

# 8ª EDIÇÃO DO PRÊMIO **ACADEMIA ICE**

FINALISTA MESTRADO

REALIZAÇÃO



PARCEIROS ESTRATÉGICOS



FUNDO  
VALE







PRÊMIO  
ACADEMIA ICE  
8ª EDIÇÃO

# 8ª EDIÇÃO DO PRÊMIO **ACADEMIA ICE**

**FINALISTA MESTRADO**

REALIZAÇÃO



PARCEIROS ESTRATÉGICOS



FUNDO  
VALE







**FINALISTA MESTRADO**

**MARIA EUGENIA SOSA TABORDA**

**ORIENTADOR**

**FLÁVIO HOURNEAUX JUNIOR**



# **AS TENSÕES ENTRE INVESTIDORES E GESTORES DE NEGÓCIOS SOCIAIS DE ACORDO COM A TEORIA DA AGÊNCIA**

Universidade de São Paulo (USP)



## RESUMO

De um lado, temos os negócios sociais, organizações híbridas que apresentam elementos relacionados a lógicas sociais e comerciais. De outro, temos o investimento de impacto, mecanismo financeiro que pode contribuir para escalar e ampliar o impacto positivo desses empreendimentos. Tanto um quanto o outro buscam gerar simultaneamente retorno financeiro e impacto social, entretanto, atender a essa dualidade de objetivos pode trazer tensões e, conseqüentemente, potenciais conflitos entre os investidores e os gestores dos negócios sociais. Nesse sentido, à luz da Teoria da Agência, a pergunta de pesquisa deste estudo é "como a dualidade de objetivos leva a tensões e conflitos entre investidores (principal) e gestores (agentes) em negócios sociais?", buscando primeiro analisar as características das tensões e conflitos entre investidores e gestores (principal-agente), depois identificar se as mesmas estão relacionadas conforme o tipo de mecanismo financeiro (*equity* e dívida), tipo de investidor (pessoa física, fundos e investidores institucionais) e perfil do investidor (*Financial First* e *Impact First*), e, finalmente, descrever os mecanismos de controle e monitoramento como forma de alinhamento entre principal-agente. Esta é uma pesquisa qualitativa com estudo de casos múltiplos. Foram três casos, cada um com uma díade – investidor e negócio social –, completando assim seis unidades de análise; além de entrevistas complementares com diferentes tipo de investidores. Antes de tudo, durante a pesquisa, observa-se a limitação da classificação de *Financial First* e *Impact First* e a necessidade de ter outras formas para entender a intenção do investidor. Dentre os principais resultados do estudo podemos destacar: primeiro, o perfil do investidor influencia o tipo de conflito a ser enfrentado; segundo, o tipo de mecanismo financeiro pode ter maior ou menor influência para evitar o esvaziamento da missão de um negócio social ou potencializar a inovação; terceiro, o tipo de investidor, inclusive conforme seu dever fiduciário, faz com que sejam colocados em prática mais mecanismos de monitoramento e controle; adicionalmente, ainda sobre o perfil do investidor, o seu conhecimento e a sua experiência estão relacionados com as tensões e os conflitos e o poder de influência sobre o ecossistema de negócios sociais e investimentos de impacto. A contribuição para a Teoria da Agência se dá na medida em que os negócios sociais possuem uma dualidade de objetivos e o esvaziamento da missão social deve ser um tópico central entre principal-agente. Já como contribuições gerenciais, primeiro reforça-se a importância da implementação dos mecanismos de monitoramento e controle entre investidores e gestores, segundo a necessidade da disseminação do que são investimentos de impacto, negócios sociais e o significado do impacto para os atores envolvidos. Do lado do impacto social, a pesquisa reforça a necessidade de se aprofundar na mensuração do impacto e de se encontrar mecanismos financeiros que cheguem a um maior número de investidores sem esvaziar a missão social.

**Palavras-chave:** Negócios sociais. Investimentos de impacto. Teoria da Agência. Tensões. Conflitos. Dualidade de objetivos. Estudo de casos múltiplos.

## **ABSTRACT**

For one side, there are social businesses, hybrid organizations with social and commercial logics, on the other, there are impact investing, a financial mechanism that can contribute to scale-up and to amplify the positive impact of social businesses. Both seek to generate financial return and social impact simultaneously, however, this duality of objectives brings tensions and, consequently, potential conflicts between investors and social business managers. In this sense, considering the Agency Theory, the research question is "how does the duality of objectives lead to tensions and conflicts between investors (principal) and managers (agents) in social businesses?"; and objectives are (1) analyze the characteristics of tensions and conflicts between investors and managers (principal-agent), (2) identify whether they are related according to the financial mechanism's type (equity and debt), investor's type (natural person, funds and institutional investors) and investor's profile (Financial First and Impact First), and (3) describe the controlling and monitoring mechanisms to align principals and agents. It's qualitative research with multiple case studies. In total three cases, in which each one was represented by a dyad – investor and social business –, totalizing six analysis units; in addition, interviews were conducted with different types of investors. Along the research it was possible to see the limitation of the Financial First and Impact First classification and how important it's to find other ways to understand the investors intention. Main results were, first, identifying that the investor's profile influences conflicts; second, understanding that the financial mechanism's type may have greater or lesser influence to avoid mission drift or to promote social innovation; third, recognizing that the investor's type influences, accordingly its fiduciary duty, the number of the monitoring and controlling mechanisms. Additionally, still about investor's type, their knowledge and experiences are related to the tensions and conflicts, and its influence the social business and impact investing ecosystem. In regard to the Agency Theory, the main contribution is the importance to become the duality of objectives and the potential risk of mission drift as a central topic between principal-agents. This research also brought managerial contributions, first it's important to implement mechanisms to monitor and control the relationship between investors and businesses, second it's necessary to disseminate more and more about impact investing, social businesses, and the meaning of impact for the stakeholders involved; and on the social impact side, the research reinforces the need to deepen the measurement of impact and to find financial mechanisms to reach more investors without drifting the social mission.

**Keywords:** Social business. Impact investing. Agency Theory. Tensions. Conflicts. Duality of objectives. Multiple case study.

# 1 INTRODUÇÃO

De um lado temos os negócios sociais, que são organizações híbridas pois trazem em sua essência elementos de negócios e de organizações sociais (BATTILIANA; LEE; WALKER; DORSEY, 2012), sendo que a intencionalidade e a natureza do produto ou serviços oferecidos são os diferenciais (COMINI, 2016). Por buscarem impacto socioambiental e resultado financeiro simultaneamente, pode-se dizer que os negócios sociais têm dualidade de objetivos, o que acaba gerando tensões para seus líderes e para a organização (SMITH; GONIN; BESHAROV, 2013). As tensões se evidenciam quando há uma tomada de decisão da alocação de recursos (financeiros e não financeiros) da empresa e seus potenciais *trade-offs* considerando as lógicas sociais e comerciais embutidas na empresa (BATTILIANA; SENGUL; PACHE; MODEL, 2015).

Por outro lado, temos os investidores de impacto, termo cunhado em 2007 e que ganha evidência na medida em que os negócios sociais podem ter acesso a uma fonte de capital maior e ampliar seu alcance social (BUGG-LEVINE; EMERSON, 2011). Os investimentos de impacto apresentam dois elementos essenciais: o retorno financeiro (abaixo, na média ou acima do mercado) e impacto, este último com grande subjetividade e muitas vezes definidos a depender do investidor e do investimento, entretanto tem que ter intencionalidade e ser mensurável (HÖCHSTÄDTER; SCHECK, 2015).

Os investimentos de impacto podem fazer parte da estratégia integrada do portfólio do investidor e podem ser alocados em diferentes classes de ativos considerando risco, retorno, impacto (ORMISTON; CHARLTON; DONALD; SEYMOUR, 2015). Assim cada investidor pode otimizar o seu resultado financeiro e maximizar o impacto conforme seu perfil, mas, para tal, precisa ter clareza de seus objetivos financeiros e sociais (EMERSON; SMALLING, 2017). De forma ampla, pode-se dizer que os investidores buscam impacto e resultado financeiro, mas alguns priorizam mais o impacto (*Impact First*) enquanto outros o resultado financeiro (*Financial First*) (FREIREICH; FULTON, 2009; HÖCHSTÄDTER; SCHECK, 2015). A dualidade de objetivos dos investidores também traz tensões, seja em função do risco financeiro ou pela dificuldade de medir o impacto social (MOGAPI; SUTHERLAND; WILSON-PRANGLEY, 2019; VIVIANI; MAUREL, 2019).



O relacionamento entre investidores e gestores já tem conflitos inerentes e que foram mapeados pela Teoria da Agência, no qual o gestor (agente) tem que tomar suas decisões conforme os interesses do investidor (principal) (EISENHARDT, 1989). A Teoria da Agência mapeou os conflitos em negócios tradicionais, mas a proposta deste projeto é considerar o contexto dos negócios sociais e dos investimentos de impacto, investigando a relação entre investidores de impacto (principal) e o gestores de negócios sociais investido (agente).

O negócio social tem como objetivo impacto e resultado financeiro, não busca a maximização de lucros deliberadamente e seu capital e governança estão alinhados a sua missão (WILSON; POST, 2013). E o investidor de impacto também vai na mesma direção, objetivando o desempenho financeiro e o impacto (HÖCHSTÄDTER; SCHECK, 2015). Nesse sentido, podemos ter uma situação em que os conflitos podem ser mitigados, já que, de forma ampla, o principal e o agente estão alinhados e desafiam a relação "principal-agente" (HAWLEY; WILLIAMS, 2005). Ou, ao contrário, podem ser intensificados, considerando a dualidade de objetivos, o tipo de mecanismo financeiro, perfil, quantidade de investidores e, especialmente, a dificuldade de mensurar o impacto social (VIVIANI; MAUREL, 2019).

Sendo assim, a pergunta desta pesquisa é a seguinte: *Como a dualidade de objetivos leva a tensões e conflitos entre investidores (principal) e gestores (agentes) em negócios sociais?* O objetivo geral é analisar como ocorrem as tensões e os conflitos na relação investidor (principal) – gestor do fundo (que tem duplo papel como agente e principal) – gestor da empresa investida (agente) no Brasil.

Para alcançar o objetivo geral, são propostos os seguintes objetivos específicos:

1. identificar a características das tensões e dos conflitos que os investidores (principal) e os gestores (agentes) enfrentam em função da dualidade de objetivos;
2. identificar como as tensões e os conflitos estão relacionadas ao tipo de mecanismo financeiro, tipo e perfil do investidor;
3. descrever os mecanismos de controle e monitoramento da relação entre o investidor e o gestor.

Esta pesquisa traz contribuições teóricas, gerenciais e de impacto social no ecossistema de negócios sociais e investimentos de impacto que serão exploradas na Conclusão.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 NEGÓCIOS SOCIAIS

O conceito de negócios sociais surgiu na Europa na década de 1990, inicialmente intrinsecamente ligado ao Empreendedorismo Social e ao Terceiro Setor, e foi se expandindo para todos os continentes (DEFOURNY; NYSENS, 2012). Os negócios sociais fazem uma oferta de produtos e serviços com receitas, gerando valor para a sociedade, mas tendo o valor econômico como condição necessária para sua viabilidade financeira e sua sustentabilidade (MAIR; MARTI, 2006). Existem diferentes escolas de pensamento sobre o que é um negócio social, mas, independente da linha, a intencionalidade e a natureza do produto ou serviço oferecido são os diferenciais para um negócio social (COMINI; BARKI; AGUIAR, 2013).

Um negócio social é uma organização híbrida em função de sua dualidade de objetivos – sociais e comerciais (BATTILLANA; LEE, 2014); e possui alguns elementos-chave: tem um propósito claro e o integra em sua missão; tem a perspectiva do mercado; busca a rentabilidade, mas sem maximização do lucro; tem um modelo de negócio que olha a sua cadeia de valor; tem uma visão de médio e longo prazos e seu capital e governança está alinhado com sua missão (WILSON; POST, 2013).

A dualidade de objetivos foi analisada a partir de teorias organizacionais, já que os negócios sociais trazem uma combinação de características de organizações sociais e de negócios com lógicas diferentes. Nesse contexto, os negócios sociais têm o desafio de manter sua legitimidade perante os diferentes *stakeholders*, entre eles, colaboradores, beneficiários, clientes e investidores/acionistas. Quanto mais integrada forem suas lógicas comerciais e sociais, maiores as chances de manter sua legitimidade e manter sua natureza híbrida (BATTILLANA; LEE, 2014). Atender aos objetivos sociais e aos de negócios, simultaneamente, acaba sendo associado a valores, normas e identidades divergentes e cria tensões para seus líderes e suas organizações (SMITH; GONIN; BESHAROV, 2013). Tais tensões podem gerar resultados positivos ou negativos. Podem ter sua missão social esvaziada em função das lógicas comerciais e sociais concorrentes (EBRAHIM; BATTILANA; MAIR, 2014); ou podem integrar as múltiplas lógicas de forma sustentável e ter o apoio de diferentes atores para gerar novas soluções sociais ou formas de escala (PACHE; SANTOS, 2013).

As tensões podem ser conceituadas a partir da Teoria dos Paradoxos que as define como elementos contraditórios, entretanto inter-relacionados, que existem simultaneamente e persistem ao longo do tempo. As tensões podem ser dualidades,

dilemas ou dialéticas e podem ocorrer no nível individual, de pares, do grupo, de projetos e da organização e, apesar da falta de uma clareza conceitual do uso da linguagem, todas se referem em atender simultaneamente a demandas contraditórias (SMITH; LEWIS, 2011).

Vale destacar que eliminar as tensões poderia descaracterizar a organização, então é preciso assumir que todo negócio social sofre tensões inerentes a suas atividades, mesmo que em diferentes graus e níveis de intensidade (WALCHHÜTTER; IIZUKA, 2019). De forma geral, podemos observar que os negócios sociais enfrentam um paradoxo, pois o cunho social enfraquece o desempenho financeiro na medida em que afeta negativamente a produtividade econômica do negócio, ou seja, se questiona se é possível priorizar sua missão social sem colocar em risco a entrega final para seus investidores. A tensão acontece quando há uma tomada de decisão da alocação de recursos (não só financeiros) da empresa e seus potenciais *trade-offs*; e mecanismos de governança são uma das formas de combinar as múltiplas lógicas e manter sua natureza híbrida para atingir sua missão (BATTILANA et al., 2015).

## 2.2 INVESTIMENTOS DE IMPACTO

Um desafio crucial para os negócios sociais é ter acesso a investimentos/financiamento. A depender de uma estruturação financeira adequada, é possível mobilizar mais capital e viabilizar para que os negócios tenham mais competitividade, promovam o crescimento econômico e melhorem a vida das pessoas (AKBULAEV; ALIYEV; AHMADOV, 2019; BUGG-LEVINE; EMERSON, 2011). Este é o chamado *impact investing* (ou investimentos de impacto) cunhado em 2007 quando investidores e a indústria criaram uma estrutura de financiamento criativa para casas de baixa renda, sendo que o novo termo trouxe um tom mais positivo (BUGG-LEVINE; EMERSON, 2011). A nomenclatura veio para demonstrar a mentalidade dos investidores que queriam integrar suas estratégias de investimento e de filantropia (BUGG-LEVINE; EMERSON, 2011).

Os investimentos de impacto podem ser considerados uma classe de ativos e podem ser alocados conforme o perfil de risco do investidor e a diversificação do portfólio (ORMISTON et al., 2015). As taxas de retorno podem ser diferentes considerando a classe de ativo e o risco retorno (GIIN, 2019). Além disso, recomenda-se que os fundos de investimentos tornem pública sua tese de investimento e impacto, algo comum nos fundos de *venture capital*. A tese de investimento tem que incluir uma narrativa que articula a estratégia do fundo, intenção do impacto, níveis de risco e diferenciais frente aos seus concorrentes, sempre pautado em evidências e no contexto (GIIN, 2021). Assim, cada investidor pode otimizar o seu resultado financeiro e

maximizar o impacto conforme seu perfil de risco e as características de cada classe de ativo (EMERSON; SMALLING, 2017).

**Tipos e perfis de investidores:** a Instrução n. 554/14, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2014) divide os investidores em três grupos: investidores profissionais, investidores qualificados e os demais investidores, sendo que este último são os investidores de varejo. Os tipos investidores de impacto podem ser gestores de fundos, fundos de pensão, DFI's (*Development Financial Institutions*), bancos e instituições financeiras, fundações, *family offices*, investidores individuais, ONG's e comunidades religiosas (CVM, 2014; GIIN, 2019). Para este projeto vamos considerar os seguintes tipos de investidores: 1) fundos de investimentos autorizados pela CVM; 2) pessoas naturais ou jurídicas que detenham investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10 milhões e que atestem ser investidores qualificados, neste caso a pessoa física estudada; 3) administradores de carteira autorizados pela CVM, nesta pesquisa o *family office* estudado.

Já os perfis de investidores, de forma ampla, podem ser classificados em: 1) *Impact First* – investidores que querem maximizar seu impacto social/ambiental com um retorno financeiro mínimo. Normalmente, gostam de experimentar diversificando sua forma de atuação social e buscando mecanismos de mercado que gerem impacto; 2) *Financial First* – são aqueles investidores que querem otimizar seu retorno financeiro com impacto social/ambiental. Estes são normalmente investidores tradicionais que buscam alternativas de ter retornos de mercado enquanto também beneficiam social/ambientalmente. Eles normalmente fazem isso para integrar as questões sociais e ambientais em sua tomada de decisões de investimento, para explorar novas formas de gerar valor ou em resposta a regulações (FREIREICH; FULTON, 2009).

Avaliando perfis e tipos de investidores, percebe-se que investidores institucionais e fundações demonstram preocupações considerando o risco retorno e o seu dever fiduciário, e por outro lado investidores de alta renda ficam mais confortáveis na medida em que os investimentos estão alinhados com suas preferências e valores pessoais (ORMISTON et al., 2015), e investidores comerciais podem ficar receosos com negócios que parecem pouco lucrativos (BATTILANA, 2018).

**Tipos de mecanismos financeiros:** há uma série de mecanismos para operacionalizar os investimentos de impacto – instrumentos de dívidas, ações, garantias de empréstimo, *venture capital*, *private equity*, depósitos, *crowdfunding*, *crowdlending*, microfinanças, *social impact bonds*, instrumentos de dívida "quase capital" (BUGG-LEVINE; EMERSON, 2011; HÖCHSTÄDTER; SCHECK, 2015; AKBULAEV et al., 2019; GIIN, 2020). Para esta pesquisa o foco são os mecanismos de dívidas e os *equities*.

**Mensuração de impacto:** a perspectiva do investidor para avaliação e mensuração de impacto ainda vem com muita subjetividade e muitas vezes definidos a depender do investidor e do investimento (HÖCHSTÄDTER; SCHECK, 2015). As formas de mensuração dos investidores de impacto variam e vêm numa constante evolução. Muitos investidores de impacto vêm usando a chamada *Teoria da Mudança* para compreender o impacto dos seus investimentos, que busca explicar como as atividades criam uma série de resultados (*outcomes*) que contribuem para o atingimento do impacto (KHANDKER; KOOLWAL; SAMAD, 2009; FUNNELL; ROGERS, 2011; ROGERS, 2014). Alguns investidores ainda complementam com estudos que evidenciem as transformações derivadas dos investimentos, e outros investidores podem preferir estudos mais qualitativos, revisão de *experts*, opinião de *stakeholders* e entrevistas com beneficiários, ou até mais quantitativo, como a mensuração de gases de efeito estufa (REEDER et al., 2015). Independente do modelo adotado, a avaliação dos *outcomes* e dos impactos não é uma tarefa simples e há cada vez mais pressão externa para a correta mensuração do impacto social, inclusive para ser mais atraente para mais investidores (BARKI et al., 2013).

Recentemente, há discussões e estudos para buscar maior padronização e comparabilidade dos impactos gerados pelos investimentos de impacto. Uma dessas iniciativas recentes é o *Impact Management Project* (IMP), uma plataforma global com 16 organizações de renome que busca construir consenso sobre mensuração, gestão e reporte de impactos. O IMP descreve cinco dimensões de impacto, com diferentes tipos de intenções e categorias (*Impact Management Project*, 2021).

## 2.3 TEORIA DA AGÊNCIA

Com a venda de *shares* das empresas e o desenvolvimento do mercado de capitais, a corporação moderna passa a ser cercada pelos diferentes interesses dos vários acionistas e não mais de um único dono de empresa (BLAIR, 1996). A separação entre a propriedade e o controle faz surgir tensões e conflitos entre os investidores e os gestores das corporações que até então não eram explicados por nenhuma teoria específica (BERLE; MEANS, 1991).

A Teoria da Agência passa a explicar essas novas relações empresariais considerando que investidores e gestores têm interesses diferentes e há assimetria de informação (JENSEN; MECKLING, 1979). Os problemas de agência são os conflitos de interesse, inerentes em qualquer relação, em que é esperado que uma parte atue considerando os interesses da outra parte. Em outras palavras, como os gestores (agentes) atuam considerando os interesses do investidor (principal). Os problemas de agência observados entre o principal e o agente são: 1) o principal pode ter dificuldade



em verificar o desempenho do agente; 2) principal e agentes podem ter diferentes preferências e atitudes a depender dos riscos (EISENHARDT, 1989).

Assim, busca-se estabelecer contratos para dar eficiência à relação principal-agente que podem ser orientados pelo comportamento ou pelos *outcomes*. Na medida em que se espera que os agentes não vão agir sempre nos melhores interesses do principal, estabelecem-se incentivos apropriados e métodos de monitoramento para direcioná-los (JENSEN; MECKLING, 1979).

A relação principal-agente foi inicialmente aplicada para *shareholders-CEO's*, mas com o passar dos anos o conceito foi se expandido e sendo aplicado para outras relações, como, por exemplo, *bondholders-shareholders*, clientes-serviço e empregador-empregado (BENDICKSON et al., 2016). Para o contexto desta pesquisa é preciso destacar os conflitos de agência entre os *shareholders* e os *debtholders*, pois investimentos de impacto no Brasil também se dão por meio de instrumentos de dívida. Nesses casos, os *convenants* (contratos) de títulos de dívidas são utilizados para controlar os conflitos de interesse e diminuir os custos de agência. Normalmente os *convenants* têm cláusulas que restringem a emissão de novas dívidas, distribuição de dividendos, fusões e disposição de ativos; tudo isso para diminuir o risco do não pagamento da dívida nos tempos e termos acordados (SMITH; WARNER, 1979).

Para esta pesquisa é preciso também incluir o conceito do dever fiduciário (ou *fiduciary duty*, em inglês), que existe para assegurar que aqueles que fazem a gestão de recursos para terceiros gerenciem os recursos nos melhores interesses dos beneficiários e não nos interesses próprios. De acordo com Sullivan (2015), o conceito do dever fiduciário moderno incorpora novas variáveis, ou seja, as questões ambientais, sociais e de governança (ASG) financeiramente materiais precisam ser incorporadas na tomada de decisão conforme o mandato e o tempo de um investimento, internalizando variáveis a favor do melhor interesse dos beneficiários.

Mesmo com todo esse contexto, tem que se admitir que o valor para o *shareholder* continua sendo muito relevante (HAWLEY; WILLIAMS, 2005), entretanto, isso não significa colocar o lucro acima de tudo; e o dever fiduciário do gestor ganha novas nuances na medida em que as questões ASG tornam-se direcionadores para o desempenho financeiro e para a criação de valor para o acionista e para a empresa (SULLIVAN, 2015).

Na literatura já são relatados alguns conflitos para os negócios sociais e seus investidores: o propósito duplo (social e financeiro) da empresa, a dificuldade de mensurar o impacto social e o risco financeiro. As tensões podem ser influenciadas pelo tipo e perfil do investidor, alinhamento de valores e tipo de instrumento financeiro. Um negócio com vários investidores também pode trazer tensões (BATTILANA et al., 2012; MOGAPI; SUTHERLAND; WILSON-PRANGLEY, 2019; VIVIANI; MAUREL, 2019).

No Quadro 1 foram sistematizados os conflitos e as tensões mapeados por diferentes autores no relacionamento entre investidores e os negócios sociais.

**QUADRO 1 – TENSÕES E CONFLITOS ENFRENTADOS PELOS NEGÓCIOS SOCIAIS NO RELACIONAMENTO COM OS INVESTIDORES MAPEADOS POR DIFERENTES AUTORES.**

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |                                                                                |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Captação de recursos:</b> dificuldade de quantificar a relação risco-retorno e alinhamento com os investidores em relação aos ganhos financeiros; resistência de investidores comerciais em apoiar negócios aparentemente menos rentáveis, e por outro lado filantropos céticos sobre como ter um propósito social em uma organização que tem fins lucrativos. | Battilana et al. (2012); Battilana (2018)                                      |
| <b>Desempenho:</b> desafio de definir o que significa sucesso considerando os objetivos sociais e financeiros.                                                                                                                                                                                                                                                    |                                                                                |
| <b>Gestão de stakeholders:</b> desafio do negócio social gerir diferentes stakeholders, inclusive investidores.                                                                                                                                                                                                                                                   | Smith, Gonin e Besharov (2013)                                                 |
| <b>Crescimento/Escala:</b> a sobreposição de múltiplos objetivos (escala, crescimento, estabilidade) em diferentes horizontes de tempo, curto versus longo prazo.                                                                                                                                                                                                 |                                                                                |
| <b>Impacto:</b> A mensuração do impacto social ainda é difusa e de difícil mensuração. Há grande subjetividade e muitas vezes definido a depender do investidor e do investimento.                                                                                                                                                                                | Höchstädter e Scheck (2015); Viviani e Maurel (2019); Agrawal e Hockert (2019) |
| <b>Uso legítimo dos lucros:</b> o desafio é reinvestir nos próprios negócios ou fazer a distribuição de dividendos.                                                                                                                                                                                                                                               | Pache e Santos (2013)                                                          |

Fonte: elaborado pela autora.

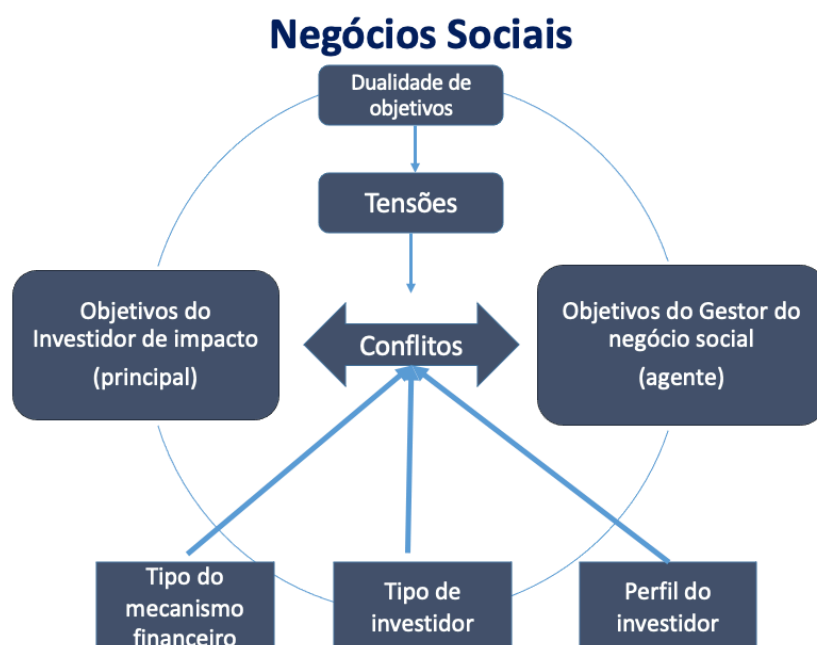
As tensões se intensificam nas tomadas de decisão e quando as lógicas sociais e financeiras são colocadas a prova (BATTILANA et al., 2012; SMITH; GONIN; BESHAROV, 2013; PACHE; SANTOS, 2013; BATTILANA, 2018). A Teoria da Agência apresenta como os modelos de governança, incentivos, monitoramento e informações disponibilizadas promovem o alinhamento entre principal e agente; e na literatura de negócios sociais e investimentos de impacto também foram encontrados potenciais mecanismos para as tensões entre investidores-gestores: o alinhamento da missão, a estrutura de governança, a estrutura do capital financeiro (WILSON; POST, 2013), *due diligence* prévio, mensuração do impacto social, comunicação assertiva, conhecimento do setor e engajamento (AGRAWAL; HOCKERTS, 2019), a reciprocidade, valores compartilhados e a cooperação parecem ajudar a diminuir os conflitos de

agência e gerar capital relacional (VIVIANI; MAUREL, 2019). E se faz necessário analisar como os mecanismos são colocados em prática (EISENHARDT, 1989; GALERA; BORZAGA, 2009; BACQ; JANSSEN; KICKUL, 2011; EBRAHIM; BATTILANA; MAIR, 2014; AGRAWAL; HOCKERTS, 2019).

## 3 MÉTODO DE PESQUISA

Esta pesquisa tem uma abordagem qualitativa que permite explorar o problema na medida em que precisamos de uma compreensão dos indivíduos, no caso os investidores e gestores de negócios sociais, e de seu contexto (CRESWELL, 2014). A abordagem escolhida ajuda a elucidar o particular e o específico, e a construir pontes entre a teoria e o fenômeno, no caso Teoria da Agência e as tensões entre investidores de impacto e gestores das empresas investidas. Este método também é recomendado para tópicos nascentes e com pouca teoria anterior, como é o caso dos investimentos de impacto (CRESWELL, 2014; HÖCHSTÄDTER; SCHECK, 2015). Na Figura 1 é possível visualizar o modelo conceitual desta pesquisa.

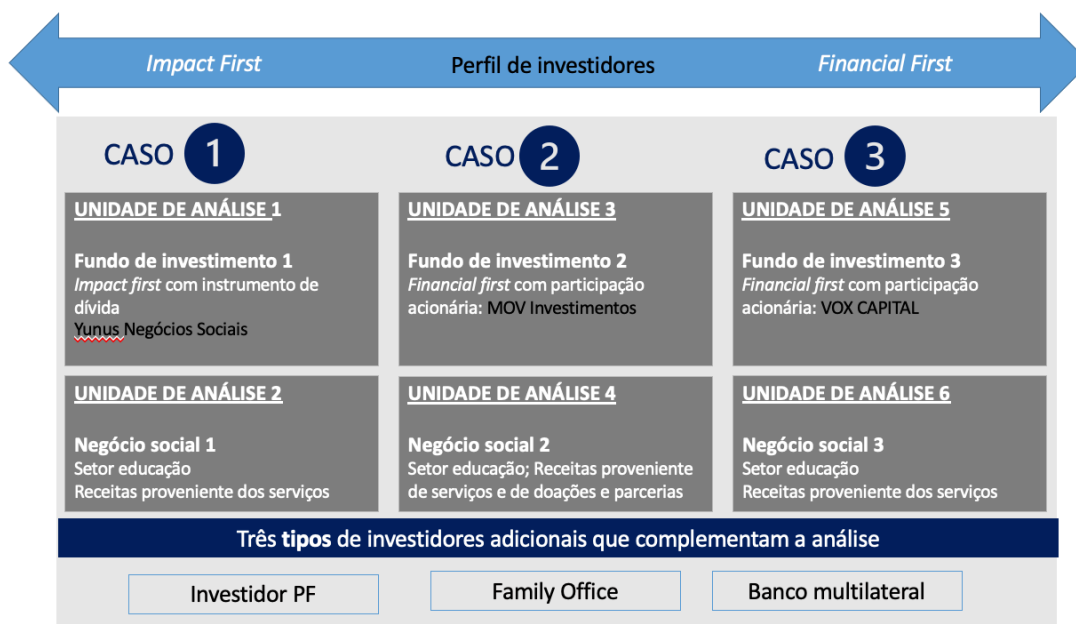
**FIGURA 1 – MODELO CONCEITUAL.**



Fonte: elaborada pela autora.

Os casos foram selecionados a partir de uma análise de materiais prévios e consultas a especialistas de forma a identificar investidores mais relevantes no contexto brasileiro e que fossem representativos. A Figura 2 resume os três estudos de caso selecionados com seis unidades de análises ao todo. Pode-se observar que foram feitas análises de tipos de investidores adicionais para complementar o estudo.

**FIGURA 2 – MATRIZ DE CASOS E SUAS UNIDADES DE ANÁLISE.**



Fonte: elaborada pela autora.

Foi usado o protocolo de estudos de caso, e a coleta de dados foi feita pela análise documental e entrevistas semiestruturadas (nove entrevistas, seis com investidores e três com gestores de negócios sociais). As entrevistas foram o ponto de partida para posteriormente fazer as triangulações de dados para a validação de evidências (EISENHARDT, 1989; YIN, 1994; CRESWELL, 2014). Para a codificação de dados, usou-se o software Atlas.Ti e, para a confiabilidade e a "mensuração estável", as entrevistas foram adaptadas seguindo o mesmo protocolo, e fontes de dados secundárias com o mesmo padrão, como o regulamento e formulários referência dos fundos, tiveram mais peso nas análises (GOLAFSHANI, 2003; CRESWELL, 2014). No Quadro 2 é possível visualizar a matriz de amarração que deve proporcionar ao leitor um melhor entendimento e visão geral do projeto de pesquisa (MAZZON, 1981; TELLES, 2001).

## QUADRO 2 – MATRIZ DE AMARRAÇÃO.

| PROBLEMA DE PES-<br>QUISA                                                                                                         | OBJETIVO GERAL                                                                                                | OBJETIVOS ESPECÍ-<br>FICOS                                                                                                                                        | REFERENCIAL TEÓRICO                                                                                                             |                                                                                                                                                         |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Como a dualidade de objetivos leva a tensões e conflitos entre investidores (principal) e gestores (agentes) em negócios sociais? | Analisar como ocorrem as tensões e os conflitos na relação investidor-gestor em negócios sociais brasileiros. | Identificar as características das tensões e dos conflitos que os investidores (principal) e os gestores (agentes) enfrentam em função da dualidade de objetivos. | Battilana et al. (2012); Smith, Gonin e Besharov (2013); Pache e Santos (2013); Battilana, J. (2018); Agrawal e Hockerts (2019) |                                                                                                                                                         |
|                                                                                                                                   |                                                                                                               | Identificar como as tensões e os conflitos estão relacionados ao tipo de mecanismo financeiro, tipo e perfil do investidor.                                       | Tipos de investidores                                                                                                           | Ormiston et al. (2015); Instrução n. 554/14 (CVM, 2014)                                                                                                 |
|                                                                                                                                   |                                                                                                               |                                                                                                                                                                   | Perfil dos Investidores                                                                                                         | Freireich e Kfulton (2009); Höchstädter e Scheck (2015); Hehenberger e Harling (2018); Viviani e Maurel (2019)                                          |
|                                                                                                                                   |                                                                                                               |                                                                                                                                                                   | Tipo de mecanismos financeiros                                                                                                  | Bugg-Levine e Emerson (2011); Höchstädter e Scheck (2015); Akbulaev, Aliyev e Ahmadov (2019)                                                            |
|                                                                                                                                   |                                                                                                               | Descrever os mecanismos de controle e monitoramento da relação entre o investidor e o gestor.                                                                     | Governança de negócios sociais                                                                                                  | Galera e Borzaga (2009); Comini, Barki e Aguiar (2013); Wilson e Post (2013); Pache e Santos (2013); Mair, Mayer e Lutz (2015); Battilana et al. (2015) |
|                                                                                                                                   |                                                                                                               |                                                                                                                                                                   | Mecanismos de relacionamento, monitoramento e controle entre investidor e gestor                                                | Eisendhardt (1989); Bacq, Janssen e (2011); Viviani e Maurel (2019); Agrawal e Hockerts (2019)                                                          |

Fonte: elaborado pela autora, adaptado de Mazzon (1981) e Telles (2001).

| MÉTODO DE PESQUISA                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | MÉTODO DE COLETA DE DADOS                                                                                                                    | EVIDÊNCIAS ANÁLISE DOCUMENTAL /ENTREVISTAS                                                                                                                          | TÉCNICA DE ANÁLISE                                                                                                                                                               |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>Três estudos de casos com seis unidades de análise (investidor + negócio social) considerando tipo, perfil de investidores e tipo de mecanismos financeiro</p> <p><b>Estudo de caso 1:</b> Investidor <i>Impact First (dívida)</i> + Negócio Social 1 do ramo de educação</p> <p><b>Estudo de caso 2:</b> Investidor <i>Financial First (equity)</i> + Negócio Social 2 do ramo de educação (receitas provenientes de serviços e de filantropia)</p> <p><b>Estudo de caso 3:</b> Investidor <i>Financial First (equity)</i> + Negócio Social 3 do ramo de educação (receitas provenientes de serviços)</p> <p>Para complementar: foram selecionados três tipos de investidores – pessoa física, <i>family office</i> e banco multilateral</p> | <p>Entrevistas semiestruturadas e análise documental (Relatórios, sites, regulamentos dos fundos, notícias na mídia, artigos acadêmicos)</p> | <p>Identificar tensões e conflitos relatados pelos investidores e pelas empresas investidas.</p>                                                                    | <p>Análise de conteúdo com triangulação de dados para identificar as características das tensões (análise via Atlas.Ti)</p>                                                      |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                              | <p>Buscar diferenças e similaridades das tensões e dos conflitos conforme o tipo de mecanismo financeiro, tipo e perfil dos investidores.</p>                       | <p>Análise de conteúdo e triangulação de dados avaliando se há diferenças conforme o tipo, perfil e negócios com um ou mais de um investidor (análise via Atlas.Ti)</p>          |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                              | <p>Identificar mecanismos de relacionamento, controle e monitoramento do investidor com o gestor considerando as tensões e os conflitos mapeados anteriormente.</p> | <p>Análise de conteúdo e triangulação de dados considerando mecanismos utilizados e seus objetivos e comparando com as tensões mapeadas anteriormente (análise via Atlas.Ti)</p> |



## 4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

### 4.1 CARACTERÍSTICAS DAS TENSÕES E DOS CONFLITOS

Nas referências teóricas foram mapeados artigos que exploram as tensões dos negócios sociais e, dentre estas, foram extraídas as tensões específicas entre investidor e negócio investido e que podem gerar conflitos de agência: desempenho social e financeiro (SMITH; GONIN; BESHAROV, 2013), gestão de *stakeholders* (SMITH; GONIN; BESHAROV, 2013), mensuração do impacto (HÖCHSTÄDTER; SCHECK, 2015; VIVIANI; MAUREL, 2019; AGRAWAL; HOCKERT, 2019), crescimento/escala (SMITH; GONIN; BESHAROV, 2013), captação de recursos (BATTILANA et al., 2012; BATTILANA, 2018), uso legítimo dos lucros/distribuição dos dividendos (PACHE; SANTOS, 2013).

Para cada estudo de caso, composto por uma díade (investidor e gestor), foi feita a análise detalhada de cada unidade, a identificação das tensões e dos conflitos, e dos mecanismos de monitoramento e controle. No Quadro 3 é possível visualizar os conflitos e tensões mapeados em cada caso.

**QUADRO 3 – POTENCIAIS TENSÕES E CONFLITOS PARA OS TRÊS CASOS.**

|                                                        | Caso 1 | Caso 2 | Caso 3 |
|--------------------------------------------------------|--------|--------|--------|
| Captação de recursos                                   | x      |        | x      |
| Gestão de <i>stakeholders</i>                          |        | x      | x      |
| Tem impacto, mas com menor sustentabilidade financeira |        | x      |        |
| Tem resultado financeiro, mas impacto controverso      |        |        | x      |
| Crescimento e escala                                   | x      | x      | x      |
| Significado do impacto                                 |        | x      | x      |
| Uso legítimo dos lucros e distribuição de dividendos   | x      |        |        |
| Gestão de negócios                                     | x      | x      |        |
| Postura do investidor                                  | x      |        |        |
| <i>Debtholder x shareholder</i>                        | x      |        |        |
| Riscos ASG                                             |        | x      | x      |

Fonte: elaborado pela autora.

### CASO 1: YUNUS NEGÓCIOS SOCIAIS E NEGÓCIO SOCIAL 1

A Yunus entende que tem poucos conflitos de interesses ou tensões em função das seguintes razões: a) colocam o impacto no centro; b) buscam que os desempenhos social e financeiro estejam sempre interconectados; c) não distribuem e não permitem a distribuição de dividendos; d) são *debtholders* e não acionistas. Já o Negócio Social 1 identifica que, sim, há conflitos considerando a) *debtholder versus equityholder*; b) crescimento e escala do negócio; c) captação de recursos; d) o relacionamento com o investidor quando não há alinhamento sobre qual será a postura do mesmo. Nenhum dos dois enxerga que há um potencial conflito sobre a distribuição de dividendos, entretanto este é um ponto de atenção, já que o Negócio Social 1 tem um outro investidor com *equities* e opera no "modelo *start-up*", ou seja, usa o capital para escalar rapidamente o seu modelo e futuramente tende a distribuir dividendos. Sobre o significado do impacto, a Yunus tem clara sua intencionalidade de impacto, entretanto relata em sua maioria *ouputs* ligados aos resultados dos negócios investidos. Dentre os dez negócios investidos, apenas um relata claramente *outcomes*. Na entrevista, no regulamento do fundo e nos materiais adicionais analisados não fica claro como o impacto é mensurado, além dos *ouputs*. No Negócio 1, observamos que eles relatam que conseguem mensurar *ouputs* e *outcomes*, sendo que este último é avaliado por meio de estudos secundários.

### CASO 2: MOV INVESTIMENTOS E NEGÓCIO SOCIAL 2

Os potenciais conflitos aparecem tanto do lado dos investidores quanto do negócio investido, sendo que o alinhamento da missão e dos valores compartilhados é colocado como premissa por ambos os lados. Os conflitos e tensões mais latentes estão em torno de ter sustentabilidade financeira, a gestão do negócio, o crescimento e escala, gestão dos *stakeholders* e riscos ASG. Vale destacar que ambas as organizações entendem que a dualidade de objetivos é intrínseca aos negócios sociais e investem recursos humanos e financeiros para gerar inovação e buscar um modelo de negócio que tenha o componente social e financeiro simultaneamente; e influenciar o ecossistema do setor. Este caso também traz evidências do quanto a tensão e o conflito promovem a inovação e o papel do conselho, que vem revendo o modelo de negócio e soluções que continuem gerando impacto, mas com sustentabilidade financeira. Sobre o significado do impacto, ambos medem os *ouputs*, e não os *outcomes*, sendo que a intencionalidade de impacto é evidenciada por meio da *Teoria da Mudança*. A MOV usa o *framework* do *Impact Management Project* (IMP) para evidenciar sua intenção de impacto.

### CASO 3: VOX CAPITAL E NEGÓCIO SOCIAL 3

Como a VOX foi um dos pioneiros, observa-se que um dos primeiros conflitos foi a captação de recursos e o dilema do posicionamento junto aos seus investidores (argumentos comerciais *versus* sociais), assim como a gestão de *stakeholders*, e, ainda em função do seu pioneirismo, relata-se o conflito sobre a clareza conceitual entre seus *stakeholders* sobre o que é um investimento dessa natureza. O significado do impacto parece ser o maior ponto de pressão, pois ter um resultado financeiro bom, mas com impacto questionável, pode inclusive prejudicar a perenidade do próprio fundo. No relato do Negócio Social 3 aponta-se a importância de identificar um investidor muito alinhado e disposto a pensar nos médio e longo prazos, pois toda a sua tese de investimento está voltada para os próximos 10-15 anos e não cair na tentação de adiantar o retorno financeiro e prejudicar o impacto. Assim, voltar para as premissas e a tese de investimentos é sempre importante para não desviar o caminho em relação ao impacto e ao planejamento estratégico da empresa. Percebe-se que, se a intencionalidade e a tese de investimento não estiverem claras, podem emergir conflitos ligados ao impacto esperado e ao modelo de negócio. Sobre o significado do impacto, ambos medem os *outputs*, e não os *outcomes*, sendo que a intencionalidade de impacto da VOX é evidenciada por meio da *Teoria da Mudança* e usam o *framework* do *Impact Management Project* (IMP) para evidenciar sua intenção de impacto. Já o Negócio Social 3 mede seus *outputs*, e o impacto e *outcomes* estão na derivação e não em indicadores específicos.

#### 4.2 ANÁLISES CONFORME O PERFIL DO INVESTIDOR: FINANCIAL FIRST X IMPACT FIRST

Na revisão bibliográfica foi possível identificar que todos os investidores buscam impacto e resultado financeiro, mas alguns priorizam mais o impacto (*Impact First*), enquanto outros, o resultado financeiro (*Financial First*) (FREIREICH; FULTON, 2009; HÖCHSTÄDTER; SCHECK, 2015). No mapeamento inicial, foi possível observar que os fundos *Impact First* são mais fáceis de serem identificados, pois colocam isso no seu site e em materiais de comunicação. Porém, os fundos *Financial First* são mais difíceis de serem identificados, já que não há um posicionamento claro do fundo ou evidências suficientes para que tal classificação seja na análise documental ou pelas entrevistas. No Brasil, a maioria dos fundos de investimentos de impacto usam como mecanismo financeiro a participação nas empresas por meio de *equity*, entretanto os fundos *Impact First* usam o mecanismo de dívida, o que acaba sendo mais adequado, pois não buscam o *upside* de *equity*, ou seja, não buscam o potencial de alta do ativo financeiro, e afirmam que buscam dinheiro de filantropia.

Um dos primeiros achados é sobre a classificação *Impact First* e *Financial First*, descritos por Freireich e Fulton (2009), que pode ser considerada incompleta para identificar o perfil do investidor. A classificação é muito binária e a intenção do investidor não fica clara.

Dois casos estudados (VOX Capital e MOV Investimentos) usam o *framework* proposto pelo *Impact Management Project* (IMP) e que busca prover padrões de mensuração, gestão e reporte para investidores e para Negócios de Impacto. Os dois fundos classificam os negócios investidos e sua atuação conforme as categorias do IMP, dando maior transparência sobre suas intenções e seus resultados esperados para o portfólio e para cada negócio. De forma complementar, os fundos divulgam nos seus reportes a *Teoria da Mudança* de seus negócios, assim como os indicadores de *output*, *outcome* e impactos desejados, constatando-se que o IMP dá mais indícios sobre o perfil e, conseqüentemente, da intenção do investidor e das suas empresas investidas.

Para esta pesquisa, entende-se que temos representados três perfis de investidores. A Yunus se posiciona como *Impact First*, e MOV e VOX podem ser classificados como *Financial First*, na medida em que afirmam que não oferecem "capital flexível" no *framework* do IMP. Aprofundando nos estudos de caso 2 e 3, observa-se que o perfil dos investidores também é diferente, na medida em que suas teses de investimentos também variam, ou seja, evidenciando que é preciso avaliar também as empresas investidas para compreender o perfil do investidor. A MOV começa investindo em empresas com intencionalidade de impacto clara, mas com baixas receitas ou com outras fontes de entrada, e com um ecossistema e um mercado a serem destravados. Por outro lado, a VOX investe também em empresa com intencionalidade de impacto clara, mas em negócios com maior sustentabilidade financeira e em mercados menos incipientes.

Essa diferença de perfil parece influenciar os conflitos vivenciados. No estudo de caso 2, o impacto esperado parece mais ajustado, mas demanda-se tempo para destravar o mercado e encontrar modelos de negócios com sustentabilidade financeira. É o que chamamos anteriormente de "tem impacto, mas com menor sustentabilidade financeira". Já no estudo de caso 3, vamos para o oposto, há sustentabilidade financeira, mas com o olhar atento para não esvaziar a missão e não investir em negócios com impacto controverso ou questionável no futuro. É o que chamamos anteriormente de "tem sustentabilidade financeira, mas tem impacto controverso".

Sendo assim, mesmo que ambos os investidores sejam considerados *Financial First*, há diferenças nos perfis; o que influencia diretamente os tipos de conflitos que deverão ser geridos, já que a dualidade de objetivos é uma realidade e sempre se buscará o equilíbrio entre ambos.

**Proposição 1:** *Investidores com predominância da lógica social tendem a ter mais conflitos sobre como ter sustentabilidade financeira.*

**Proposição 2:** *Investidores com predominância da lógica comercial tendem a ter mais conflitos sobre como manter a sua missão social e não alocar recursos em negócios com impactos controversos ou questionáveis.*

Tais proposições são importantes para o investidor reforçar seus mecanismos de monitoramento e controle e mitigar suas tensões e os consequentes conflitos de agência, ou seja, para alguns investidores o controle financeiro será mais relevante que o monitoramento do impacto (e vice-versa).

### 4.3 ANÁLISES CONFORME OS TIPOS DE MECANISMOS FINANCEIROS: DÍVIDA X EQUITY

No estudo de caso 1 temos o mecanismo de dívida e nos estudos de caso 2 e 3 temos o mecanismo de *equity*. O mecanismo de dívida traz o conflito do *debtholders* x *shareholders*. Ao ser um instrumento de dívida, o investidor tem um papel limitado, não faz parte da governança formal da empresa, e os *convenants* (contratos) são utilizados para alinhar interesses, podendo incluir cláusulas que restringem a emissão de novas dívidas, distribuição de dividendos, fusões e disposição de ativos, diminuindo assim o risco do não pagamento da dívida nos tempos e termos acordados (SMITH; WARNER, 1979). Vale destacar que no estudo de caso 1 o conflito *debtholder* x *shareholder* é mais percebido pelo negócio investido do que pelo investidor, pois o Negócio Social 1 possui outro investidor de *equity*, o que evidencia o potencial conflito.

Para o caso em questão vemos que há um ponto de atenção. O investidor tem entre seus valores a não distribuição de dividendo, inclusive pautado nas definições de Yunus (YUNUS; MOINGEON; LEHMANN-ORTEGA, 2010); já o Negócio Social 1 afirma que o seu lucro vem sendo investido para escalar o negócio, entretanto é expectativa de seu investidor de *equity* receber os dividendos no futuro, e que enxerga o recurso da Yunus como uma ponte para crescer e escalar.

No curto prazo, possivelmente o conflito de agência não se concretizará, pois, neste caso, a dívida tende a ser quitada antes de a empresa começar a distribuir dividendos. Por outro lado, fica o questionamento sobre o alinhamento entre ambos e se o impacto está sendo sendo colocado em primeiro lugar conforme o perfil *Impact First* do investidor, que afirma que buscam dar eficiência para sua filantropia. Este ponto também é reforçado pelo investidor pessoa física que investe diretamente no Negócio Social 1 e que mostra sua preocupação sobre a estratégia do negócio

e seus *trade offs*: escalar rápido demais e, consequentemente, perder qualidade e impacto, evidenciando assim o risco de o negócio social esvaziar a missão social (BATILLANA et al., 2015).

Tal análise nos leva à constatação de que o mecanismo de dívida em um negócio social vai incorrer nos mesmos conflitos de agência que temos em empresas tradicionais, mas, por não fazer parte da governança da empresa e ter um papel limitado sobre a empresa, não tem o mesmo poder de influência para que o impacto seja variável determinante no modelo de negócio, correndo o risco do esvaziamento da missão social.

**Proposição 3:** *O mecanismo de dívida pode não ter o mesmo poder de influência para evitar o esvaziamento da missão de um negócio social.*

Nos estudos de caso 2 e 3, os investidores usam como mecanismo financeiro o fundo de participação (*equity*), e vemos que os potenciais conflitos de agência estão ligados ao alinhamento de valores e expectativas e o equilíbrio do desempenho (social e financeiro) do negócio. Ambos dispõem de uma série de mecanismos de controle, incentivos e métodos de monitoramento para mitigar os riscos de agência e direcionar o negócio (JENSEN; MECKLING, 1979); e tais mecanismos servem de fato para mitigar os conflitos, mas também para diminuir o risco de esvaziamento da missão social (BATILLANA et al., 2015).

A busca pelo equilíbrio das lógicas comerciais e sociais pode gerar novas soluções sociais ou formas de escala (PACHE; SANTOS, 2013) e promover aprendizagem, criatividade, flexibilidade e resiliência (WALCHHÜTTER; IIZUKA, 2019). O mecanismo de *equity* permite que os investidores tenham assento no conselho das empresas, influenciem a tomada de decisões e incluam as variáveis de impacto no acordo de acionistas, tornando-se guardiões do impacto e promovendo a inovação. Tal constatação fica evidente no relato do Negócio Social 2, no relato da VOX Capital, que se complementam por outros estudos secundários (BATILLANA, 2018) e no relato do investidor banco multilateral.

Ter espaços de negociação para discutir *trade-offs* entre as entregas sociais versus comerciais ajuda a mitigar as tensões e os riscos explicitados (BATTILANA et al., 2015), e, para nossos dois estudos de caso, as reuniões de conselho, mentoria formal ou informal, *workshops* e viagens internacionais são alguns mecanismos para evitar o esvaziamento da missão social e promover a inovação.

**Proposição 4:** *O mecanismo de equity (e de fundos de participação) pode ter maior poder de influência para evitar o esvaziamento da missão social e ainda promover inovação dos modelos de negócio.*

#### 4.4 ANÁLISES CONFORME O TIPO DE INVESTIDOR: PESSOA FÍSICA, INVESTIDOR INSTITUCIONAL E BANCO MULTILATERAL

Nos estudos de casos foram selecionados fundos de participação e fundos creditórios, pois são os tipos de investidores atuantes no Brasil de forma estruturada, e foram selecionados três investidores adicionais para permitir a representatividade: um investidor qualificado pessoa física, que investiu na VOX e no Negócio Social 1, um investidor institucional, *family office*, que investiu nos três fundos estudados, e um banco multilateral, também investidor institucional, que investiu na VOX. Vale destacar que os dois investidores institucionais possuem mandatos diferentes: o *family office* pode ser classificado *Financial First* e o banco multilateral *Impact First*.

O nível de maturidade dos três tipos de investidores é diferente. O *family office* está no início de sua jornada. Os clientes que entraram foram proativos na busca por esse tipo de investimento, buscando alinhar seu portfólio a seus valores pessoais (ORMISTON et al., 2015). Entretanto, de forma geral, seus clientes conhecem muito pouco sobre o tema, o que tende a aumentar a pressão em caso de resultados financeiros abaixo do esperado. O *family office* estudado também constata sobre o desafio dos investidores tradicionais entenderem como incluir investimentos de impacto em seus portfólios (ORMISTON et al., 2015). Essas constatações não podem ser generalizadas para todos os *family offices*, pois dependerá da sua maturidade e a de seus clientes no tema.

A pessoa física já tem há um tempo investimentos de impacto, acompanha os resultados por meio de reuniões e os reportes, não relata que busca influenciar a missão social dos negócios, mas sim quer trazer outros investidores para agenda. Observa-se inclusive a preocupação de alinhar seus investimentos a seus valores pessoais (ORMISTON et al., 2015). O entendimento sobre a expectativa do impacto e de que os resultados financeiros virão no médio e longo prazo tendem a mitigar os potenciais conflitos.

O banco multilateral trabalha há mais tempo no tema, mesmo antes de ter a denominação de investimentos de impacto, tem mais mecanismos e instrumentos para mitigar tensões e acompanhar os resultados financeiros e sociais de forma próxima. Demonstra sua preocupação com o seu dever fiduciário (ORMISTON et al., 2015), não só pelo resultado financeiro, mas principalmente com o impacto positivo dos investimentos e o não esvaziamento da missão social (BATILLANA et al., 2015). Além disso, entende seu poder de influenciar o ecossistema, trazendo mais investidores para a agenda e sendo um guardião da missão social dos seus investimentos.

Para os três investidores, o nível de maturidade sobre os investimentos de impacto e negócios sociais parece influenciar os potenciais conflitos. A VOX, por exemplo,



relata que no início de sua jornada havia tensões adicionais sobre a expectativa do impacto em função do pouco entendimento sobre o tema por parte de seus investidores e outros *stakeholders*.

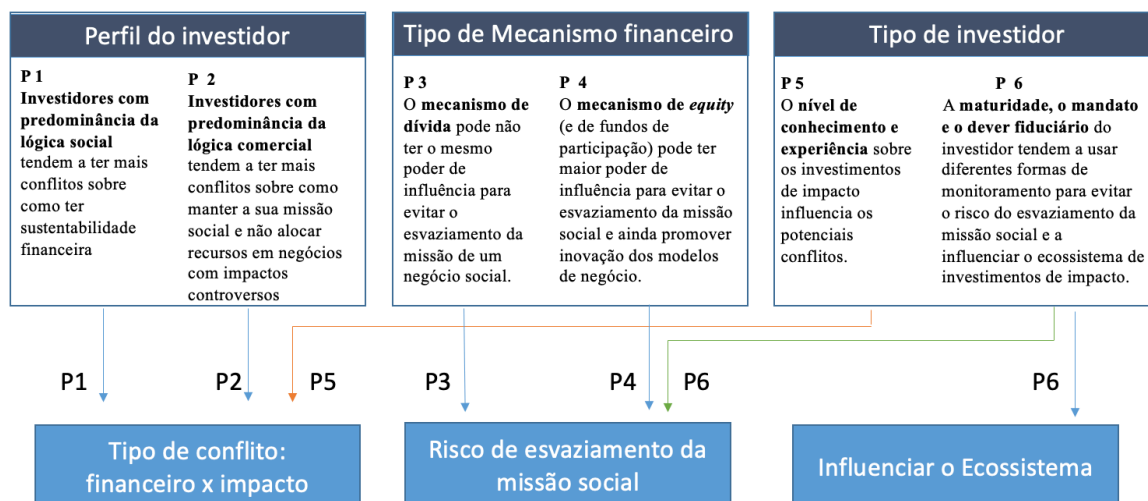
**Proposição 5:** *O nível de conhecimento e experiência sobre os investimentos de impacto influencia os potenciais conflitos.*

Além disso, um investidor mais maduro, com um mandato claro e ciente de seu dever fiduciário, faz com que ele tenha mais mecanismos de controle que evitem o esvaziamento da missão social, e usa o seu negócio como forma de influenciar o ecossistema e aumentar o nível de conhecimento e engajamento de outros investidores. Isso fica evidenciado para o banco multilateral, MOV e VOX, que se engajam em diferentes frentes para aumentar o nível de conhecimento sobre o tema no Brasil. Em suma, percebe-se a preocupação de mover o mercado para expandir a demanda, mas também para evitar conflitos futuros.

**Proposição 6:** *A maturidade, o mandato e o dever fiduciário do investidor tendem a usar diferentes formas de monitoramento para evitar o risco do esvaziamento da missão social e a influenciar o ecossistema de investimentos de impacto.*

Na Figura 3 é possível visualizar o resumo das proposições.

**FIGURA 3 – PROPOSIÇÕES CONFORME O PERFIL DO INVESTIDOR, TIPO DE MECANISMO E TIPO DE PERFIL.**

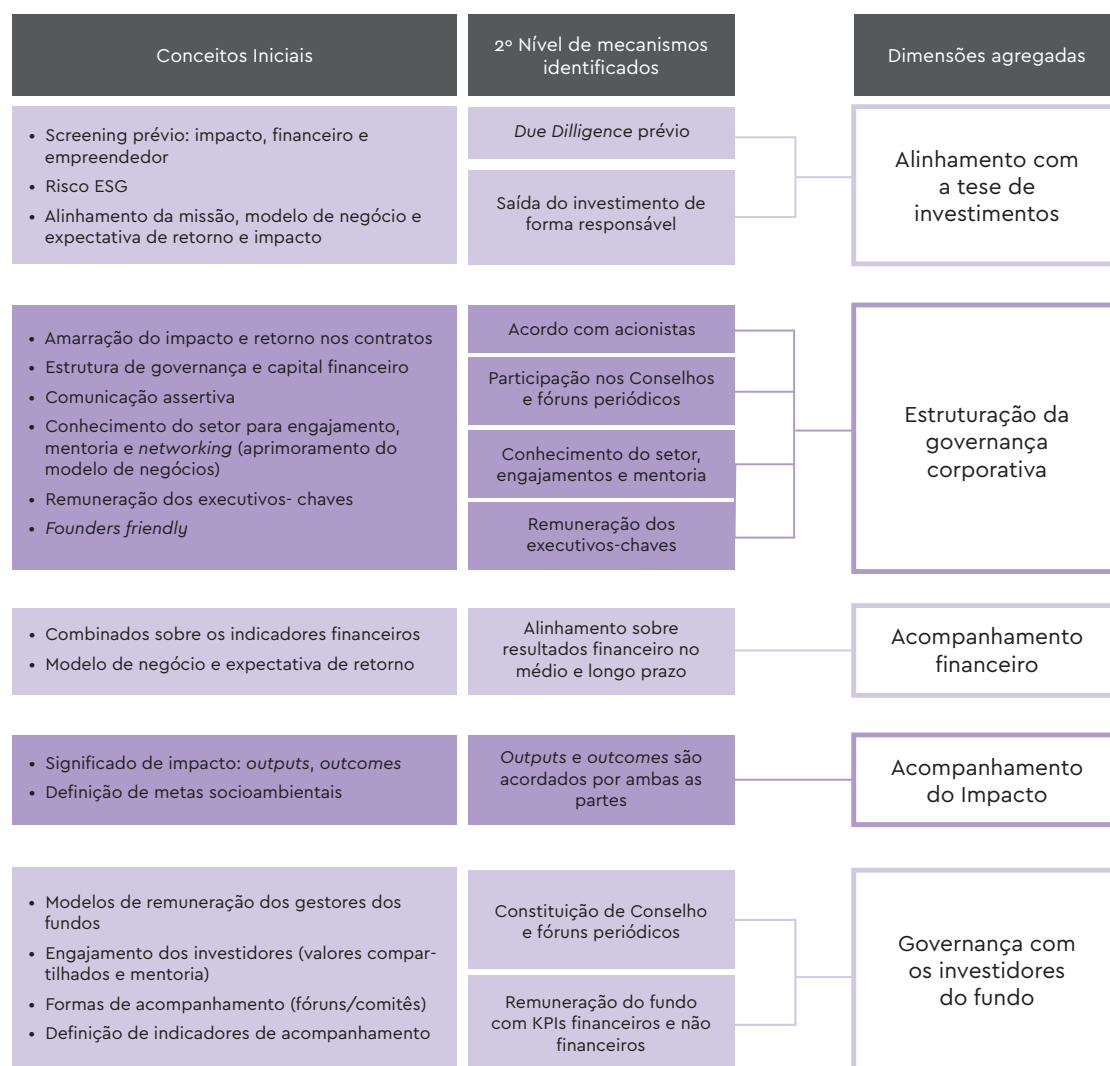


Fonte: elaborada pela autora.

## 4.5 MECANISMOS DE MONITORAMENTO E CONTROLE

De forma geral, podemos concluir por meio desta pesquisa que os conflitos de agência se repetem no ecossistema de negócios sociais e investimentos de impacto, entretanto, a dualidade de objetivos traz conflitos adicionais, e o esvaziamento da missão social deve ser um tópico central no relacionamento principal-agente, inclusive com mecanismos de monitoramento e controle que sirvam como mitigantes e que equilibrem as lógicas sociais e comerciais (MAIR; MAYER; LUTZ, 2015). Ao avaliar os mecanismos de controle e monitoramento nos três estudos de caso, os mesmos foram categorizados conforme Gioia, Corley e Hamilton (2013) e foram sintetizados na Figura 4.

**FIGURA 4 – MECANISMOS DE MONITORAMENTO E CONTROLE PARA O ALINHAMENTO ENTRE PRINCIPAL-AGENTE.**



Fonte: elaborado pela autora.

Os mecanismos de monitoramento e controle devem ser usados conforme o perfil e o tipo do investidor, assim como o tipo de mecanismos financeiros. As recomendações foram colocadas a seguir considerando os achados dos estudos de caso.

#### **ALINHAMENTO DA TESE DE INVESTIMENTOS:**

**Recomendações:** O alinhamento prévio detalhado pode diminuir significativamente os conflitos de agência e evitar o esvaziamento da missão social em detrimento do resultado financeiro de curto prazo. A *due diligence* tem seu papel relevante; assim como a estratégia de saída de investimentos de forma responsável, quando não faça mais sentido para os investidores. Em caso de múltiplos investidores, a clareza dos *trade offs* é ainda mais necessária. O mapeamento de riscos ESG pode prevenir futuras perdas financeiras e reputacionais. Quanto mais concreto for o alinhamento de risco, retorno e impacto, menores as chances de conflitos e de esvaziamento da missão.

**Exemplo:** No Negócio Social 3 observou-se a tensão entre o "aumento da receita no curto prazo" versus "aumento da base de clientes para maior retorno financeiro e impacto no futuro". Como as premissas foram estabelecidas desde o início, o "ganhar dinheiro hoje com impacto" versus "ganhar dinheiro no longo prazo com mais impacto" não representou um dilema entre investidores e a empresa e se preservou a missão social da empresa.

#### **ESTRUTURAÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA:**

**Recomendações:** A independência entre o *board* e o corpo executivo, a inclusão de múltiplos *stakeholders* considerando o propósito da empresa, o monitoramento dos executivos e incentivos apropriados são importantes para equilibrar os objetivos sociais e financeiros e impulsionar a inovação. Importante ter diversidade entre os membros do conselho, considerando competências, conhecimento e histórico, além de ter representantes com a "voz" dos beneficiários.

**Exemplo:** Tanto os Negócios Sociais 2 e 3 entendem que as contribuições dos investidores na sua governança são valiosas para o desempenho financeiro e social; e enxergam que participação dos fundos nos conselhos ajudam a preservar a missão social, a tese de investimentos e equilibrar as lógicas sociais e comerciais. Os conselhos, os fóruns temáticos e o processo de mentoria impulsionam a inovação. No Negócio Social 2 isso fica evidenciado pela busca de um modelo de negócio que tenha sustentabilidade financeira e que continue gerando impacto positivo.

**ACOMPANHAMENTO FINANCEIRO:**

**Recomendações:** Indicadores de curto, médio e longo prazos trazem a discussão sobre *shareholder versus stakeholder* e promovem o alinhamento do retorno esperado. Para investidores de impacto, a preocupação não é somente o dinheiro, mas sim os *trade-offs* para ações pró-sociedade e meio ambiente. Tangibilizar esse tipo de *trade-off* em prol de um impacto maior é um avanço, mas só é possível pelo alinhamento prévio entre as partes envolvidas, ainda mais para investidores *Financial First*.

**Exemplo:** Nos três estudos de caso observa-se o empenho, tanto do lado do investidor quanto do negócio, em formatar um processo adequado para acompanhar os principais indicadores financeiros. Um ponto comum entre os casos é a aceitação de que o resultado financeiro maior virá num médio ou longo prazo; dificilmente no curto prazo. Este ponto novamente se refere ao alinhamento da tese de investimento, quando os prazos de retorno também são discutidos.

**ACOMPANHAMENTO DO IMPACTO:**

**Recomendações:** A transparência sobre as intenções de impacto, as formas de mensurar *outputs* e *outcomes* e o reporte dos KPIs é uma constante. Um dos principais conflitos de agência para os negócios sociais e investimentos de impacto é a dificuldade de mensurar e reportar o impacto social para os investidores; e o potencial conflito aumenta na medida em que ainda há muita subjetividade sobre o tema e muitas vezes definido a depender do investidor e do investimento. É preciso aprimorar as práticas de mensuração e reporte, indo além do reporte de *outputs*.

**Exemplo:** Observa-se nos três estudos de casos que cada um define a sua própria estratégia para significar e acompanhar o impacto. Nos três casos relata-se que os indicadores são atrelados ao negócio principal, ou seja, esperando-se que, conforme o negócio cresça, maior será o potencial impacto. Ao aprofundar nos indicadores do desempenho social/ambiental, observa-se que tanto os fundos quanto as empresas medem apenas os *outputs* e usam estudos secundários ou aproximações para compreender seus *outcomes* e impactos.

**GOVERNANÇA COM INVESTIDORES E INCENTIVOS:**

**Recomendações:** É mandatório ter os incentivos corretos para o investidor e a empresa, pois ajudam a equilibrar o desempenho financeiro e social simultaneamente. Conforme o acompanhamento do impacto vá evoluindo, será possível aprimorar ainda mais os incentivos.

**Exemplos:** Nos estudos de caso 2 e 3 é possível verificar a governança dos fundos para manter seu alinhamento com seus investidores. Reuniões de conselho, reuniões

e fóruns com os investidores e relatórios com o desempenho financeiro e social são os mecanismos utilizados. Entretanto, o ponto de destaque é a taxa de *performance* dos próprios fundos com os componentes financeiros e sociais. Esse tipo de mecanismo dá transparência sobre sua remuneração e também gera o incentivo na direção correta, em que os desempenhos financeiro e social caminham juntos.

## 5 CONCLUSÃO

Um dos primeiros achados acadêmicos deste estudo é a limitação da classificação do perfil de investidores como *Impact First* ou *Financial First*. O *framework* do *Impact Management Project* (IMP) parece ser mais adequado para classificar as intenções e o perfil dos investidores, e inclusive entender o perfil das empresas investidas. Além disso, os três casos estudados revelaram que o relacionamento entre os investidores e os gestores de negócios sociais está sujeito aos conflitos de agência.

Os conflitos variaram entre os casos estudados, e uma das contribuições acadêmicas está relacionada aos tipos de conflito conforme o tipo de mecanismo financeiro, tipo e perfil de investidores. Primeiro, o perfil do investidor influencia o tipo de conflito, sendo que, se o investidor tiver predominância da lógica social, os conflitos tendem a estar relacionados a sustentabilidade financeira; e se a predominância for comercial, os conflitos tendem a estar relacionados com a missão social. Segundo, o tipo de mecanismo financeiro (*equity* ou dívida) pode ter maior ou menor influência para evitar o esvaziamento da missão de um negócio social ou potencializar a inovação social, sendo que o mecanismo de *equity* tende a influenciar positivamente. E, terceiro, o conhecimento e a experiência dos investidores de impacto influenciam os potenciais conflitos; e quanto maior a maturidade e o dever fiduciário, mais esforço será alocado para monitorar e controlar as ações da empresa investida para evitar o esvaziamento da missão social e influenciar o seu ecossistema.

A contribuição para a Teoria da Agência se dá na medida em que os negócios sociais possuem a dualidade de objetivos e que o esvaziamento da missão social deve ser colocado como ponto central no relacionamento principal-agente. Os mecanismos de monitoramento e controle apontados anteriormente devem estar a favor do principal, mas também da manutenção da missão social. Os mecanismos apontados não são muito diferentes dos existentes, mas ganham contornos que precisam ser ressaltados, como o alinhamento da tese de investimento no processo decisório conforme as expectativas de risco, retorno e impacto (e os *trade-off*); a composição de conselhos heterogêneos e com o mandato para evitar esvaziamento na missão social e promover inovação; assim como os incentivos adequados que constem na remuneração dos fundos e dos gestores, incluindo indicadores sociais e financeiros.

Como contribuição gerencial, destacamos as recomendações sobre os mecanismos de monitoramento e controle. Conforme a predominância do investidor e do negócio (social ou comercial), os mecanismos devem ser ajustados e reforçados.

A contribuição social deste estudo é sobre a importância da contínua disseminação do que são os investimentos de impacto e os negócios sociais e o significado do impacto. Por um lado, quanto maior for o entendimento, menores serão os conflitos e maior a probabilidade de aumentar a maturidade sobre o tema, a demanda por esse tipo de produto de investimento e, conseqüentemente, a representatividade no portfólio dos investidores. Por outro lado, apesar dos fundos e dos negócios estudados terem a intencionalidade do impacto, nenhum deles mensura o impacto. Todos mensuram os *outputs*, alguns chegam nos *outcomes*, por estudos secundários, e apresentam sua *Teoria da Mudança* para demonstrar quais são os impactos esperados. É preciso avançar na mensuração e no reporte dos *outcomes*, o que está em consonância com as recomendações lançadas pela Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto (2021), que inclui a contabilidade do impacto. Esta pesquisa reforça tal recomendação, na medida em que as intenções, o significado e a contabilidade do impacto precisam ficar claros para o público em geral, pois serão chave para o crescimento da demanda. O *family office* entrevistado, por exemplo, relata que seus clientes têm dificuldade de enxergar a diferença entre o impacto de um bem-intencionado pequeno (ou médio) negócio social *versus* o impacto de uma grande empresa que gera milhões de empregos e tem estratégias de sustentabilidade consistentes. Ou seja, é preciso demonstrar como o negócio social evita as externalidades negativas e promove a adicionalidade social e/ou ambiental, para assim tangibilizar os benefícios desse tipo de mecanismo financeiro para investidores ainda céticos.

Por fim, no Brasil, temos o desafio de escalar esses mecanismos, oferecendo produtos com risco e *tickets* menores. Uma das possíveis soluções é a oferta de fundos ou títulos de dívida com uma renda fixa preestabelecida, que oferecem menores risco aos investidores e podem ter maior potencial de alcance. Entretanto, como foi mencionado anteriormente, os gestores de mecanismos de dívida podem ter menos influência sobre a missão social do negócio. Ou seja, é um desafio crescer os investimentos de impacto, chegar a cada vez um número maior de investidores e escalar negócios sociais sem que haja o esvaziamento de sua missão. Discutir abertamente sobre esse desafio e mensurar os *outcomes* e o impacto podem ser caminhos para não esvaziar a missão social de um negócio ou de um fundo de direitos creditórios.

Uma das limitações desta pesquisa é que, apesar de ter sido mapeada uma série de fundos de impacto no Brasil, observou-se que muitos foram recém-lançados ou têm poucos materiais à disposição para a análise documental, e além disso não foi possível incluir um fundo de *equity* que fosse *Impact First*. Para estudos futuros, recomenda-se (1) comparar fundos de *equity* de impacto *versus* fundos de *private*/

*venture equity* tradicionais, buscando aprofundar as diferenças e similaridades dos conflitos de agência; (2) aprofundar em mecanismos de dívida buscando compreender as formas de evitar o esvaziamento da missão social; por fim, (3) investigar o significado do impacto esperado por diferentes públicos: investidores de impacto atuantes *versus* investidores tradicionais e mais céticos; investidores de alta renda *versus* investidores do varejo. Tais análises podem ajudar a desmistificar e a compreender melhor as motivações dos mesmos.

## REFERÊNCIAS

AGRAWAL, A.; HOCKERTS, K. Impact Investing Strategy: Managing Conflicts between Impact Investor and Investee Social Enterprise. **Sustainability**, v. 11, n. 15, p. 4117, 2019.

AGRAWAL, A.; HOCKERTS, K. Impact investing: review and research agenda. **Journal of Small Business & Entrepreneurship**, p. 1-29, 2019.

AKBULAEV, N.; ALIYEV, Y.; AHMADOV, T. Research models for financing social business: theory and practice. **Heliyon**, v. 5, p. e01599, 2019.

ALIANÇA PELOS INVESTIMENTOS E NEGÓCIOS DE IMPACTO. **Visão de futuro para a agenda de impacto no Brasil até 2025**. 2021. Disponível em: <<http://aliancapeloimpacto.org.br/wp-content/uploads/2021/03/alianca-interativo.pdf>>. Acesso em: 28/8/2021.

BACQ, S.; JANSSEN, F.; KICKUL, J. Governing for impact and performance within social entrepreneurial ventures: the mediating role of organizational capabilities. **Frontiers of Entrepreneurship Research**, v. 31, n. 19, 2011.

BARKI, E.; IZZO, D.; TORRES, H.; BITTENCOURT, L. A. (eds.). **Negócios com impacto social no Brasil**. Peirópolis, 2013.

BATTILANA, J.; LEE, M.; WALKER, J.; DORSEY, C. In search of the hybrid ideal. **Stanford Social Innovation Review**. Summer 2012.

BATTILANA, J.; LEE, M. Advancing research on hybrid organizing—Insights from the study of social enterprises. **The Academy of Management Annals**, v. 8, n. 1, p. 397-441, 2014.



BATTILANA, J.; SENGUL, M.; PACHE, A. C.; MODEL, J. Harnessing productive tensions in hybrid organizations: The case of work integration social enterprises. **Academy of Management Journal**, v. 58, n. 6, p. 1658-1685, 2015.

BATTILANA, J. Cracking the organizational challenge of pursuing joint social and financial goals: Social enterprise as a laboratory to understand hybrid organizing. **M@n@gement**, v. 21, n. 4, p. 1278-1305, 2018.

BERLE, A. A.; MEANS, G. G. C. **The modern corporation and private property**. Transaction publishers, New Brunswick, New Jersey, 1991.

BLAIR, M. M. Ownership and control: Rethinking corporate governance for the twenty-first century. **Long Range Planning**, v. 29, n. 3, p. 432-432, 1996.

BUGG-LEVINE, A.; EMERSON, J. Impact investing: Transforming how we make money while making a difference. **Innovations: Technology, Governance, Globalization**, v. 6, n. 3, p. 9-18, 2011.

COMINI, G. M.; BARKI, E.; AGUIAR, L. O novo campo dos negócios com impacto social. **Negócios com impacto social no Brasil** (cap. 2, p. 41-64), 2013.

COMINI, G. M. **Negócios sociais e inovação social: um retrato de experiências brasileiras**. (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo) 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução n. 554/14**. 2014. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst554.pdf>>.

CRESWELL, J. W. **Investigação Qualitativa e Projeto de Pesquisa**: Escolhendo entre Cinco Abordagens. Penso Editora, 2014.

DEFOURNY, J. D.; NYSENS, M. The emes approach of social enterprise in a comparative perspective. **EMES European Research Network**, 2012.

EBRAHIM, A.; BATTILANA, J.; MAIR, J. The governance of social enterprises: Mission drift and accountability challenges in hybrid organizations. **Research in Organizational Behavior**, n. 34, 81-100, 2014.

EISENHARDT, K. M. Agency Theory: An assessment and review. **Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.

EISENHARDT, K. M. Building theories from case study research. **Academy of Management Review**, v. 14, n. 4, p. 532-550, 1989.

EMERSON, J.; SMALLING, L. Construction of an impact portfolio: Total portfolio management for multiple returns. **The Impact Assets handbook for investors: Generating social and environmental value through capital investing**, p. 21-45, 2017.

FREIREICH, J.; FULTON, K. Investing for social and environmental impact: A design for catalyzing an emerging industry. **Monitor Institute**, p. 1-86, 2009.

FUNNELL, S. C.; ROGERS, P. J. **Purposeful program theory: Effective use of theories of change and logic models** (v. 31). John Wiley & Sons, 2011.

GALERA, G.; BORZAGA, C. Social enterprise: an international overview of its conceptual evolution and legal implementation. **Social Enterprise Journal**, v. 5, n. 3, 2009.

GIOIA, D. A.; CORLEY, K. G.; HAMILTON, A. L. Seeking qualitative rigor in inductive research: Notes on the Gioia methodology. **Organizational Research Methods**, v. 16, n. 1, p. 15-31, 2013.

GLOBAL IMPACT INVESTING NETWORK. **Core Characteristics of impact Investing**, 2019. Disponível em: <[https://thegiin.org/assets/Core%20Characteristics\\_webfile.pdf](https://thegiin.org/assets/Core%20Characteristics_webfile.pdf)>.

GLOBAL IMPACT INVESTING NETWORK. **Annual Impact Investor Survey**. 2020. Disponível em: <<https://thegiin.org/research/publication/impinv-survey-2020>>. Acesso em: 23/8/2020.

GLOBAL IMPACT INVESTING NETWORK. **A Guide for impact investment fund managers**. 2021. Disponível em: <<https://thegiin.org/creating-a-strong-investment-and-impact-thesis>>. Acesso em: 27/8/2021.

GOLAFSHANI, N. Understanding reliability and validity in qualitative research. **The Qualitative Report**, v. 8, n. 4, p. 597-607, 2003.

HAWLEY, J. P.; WILLIAMS, A. T. (2005). Shifting ground: emerging global corporate-governance standards and the rise of fiduciary capitalism. **Environment and Planning A**, v. 37, n. 11, p. 1995-2013.

HÖCHSTÄDTER, A. K.; SCHECK, B. What's in a name: An analysis of impact investing understandings by academics and practitioners. **Journal of Business Ethics**, v. 132, n. 2, p. 449-475, 2015.

IMPACT MANAGEMENT PROJECT. 2021. Disponível em: <<https://impactmanagementproject.com/>>.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Economics Social Institutions** (p. 163-231). Springer, Dordrecht, 1979.

KHANDKER, S.; B. KOOLWAL, G.; SAMAD, H. **Handbook on impact evaluation: quantitative methods and practices**. The World Bank, 2009.

MAIR, J.; MARTÍ, I. Social entrepreneurship research: A source of explanation, prediction, and delight. **Journal of World Business**, v. 41, n. 1, p. 36-44, 2006.

MAIR, J.; MAYER, J.; LUTZ, E. Navigating institutional plurality: Organizational governance in hybrid organizations. **Organization Studies**, v. 36, n. 6, p. 713-739, 2015.

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

MOGAPI, E. M.; SUTHERLAND, M. M.; WILSON-PRANGLEY, A. Impact investing in South Africa: managing tensions between financial returns and social impact. **European Business Review**, 2019.

ORMISTON, J.; CHARLTON, K.; DONALD, M. S.; SEYMOUR, R. G. Overcoming the challenges of impact investing: Insights from leading investors. **Journal of Social Entrepreneurship**, v. 6, n. 3, p. 352-378, 2015.

PACHE, A. C.; SANTOS, F. Inside the hybrid organization: Selective coupling as a response to competing institutional logics. **Academy of Management Journal**, v. 56, n. 4, p. 972-1001, 2013

REEDER, N.; COLANTONIO, A.; LODER, J.; ROCYN JONES, G. Measuring impact in impact investing: an analysis of the predominant strength that is also its greatest weakness. **Journal of Sustainable Finance & Investment**, v. 5, n. 3, p. 136-154, 2015.

ROGERS, P. Theory of change. **Methodological briefs: impact evaluation**, v. 2, n. 16, p. 1-14, 2014.

SMITH JR, C. W.; WARNER, J. B. On financial contracting: An analysis of bond covenants. **Journal of Financial Economics**, v. 7, n. 2, p. 117-161, 1979.

SMITH, W. K.; LEWIS, M. W. Toward a theory of paradox: A dynamic equilibrium model of organizing. **Academy of Management Review**, v. 36, n. 2, p. 381-403, 2011.

SMITH, W. K.; GONIN, M.; BESHAROV, M. L. Managing social-business tensions: A review and research agenda for social enterprise. **Business Ethics Quarterly**, v. 23, n. 3, p. 407-442, 2013.

SULLIVAN, R. **Fiduciary duty in the 21st century**. Available at SSRN 2724866, 2015.

TELLES, R. A efetividade da matriz de amarração de Mazzon nas pesquisas em Administração. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 36, n. 4, 2001.

VIVIANI, J. L.; MAUREL, C. Performance of impact investing: A value creation approach. **Research in International Business and Finance**, v. 47, p. 31-39, 2019.

WALCHHÜTTER, S.; IIZUKA, E. S. Tensões Organizacionais Inerentes como Elemento Distintivo à Natureza dos Negócios Sociais. **Revista de Ciências da Administração**, v. 21, n. 53, p. 129-143, 2019.

WILSON, F.; POST, J. E. Business models for people, planet (& profits): exploring the phenomena of social business, a market-based approach to social value creation. **Small Business Economics**, v. 40, n. 3, p. 715-737, 2013.

YIN, R. K. **Pesquisa estudo de caso – Desenho e métodos**. Porto Alegre: Bookman, 6, 2008-2013, 1994.

YUNUS, M.; MOINGEON, B.; LEHMANN-ORTEGA, L. Building social business models: Lessons from the Grameen experience. **Long Range Planning**, v. 43, n. 2-3, p. 308-325, 2010.