e condução de negócio.

Quanto à **fase de desenvolvimento**, identificou-se que todos os casos analisados (Vox, MOV e GAG) participaram dessa fase em pelo menos alguma de suas investidas. Esse resultado desvela que esse pode ser o estágio mais propício para receber financiamento de fundos de investimento de impacto, posto que os negócios já estão com o produto em desenvolvimento ou em fase de teste. Esse resultado confirma o estudo de Arena *et al.* (2017) o qual ressalta que esses fundos buscam negócios que estejam já em fase de crescimento, equivalente aos fundos tradicionais (ROSSI, 2015).

A partir do presente estudo, evidenciou-se que a participação da Vox, da Mov e da GAG na fase de desenvolvimento das inovações sociais de suas investidas pode ocorrer de diferentes formas, semelhantes e divergentes entre os casos analisados. Quanto aos aspectos semelhantes, constatou-se que houve o aporte de capital financeiro, que pode variar conforme as necessidades do empreendedor e de sua proposta de inovação. Além disso, identificou-se que pode ocorrer mais de uma rodada de investimento, bem como em cada rodada pode suceder avaliações, o que vai ao encontro das colocações de Rossi (2015) que, ao realizar o estudo sobre fundos tradicionais, verificou o monitoramento e as avaliações constantes após cada aporte financeiro concedido ao negócio.

Nesse sentido, não se pode ignorar atividades ou ações realizadas em fundos tradicionais, podendo, inclusive, muitas delas serem transferidas ou adaptadas aos fundos de investimento de impacto.

Identificou-se também a participação de representantes do fundo no conselho de administração e em reuniões mensais dos principais dirigentes da empresa investida, assim como também na estruturação do modelo de negócio, o qual pode ser avaliado: a entrega de valor social, o atendimento ao público alvo, as parcerias estratégicas necessárias para comercializar o produto ou serviço, a análise dos custos de produção e os canais de distribuição. Desse modo, os gestores do fundo, junto aos sócios dos negócios podem analisar tais questões.

Além disso, foi constatado que o fundo realiza monitoramento de informações, em que são empregadas cobranças relacionadas a aspectos financeiros e contábeis. No caso da Mov, observou-se que esse monitoramento também envolve questões sobre o andamento do

desenvolvimento do produto ou serviço, podendo haver auxílio em ideias e sugestões na construção das metodologias. Vale destacar que esse resultado também é encontrado em fundos de investimentos tradicionais, a fim de acompanhar o desenvolvimento da investida (ROSSI, 2015; HISRICH *et al.*, 2016).

Ainda nessa mesma fase, a Mov assistiu suas investidas na aproximação com seus *stakeholders* e participou de negociações decisivas para a construção das metodologias de serviços. Já a GAG, colaborou com testes e experimentações dos produtos, além de instigar a criação de políticas de governança que dessem maior transparência ao negócio, às ações e aos resultados.

Vale ressaltar que tanto a ampliação das redes de contatos quanto à aproximação com *stakeholders*, foram relevantes nessa fase, uma vez que as metodologias e produtos desenvolvidos precisavam desse apoio para serem comercializadas.

Além disso, nota-se que nessa fase, as inovações sociais analisadas demonstram que antes de sucederem a fase de dimensionamento passam por reestruturações em virtude de dificuldades de constituir a organização, a gestão e a geração de receitas. Essa reformulação pode decorrer dada as participações de atores externos à organização e às mudanças ocorridas nas inovações sociais e nas próprias organizações. Os fundos, nesse sentido, possuem um papel central nessa reestruturação.

Vale destacar que estudos anteriores que destinaram a discutir sobre o processo de inovação social, não ressaltaram tal período de reestruturação no desenvolvimento dessa inovação, sendo, desse modo, um avanço teórico do presente trabalho.

Após esse período de recomposição, a inovação social passa a buscar a escalabilidade na **fase de dimensionamento**. Nessa etapa, todos os fundos de investimento de impacto pesquisados participaram em todas as suas três investidas. Esse resultado corrobora o estudo de Arena *et al.* (2017), visto que salientam que grande parte dos investimentos de impacto são realizados em fases mais avançadas.

Observou-se que na fase de dimensionamento, a principal contribuição dos fundos está na mensuração do impacto social, em que ele cobram e ajudam a realizar essa avaliação. Contudo percebeu-se que a GAG ainda detém uma participação menos ativa quando comparada aos outros dois fundos, porém mesmo assim indica cursos a respeito do impacto social. A Vox e a Mov recentemente efetuaram a mensuração de suas investidas e divulgaram o material utilizado. Essa mensuração demonstrou os indicadores utilizados, de que forma as empresas estão impactando e os resultados desse impacto. Esse achado foi constatado no estudo de Arena *et al.* (2017) em que ressaltaram que os fundos de investimento de impacto podem contribuir

com medições e avaliações de impacto social. Além disso, denotaram que tal avaliação pode colaborar para que os negócios superem a falta de compreensão e desvio da missão social e/ou ambiental, bem como para limitarem os problemas de assimetria de informação e risco moral.

Quanto às redes de contatos, identificou-se que tal atividade pode existir em praticamente todas as fases da inovação social, porém é mais frequente na fase de dimensionamento. Evidências disso são os exemplos dos três fundos analisados e suas contribuições significativas para suas investidas, uma vez que possuem uma ampla rede de contatos profissionais e apresentam-nas para as empresas.

A Vox e a GAG desempenham um alinhamento quanto ao impacto social, ou seja, algumas organizações quando buscam investimentos de impacto, compreendem que geram algo positivo para a sociedade, ou para comunidade, porém não entendem o que é impacto social e nem ao menos como alcançar esse impacto em uma dimensão maior. Por conseguinte, o fundo ao se interessar pela proposta dos negócios, os ajudam a empreender esse alinhamento. Tal aspecto também foi identificado no estudo de Arena *et al.* (2017) que ressaltaram que os investimentos de impacto fornecem serviços que garantem que o empreendedor seja capaz de executar com êxito o empreendimento, bem como percebem o impacto social que espera alcançar.

A Mov e a GAG apresentaram algumas formas de participação semelhantes: apoio à busca por novos investidores, apoio à gestão, indicações e auxílio ao recrutamento de capital humano. Desse modo, observa-se que todas, podem participar do processo decisório de suas investidas. Portanto, observou-se que os três fundos podem contribuir com a estruturação da inovação social de suas investidas, além de indicarem pessoas para trabalharem nos negócios. Isso também é referenciado na literatura quando são destacados o papel dos fundos de investimentos de impacto nas decisões tomadas por suas investidas (BHATT; AHMAD, 2017). Além disso, podem auxiliar com ideias e sugestões em funcionalidades de produtos e/ou das metodologias no intento de agregar valor social e/ou ambiental à inovação social.

Cabe ressaltar que Mov e GAG também auxiliaram na construção de modelos para rentabilizar a inovação social. Nesse sentido, organizações investidas que possuem uma proposta de impacto social e/ou ambiental com potencial, mas desprovida de mecanismos para a geração de receita e lucros para a ampliação da proposta, podem contar com o apoio do fundo para a remodelação com foco na construção de modelos mais equilibrados entre o aspecto social e econômico.

Adicionalmente, identificou-se que a Vox, Mov e a GAG possuem uma relação próxima com suas investidas. Comunicações diárias em busca de soluções para dúvidas financeiras e

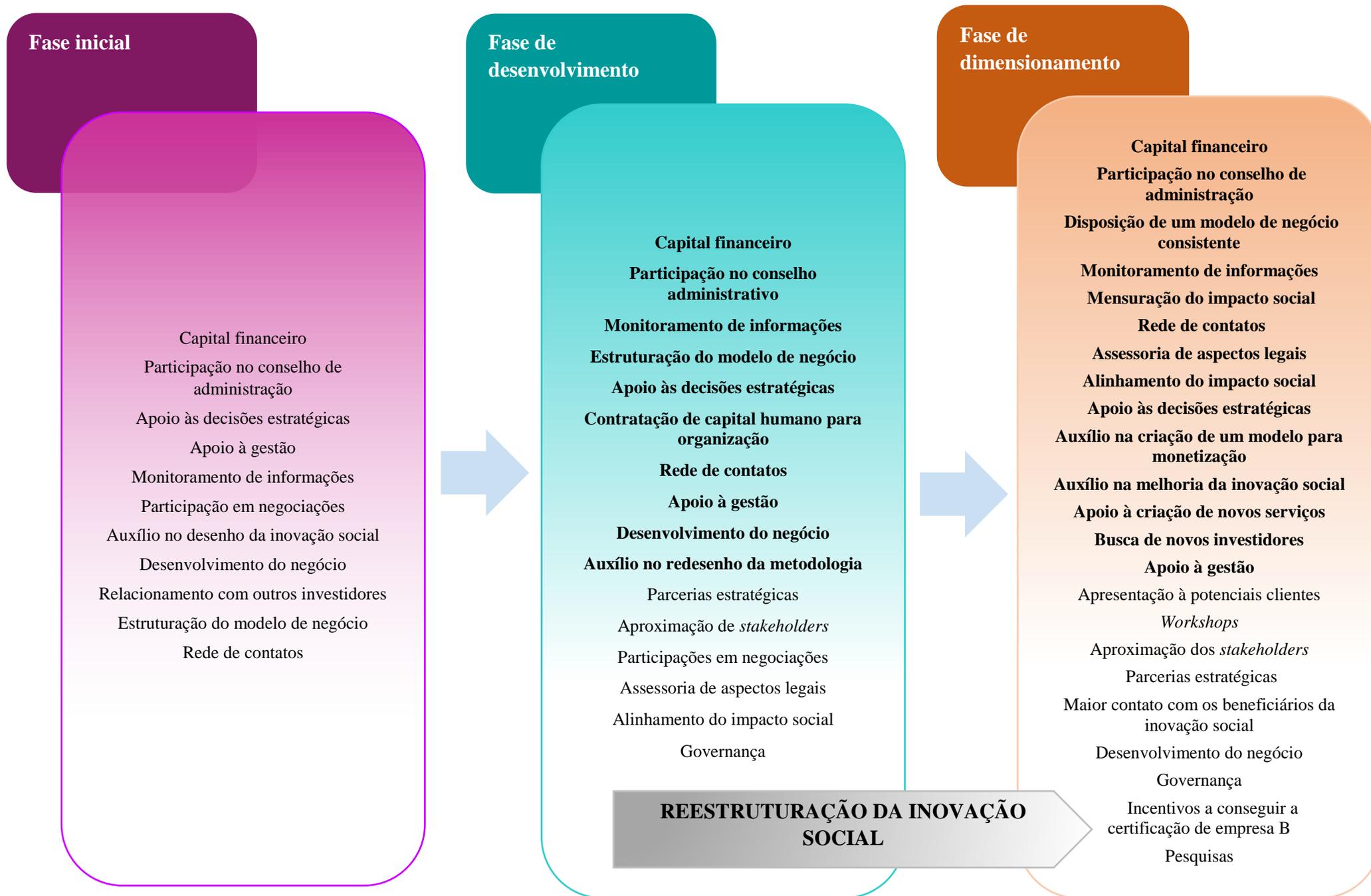
contábeis, por exemplo, ocorrem sempre que necessário. Portanto, o relacionamento entre fundo e investida não acontece somente por meio de reuniões e conselhos, mas também por interações frequentes e muitas vezes informais entre os envolvidos (BHATT; AHMAD, 2017).

Com base na análise da participação dos fundos em cada uma das fases, bem como a identificação de uma complementação de um período de reestruturação incorporada na fase de desenvolvimento conduziu a criação de uma proposta de modelo da configuração da participação dos fundos de investimento de impacto no processo de inovação social, conforme apresentada na Figura 1.

Segundo a Figura 1, observa-se as principais formas de atuação dos fundos de investimento de impacto. Essa participação é muito importante durante a fase de desenvolvimento, em que verifica-se uma reestruturação do negócio e da própria inovação social, inclusive, essa recomposição advém de dificuldades em estruturar a organização, a gestão e a geração de receitas.

Outro fator influenciador desse período sinalizado na fase de desenvolvimento é a reflexão dos gestores do negócio junto aos gestores do fundo, que a partir do lançamento e experimentações do produto e/ou serviço no mercado, repensam sobre a entrega de valor social, o modelo de negócio, bem como em meios de elevar o impacto social e/ou ambiental aliado ao retorno econômico. Desse modo, dentro da fase de desenvolvimento, as inovações sociais vão se alterando, passando por modificações, até poderem se expandir. A partir dessa etapa, há uma estimulação que conduz até a fase de dimensionamento da inovação social.

Tais constatações demonstram que o processo, geralmente, não é linear, portando constantemente que retomar, recomeçar e repensar na configuração da inovação social e na sua entrega de valor social e econômica. É neste sentido que o fundo contribui, pois ao nutrir objetivos congruentes, auxilia de diferentes maneiras e formas (conforme apresentado na Figura 1) de acordo com o segmento e o contexto que a investida está imersa.



Assim, observou-se que os fundos de investimento de impacto podem elevar a compreensão da investida quanto ao desenvolvimento de inovações sociais, visto que essas organizações passam a estruturar adequadamente o seu modelo de negócio, a sua entrega de valor social, bem como a preocupação quanto à mensuração do impacto social. Constatou-se ainda que a partir da participação dos gestores do fundo pode haver um desenvolvimento do negócio, criação de mais empregos, e melhora na perspectiva do negócio de impacto social.

Por fim, a partir da análise da atuação nas distintas fases do processo de inovação social, observou-se que a configuração da participação dos fundos de investimento de impacto pode englobar: i) capital financeiro (rodadas de investimentos e busca de novos investidores); ii) aspectos administrativos e financeiros (controle do movimento dos ativos, planejamento financeiro e estratégico, controle dos riscos, questões contábeis, análise dos resultados financeiros, participação no conselho de administração, apoio à gestão, participação em negociações e assessoramento em aspectos legais, mudanças estruturais, estruturação do modelo de negócio e desenvolvimento do negócio); iii) capital humano (recrutamento, seleção, políticas de gestão de pessoas); iv) aspectos comerciais (novos parceiros, mercados, aproximação dos beneficiários da inovação social, redes de contato, formação de alianças, maior contato com os *stakeholders*); v) aspectos sociais (alinhamento do impacto social, mensuração do impacto social, identidade coletiva, valores comuns e de confiança, visão social, redes sociais).

Os resultados sugerem que essas participações podem estimular a expansão da inovação social, com a criação de novos produtos, criação de novas funcionalidades para o produto existente, formação de *joint venture* e alianças estratégicas, compra de empresas, equipamentos, contratação de mais funcionários e investimento em estrutura organizacional.

6 Contribuições teóricas e práticas

O estudo ao identificar elementos presentes no processo de desenvolvimento da inovação social no contexto brasileiro, elementos ainda não constatados em outras pesquisas e ambiente ainda não explorado, contribuiu teoricamente com as temáticas abordadas no trabalho. Além disso, identificou-se a complementação em uma das fases propostas por Bhatt e Altinay (2013), ou seja, um período de reestruturação incorporada na fase de desenvolvimento o que permitiu conduzir a criação de uma proposta de modelo do processo de inovação social, assim como, das distintas formas de participação dos fundos.

Outra contribuição teórica é a determinação das várias atividades realizadas pelos fundos nas distintas fases e referentes a aspectos distintos como: capital financeiro, aspectos administrativos e financeiros, recursos humanos, aspectos estruturais, sociais e aspectos comerciais. Tais resultados representam uma das contribuições do estudo, uma vez que a literatura levantada não foi encontrada estudos sobre a forma como o fundo de investimento de impacto poderia contribuir com o desenvolvimento de inovações sociais no contexto dos negócios de impacto social.

Nesse sentido, os resultados sinalizam que as participações dos fundos de investimento de impacto se configuram de maneiras distintas em alguns casos, porém um padrão de participação pode ser auferido no estudo com as três gestoras de fundos: As diferenças podem ser reflexo do grau de maturidade e estratégias de cada fundo, além do que os negócios investidos possuem especificidades, como o segmento de atuação e o estágio de desenvolvimento de sua inovação social.

Em termos de contribuição prática, o estudo pode permitir por meio de seus achados elevar a compreensão das investidas quanto ao potencial dos fundos de investimento no desenvolvimento de inovações sociais, visto que os negócios de impacto social passam a estruturar adequadamente o seu modelo de negócio, a sua entrega de valor social, bem como a preocupação quanto à mensuração do impacto social. Assim como ressaltar aos gestores dos fundos a potencialidade de sua atuação juntos aos negócios apoiados, pois evidenciou-se por meio das entrevistas que a partir da participação dos gestores do fundo houve um desenvolvimento do negócio, criação de mais empregos, e melhora na perspectiva da empresa empreendedora social.

Ainda em termos práticos, os resultados da pesquisa permitem chamar atenção do Estado com o propósito de evidenciar seu papel no estímulo aos atores envolvidos nos negócios de impacto de social, por meio de instrumentos de políticas públicas, no sentido de promover parcerias com indivíduos e empresas engajadas na mudança social, assim como desenvolver um ambiente adequado e sustentável para a inovação social.

7 Considerações finais

A presente pesquisa buscou, como objetivo geral, analisar como se configura a participação dos fundos de investimento de impacto nas fases do processo de inovações sociais. O estudo realizado permitiu identificar que os fundos podem contribuir, no decorrer do processo de desenvolvimento de inovações sociais, com capital financeiro, conhecimento, visões

compartilhadas, recrutamento e desenvolvimento de colaboradores, auxílio com os processos internos, desenvolvimento do negócio, estruturação do modelo de negócio, aspectos comerciais, aproximação dos *stakeholders* e novos investidores. Além disso, percebeu-se que as participações em uma fase específica não são exclusivas àquela fase, pois há atividades que podem ocorrer em mais de uma fase.

Como foi visto nos casos estudados, tais participações podem resultar em valor agregado para organização. Essas considerações ilustram que independente da fase em que a inovação social esteja, os gestores dos fundos desempenham um importante papel para os negócios de impacto social e para o desenvolvimento de inovações sociais. Sendo que seu papel transcende a contribuição financeira, facilitando o processo dessas inovações, especialmente, na fase de dimensionamento. Portanto, eles possuem um papel colaborativo, contributivo e dinâmico, ou seja, sua atuação é mais que uma simples participação, pois os resultados encontrados demonstram ocorrer um envolvimento maior com todo o negócio e sua inovação.

Embora tenha-se constatado inúmeros aspectos positivos, também deparou-se com aspectos negativos, como por exemplo: o processo burocrático de entrada ao fundo e a dificuldade de se fazer o primeiro contato; a inserção do fundo de impacto no negócio pode trazer visões estratégicas que geram divergências na condução do negócio; a possibilidade de lentidão no processo de tomadas de decisões devido à interferência dos representantes dos fundos, por meio da participação nos conselhos administrativos e nas reuniões; o fundo não dispor de conhecimentos sobre o setor no qual o negócio atua e; a informalidade na relação entre o fundo e os negócios, visto que pode atrapalhar as tomadas de decisões, ou ainda a perda de foco nas reuniões.

Os resultados sugerem estudos futuros, posto que ainda é um campo pouco explorado academicamente (ARENA *et al.*, 2017). A primeira sugestão é quanto a analisar o impacto do capital financeiro disponibilizado pelos fundos de investimento de impacto no desempenho financeiro e social das investidas. Pode-se ainda verificar o papel do governo no desenvolvimento de inovações sociais. E, por fim, recomenda-se elaborar um comparativo entre negócios de impacto social que tiveram aporte de fundos de investimento de impacto e negócios que não tiveram a participação desses fundos.

Em resumo, o próprio negócio de impacto carrega consigo uma enorme transformação social positiva ainda mais para a realidade como a brasileira, onde há a necessidade de melhoria da qualidade de vida e redução da desigualdade social. Desse modo, esse estudo adveio para contribuir com a melhoria dessa atuação mostrando a relevância dos fundos de investimento de

impacto na potencialização da atuação desses negócios que tem o papel central no desenvolvimento de inovações sociais.

Referências

- ALLMAN, K.; NOGALES, X. E. **Impact Investment: A Practical Guide to Investment Process and Social Impact Analysis+ Website**, John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, NJ, USA. Doi: 10.1002/9781119009801.ch7, 2015.
- ANDE. **Panorama do Setor de Investimento de Impacto na América Latina**. 2016. Disponível em: <http://c.ymcdn.com/sites/www.andeglobal.org/resource/resmgr/docs/LatAm_ImpInv_Report_-_Portug.pdf>. Acesso em: 15 jan.2017.
- APOSTOLAKIS, G.; KRAANEN, F.; VAN DIJK, G. Pension beneficiaries' and fund managers' perceptions of responsible investment: a focus group study. **Corporate Governance**, v. 16, n. 1, p. 1-20, 2016.
- ARENA, M. *et al.* Unlocking finance for social tech start-ups: Is there a new opportunity space? **Technological Forecasting and Social Change**, 2017.
- BABBIE, E. **The Practice of Social Research** (Wadsworth, Belmont, CA). 1998.
- BAMMI, R.; VERMA, A. Venture Philanthropy: An Emerging Paradigm of Venture Capital. **Vilakshan: The XIMB Journal of Management**, v. 11, n. 2, 2014.
- BARDIN, L. **Análise de Conteúdo**. 3o ed. Lisboa: Edições 70, 2004.
- BARKI, E. Negócios de impacto: tendência ou modismo?. **GV-executivo**, v. 14, n. 1, p. 14-17, 2015.
- BHATT, P.; AHMAD, A. J. Financial social innovation to engage the economically marginalized: insights from na Indian case study. **Entrepreneurship & Regional Development**, p. 1-23, 2017.
- BHATT, P.; ALTINAY, L. How social capital is leveraged in social innovations under resource constraints? **Management Decision**, v. 51, n. 9, p. 1772-1792, 2013.
- BIGNETTI, L. P. As inovações sociais: uma incursão por ideias, tendências e focos de pesquisa. **Ciências Sociais Unisinos**, v. 47, n. 1, p. 3-14, 2011.
- BOUCHARD, M. J. **L'innovation sociale na économie sociale**. Chaire de recherche du Canadá na économie sociale, Université de Montréal, 2006. Disponível em: <<http://www.chaire.ecosoc.uqam.ca/Portals/ChaireEcoSoc/docs/pdf/cahiers/R-2006-01.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2017.
- BREST, P.; BORN, K. When can impact investing create real impact?. **Stanford Social Innovation Review**, v. 11, n. 4, p. 22-31, 2013.
- BUGG-LEVINE, A.; EMERSON, J. Impact investing: Transforming how we make money while making a difference. **Innovations**, v. 6, n. 3, p. 9-18, 2011.
- CAJAIBA-SANTANA, G. Social innovation: Moving the field forward. A conceptual framework. **Technological Forecasting and Social Change**, v. 82, p. 42-51, 2014.
- CETINDAMAR, D.; KOZANOGLU, H. Fostering impact investment in developing countries. **Management of Engineering & Technology (PICMET), 2014 Portland**

- International Conference on.** IEEE, 2014. P. 2735-2739. Disponível em: <<http://ieeexplore.ieee.org/abstract/document/6921095/>>. Acesso em: 13 jan. 2017.
- CLARKIN, J. E.; CANGIONI, C. Impact Investing: A Primer and Review of the Literature. **Entrepreneurship Research Journal**, v. 6, n. 2, p. 135-173, 2016.
- COLLIS, J.; HUSSEY, R. **Pesquisa em administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação.** Bookman, 2005.
- CREMONEZZI, P. B. *et al.* Reflexões sobre o papel dos fundos de investimentos de impacto no desenvolvimento de negócios sociais: um estudo de caso. **Encontro Nacional de Pesquisadores em Gestão Social, VII**, Universidade de São Paulo, 2013.
- CRESWELL, J. W. **Projeto de Pesquisa Métodos Qualitativo, Quantitativo e Misto.** 3o ed. Porto Alegre: Bookman, 2010.
- CROSSAN, M. M.; APAYDIN, M. A multi-dimensional framework of organizational innovation: A systematic review of the literature. **Journal of management studies**, v. 47, n. 6, p. 1154-1191, 2010.
- DAWSON, P.; DANIEL, L. Understanding social innovation: a provisional framework. **International Journal of Technology Management**, v. 51, n. 1, p. 9-21, 2010.
- EISENHARDT, K. M. Building Theories from Case Study Research. **Academy of Management Review**, v. 14, n. 4, p. 532–550, 1989.
- FORÇA-TAREFA BRASIL. **Carta de princípios para negócios de impacto no Brasil.** São Paulo, 2015. Disponível em: <<http://forcatarefaфинancassociais.org.br/wp-content/uploads/2015/07/Carta-de-Principios-Negocios-de-Impacto-no-Brasil.pdf>>. Acesso em: 07 fev. 2017.
- FRANZONI, G. B.; SILVA, T. N. Inovação Social e Tecnologia Social: o caso da Cadeia Curta de Agricultores Familiares e a Alimentação Escolar em Porto Alegre/RS. **XL Encontro da ANPAD (EnANPAD)**, Costa do Sauípe/BA – 25 a 28 de setembro, 2016.
- GABOR, D. **Innovations: Scientific, Technological, and Social.** 1970. Disponível em: <<https://eric.ed.gov/?id=ED070258>>. Acesso em: 15 jan. 2017.
- GEOBEY, S.; WESTLEY, F. R.; WEBER, O. Enabling social innovation through developmental social finance. **Journal of Social Entrepreneurship**, v. 3, n. 2, p. 151-165, 2012.
- GIIN. **Global Impact Investing Networking.** 2017. Disponível em: <<https://thegiin.org/>>. Acesso em: 23 mar. 2017
- GLÄNZEL, G.; SCHEUERLE, T. Social Impact Investing in Germany: Current Impediments from Investors’ and Social Entrepreneurs’ Perspectives. **VOLUNTAS: International Journal of Voluntary and Nonprofit Organizations**, p. 1-31, 2015.
- GRANADOS, M. L. *et al.* Social enterprise and social entrepreneurship research and theory: A bibliometric analysis from 1991 to 2010. **Social Enterprise Journal**, v. 7, n. 3, p. 198-218, 2011.
- HACKETT, M. T. Solving “Social Market Failures” with Social Enterprises? Grameen Shakti (Village Energy) in Bangladesh. **Journal of Social Entrepreneurship**, v. 676, n. August, p. 1– 30, 2016.
- HISRICH, R. D. *et al.* Venture capital funds in transition countries: Insights from Bosnia and Herzegovina and Macedonia. **Journal of Small Business and Enterprise Development**, v. 23, n. 2, p. 296-315, 2016.

- JACKSON, E. T. Interrogating the theory of change: evaluating impact investing where it matters most. **Journal of Sustainable Finance & Investment**, v. 3, n. 2, p. 95-110, 2013.
- JOHNSON, K.; LEE, H. Impact Investing: A Framework for Decision Making. **Cambridge Associates**, v. 200, p. 4-5, 2013.
- KICKUL, J.; LYONS, T. S. Financing social enterprises. **Entrepreneurship Research Journal**, v. 5, n. 2, p. 83-85, 2015.
- LAZZARINI, S. G. *et al.* Guia para a Avaliação de Impacto Socioambiental para Utilização em Investimento de Impacto. **TAC**, Rio de Janeiro, v. 5, n. 2, art. 1, pp. 106-118, Jul./Dez. 2015.
- LETTICE, F.; PAREKH, M. The social innovation process: themes, challenges and implications for practice. **International Journal of Technology Management**, v. 51, n. 1, p. 139-158, 2010.
- LÉVESQUE, B. **Social Innovation and Governance in Public Management Systems: Limits of NPM and search for alternatives?**. Centre de recherche sur les innovations sociales, 2012. Disponível em: <https://crises.uqam.ca/upload/files/publications/etudes-theoriques/ET1116_GS.pdf>. Acesso em: 10 jan.2017.
- LYONS, T. S. KICKUL, J. R. The social enterprise financing landscape: The lay of the land and new research on the horizon. **Entrepreneurship Research Journal**, v. 3, n. 2, p. 147-59, 2013.
- MOORE, M.; WESTLEY, F. R.; BRODHEAD, T. Social finance intermediaries and social innovation. **Journal of Social Entrepreneurship**, v. 3, n. 2, p. 184-205, 2012.
- MULGAN, G. The process of social innovation. **Innovations**, v. 1, n. 2, p. 145-162, 2006.
- MULYANINGSIH, H. D.; DHEWANTO, W. In What Ways Does Social Enterprise Creating The Innovation. In: **Proceedings of the 8th Asian Business Research Conference**, ISBN: 978-1-922069-20. 2013. Disponível em: <http://www.wbiworldconpro.com/uploads/bangkok-conference-2013/management/1364451720_420-Hendrati.pdf>. Acesso em: 12 jan. 2017.
- MUMFORD, M. D. Social innovation: ten cases from Benjamin Franklin. **Creativity research journal**, v. 14, n. 2, p. 253-266, 2002.
- MURRAY, R.; CAULIER-GRICE, J.; MULGAN, G. **The Open Book of Social Innovation**. London: The Young Foundations, 2010. Disponível em: <http://kwasnicki.prawo.uni.wroc.pl/pliki/Social_Innovator_020310.pdf>. Acesso em 20 jan. 2017.
- O'DONOHUE, N. *et al.* **Impact Investments: An emerging asset class**. Global Research, 2010.
- PETRINI, M.; SCHERER, P.; BACK, L. Business model with a social impact. **Revista de Administração de Empresas**, v. 56, n. 2, p. 209-225, 2016.
- PHILLS, J.; DEIGLMEIER, K.; MILLER, D. Rediscovering social innovation. **Stanford Social Innovation**, v. 6, n. 4, p. 34-43, 2008.
- POL, E.; VILLE, S. Social innovation: Buzz word or enduring term?. **The Journal of Socio-Economics**, v. 38, n. 6, p. 878-885, 2009.
- RAO-NICHOLSON, R.; VORLEY, T.; KHAN, Z. Social innovation in emerging economies: A national systems of innovation based approach. **Technological Forecasting and Social Change**, v. 121, p. 228-237, 2017.

ROCKEFELLER PHILANTHROPY ADVISORS. **Investimento de impacto: uma introdução**. 2016. Disponível em: <http://institutosabin.org.br/site/wp-content/uploads/2016/10/Investimento_de_impacto_WEB_11-10-2016.pdf>. Acesso em: 15 jun. 2017.

ROSSI, M. The role of venture capital funds in financing innovation in Italy. Constraints and challenges for innovative small firms. **International Journal of Globalisation and Small Business**, v. 7, n. 2, p. 162-180, 2015.

SALTUK, Y.; BOURI, A.; LEUNG, G. Insight into the impact investment market. **Insight**, 2011.

SILBY, W. Impact Investing: Frontier Stories. **Innovations**, v. 6, n. 3, p. 3-8, 2011.

TAYLOR, J. B. Introducing social innovation. **The Journal of Applied Behavioral Science**, v. 6, n. 1, p. 69-77, 1970.

WESTLEY, F.; ANTADZE, N. Making a difference: Strategies for scaling social innovation for greater impact. **Innovation Journal**, v. 15, n. 2, p. 1-19, 2010.

YIN, R. K. **Pesquisa qualitativa do início ao fim**. Penso Editora, 2016.