

Guilherme Amigo Guimarães

O processo de investimento de impacto no Brasil: uma análise dos fundos brasileiros a partir de um modelo internacional

Trabalho de formatura apresentado à Escola Politécnica da Universidade de São Paulo para a obtenção do diploma de Engenheiro de Produção.

**São Paulo
2025**

GUILHERME AMIGO GUIMARÃES

**O PROCESSO DE INVESTIMENTO DE IMPACTO NO BRASIL: UMA
ANÁLISE DOS FUNDOS BRASILEIROS A PARTIR DE UM MODELO
INTERNACIONAL**

Trabalho de formatura apresentado à
Escola Politécnica da Universidade de
São Paulo para a obtenção do diploma
de Engenheiro de Produção.

Orientadora: Professora Roberta de
Castro Souza Pião

**São Paulo
2025**

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

FICHA CATALOGRÁFICA

Guimaraes, Guilherme Amigo

O processo de investimento de impacto no Brasil: uma análise dos fundos brasileiros a partir de um modelo internacional / G. A. Guimaraes -- São Paulo, 2025.

108 p.

Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Produção.

1. Investimento de impacto 2. Brasil 3. Fundos de investimento
4. Ecosistema de impacto I. Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Produção II. t.

À minha família

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Rômulo e Solange, pelo apoio e amor incondicionais, e por me darem todas as oportunidades para ser quem sou hoje. O modo como encaram a vida, mesmo diante das dificuldades, é uma inspiração constante para mim. Ao meu irmão Henrique, que sempre foi exemplo e referência, e à Tereza, minha segunda mãe, que sempre me amou e fez de tudo por mim. Cada dia mais percebo a sorte imensa que é ter vocês como família. Muito obrigado por serem minha base durante esses cinco anos de graduação e ao longo de toda a minha vida.

À Carol, que esteve comigo durante todo esse processo, presente mesmo de longe em todos os momentos dos últimos anos. Seu apoio, amor e dedicação à nossa relação foram essenciais para que eu chegasse até aqui. Cada gesto seu me trouxe força, tranquilidade e a certeza de que me torno melhor ao seu lado. Você é luz na minha vida. Te amo.

Ao Centro Acadêmico de Engenharia de Produção (CAEP), por me acolher desde o início, mesmo em meio à pandemia, e por mostrar que a graduação vai muito além do que a Escola Politécnica oferece. Sou grato pelas experiências marcantes e pelas amizades que construí nesse espaço, que tornaram minha passagem pela Poli ao mesmo tempo muito mais fácil e intensa. Aos amigos que fiz no CAEP (Roberto, Luciana, Eduardo, Rosa, Laís) e, em especial, aos grandes amigos da diretoria financeira: Cecília, Dedo, João, Isabella, Tales e principalmente Maria Eduarda, que fizeram parte dessa história em São Paulo e contribuíram para tornar essa rotina mais leve e divertida.

Aos meus amigos do Marista, que estão comigo desde que me conheço por gente, em especial ao Felipe e ao Thiago, que continuam trilhando essa jornada ao meu lado. É muito especial evoluir tanto ao longo dos anos tendo sempre vocês como amigos.

Aos meus amigos do IFES, especialmente Pedro e Natan, foi ótimo viver essa fase ao lado de vocês. Agradeço pela convivência, pelas descobertas e por termos seguido juntos, durante esse período.

Por fim, agradeço à professora Roberta pela calma e empatia demonstradas ao longo da orientação, fundamentais para tornar mais tranquila uma etapa naturalmente cheia de pressão e desafios.

“Que sorte a minha ter
algo que torna tão
difícil dizer adeus”

- A.A. Milne

RESUMO

O presente estudo analisa como os fundos de investimento de impacto brasileiros estruturam seus processos de investimento, utilizando como referência comparativa o modelo internacional de cinco etapas proposto por Borrello, Bengo e Moran (2023). Com abordagem qualitativa e exploratória, são realizados estudos de casos múltiplos envolvendo três gestoras nacionais e três organizações investidas, fundamentados em entrevistas semiestruturadas e triangulação de dados secundários. Os resultados evidenciam forte convergência na priorização da intencionalidade dos fundadores, no rigor metodológico da seleção de investimentos e na adoção de práticas colaborativas de mensuração de impacto, além da relevância do suporte estratégico pós-investimento. Apesar de o ecossistema brasileiro de investimento de impacto se apresentar como imaturo e em desenvolvimento, enfrentando heterogeneidade filosófica e desafios regulatórios, observa-se alinhamento com padrões internacionais em aspectos operacionais essenciais. A relação entre investidores e investidas caracteriza-se como parceria estratégica de longo prazo, fundamentada em confiança, alinhamento de valores e compromisso com geração de impacto socioambiental mensurável, destacando recomendações para o fortalecimento do setor à medida que evolui no Brasil.

Palavras-chave: Investimento de impacto, Brasil, Fundos de investimento, Ecossistema de impacto

ABSTRACT

This study analyzes how Brazilian impact investment funds structure their investment processes, using the international five-step model proposed by Borrello, Bengo, and Moran (2023) as a comparative reference. Employing a qualitative and exploratory approach, multiple case studies were conducted involving three domestic fund managers and three investee organizations, based on semi-structured interviews and triangulation of secondary data. The findings reveal strong convergence in the prioritization of founders' intentionality, methodological rigor during investment selection, and collaborative impact measurement practices, as well as the importance of strategic post-investment support. Although the Brazilian impact investment ecosystem is still immature and in development, facing philosophical heterogeneity and regulatory challenges, there is alignment with international standards in essential operational aspects. The relationship between investors and investees is characterized as a long-term strategic partnership, built on trust, value alignment, and a commitment to generating measurable social and environmental impact, with recommendations provided to strengthen the sector as it evolves in Brazil.

Keywords: Impact investing, Brazil, Investment funds, Impact ecosystem

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Porcentagem de respondentes por setor priorizado.....	35
Figura 2 - Diagrama do Ecossistema de Negócios de Moore.....	38

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Quadro detalhando os atores e suas funções dentro desse ecossistema.....	38
Tabela 2 - Quadro com os principais achados do artigo de Borrello, Bengo e Moran (2023)..	43
Tabela 3 - Entrevistas realizadas.....	51
Tabela 4 - Códigos dos componentes de análise.....	53
Tabela 5 - Quadro Comparativo dos Processos de Investimento de Impacto: Itália, Austrália e Brasil.....	98

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANDE	<i>Aspen Network of Development Entrepreneurs</i>
CAC	Custo de Aquisição de Clientes
CIO	<i>Chief Investment Officer</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
ESG	<i>Environmental, Social and Governance</i>
GIIN	<i>Global Impact Investing Network</i>
GIIRS	<i>Global Impact Investing Rating System</i>
ICE	Instituto de Cidadania Empresarial
IMM	<i>Impact Measurement and Management</i>
IMP	<i>Impact Management Project</i>
IRIS	<i>Impact Reporting and Investment Standards</i>
ISA	<i>Income Share Agreement</i>
LTV	<i>Lifetime Value</i>
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
ODS	Objetivos de Desenvolvimento Sustentável
OKRs	<i>Objectives and Key Results</i>
ONGs	Organizações Não Governamentais
ONU	Organização das Nações Unidas
RSC	Responsabilidade Social Corporativa
SBN	Soluções Baseadas na Natureza
SPOs	<i>Social Purpose Organizations</i>

SRI	<i>Socially Responsible Investing</i>
TdM	Teoria da Mudança
VC	<i>Venture Capital</i>
KPI	<i>Key Performance Indicators</i>
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
FIDC	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	25
1.1. Contextualização.....	25
1.2. Motivação.....	26
1.3. Objetivos.....	27
2. REVISÃO DE LITERATURA.....	28
2.1. Histórico e definição do investimento de impacto.....	28
2.2. Principais atores do ecossistema.....	37
2.3. Cenário dos investimentos de impacto no Brasil.....	45
3. METODOLOGIA.....	49
3.1. Estratégia da pesquisa.....	49
3.2. Coleta de dados.....	50
3.2.1. Seleção das organizações.....	50
3.2.2. Entrevistas realizadas.....	51
3.3. Análise de Dados.....	52
4. DESCRIÇÃO DOS RESULTADOS.....	55
4.1. Gestora 1.....	55
4.1.1. Apresentação da Gestora e do Entrevistado.....	55
4.1.2. Análise do Processo de Investimento.....	57
4.1.3. A Visão da Investida.....	61
4.1.3.1. Descrição da Empresa e do Entrevistado.....	62
4.1.3.2. Análise da Perspectiva da Investida.....	64
4.2. Gestora 2.....	68
4.2.1. Apresentação da Gestora e do Entrevistado.....	68
4.2.2. Análise do Processo de Investimento.....	69
4.2.3. A Visão da Investida.....	72
4.2.3.1. Apresentação da Empresa e do Entrevistado.....	72
4.2.3.2. Análise da Perspectiva da Investida.....	73
4.3. Gestora 3.....	76

4.3.1. Apresentação da Gestora e do Entrevistado.....	76
4.3.2. Análise do Processo de Investimento.....	78
4.3.3. A Visão da Investida.....	82
4.3.3.1. Apresentação da Empresa e do Entrevistado.....	82
4.3.3.2. Análise da Perspectiva da Investida.....	83
5. ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	87
5.1. Análise Comparativa do Processo de Investimento das Gestoras.....	87
5.2. Análise Comparativa das Perspectivas: Gestoras vs. Investidas.....	91
5.3. Diálogo com o Modelo Internacional: O Cenário Brasileiro em Perspectiva.....	94
6. CONCLUSÕES E CONTRIBUIÇÕES.....	100
6.1. Conclusões da Pesquisa.....	100
6.2. Recomendações para o Ecossistema de Impacto Brasileiro.....	101
6.3. Limitações do Estudo e Sugestões para Pesquisas Futuras.....	101
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	103
APÊNDICE - QUESTIONÁRIO DAS ENTREVISTAS.....	107
A. Entrevista com Gestores de Fundos.....	107
B. Entrevista com Organizações Investidas.....	107

1. INTRODUÇÃO

O presente capítulo apresenta uma breve introdução ao trabalho de formatura, com a contextualização do tema escolhido, a justificativa para sua investigação e os objetivos que orientam a realização da pesquisa.

1.1. Contextualização

Desafios sociais e ambientais de magnitude sistêmica caracterizam o século XXI. Pobreza extrema, desigualdade social massiva, degradação ambiental acelerada e mudanças climáticas demandam intervenção em escala incompatível com abordagens tradicionais de desenvolvimento. A Agenda 2030 das Nações Unidas, materializada nos 17 Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), reconhece essa urgência e propõe transformações estruturais em sistemas econômicos, sociais e ambientais globais.

O gap de financiamento para atingir os ODS em países em desenvolvimento evidencia a magnitude do desafio. O Relatório de Financiamento para o Desenvolvimento Sustentável de 2024 estima que a lacuna de financiamento anual situa-se em US\$ 4,2 trilhões (UNITED NATIONS, 2024). Recursos públicos tradicionais, como a Assistência Oficial ao Desenvolvimento (ODA), totalizam apenas US\$ 211 bilhões (OECD, 2024), insuficientes para preencher essa lacuna.

Há, porém, um paradoxo fundamental: enquanto faltam recursos direcionados a desafios socioambientais, capital financeiro global é abundante. O mercado de private markets gerencia US\$ 13,1 trilhões em ativos, com projeção de crescimento para US\$ 60-65 trilhões até 2032 (BAIN & COMPANY, 2024). Portanto, o desafio central não é escassez de capital, mas sua alocação ineficiente frente aos desafios socioambientais.

É neste contexto que o investimento de impacto emerge como mecanismo relevante para mobilizar capital privado no endereçamento deliberado de problemas sociais e ambientais sem sacrificar retornos financeiros sustentáveis. Diferenciando-se da filantropia tradicional, o investimento de impacto caracteriza-se por intencionalidade explícita de gerar impacto mensurável, expectativa de retorno financeiro e compromisso com mensuração de impacto ao longo de todo o ciclo de investimento (BUGG-LEVINE; EMERSON, 2011).

O crescimento deste mercado tem sido exponencial. Em 2024, aproximadamente 3.907 organizações gerenciam US\$ 1,571 trilhão em ativos dedicados a investimento de impacto, representando crescimento anual de 21% desde 2019 (GIIN, 2024). No Brasil especificamente, o mercado cresceu 62% entre 2020 e 2021 (ANDE, 2023). Contudo, o ecossistema brasileiro enfrenta desafios estruturais: ausência de marcos regulatórios específicos para negócios sociais, restrição de fundos a investidores qualificados e fragilidade de mercados secundários (GONÇALVES, 2017).

Compreender como fundos brasileiros de impacto estruturam seus processos de investimento torna-se questão tanto acadêmica quanto estratégica. O modelo analítico proposto por Borrello, Bengo e Moran (2023), que examina processos de investimento em Itália e Austrália, oferece estrutura comparativa robusta. Sua aplicação ao contexto brasileiro permitiria validar se boas práticas consolidadas internacionalmente convergem em economias emergentes, ou se especificidades contextuais demandam adaptações significativas.

1.2. Motivação

O crescente interesse pelo tema do investimento de impacto foi um fator determinante na escolha deste Trabalho de Formatura. A constatação de que os modelos tradicionais de alocação de capital frequentemente não contemplam de maneira suficiente demandas sociais e ambientais relevantes motivou a formulação da seguinte pergunta central: de que modo organizações podem alocar recursos financeiros para enfrentar desafios concretos da sociedade, ao passo que mantêm a sustentabilidade econômica de suas atividades? Este questionamento norteou tanto o delineamento do escopo da pesquisa quanto a decisão de analisar, em profundidade, o processo de investimento de impacto no contexto brasileiro.

No decorrer do ano dedicado ao desenvolvimento deste trabalho, o interesse inicial pelo tema foi significativamente enriquecido pela experiência adquirida durante o estágio em uma gestora de investimentos de impacto. A vivência prática no setor, concomitante à elaboração do Trabalho de Formatura, proporcionou um acompanhamento direto das etapas de avaliação de oportunidades, do relacionamento com empreendedores e dos processos de tomada de decisão para alocação de capital. Essa experiência reforçou a relevância do tema para a formação acadêmica e profissional, evidenciando que a compreensão aprofundada do processo de investimento de impacto é essencial para uma atuação qualificada em um campo

que busca, simultaneamente, conciliar desempenho financeiro e transformação socioambiental.

1.3. Objetivos

Os principais objetivos deste trabalho são:

1. Aplicar o modelo de análise do processo de investimento de impacto proposto por Borrello, Bengo e Moran (2023) ao contexto brasileiro;
2. Identificar como os fundos de impacto no Brasil estruturam seus processos de investimento;
3. Comparar as práticas das gestoras brasileiras com os casos italiano e australiano analisados por Borrello, Bengo e Moran (2023), identificando convergências, divergências e especificidades contextuais;
4. Sugerir recomendações para o fortalecimento do ecossistema de investimento de impacto no Brasil com base nas dimensões analisadas.

2. REVISÃO DE LITERATURA

O presente capítulo apresenta a revisão de literatura com os principais conceitos que embasam este trabalho. São abordados o histórico e a definição do investimento de impacto, bem como os principais atores que compõem seu ecossistema. Também é discutido o conceito de ecossistema no âmbito dos negócios, que serve como base teórica para a compreensão das interações entre os diferentes agentes do campo do investimento de impacto.

2.1. Histórico e definição do investimento de impacto

O termo "investimento de impacto" foi cunhado formalmente em 2007 durante um evento organizado pela Fundação Rockefeller no *Bellagio Center*, na Itália. O encontro reuniu investidores, filantropos e representantes de instituições financeiras com o objetivo de debater novas formas de alocação de capital que combinassem impacto social e ambiental positivo com retorno financeiro sustentável (ROCKEFELLER, 2012).

Este movimento é visto como disruptivo, pois apresenta uma nova proposta para a visão tradicional de alocação de recursos, desconstruindo a ideia de que investimentos lucrativos devem produzir apenas retorno financeiro (GONÇALVES, 2017). O investimento de impacto define-se por três critérios essenciais: (i) intencionalidade explícita de gerar impacto social e/ou ambiental positivo, sendo este o cerne do negócio; (ii) busca por retorno financeiro (que pode ser de mercado, abaixo de mercado ou preservação de capital); e (iii) compromisso com o monitoramento e mensuração do impacto gerado. A clara definição e mensuração do impacto são cruciais para diferenciar os negócios de impacto de outras iniciativas, como a Responsabilidade Social Corporativa (RSC), e de práticas de *greenwashing* ou *social washing*.

Um pilar fundamental que sustenta a prática do investimento de impacto e o diferencia de outras abordagens, como o ESG ou o SRI, é a Gestão e Mensuração de Impacto (GMI), internacionalmente conhecida como *Impact Measurement and Management* (IMM). O Global Impact Investing Network (GIIN), principal referência global do setor, define o IMM como o processo de gerenciar ativamente o impacto socioambiental de um investimento ao longo de todo o seu ciclo de vida. Esta prática não se limita a um relatório de métricas ao final do período; ela envolve a definição de uma tese de impacto clara e de uma Teoria da Mudança (TdM) durante a diligência, o estabelecimento de indicadores-chave de desempenho (KPIs) na

estruturação do acordo, o monitoramento contínuo desses indicadores durante a gestão pós-investimento e, crucialmente, a utilização desses dados para informar decisões estratégicas, otimizar a performance social e garantir a transparência (*accountability*) perante os *stakeholders*. O IMM é, portanto, a principal ferramenta para assegurar a intencionalidade e combater o risco de *impact washing* (GIIN, 2019).

A Teoria da Mudança constitui ferramenta analítica central para IMM. Diferentemente de modelos lógicos lineares, a TdM mapeia a cadeia causal entre atividades do negócio, *outputs* (produtos/serviços entregues), *outcomes* (mudanças de curto e médio prazo nos beneficiários) e impactos de longo prazo, explicitando as premissas subjacentes que devem ser verdadeiras para que a mudança ocorra (TAPLIN et al., 2013; CLARK et al., 2004). A TdM enfatiza: (i) a complexidade das relações causais, reconhecendo múltiplos fatores intervenientes; (ii) as condições contextuais necessárias para que a mudança se realize; (iii) a distinção entre contribuição (o negócio contribuiu para o *outcome*) e atribuição (o *outcome* pode ser causalmente atribuído ao negócio); (iv) a importância de *outcomes* intermediários como marcos de progresso (MAAS; LIKET, 2011).

Entre os principais frameworks utilizados globalmente para operacionalização de IMM, destacam-se: IRIS+ (*Impact Reporting and Investment Standards*), sistema desenvolvido pelo GIIN que oferece catálogo de métricas padronizadas organizadas por setores e alinhamento com os ODS; *Impact Management Project* (IMP), que estrutura a análise em cinco dimensões (O Quê, Quem, Quanto, Contribuição, Risco); e GIIRS (*Global Impact Investing Rating System*), que classifica negócios em dimensões de governança, trabalhadores, comunidade, meio ambiente e modelo de negócio (GIIN, 2019).

Um dos riscos centrais enfrentados por organizações híbridas é o *mission drift* (desvio de missão), processo pelo qual organizações de impacto, sob pressão por retorno financeiro ou crescimento, gradualmente abandonam ou diluem sua missão social original (EBRAHIM; BATTILANA; MAIR, 2014). O *mission drift* pode ocorrer por: (i) pressão de investidores que priorizam retorno financeiro; (ii) mudanças de gestão substituindo fundadores comprometidos por gestores orientados a métricas financeiras; (iii) percepção de que enfatizar rentabilidade facilita captação de capital; (iv) pressões competitivas levando a priorizar eficiência financeira sobre impacto.

Mission lock designa mecanismos contratuais, estatutários ou de governança projetados para proteger a missão social mesmo após mudanças acionárias: cláusulas estatutárias incorporando a missão social no estatuto; golden shares ou direitos de veto reservados a guardiões da missão; *exit clauses* com direito de preferência para compradores alinhados; certificações como *B Corps* ou *Benefit Corporations*; e composição de conselhos garantindo assentos para representantes de beneficiários (EBRAHIM; BATTILANA; MAIR, 2014). No Brasil, a ausência de formas legais específicas para negócios sociais limita as opções de *mission lock* institucionalizado, levando a soluções contratuais ad-hoc.

Embora a formulação explícita do conceito tenha ocorrido apenas no século XXI, suas raízes remontam a práticas muito mais antigas adotadas por movimentos sociais e até grupos religiosos ao longo da história. No século XVII, os *Quakers*, grupo religioso da Inglaterra, estabeleceram princípios financeiros que excluía setores como o comércio de armas e a escravidão, visando alinhar investimentos a valores éticos. No século XIX, igrejas metodistas nos Estados Unidos seguiram um caminho semelhante, estruturando fundos de investimento que evitavam negócios considerados moralmente questionáveis, como aqueles relacionados à produção de álcool, tabaco e jogos de azar (BUGG-LEVINE; EMERSON, 2011).

No século XX, a formalização de estratégias de investimento responsável começou a ganhar força. Durante os anos 1960, o ativismo social e ambiental influenciou investidores a adotarem filtros negativos, evitando empresas ligadas à exploração ambiental, à guerra e à violação de direitos humanos. Esse modelo de investimento, no entanto, ainda não possuía a intencionalidade explícita de gerar impacto positivo, diferindo do conceito de investimento de impacto que viria a surgir posteriormente (TOWNSEND, 2020).

A década de 1980 marcou a ascensão do investimento socialmente responsável (*Socially Responsible Investing* – SRI), consolidando práticas como a avaliação de critérios ambientais, sociais e de governança (*Environmental, Social, and Governance* – ESG) no processo de tomada de decisão financeira (TOWNSEND, 2020). Apesar desse avanço, a estratégia predominante ainda era baseada na exclusão de setores problemáticos, sem um compromisso direto com a geração de impacto social positivo (GONÇALVES, 2017).

Essa crescente mobilização de investidores em torno de critérios éticos não surgiu isoladamente, mas foi alimentada por um intenso debate acadêmico que questionava o papel fundamental das corporações na sociedade. Em seu influente artigo "*The Case for Corporate*

Social Responsibility", Henry Mintzberg (1983) articulou uma poderosa contraposição à visão puramente econômica de Milton Friedman, argumentando que as decisões estratégicas de grandes empresas são inerentemente sociais e políticas. Mintzberg defendia que, dado o imenso poder que as corporações exerciam, a responsabilidade social não era uma opção, mas uma consequência inevitável de suas ações. O movimento SRI, portanto, pode ser compreendido como uma das primeiras manifestações práticas dessa crescente demanda por responsabilidade, fornecendo um mecanismo de mercado para que investidores pudessem alinhar seus portfólios a esse novo imperativo ético e social (MINTZBERG, 1983).

Paralelamente à consolidação das práticas de investimento socialmente responsável, algumas iniciativas pioneiras em países em desenvolvimento já apontavam caminhos alternativos para o uso do capital como instrumento de transformação social. Entre elas, destaca-se a experiência de Muhammad Yunus e do *Grameen Bank*, fundada em Bangladesh na década de 1970. Em sua obra *O Banqueiro dos Pobres*, Yunus (2000) apresenta o conceito de microcrédito como uma ferramenta de inclusão produtiva voltada a empreendedores de baixa renda, demonstrando que mesmo indivíduos sem garantias formais poderiam se tornar economicamente ativos e financeiramente sustentáveis. Essa inovação representou uma ruptura no sistema financeiro tradicional ao comprovar que o crédito, quando direcionado com intencionalidade social, é capaz de gerar retorno econômico e reduzir a pobreza de forma escalável (YUNUS, 2000).

As ideias de Yunus anteciparam os princípios centrais do investimento de impacto, como a intencionalidade, a mensurabilidade e a sustentabilidade financeira. Ao enfatizar que o lucro pode e deve coexistir com a missão social, Yunus questionou a lógica binária entre filantropia e negócios, introduzindo a noção de que o capital pode ser um agente de mudança sistêmica. Essa perspectiva foi posteriormente aprofundada em suas obras *Um Mundo sem Pobreza* (YUNUS, 2008) e *Building Social Business* (YUNUS, 2010), nas quais o autor propõe o conceito de negócio social, um modelo empresarial voltado à solução de problemas sociais ou ambientais em que os lucros são integralmente reinvestidos na missão do empreendimento. Tais contribuições consolidaram Yunus como uma das principais referências intelectuais para a construção do campo das finanças sociais e dos investimentos de impacto, inspirando políticas públicas, fundos e instituições dedicadas à inovação social em escala global.

A virada para o século XXI trouxe novos desafios e oportunidades para o campo do investimento de impacto. A crise financeira de 2008 ampliou a desconfiança na estrutura tradicional dos mercados e reforçou a busca por alternativas que combinassem retornos financeiros com benefícios sociais (AGRAWAL; HOCKERTS, 2019). Foi nesse contexto que a Fundação Rockefeller desempenhou um papel central ao promover o investimento de impacto como um novo paradigma de alocação de capital. A iniciativa levou à criação da *Global Impact Investing Network* (GIIN) em 2009, consolidando esforços para estruturar um mercado voltado para a geração de impacto mensurável e escalável (AGRAWAL; HOCKERTS, 2019).

Desde sua criação, a GIIN tem desempenhado papel central na estruturação conceitual e prática do campo, ao propor metodologias de mensuração, terminologias e padrões de reporte. Em seu relatório mais recente, *Data, Directions, Decisions* (GIIN, 2025), a instituição reforça que o fortalecimento da infraestrutura de dados e da comparabilidade entre métricas de impacto é essencial para que o setor alcance maturidade global. Essa consolidação metodológica também tem ampliado a confiança de investidores e gestores, favorecendo a entrada de novos atores institucionais e estimulando a integração entre o impacto social e o retorno financeiro. Assim, o papel do GIIN não se limita à formulação teórica, mas se estende à construção de uma base empírica que orienta a evolução das práticas contemporâneas de investimento de impacto (GIIN, 2025).

A partir disso, o investimento de impacto evoluiu e expandiu-se globalmente, abrangendo setores como saúde, educação, habitação acessível, energias renováveis e inclusão financeira (GONÇALVES, 2017). Com o crescimento da demanda por investimentos sustentáveis, o campo passou de um conceito emergente para uma estratégia amplamente reconhecida por investidores institucionais e formuladores de políticas públicas (TOWNSEND, 2020).

Após a origem formal do termo e os primeiros passos do investimento de impacto, é fundamental compreender seu conceito atual e as distinções frente a outras abordagens de alocação de capital voltadas à responsabilidade social, como o investimento socialmente responsável e a filantropia.

O investimento de impacto é definido como a alocação intencional de capital para gerar impacto social e ambiental positivo, ao mesmo tempo em que se busca retorno

financeiro sustentável (BUGG-LEVINE; EMERSON, 2011). A Fundação Rockefeller descreve essa prática como um esforço para alcançar tanto a recuperação do capital investido quanto, em muitos casos, retornos financeiros de mercado ou superiores (ROCKEFELLER, 2012). Esse duplo propósito, impacto mensurável e retorno financeiro, posiciona o investimento de impacto como uma alternativa disruptiva no campo das finanças sociais. Essa abordagem vai além da simples mitigação de riscos socioambientais. Conforme Agrawal e Hockerts (2019), o investimento de impacto se caracteriza por seis elementos fundamentais: volume de capital investido, grau de envolvimento com o empreendimento, rigor no processo de seleção, busca simultânea de resultados sociais e comerciais, métodos estruturados de reporte de resultados e o papel do governo na promoção do setor. Esses elementos revelam a complexidade inerente à prática e sua capacidade de integrar capital privado e impacto social de forma estratégica e mensurável.

Para entender a singularidade do investimento de impacto, é necessário compará-lo ao investimento socialmente responsável e à filantropia, abordagens frequentemente confundidas. O SRI, que emergiu com força a partir das décadas de 1980 e 1990, baseia-se na exclusão de setores considerados nocivos ou na priorização de empresas com boas práticas de ESG (TOWNSEND, 2020). Contudo, sua ênfase está na minimização de riscos reputacionais e financeiros relacionados a questões socioambientais, sem necessariamente visar a criação intencional e mensurável de impacto positivo.

Já a filantropia concentra-se exclusivamente na promoção de impacto social, sem expectativa de retorno financeiro. Tradicionalmente, a filantropia opera por meio de doações ou subsídios a organizações sem fins lucrativos, buscando maximizar o impacto em causas sociais específicas (BUGG-LEVINE; EMERSON, 2011). Diferentemente do investimento de impacto, ela não considera o retorno econômico como critério de sucesso, priorizando a transformação social pura. Portanto, o investimento de impacto se posiciona como uma abordagem híbrida e inovadora, rompendo com o paradigma binário de lucro ou propósito. Ele oferece uma alternativa atraente para investidores que desejam alinhar suas carteiras a valores pessoais ou institucionais, sem abrir mão do retorno financeiro. Nesse sentido, seu potencial disruptivo reside na capacidade de mobilizar capital privado em escala significativa para enfrentar desafios globais como pobreza, mudanças climáticas e desigualdades sociais, ao mesmo tempo em que entrega resultados financeiros sustentáveis (AGRAWAL; HOCKERTS, 2019).

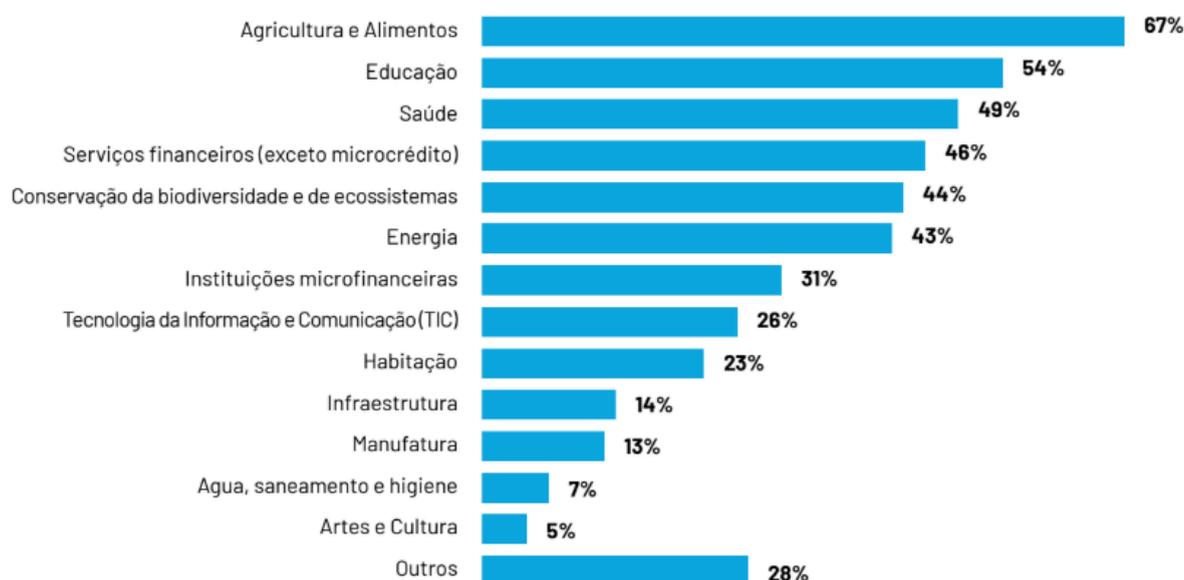
Essa distinção conceitual é essencial para entender o crescimento exponencial do campo nos últimos anos. Conforme Gonçalves (2017), o investimento de impacto deixou de ser uma prática marginal ou de nicho para se tornar parte relevante das estratégias de investidores institucionais, fundos de pensão e grandes instituições financeiras, com um mercado global estimado em centenas de bilhões de dólares. Tal expansão se dá tanto pelo reconhecimento de seu potencial de impacto quanto pela busca crescente de investidores por opções alinhadas a um capitalismo mais consciente e inclusivo.

O mercado global de investimentos de impacto tem crescido de forma consistente e acelerada desde sua formalização. Em 2024, o volume global de ativos sob gestão destinados a essa modalidade alcançou US\$ 1,571 trilhão, distribuídos entre mais de 3.900 organizações ao redor do mundo (GIIN, 2024). Esse montante representa um crescimento de 312,9% em relação aos US\$ 502 bilhões estimados em 2019, indicando não apenas o interesse crescente de investidores institucionais, mas também uma maior sofisticação no setor (GIIN, 2024). Estudos apontam ainda que mais de 94% dos investidores relatam retornos financeiros e de impacto alinhados ou superiores às expectativas, consolidando a confiança na viabilidade econômica dessa estratégia (GIIN, 2024).

O crescimento desse setor reflete uma tendência global de maior alinhamento entre capital privado e causas socioambientais urgentes, impulsionada por fatores como a Agenda 2030 da ONU (Organização das Nações Unidas) e os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), que buscam abordar problemas complexos como a desigualdade social e a degradação ambiental, além do aumento da conscientização dos consumidores sobre práticas empresariais sustentáveis. Grandes investidores institucionais, como fundos de pensão e fundações filantrópicas, têm ampliado sua participação, contribuindo para a diversificação das fontes de capital e para a profissionalização do setor (AGRAWAL; HOCKERTS, 2019). A OCDE, por exemplo, tem assumido um papel de contribuição para a concretização da Agenda 2030, empregando seu conhecimento, ferramentas e experiências para promover investimentos no desenvolvimento sustentável e tornar regiões, cidades e comunidades mais verdes (OCDE, 2022). O reconhecimento da importância desses investimentos também é evidenciado pela crescente literatura sobre o tema, que busca consolidar o conceito de negócios de impacto, diferenciando-o de outras iniciativas e combatendo práticas como o '*greenwashing*' (FERREIRA, 2022).

Na América Latina, o setor tem se expandido de maneira significativa, embora enfrente desafios estruturais como a falta de padronização na mensuração de impacto, a baixa maturidade do mercado de capitais e a escassez de políticas públicas de incentivo ao investimento sustentável (ANDE, 2023a). Relatórios anteriores já apontavam a mensuração de impacto como um desafio constante para o setor, reforçando a necessidade de um padrão plausível para comparação e para entregar o prometido ao investidor (ANDE, 2016). Em 2021, a região registrou um volume recorde de capital investido de US\$ 29,4 bilhões, com destaque para os setores de agricultura e alimentos, educação, saúde e *fintechs* (ANDE, 2023a).

Figura 1 - Porcentagem de respondentes por setor priorizado.



N=87 (respondentes podiam seleccionar mais de um tipo)

Fonte: ANDE (2023a)

Setores como inclusão financeira, agricultura, educação, energias renováveis e saúde foram identificados como prioridades de investimento na região em períodos anteriores (ANDE, 2018). Estima-se que aproximadamente 60% dos investimentos realizados na região busquem retornos financeiros próximos às taxas de mercado, enquanto o restante aceite retornos abaixo do mercado em troca de maior impacto social (ANDE, 2023a). Esse equilíbrio entre retorno financeiro e impacto positivo é um dos principais atrativos do setor na América Latina.

Especificamente no Brasil, o mercado de investimento de impacto tem se consolidado progressivamente. Entre 2016 e 2017, foram realizadas 69 operações, totalizando US\$ 131 milhões, com um volume de ativos sob gestão de investidores locais alcançando US\$ 343 milhões (ANDE, 2018). O país destaca-se pelos investimentos em saúde, educação e inclusão financeira, áreas consideradas prioritárias devido aos desafios históricos e às lacunas estruturais nesses setores. Contudo, o ambiente regulatório brasileiro ainda apresenta incertezas, limitando a atração de capital estrangeiro e a expansão de modelos de negócios inovadores (ANDE, 2018). A carência de bibliografia, estudos de caso e trabalhos acadêmicos sobre a avaliação de impacto no Brasil, especialmente estudos experimentais, é um dos desafios apontados, dificultando a delimitação do impacto gerado pelos negócios (ANJOS, 2017).

Além disso, a falta de incentivos fiscais específicos e de um marco regulatório claro para negócios de impacto dificultam a escalabilidade do setor. No entanto, o cenário de crescimento se mostra promissor. Entre 2020 e 2021, o país apresentou um aumento na quantidade de investidores interessados em projetos de impacto, especialmente nas áreas de agricultura sustentável, energias renováveis e tecnologias de impacto social, conforme dados do relatório "Investimentos de Impacto no Brasil 2021", publicado pela ANDE. O estudo mapeou um avanço de 62% no volume total de ativos sob gestão de impacto no país, passando de R\$ 11,5 bilhões em 2020 para R\$ 18,7 bilhões em 2021. Esse aumento foi impulsionado tanto pela expansão das carteiras de investidores já atuantes quanto pela entrada de novos atores no ecossistema. O número de transações (*deals*) reportadas também cresceu significativamente, de 183 em 2020 para 319 em 2021. Setorialmente, a pesquisa destacou o forte interesse dos investidores por Alimentos e Agricultura, apontado como prioridade por 78% dos respondentes, seguido por Educação (64%) e Saúde (58%), confirmando a atratividade das áreas citadas (ANDE, 2023b).

No contexto de energias renováveis, o Brasil já conquistou protagonismo global e possui cadeias produtivas estabelecidas que podem estender seus benefícios para além das fronteiras nacionais (ARAPYAÚ, 2025). O fortalecimento de redes de apoio, como a *Aspen Network of Development Entrepreneurs* (ANDE) e o Instituto de Cidadania Empresarial (ICE), também tem sido crucial para conectar investidores a negócios de impacto e para disseminar boas práticas de mensuração de impacto social e ambiental (ANDE, 2018). Essas organizações, frequentemente denominadas "dinamizadoras", atuam no apoio direto ao

desenvolvimento de negócios de impacto, oferecendo suporte em áreas como métricas de avaliação, teoria da mudança e acesso a fontes de captação, buscando fomentar negócios rentáveis que atendam às demandas sociais (FERREIRA, 2022). A importância de aceleradoras e incubadoras, por exemplo, é reconhecida no suporte financeiro e estratégico para negócios em estágio inicial (GONÇALVES, 2017).

O crescimento global e regional do investimento de impacto revela um movimento de maturação e institucionalização do setor, indicando seu potencial para remodelar práticas financeiras tradicionais e atuar como um catalisador de inovação social e sustentabilidade. Embora o setor ainda enfrente desafios, especialmente nos mercados emergentes, a expectativa é de crescimento contínuo e de maior alinhamento entre os interesses financeiros e as demandas sociais e ambientais globais.

2.2. Principais atores do ecossistema

O conceito de “ecossistema de negócios” foi introduzido por James F. Moore (1996) como uma alternativa ao modelo tradicional de análise setorial. Em vez de considerar empresas isoladamente dentro de uma indústria específica, Moore propõe que as organizações devem ser compreendidas como parte de um sistema interconectado e dinâmico, no qual diferentes agentes coevoluem em torno de uma inovação central. Esses agentes incluem empresas de diversos setores, clientes, fornecedores, investidores, governos e outras instituições que, juntas, constroem um ambiente de colaboração e competição contínuas. Segundo o autor, o sucesso estratégico de uma organização depende da sua capacidade de entender e influenciar esse ecossistema mais amplo, adaptando-se às mudanças e contribuindo para a sua evolução coletiva (MOORE, 1996).

A metáfora ecológica proposta por Moore enfatiza que, assim como em ecossistemas naturais, a sobrevivência e prosperidade das empresas estão relacionadas à sua posição e às interações dentro de uma rede de interdependências. Nesse sentido, o papel da liderança estratégica se transforma: ao invés de buscar apenas vantagem competitiva direta, os líderes devem atuar como facilitadores da coevolução, promovendo ambientes propícios à inovação conjunta e ao crescimento compartilhado (MOORE, 1996).

Figura 2 - Diagrama do Ecosistema de Negócios de Moore.



Fonte: Adaptado de Moore (1996)

Nesse sentido, ao aplicar esse conceito ao campo do investimento de impacto, torna-se possível analisar como diferentes agentes interagem de maneira interdependente para viabilizar um ecossistema orientado tanto à geração de impacto social e ambiental quanto à sustentabilidade financeira. O ecossistema de investimento de impacto é composto por uma ampla gama de atores que colaboram para alinhar capital privado, retorno financeiro e impacto socioambiental positivo. Esses agentes desempenham funções complementares e essenciais para a consolidação e expansão do setor, contribuindo para a criação de um mercado dinâmico e complexo.

Tabela 1 - Quadro detalhando os atores e suas funções dentro desse ecossistema.

Ator	Descrição	Função
Empresas de Impacto	Negócios que conciliam a geração de receita com a solução de problemas sociais e/ou ambientais, integrando o impacto positivo à lógica do seu modelo de negócio.	<i>Social Purpose Organizations (SPOs)</i>

ONGs	Organizações da sociedade civil sem fins lucrativos, cuja missão é voltada à promoção de direitos, inclusão social e desenvolvimento comunitário.	<i>Social Purpose Organizations</i> (SPOs)
Cooperativas	Associações autônomas de pessoas que se unem voluntariamente para atender necessidades econômicas, sociais e culturais comuns, baseadas em gestão democrática.	<i>Social Purpose Organizations</i> (SPOs)
Fundos de Impacto	Fundos de investimento que alocam capital em negócios e projetos com o objetivo explícito de gerar impacto social e/ou ambiental positivo, junto a retorno financeiro.	Investidores
Instituições Financeiras Tradicionais	Bancos e instituições do setor financeiro convencional que oferecem produtos e linhas de crédito voltados a negócios de impacto.	Investidores
Bancos de Desenvolvimento	Instituições públicas ou multilaterais que financiam iniciativas voltadas ao desenvolvimento socioeconômico e à redução de desigualdades.	Investidores
Investidores Individuais de Alto Patrimônio	Indivíduos com grande capacidade financeira que realizam investimentos diretos em negócios de impacto, muitas vezes com motivações sociais ou filantrópicas.	Investidores
Fundações Filantrópicas	Entidades privadas que aplicam seus recursos em causas sociais, podendo utilizar o investimento de impacto como estratégia complementar à doação tradicional.	Investidores
Gestoras de Investimento de Impacto	Organizações responsáveis por estruturar e administrar fundos que alocam capital exclusivamente em negócios e projetos com intenção clara de gerar impacto social e/ou ambiental mensurável, junto a retorno financeiro. Atuam como ponte entre investidores e iniciativas de impacto, realizando seleção, acompanhamento e gestão estratégica dos investimentos.	Intermediários Financeiros
Consultorias Especializadas	Organizações que oferecem serviços de suporte técnico ao ecossistema, como estruturação de fundos, avaliação de impacto, mensuração e planejamento estratégico.	Intermediários Financeiros
Aceleradoras	Entidades que apoiam negócios em fase inicial por meio de mentorias, capacitações e conexões com	Intermediários Financeiros

	investidores, visando rápido crescimento e escala de impacto.	
Incubadoras	Organizações que fomentam negócios nascente de impacto social, fornecendo suporte técnico, infraestrutura e orientações durante as etapas iniciais do empreendimento.	Intermediários Financeiros
Plataformas de <i>Crowdfunding</i>	Plataformas digitais que viabilizam a captação de recursos financeiros para negócios de impacto por meio da contribuição coletiva de pessoas físicas ou jurídicas.	Intermediários Financeiros
Governo	Atua como formulador de políticas públicas, financiador, regulador e articulador de instrumentos para fortalecer o ecossistema de investimento e negócios de impacto.	Organizações Auxiliares
Instituto de Cidadania Empresarial (ICE)	Organização da sociedade civil brasileira que promove o fortalecimento do ecossistema de impacto por meio da articulação de atores, produção de conhecimento e formação.	Organizações Auxiliares
<i>Global Impact Investing Network (GIIN)</i>	Rede global de referência na promoção de práticas, padrões, dados e conexões para ampliar e qualificar o campo do investimento de impacto em escala internacional.	Organizações Auxiliares
<i>Rockefeller Foundation</i>	Fundação filantrópica global pioneira no campo do investimento de impacto, tendo desempenhado papel fundamental na criação do conceito e no apoio a iniciativas como a GIIN. Atua promovendo inovações para o desenvolvimento sustentável, redução da pobreza e equidade social.	Organizações Auxiliares
<i>Aspen Network of Development Entrepreneurs (ANDE)</i>	Rede global de organizações que promovem o empreendedorismo em mercados emergentes. Oferece suporte técnico, geração de conhecimento, articulação entre atores e fortalecimento do ecossistema de pequenos e médios negócios de impacto social.	Organizações Auxiliares

Fonte: Elaborado pelo autor baseado em ANDE (s.d.), GIIN (s.d.), ICE (2021) e ROCKEFELLER FOUNDATION (s.d.).

A Tabela 1 ilustra a diversidade de atores que compõem o ecossistema de investimento de impacto, cada qual com funções específicas e interdependentes que vão desde a alocação de capital até o suporte técnico e a regulação. A interação entre esses agentes é o que define a

dinâmica e a maturidade do setor. Para compreender essa dinâmica em maior profundidade, é fundamental analisar as características, os papéis e os desafios dos dois grupos centrais neste processo: aqueles que recebem o capital (as organizações investidas) e aqueles que o alocam (os investidores e seus intermediários). A seguir, serão detalhadas as particularidades das organizações investidas, que representam a ponta da demanda por capital de impacto.

As organizações investidas, são negócios sociais, ONGs e cooperativas que têm como propósito central a geração de impacto social ou ambiental positivo. Negócios sociais, frequentemente estruturados como empresas com fins lucrativos, buscam resolver problemas sociais de maneira sustentável e escalável. ONGs, embora tradicionalmente dependentes de doações, têm explorado cada vez mais modelos de negócios híbridos para garantir sustentabilidade financeira e ampliar seu impacto. Já as cooperativas, com suas estruturas democráticas de governança, desempenham papel significativo na inclusão econômica e no fortalecimento comunitário, especialmente em países da América Latina, como o Brasil (BORRELLO; BENGIO; MORAN, 2023). No contexto brasileiro, estudos mostram que os negócios sociais enfrentam desafios como o acesso limitado a capital paciente¹, a falta de políticas públicas de incentivo e a escassa capacitação técnica para estruturar modelos de negócios sustentáveis (GONÇALVES, 2017). Um dos desafios-chave é a dificuldade em conciliar o aumento dos retornos financeiros com o aumento dos benefícios sociais, exigindo dos investidores de impacto uma definição clara sobre qual deles será prioridade na gestão de seu portfólio (ANJOS, 2017). Além disso, para o desenvolvimento e expansão do setor, é cada vez mais exigida evidência mais forte sobre o impacto gerado e a capacidade de conciliar retorno socioambiental com retornos financeiros, o que demanda o aprimoramento de ferramentas existentes e o desenvolvimento de novas abordagens robustas (ANJOS, 2017).

Entre os principais investidores de impacto estão os fundos de impacto, instituições financeiras tradicionais, bancos de desenvolvimento, governos, investidores individuais de alto patrimônio e fundações filantrópicas. Os fundos de impacto, muitas vezes especializados em setores específicos como saúde, educação ou agricultura sustentável, buscam equilibrar retornos financeiros e sociais mensuráveis, alinhando suas estratégias a métricas padronizadas como os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da ONU (BORRELLO; BENGIO; MORAN, 2023). Instituições financeiras tradicionais e bancos de desenvolvimento, por sua

¹ Capital paciente se refere a investimentos de longo prazo, sem expectativa em retornos financeiros imediatos.

vez, têm se envolvido no setor por meio de linhas de crédito específicas ou veículos de investimento híbridos, que combinam capital filantrópico e privado para mitigar riscos e alavancar impacto (AGRAWAL; HOCKERTS, 2019). O governo atua tanto como regulador quanto como incentivador, oferecendo políticas públicas de incentivo ao investimento sustentável, embora de forma ainda limitada em alguns contextos, especialmente nos mercados emergentes (BORRELLO; BENGO; MORAN, 2023).

Intermediários financeiros e reguladores também são fundamentais para a articulação do ecossistema. Eles incluem consultorias especializadas, aceleradoras, incubadoras, plataformas de *crowdfunding* e auditorias independentes que contribuem para a capacitação, avaliação de impacto e mensuração de resultados. Esses intermediários desempenham um papel crítico ao apoiar empreendedores sociais na estruturação de seus negócios e ao conectar investidores a oportunidades de investimento alinhadas às suas expectativas de impacto e retorno financeiro (BORRELLO; BENGO; MORAN, 2023). Além disso, a padronização de métricas de impacto, como o *Impact Reporting and Investment Standards* (IRIS) e os ODS, facilita a comunicação entre investidores e investidos, promovendo maior transparência e confiabilidade no mercado (AGRAWAL; HOCKERTS, 2019). De acordo com o *Data, Directions, Decisions Report* (GIIN, 2025), embora ferramentas como o IRIS+ e os *Impact Performance Benchmarks* tenham elevado o rigor da mensuração, a falta de interoperabilidade entre sistemas e a diversidade de abordagens continuam a limitar a comparabilidade de resultados. O relatório aponta que, mesmo entre investidores experientes, ainda há lacunas na integração entre dados de impacto e métricas financeiras, o que dificulta uma gestão realmente orientada por evidências. A instituição ressalta que o avanço do setor dependerá de uma infraestrutura de dados mais integrada, que permita comparar desempenhos e promover aprendizado coletivo (GIIN, 2025).

Em perspectiva global, o GIIN (2025) destaca que o futuro do investimento de impacto será determinado pela capacidade dos agentes financeiros de integrar dados de impacto às decisões estratégicas de investimento. O relatório identifica um movimento de convergência entre mensuração, governança e performance financeira, impulsionado por tecnologias de dados e pelo uso crescente de benchmarks comparativos. Essa tendência indica uma transição do campo de impacto de uma lógica experimental para uma abordagem mais sistêmica e orientada por evidências, aproximando-o das práticas consolidadas dos mercados tradicionais (GIIN, 2025).

Essa transição para uma abordagem mais sistêmica e profissionalizada torna fundamental a utilização de frameworks analíticos que permitam desconstruir e compreender o processo de investimento de impacto em suas diferentes fases. A análise acadêmica tem buscado acompanhar essa evolução, propondo modelos que estruturam e comparam as práticas adotadas em diferentes ecossistemas. Nesse contexto, um referencial teórico relevante para este trabalho é o proposto por Borrello, Bengo e Moran (2023), que oferece uma estrutura clara para examinar as etapas do ciclo de investimento.

O estudo de Borrello, Bengo e Moran (2023) propõe que o investimento de impacto se desenvolva em cinco etapas principais: origem do investimento, triagem inicial, diligência prévia, estruturação do acordo e consolidação do investimento. Sendo assim, o estudo compara os contextos italiano e australiano, permitindo observar tanto elementos comuns quanto particularidades em cada uma dessas etapas para cada país. A Tabela 2 a seguir resume essas etapas, desde a origem do investimento até sua consolidação, destacando as práticas adotadas pelos fundos de investimento de impacto em cada cenário (BORRELLO; BENGO; MORAN, 2023).

Tabela 2 - Quadro com os principais achados do artigo de Borrello, Bengo e Moran (2023).

Etapa do Processo de Investimento	Achados Comuns entre Itália e Austrália	Divergências entre Itália e Austrália
Filosofia de Investimento	Busca por equilibrar retorno financeiro e impacto social genuíno.	Itália: Abordagem “ <i>impact-first</i> ”, aceitando retornos abaixo do mercado para preservar a integridade do impacto. Austrália: Abordagem “ <i>finance-first</i> ”, exigindo retorno de mercado, mas com foco na intencionalidade do impacto.
Origem do Deal (Deal Sourcing)	SPOs contatam os fundos via formulários online ou chamadas públicas. As redes (eventos, conferências, aceleradoras) são fundamentais para identificar oportunidades. A elegibilidade inicial considera critérios sociais e financeiros.	Itália: Forte presença de programas de incubação e suporte à prontidão para investimento (<i>investment readiness</i>). Austrália: SPOs geralmente mais maduras e com menor suporte inicial.

Triagem do Deal <i>(Deal Screening)</i>	Avaliação da intencionalidade, mensurabilidade, adicionalidade e escalabilidade do impacto social. Setores variados, com atenção à inovação social. Importância da equipe e do risco de desvio de missão.	Itália: Foco em startups e setores sub financiados; apoio a SPOs em estágios iniciais. Austrália: Preferência por SPOs em estágio de crescimento ou maturidade; destaque para áreas como <i>smart cities</i> , meio ambiente e energia limpa.
Estabelecimento do Deal <i>(Deal Establishment)</i>	Estabelecimento de metas financeiras e sociais. Suporte em estruturação de capital, planejamento e acesso a redes. Participação em conselhos das SPOs. A mensuração do impacto é um elemento valorizado.	Itália: Metas sociais são negociadas conjuntamente e podem envolver especialistas externos; frameworks próprios vinculados aos ODS. Austrália: Uso mais frequente de abordagens qualitativas; adoção de <i>frameworks</i> como o <i>Impact Management Project</i> .
Pós-investimento	Adoção de uma postura hands-on e fornecimento de " <i>smart money</i> " (suporte não-financeiro), indo além do capital. Envolvimento ativo na governança e no monitoramento (financeiro e de impacto).	Itália: Foco do suporte na sustentabilidade da missão social, no fortalecimento da capacidade de gestão e na profissionalização da mensuração do impacto (IMM). Austrália: Foco do suporte na performance financeira, estratégia de negócio e preparação para uma saída (exit) rentável, em linha com as práticas do Venture Capital tradicional.
Saída do Investimento <i>(Exit Strategy)</i>	Preocupação com a continuidade do impacto após a saída. Em geral, estratégias de saída pouco desenvolvidas.	Itália: Ênfase em mecanismos de " <i>mission lock</i> " para garantir a permanência do propósito social. Austrália: Maior viabilidade de mercado secundário; possibilidade de recompra das cotas pelas SPOs.

Fonte: Adaptado de Borrello, Bengo e Moran (2023)

A aplicação desse modelo na Itália e na Austrália revelou que, enquanto o mercado italiano enfrenta desafios relacionados à fragmentação regulatória e à falta de incentivos fiscais, a Austrália se destaca pela presença de fundos de impacto institucionalizados e um ambiente regulatório mais favorável (BORRELLO; BENGÓ; MORAN, 2023). De acordo com Gonçalves (2017), há indicações de que no caso do Brasil, apesar do crescimento do número de negócios sociais e investidores de impacto, há falta de um marco regulatório claro e de políticas públicas robustas que possam levar a uma maior expansão do setor. No entanto,

há iniciativas importantes como a criação de aceleradoras focadas em negócios de impacto e a maior atuação de investidores institucionais que indicam um avanço gradual no desenvolvimento do mercado (GONÇALVES, 2017).

Compreendidos o histórico, as definições, a escala global do investimento de impacto e os atores que compõem esse ecossistema, examina-se a seguir como esse campo se manifesta especificamente no contexto brasileiro, considerando suas particularidades institucionais, culturais e econômicas.

2.3. Cenário dos investimentos de impacto no Brasil

O investimento de impacto no Brasil tem experimentado avanços significativos nas últimas décadas, ainda que o ambiente institucional e regulatório continue sendo um dos principais desafios para a consolidação e expansão do setor. A crescente demanda por soluções socioambientais inovadoras, aliada à atuação de atores estratégicos do ecossistema, impulsionou a formação de um campo cada vez mais estruturado. No entanto, ainda prevalecem gargalos relacionados à regulação, à cultura de investimento e à coordenação entre os setores público e privado (GONÇALVES, 2017). Além disso, a assimetria de informações no campo dos investimentos de impacto ainda é um desafio significativo, e muitos investidores tradicionais ainda separam a 'geração de dinheiro' da 'ação de fazer o bem', tratando o capital para impacto quase como filantropia (GONÇALVES, 2017). A complexidade na definição de 'valor social' ou 'impacto social' também contribui para essa incerteza, com muitos atores do ecossistema tendo percepções distintas, o que ressalta a necessidade de maior divulgação e clareza conceitual (GONÇALVES, 2017).

Essa dissonância conceitual interna pode, por sua vez, contribuir para a formação de visões simplificadas por parte de atores externos ao ecossistema, especialmente no mercado financeiro tradicional. Uma corrente de pensamento presente neste mercado, por exemplo, tende a equiparar o investimento de impacto à "filantropia com métricas", partindo da premissa de uma suposta amoralidade do capital, onde a atividade de investir, desde que legal, seria neutra em suas consequências (SPECTRA, 2025). Em contrapartida, a tese central do ecossistema de impacto postula que todo capital alocado gera consequências e que a responsabilidade do investidor é, precisamente, gerenciar ativamente esses impactos, reconhecendo a dimensão ética da alocação de recursos (IZZO; RIBEIRO, 2025). O choque entre essas duas visões ilustra os desafios conceituais que o campo de impacto enfrenta para

estabelecer e comunicar seus princípios fundamentais de forma clara para o mercado mais amplo.

A OCDE, por exemplo, discute a importância de políticas governamentais, incentivos e barreiras que afetam a transição para uma economia mais verde e a complexidade de definir e mensurar o 'verde' e o 'impacto' para evitar práticas como o '*greenwashing*' (OCDE, 2022). Apesar de o Brasil possuir extensa legislação ambiental e uma sociedade civil ativa que o posicionam favoravelmente, o desafio reside em transpor essas provisões legais para a realidade e assegurar recursos financeiros e humanos para sua efetiva implementação (OCDE, 2022). Em termos de desafios gerais, o panorama do investimento de impacto na América Latina de 2016 já apontava a situação político-econômica no Brasil, a comprovação do modelo de investimento de impacto, a qualidade dos empreendimentos e a adequação do capital, além da necessidade de colaboração e apoio público, como os principais gargalos para o setor (GONÇALVES, 2017).

Conforme Gonçalves (2017), a lacuna regulatória gera insegurança jurídica e dificulta a criação de mecanismos estáveis de fomento e financiamento. Apesar da atuação de organizações como o Instituto de Cidadania Empresarial, ainda há fragilidade na articulação de políticas públicas que reconheçam e estimulem esse tipo de investimento. Adicionalmente, como destaca Fernandes, Grochau e Ten Caten (2023), a maioria dos fundos de investimento de impacto brasileiros é estruturada sob formatos regulados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o que restringe sua captação a investidores qualificados. Essa limitação impede a democratização do acesso ao capital de impacto e reduz o potencial de engajamento de pessoas físicas e investidores de menor porte interessados na temática.

Do ponto de vista das iniciativas institucionais, observa-se um movimento importante de fortalecimento do ecossistema. Organizações como a ANDE, o ICE e a Aliança pelo Impacto têm promovido articulações intersetoriais, formações e publicações técnicas que contribuem para a disseminação de boas práticas. O relatório do ICE (2024) aponta avanços em temas como mensuração de impacto, governança e construção de teses de impacto por parte dos fundos. Especificamente, o ICE mobilizou milhões para apoiar negócios de impacto e promoveu jornadas de ensino e produção de conhecimento, destacando a importância de modelos inovadores para enfrentar problemas sociais e ambientais (ICE, 2024). A ANDE também enfatiza a importância do compartilhamento de conhecimento e

histórias de sucesso para educar empreendedores, investidores, fundações e acadêmicos sobre o tema, além de recomendar maior contato e diálogo com investidores filantrópicos para aumentar o fluxo de capital para negócios em estágio inicial (ANDE, 2016) (ANDE, 2018). Ainda assim, o documento destaca a necessidade de maior engajamento do setor público e da ampliação de políticas de incentivo, como benefícios fiscais ou linhas de crédito específicas para negócios de impacto (ICE, 2024). Há uma expectativa de que o governo fomente essa agenda por meio de uma tributação diferenciada para negócios de impacto, o que levaria a um mercado promissor (GONÇALVES, 2017).

Um fator relevante no cenário brasileiro é a concentração setorial dos investimentos, que historicamente privilegiam áreas como educação, saúde e inclusão financeira. Embora importantes, essa concentração limita a diversificação do portfólio e a inovação em outros campos críticos, como o de justiça climática (GONÇALVES, 2017).

Em resposta, o ecossistema de impacto tem se expandido para a chamada "economia da natureza", com destaque para as Soluções Baseadas na Natureza (SBN). Essas são ações que utilizam a visão de ecossistema para enfrentar desafios sociais e ambientais, como as mudanças climáticas e a segurança hídrica, gerando bem-estar humano e benefícios à biodiversidade (ARAPYAÚ, 2025).

Um mapeamento recente identificou no Brasil um vasto campo para esses investimentos, destacando quatro áreas promissoras. A primeira é a bioeconomia da floresta em pé, com o fortalecimento de cadeias de valor de produtos da sociobiodiversidade, como açaí e castanha. A segunda é a agricultura e pecuária sustentável, focada em sistemas de baixo carbono e na recuperação de pastagens. A terceira é a silvicultura, que promove o cultivo de florestas plantadas para produzir materiais de construção sustentáveis, como a madeira engenheirada. Por fim, a quarta área é a infraestrutura verde, com o desenvolvimento de parques e telhados verdes para aumentar a resiliência climática das cidades (ARAPYAÚ, 2025).

Essa nova frente de atuação, focada no capital natural, representa um importante vetor de amadurecimento para o ecossistema de impacto no país. Ela demonstra o potencial do setor para alinhar retorno financeiro com resiliência climática e expandir sua atuação para além dos campos historicamente dominantes.

Apesar das limitações, há sinais de amadurecimento no mercado. Segundo Fernandes, Grochau e Ten Caten (2023), fatores como o aumento da exigência por impacto mensurável, a busca por maior adicionalidade nas operações e o surgimento de mecanismos híbridos de financiamento vêm contribuindo para a consolidação do setor no país. Ao mesmo tempo, desafios estruturais persistem, como a dificuldade de acesso a capital paciente, a baixa maturidade dos empreendedores sociais e a carência de equipes capacitadas para estruturar projetos com foco simultâneo em retorno financeiro e impacto.

Em síntese, o cenário brasileiro apresenta um paradoxo típico de mercados em consolidação: ao mesmo tempo em que há dinamismo e mobilização crescente dos atores do ecossistema, observa-se a permanência de barreiras institucionais e operacionais que limitam o pleno desenvolvimento do investimento de impacto. Superar esses desafios exige uma atuação articulada entre governos, fundos, empreendedores e organizações de suporte, de modo a criar um ambiente mais propício à mobilização de capital em larga escala para enfrentar os problemas sociais e ambientais do país.

3. METODOLOGIA

Este capítulo apresenta os procedimentos metodológicos adotados nesta pesquisa, com o objetivo de compreender como fundos de investimento de impacto no Brasil estruturam seus processos e práticas, à luz do modelo proposto por Borrello, Bengo e Moran (2023). A abordagem adotada é qualitativa.

3.1. Estratégia da pesquisa

A presente pesquisa adota a estratégia de estudos de casos múltiplos com enfoque qualitativo e caráter exploratório. Essa abordagem é adequada para compreender fenômenos organizacionais complexos em profundidade e em seus contextos reais (YIN, 2001), sendo especialmente útil para responder a questões do tipo “como”, no caso em questão, como os fundos estruturam e operacionalizam investimentos com impacto.

A estratégia metodológica se apoia nos fundamentos da construção de teoria a partir de casos, conforme proposto por Eisenhardt (1989). Esse método busca desenvolver teoria empiricamente ancorada a partir da análise comparativa de casos intencionalmente selecionados. Em vez de testar hipóteses prévias, parte-se de um modelo conceitual flexível, que guia a coleta e análise de dados sem restringir a emergência de padrões ou novas categorias teóricas.

Segundo Gehman et al. (2018), essa abordagem caracteriza-se por um “ajuste entre teoria e método” (*theory–method fit*), no qual o pesquisador combina conhecimento prévio com abertura à descoberta. A análise é orientada por lógica de replicação teórica: cada caso é tratado como uma unidade analítica independente, permitindo a identificação de padrões comuns e variações relevantes entre os casos.

Além disso, conforme discutido no livro *Pesquisa Qualitativa em Estudos Organizacionais* (GODOI; BANDEIRA-DE-MELLO; SILVA, 2010), essa abordagem favorece o entendimento de processos organizacionais complexos por meio da imersão nos significados atribuídos pelos próprios atores envolvidos, valorizando o contexto e a subjetividade das práticas analisadas.

3.2. Coleta de dados

A coleta de dados foi realizada por meio de entrevistas semiestruturadas, direcionadas a dois grupos principais: (i) gestores de fundos de investimento de impacto com atuação no Brasil e (ii) representantes de organizações investidas por esses fundos. As entrevistas foram conduzidas com base em um roteiro elaborado a partir das cinco etapas propostas por Borrello, Bengo e Moran (2023): origem do investimento, triagem, due diligence, estruturação e acompanhamento pós-investimento.

A escolha por entrevistas semiestruturadas permitiu capturar as percepções e práticas dos participantes de forma rica e contextualizada, sem engessar o discurso, favorecendo a coleta de dados comparáveis entre os casos, mas também abertos à emergência de novas dimensões analíticas.

Para garantir maior robustez na análise, foram também utilizados dados secundários: relatórios institucionais, sites oficiais, apresentações públicas e documentos técnicos produzidos pelas organizações estudadas. Essa triangulação de fontes fortalece a validade interna da pesquisa, como defendido por Eisenhardt e Graebner (2007).

A definição das unidades de análise seguiu critérios de amostragem teórica, em que os casos foram escolhidos por sua relevância empírica e potencial de contribuição teórica. Os fundos selecionados atuam em setores distintos e adotam abordagens explícitas de investimento de impacto, enquanto as organizações investidas representam diferentes estágios de maturidade e áreas de atuação social e ambiental.

3.2.1. Seleção das organizações

A seleção das organizações seguiu uma lógica de amostragem teórica (EISENHARDT, 1989), voltada à escolha de casos com alto potencial informativo para o objetivo de construção teórica. Foram selecionadas três gestoras de fundos de investimento de impacto com atuação consolidada no Brasil e três organizações investidas por esses fundos.

As gestoras foram incluídas por serem as principais responsáveis pela condução das etapas do processo de investimento, desde a origem até o acompanhamento, conforme descrito no modelo analítico adotado. Já a inclusão das empresas que receberam investimento (investidas) teve como finalidade complementar a perspectiva dos investidores com a visão

das organizações que recebem os recursos, permitindo avaliar a efetividade prática das metodologias utilizadas, especialmente em relação ao alinhamento estratégico e ao suporte oferecido.

Essa triangulação de perspectivas não apenas contribui para a validação das informações obtidas nas entrevistas com os gestores, como também é fundamental para a avaliação crítica do modelo atual e para subsidiar a formulação de recomendações mais aderentes à realidade brasileira. Trata-se, portanto, de um elemento-chave para o refinamento do modelo conceitual à luz da experiência empírica.

Os critérios para seleção incluíram: (i) atuação consolidada no mercado brasileiro (mínimo 5 anos, portfólio ativo); (ii) explicitação formal de tese de impacto e práticas estruturadas de mensuração; (iii) heterogeneidade de abordagens (*equity* vs. dívida, *finance-first* vs. *impact-first*); (iv) disponibilidade para participação.

Quanto à saturação teórica: reconhece-se que, com três casos, a saturação completa não foi atingida. O número foi definido considerando: (i) restrições temporais de um Trabalho de Formatura; (ii) priorização de profundidade analítica sobre amplitude; (iii) diversidade filosófica capturada. Eisenhardt (1989) sugere entre 4-10 casos; com 3, este estudo situa-se no limite inferior, priorizando riqueza de dados por caso.

3.2.2. Entrevistas realizadas

As entrevistas realizadas representam a principal fonte de dados primários desta pesquisa e foram conduzidas com dois grupos de participantes: gestores de fundos de investimento de impacto e representantes de organizações investidas por esses fundos. Os entrevistados foram selecionados com base em sua atuação direta nas etapas-chave do processo de investimento, conforme o modelo analítico adotado. A Tabela 3 apresenta a identificação dos entrevistados, a organização à qual pertencem, seus cargos, o formato de realização da entrevista, bem como a data e a duração de cada conversa.

Tabela 3 - Entrevistas realizadas.

Identificação de entrevistado	Organização	Cargo	Formato da entrevista	Data	Duração
Entrevistado 1	Gestora 1	Sócio	Remotamente via	26/08/2025	48 min

			<i>Google Meets</i>		
Entrevistado 2	Gestora 2	Sócio	Remotamente via <i>Google Meets</i>	27/08/2025	25 min
Entrevistado 2	Gestora 2	Sócio	Remotamente via <i>Google Meets</i>	12/09/2025	20 min
Entrevistado 3	Gestora 3	<i>Head</i> de Investimentos	Remotamente via <i>Google Meets</i>	17/09/2025	45 min
Entrevistado 4	Investida 1	Co-Fundador	Remotamente via <i>Google Meets</i>	03/10/2025	25 min
Entrevistado 5	Investida 2	Co-Fundador	Remotamente via <i>Google Meets</i>	03/10/2025	25 min
Entrevistado 6	Investida 3	Fundador	Remotamente via <i>Google Meets</i>	04/09/2025	23 min

Fonte: Elaborado pelo autor

3.3. Análise de Dados

A etapa de análise dos dados foi conduzida com base nos pressupostos da construção de teoria a partir de estudos de caso (EISENHARDT, 1989), utilizando como técnica a Análise de Conteúdo temática. Este método é definido por Bardin (2016) como um conjunto de técnicas de análise das comunicações que utiliza procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo das mensagens, permitindo a inferência de conhecimentos relativos às condições de produção e recepção destas. O objetivo é ultrapassar a incerteza e enriquecer a leitura dos dados coletados, extraindo deles os temas mais relevantes para a pesquisa.

O processo ocorreu por meio da codificação, que consiste em organizar o material textual das entrevistas e documentos em unidades de significado, atribuindo-lhes códigos que representam os temas investigados. Conforme a estratégia de "ajuste entre teoria e método" já mencionada (GEHMAN et al., 2018), adotou-se uma abordagem híbrida: partiu-se de uma estrutura de códigos a priori, desenvolvida com base no *framework* teórico de Borrello, Bengo e Moran (2023), para guiar a análise inicial. Contudo, o processo permaneceu aberto à identificação de códigos emergentes, ou seja, temas que surjam diretamente das falas dos entrevistados e que se mostrem relevantes para os objetivos do estudo.

A Tabela 4, a seguir, apresenta o sistema de codificação inicial que serviu de guia para a análise do material empírico.

Tabela 4 - Códigos dos componentes de análise

Dimensão de Análise	Conceito Analisado	Código	Definição do Código
Origem (Sourcing)	Fontes de deals	ori_fontes	Canais e origens de onde surgem as oportunidades de investimento.
	Perfil da investida	ori_perfil	Características e estágio de maturidade buscados nos negócios.
	Relação com intermediários	ori_intermed	Papel de aceleradoras, incubadoras e outros parceiros na originação.
Triagem e Diligência (Screening & Due Diligence)	Análise de impacto	tria_impacto	Processo e critérios para avaliar a tese de impacto social/ambiental.
	Análise financeira	tria_financ	Processo e critérios para avaliar a viabilidade e o retorno financeiro.
	Análise da equipe	tria_equipe	Processo e critérios para avaliar a capacidade dos empreendedores.
Estruturação do Acordo (Deal Structuring)	Instrumentos de investimento	estr_instrum	Tipos de capital utilizados na operação (equity, dívida, etc.).
	Estrutura de governança	estr_gov	Definição do papel do fundo na governança da empresa (conselho, comitês).
	Negociação de metas	estr_metas	Como as metas financeiras e de impacto são definidas e contratualizadas.
	Cláusulas contratuais	estr_clausulas	Termos e condições relevantes no acordo, incluindo proteção da missão.
Gestão Pós-Investimento	Suporte à gestão	gest_suporte	Apoio não-financeiro oferecido à empresa (mentoria, conexões).
	Monitoramento de resultados	gest_monit	Frequência e métodos para acompanhar o desempenho financeiro e de impacto.
	Mensuração de impacto	gest_mensur	Ferramentas, métricas e frameworks utilizados para a medição do impacto.
	Relato de	gest_relato	Forma e periodicidade com que os

	impacto		resultados de impacto são comunicados.
Pós-Investment o Saída (Exit)	Planejamento da saída	saida_plan	Momento e processo de planejamento para o desinvestimento.
	Opções de saída	saida_opcoes	Alternativas de saída consideradas (venda, recompra, mercado secundário).
	Preservação da missão	saida_missao	Estratégias para garantir a continuidade do impacto após a saída do fundo.
	Desafios da saída	saida_desafios	Principais dificuldades e barreiras encontradas no processo de desinvestimento.

Fonte: Elaborado pelo autor

4. DESCRIÇÃO DOS RESULTADOS

Este capítulo apresenta os resultados qualitativos obtidos por meio da série de entrevistas semiestruturadas com os representantes das três gestoras de investimento de impacto selecionadas e com os fundadores das respectivas empresas investidas. O objetivo é descrever detalhadamente o processo de investimento de cada gestora, com base em suas próprias perspectivas, e, em seguida, apresentar a visão da empresa investida sobre o mesmo processo, permitindo uma análise multifacetada de cada caso.

4.1. Gestora 1

A primeira análise de caso foca na Gestora 1, uma das organizações pioneiras e mais influentes no ecossistema de impacto brasileiro. A seção a seguir detalha a apresentação da gestora, a trajetória do entrevistado e a análise aprofundada das cinco etapas do seu processo de investimento, com base nas informações coletadas.

4.1.1. Apresentação da Gestora e do Entrevistado

A Gestora 1, constituída em 2009, posiciona-se como uma das gestoras pioneiras e de maior relevância no ecossistema brasileiro de investimento de impacto. A firma opera sob a premissa fundamental de que todo capital alocado gera impacto, seja ele positivo, negativo ou neutro, cabendo ao investidor a intencionalidade de direcioná-lo para a geração de resultados socioambientais benéficos, desafiando a dicotomia tradicional que separa investimentos financeiros de ações filantrópicas. A materialização dessa filosofia é evidenciada pela escala de suas operações: em 2024, a gestora atingiu a marca de R\$ 1,2 bilhão em ativos sob gestão (*AUM*), representando um crescimento de 460% nos últimos cinco anos. Seu portfólio englobava, até o final de 2023, 45 empresas investidas, cujas soluções, em conjunto, impactaram positivamente a vida de 29,6 milhões de pessoas, números que solidificam sua posição de liderança no mercado nacional.

A evolução estratégica da gestora pode ser observada através da diversificação de seus veículos de investimento. A atuação inicial foi concentrada em fundos de *Venture Capital* (VC), um instrumento escolhido por sua adequação ao financiamento de negócios inovadores e de alto potencial de crescimento. Os primeiros fundos foram direcionados a modelos de negócio que solucionavam desafios enfrentados pela população de menor renda, notadamente em áreas como saúde, educação e serviços financeiros. Embora o *Venture Capital* permaneça

como um pilar central, a Gestora 1 expandiu seu escopo de atuação para incluir outras classes de ativos. A introdução de fundos de Renda Fixa, por exemplo, permitiu a alocação de capital em empresas mais maduras e com fluxos de caixa estáveis, enquanto o desenvolvimento de um fundo de soluções baseadas na natureza atende a uma demanda crescente por investimentos que enderecem a crise climática. Tal diversificação indica uma estratégia deliberada de ampliar os mecanismos de alocação de capital para diferentes perfis de risco-retorno, maximizando o alcance do impacto.

A matriz teórica que orienta a alocação de capital da gestora é a sua tese de impacto, consolidada na visão de "Caminhos para um mundo 100% regenerado". Esta diretriz, que confere à gestora uma abordagem agnóstica em relação a setores econômicos, é fundamentado em quatro aspirações principais: (i) a busca por vidas plenas para todas as pessoas, o que engloba bem-estar físico, mental e financeiro; (ii) a promoção de equidade e de instituições representativas, combatendo desigualdades estruturais; (iii) o desenvolvimento de cidades desejáveis para se viver, que sejam mais inclusivas, seguras e resilientes; e (iv) a reconfiguração da relação da sociedade com o planeta, fomentando uma economia de baixo carbono e regenerativa. A partir dessa visão sistêmica, a estratégia de investimento se concentra em identificar e apoiar modelos de negócio cujos produtos ou serviços ofereçam soluções escaláveis para os desafios fundamentais relacionados a essas aspirações.

A operacionalização dessa filosofia se dá por meio de uma abordagem de investimento *hands-on*, que vai além do aporte financeiro. A Gestora 1 se posiciona como um parceiro estratégico que provê "*smart money*", agregando valor gerencial e estratégico às empresas investidas. Esse suporte ativo inclui auxílio no planejamento estratégico, na definição de métricas-chave, como Custo de Aquisição de Cliente (CAC), *Lifetime Value (LTV)*, e a economia unitária ou *unit economics*, na estruturação de governança e na preparação para rodadas de captação subsequentes. Um objetivo central de sua prática é a validação empírica da tese de que o capital de impacto pode gerar retornos financeiros ajustados ao risco e competitivos com o mercado tradicional. Ao fazer isso, a gestora não apenas busca o sucesso de seu portfólio, mas também contribui ativamente para a maturação, a legitimação e a consolidação institucional do campo de investimento de impacto no Brasil.

A análise da gestora foi desenvolvida a partir da entrevista com o Entrevistado 1, sócio e *Chief Investment Officer (CIO)* da Gestora 1, que é responsável pela liderança da estratégia

de investimentos. A trajetória profissional do entrevistado é emblemática da crescente convergência entre o mercado financeiro tradicional e o campo de impacto. Tendo iniciado sua carreira em setores tradicionais, seu ponto de inflexão ocorreu a partir do contato com modelos de negócios sociais, o que o levou a redirecionar sua atuação para uma tese profissional que integrasse retorno financeiro e propósito socioambiental. Sua incorporação à Gestora 1, em um estágio inicial de sua carreira, permitiu que participasse ativamente da consolidação da gestora. Ao longo de sua ascensão na empresa, dedicou-se à estruturação de operações de investimento, ao acompanhamento do portfólio e ao desenvolvimento de novas teses, tornando-se uma figura relevante não apenas na evolução da gestora, mas também na profissionalização e no amadurecimento do próprio ecossistema de investimento de impacto no Brasil.

4.1.2. Análise do Processo de Investimento

A análise do processo de investimento da Gestora 1, fundamentada na entrevista com seu sócio e *Chief Investment Officer*, Entrevistado 1, e corroborada pela documentação institucional da gestora, permite uma desconstrução detalhada da operacionalização de uma tese de impacto madura e influente no Brasil. A prática da gestora, alinhada com as dimensões propostas por Borrello, Bengo e Moran (2023), revela um processo metódico e iterativo, que equilibra o rigor analítico do *Venture Capital* tradicional com uma intencionalidade de impacto profundamente enraizado em cada etapa.

1. Origem do Investimento (*Deal Sourcing*)

O processo de originação de negócios (*deal sourcing*) da Gestora 1 é caracterizado por um dualismo estratégico: uma forte geração de oportunidades *inbound*, fruto de seu pioneirismo e notoriedade no ecossistema, e uma prospecção ativa e deliberada, guiada por sua tese de impacto. O posicionamento da gestora como uma das primeiras e mais relevantes gestoras de impacto do país gera um fluxo orgânico significativo de empreendedores que buscam a empresa. No entanto, a gestora não adota uma postura passiva. A prospecção ativa (*outbound*) é um componente crucial e sofisticado de sua estratégia, diretamente informada pela visão de "Caminhos para um mundo 100% regenerado". A equipe de investimento realiza mapeamentos setoriais e de problemas sistêmicos, identificando lacunas e desafios sociais e ambientais urgentes no Brasil. A partir dessa análise, buscam proativamente por equipes e modelos de negócio que estejam desenvolvendo soluções inovadoras para esses

problemas específicos, mesmo que ainda em estágios incipientes. A relação com intermediários, como aceleradoras, incubadoras e outros fundos, complementa esse fluxo, mas o *networking* direto e a reputação da marca permanecem como os canais de originação mais preponderantes.

"O esforço ativo do time de investimento atrás de oportunidades, quanto um esforço reativo de filtrar indicações de negócios, coisas que aparecem em eventos, gente que procura a gente através do site"

(Entrevistado 1, Gestora 1)

2. Triagem e Diligência (*Screening & Due Diligence*)

Uma vez originada, a oportunidade de investimento adentra um funil analítico rigoroso. A triagem inicial (*screening*) funciona como um primeiro filtro, avaliando o alinhamento fundamental do negócio com a tese de impacto, a magnitude do mercado endereçável e o potencial de escalabilidade da solução. Negócios que superam essa fase são submetidos a um processo de diligência (*due diligence*) aprofundado, que se apoia em três pilares analíticos indissociáveis: a equipe, o negócio e o impacto.

Análise da Equipe Empreendedora: Conforme enfatizado pelo entrevistado, a análise da equipe é o fator de maior peso na decisão de investimento da Gestora 1. A avaliação transcende a análise curricular e a capacidade técnica, focando em atributos como resiliência, complementaridade de habilidades, capacidade de execução e, crucialmente, um alinhamento autêntico e profundo dos fundadores com a missão de impacto. A gestora busca o que se pode chamar de *founder-market fit*: empreendedores que não apenas entendem o problema que se propõem a resolver, mas que o vivenciaram ou possuem uma conexão intrínseca com ele. É a busca pelo "brilho no olho", uma convicção que sinaliza a tenacidade necessária para superar os desafios da jornada empreendedora sem desviar-se do propósito original.

Análise do Modelo de Negócio: A viabilidade financeira é examinada com o mesmo rigor metodológico de um fundo de VC tradicional, desmistificando a noção de que o investimento de impacto é concessionário. A equipe da gestora realiza uma análise profunda do modelo de negócio, das suas métricas-chave e do seu potencial de crescimento e geração de receita. A premissa subjacente é que a sustentabilidade financeira e a lucratividade não são antagônicas ao impacto; pelo contrário, são o veículo que permite que a solução de impacto

atinga escala. Um negócio que não se sustenta financeiramente tem seu potencial de impacto intrinsecamente limitado.

“A gente vai avaliar a solução, vai testar o produto quando possível, vai conversar com clientes, vai conversar com parceiros. a gente vai olhar as projeções financeiras, precificar o negócio, entender se é uma boa oportunidade, se dá para ter retorno, vai avaliar o tamanho do mercado e as dinâmicas competitivas.”

(Entrevistado 1, Gestora 1)

Análise da Tese de Impacto: A avaliação de impacto é integrada ao processo desde o primeiro momento.

"Avaliar bem a intencionalidade desses empreendedores é super importante"

(Entrevistado 1, Gestora 1)

A intencionalidade é um critério eliminatório: o impacto deve ser o cerne da atividade do negócio, e não uma externalidade positiva ou um subproduto. A solução oferecida pela empresa deve, por sua natureza, gerar o resultado social ou ambiental almejado. A partir da confirmação da intencionalidade, a análise se aprofunda no potencial de escala, profundidade e mensurabilidade do impacto. De forma colaborativa, ainda durante a diligência, a Gestora 1 trabalha com os empreendedores para co-desenvolver uma Teoria da Mudança e definir os principais indicadores de desempenho (*KPIs*) de impacto que serão monitorados. Esse alinhamento pré-investimento é fundamental para garantir que ambas as partes compartilhem a mesma visão e métricas de sucesso.

3. Estruturação do Acordo (*Deal Structuring*)

Nos seus fundos de *Venture Capital*, a Gestora 1 opera predominantemente com instrumentos de *equity*, realizando aportes de capital em troca de uma participação acionária minoritária. A negociação dos termos do acordo (*term sheet*) e dos contratos subsequentes é um processo que busca o alinhamento de incentivos de longo prazo. As metas financeiras e de impacto, discutidas durante a diligência, são frequentemente incorporadas aos documentos da transação, formalizando o duplo objetivo do investimento. Um elemento central da

estruturação é a definição da governança corporativa. A gestora, via de regra, indica um membro para o conselho de administração da empresa investida. Essa prática não visa o controle da operação, mas sim a garantia de uma posição estratégica para contribuir ativamente com as decisões, proteger a missão de impacto contra eventuais desvios (*mission drift*) e apoiar a equipe de gestão com a experiência da gestora.

"Nessa etapa de gestão de portfólio, a gente participa ativamente da governança [...] a gente atua nos conselhos, ajuda esses empreendedores em desenvolvimento comercial, desenvolvimento de produto, contratação de gente chave, formulação de estratégia" (Entrevistado 1, Gestora 1)

4. Gestão Pós-Investimento

É na fase pós-investimento que a filosofia da gestora de agregar valor como "*smart money*" se manifesta mais claramente. A gestora adota uma abordagem *hands-on*, mantendo um acompanhamento próximo e contínuo com as empresas de seu portfólio, atuando como um parceiro estratégico. Esse suporte não-financeiro é multifacetado e customizado para as necessidades de cada negócio, incluindo: (i) auxílio no planejamento estratégico e na definição de *OKRs* (*Objectives and Key Results*); (ii) conexões com potenciais clientes, parceiros estratégicos e especialistas do setor; (iii) apoio na estruturação de áreas-chave da empresa e na contratação de talentos, especialmente para posições de liderança (*C-level*); e (iv) mentoria e preparação para rodadas de captação subsequentes.

"A gente estrutura a governança do negócio, torna ele melhor gerido, a gente apoia na gestão da estratégia, a gente apoia no desenvolvimento comercial, atrai cliente, faz conexões. Na estrutura de capital ajuda a acessar outras fontes de capital como dívida ou mesmo *follow-ons*. E na parte de pessoas a gente ajuda esses negócios a acessar talentos principalmente no nível *C-level*"

(Entrevistado 1, Gestora 1)

O monitoramento dos resultados é um processo contínuo e dialógico. As empresas reportam periodicamente seus *KPIs* financeiros e de impacto, que são analisados em conjunto com a equipe da gestora não como um mero exercício de auditoria, mas como uma ferramenta

de gestão para identificar desafios, oportunidades e garantir que a tese de investimento e de impacto esteja sendo executada com sucesso.

5. Estratégia de Saída (*Exit*)

A estratégia de desinvestimento (*exit*) é concebida com um horizonte de longo prazo, característico de fundos de VC, tipicamente entre 7 a 10 anos. As rotas de saída preferenciais são aquelas que podem, simultaneamente, gerar um retorno financeiro atrativo para os investidores do fundo e potencializar o impacto da empresa investida. A venda da participação para um investidor estratégico (*M&A*) é frequentemente vista como ideal, especialmente se o adquirente possuir a capacidade de escalar a solução de impacto para novos mercados ou públicos. A venda para fundos de *private equity* em estágios mais avançados é outra alternativa considerada. Uma preocupação central que permeia todo o processo de saída é a preservação do legado e da missão de impacto do negócio. A Gestora 1 busca ativamente por adquirentes que não apenas reconheçam o valor financeiro da empresa, mas que também compreendam e se comprometam com a continuidade do propósito socioambiental, enxergando o impacto como um ativo estratégico, e não como uma restrição. Esse cuidado visa garantir que o capital mobilizado pela gestora tenha um efeito catalisador e duradouro, muito além do seu período de investimento.

“A gente tenta mostrar o caminho estratégico do impacto pro comprador a partir dessa informação influenciar com que os novos acionistas do negócio vejam valor nisso e preservem.”

(Entrevistado 1, Gestora 1)

4.1.3. A Visão da Investida

Para complementar e validar a análise da Gestora 1, esta seção apresenta a perspectiva da Investida 1, uma *edtech* de impacto investida pela gestora. Serão descritos o modelo de negócio da empresa e o perfil do fundador entrevistado, seguidos de uma análise dos pontos de convergência e das nuances observadas na experiência da investida com o processo de investimento.

4.1.3.1. Descrição da Empresa e do Entrevistado

A Investida 1 é uma *edtech* de impacto focada na formação de talentos para o mercado de tecnologia. A empresa originou-se de outra *startup*, uma *software house* fundada em 2012 que, pela dificuldade de encontrar profissionais qualificados em Salvador, desenvolveu uma cultura interna de treinar seus próprios desenvolvedores a partir do zero. Em 2019, essa prática foi formalizada e escalada com a criação da Investida 1, uma escola de tecnologia com a missão de gerar empregabilidade em um setor de alta demanda e escassez de mão de obra.

O modelo de negócio da Investida 1 é centrado no de Contrato de Compartilhamento de Renda. Por meio deste modelo, os alunos podem realizar a formação completa em áreas como programação, design e cibersegurança sem custos iniciais. O pagamento pelo curso é condicionado ao sucesso do aluno: ele só começa a pagar, com uma porcentagem de sua renda, quando consegue um emprego com uma remuneração mínima pré-acordada.

"Além de bolsa normal, a gente teve também programas B2B de empresas patrocinando, como o iFood e o Nubank. E tem um modelo de financiamento em que a pessoa só precisava pagar o custo quando conseguisse o emprego, o modelo ISA [Income Share Agreement]. [...] A pessoa, se não conseguisse um emprego, ela não precisava pagar. Ela só pagava se tivesse renda acima de R\$ 2.000. Então tem muita gente que fez o curso nessa fase e depois não conseguiu emprego, e não paga. A pessoa não fica endividada para sempre. E, depois de cinco anos, o que pagou, pagou; o que não pagou, não paga mais."

(Entrevistado 4, Investida 1)

A tese de impacto da empresa é, portanto, intrínseca e indissociável de sua operação: o sucesso financeiro da Investida 1 está diretamente atrelado ao sucesso de seus alunos em conseguir empregos qualificados e com boa remuneração. O impacto social se materializa na geração de empregabilidade, no aumento de renda e na promoção de diversidade, oferecendo uma via de acesso ao mercado de tecnologia para públicos que, de outra forma, poderiam ser excluídos por barreiras financeiras. Esse modelo de acesso elimina as principais barreiras econômicas por meio de bolsas integrais, programas corporativos patrocinados e,

principalmente, do modelo ISA (*Income Share Agreement*), que condiciona o pagamento ao sucesso profissional do aluno. A iniciativa nasceu de um comitê de Diversidade e Inclusão da empresa-mãe, com o objetivo explícito de ampliar o acesso a oportunidades para públicos sub-representados no setor de tecnologia. Os critérios de seleção priorizavam talento e motivação para aprender, independentemente de formação acadêmica prévia ou condição socioeconômica, como evidenciado pelo rápido sucesso profissional dos bolsistas após a conclusão dos cursos.

A análise do caso foi realizada por meio de uma entrevista com o Entrevistado 4, cofundador da Investida 1. Engenheiro de formação, o Entrevistado 4 direcionou sua carreira para a área de tecnologia e empreendedorismo, fundando a Investida 1. Sua jornada até o investimento de impacto não foi premeditada, mas sim uma consequência orgânica da evolução de seu negócio principal. Ele liderou a criação da Investida 1 e esteve à frente de todo o processo de captação de recursos com a Gestora 1, o primeiro investidor institucional da empresa. Sua perspectiva é a de um empreendedor que descobriu a sinergia de sua solução com o ecossistema de impacto, oferecendo uma visão pragmática e detalhada sobre a interação com um fundo que prioriza a intencionalidade dos fundadores e a missão do negócio.

"Tiveram vários momentos no processo de análise. Logo de cara, uma coisa que eles olham muito é a intencionalidade do fundador. Basicamente olham se o fundador tem, de fato, a intenção de causar impacto ou se é só um discurso. Depois eles olham o negócio bem a fundo: o produto mesmo, se funciona, indicadores, dados... Pediram bastante coisa para entender. Depois eles olharam se o modelo de negócio parava de pé, ou seja, se o que a gente dizia que ia alcançar no *Business Plan* tinha pé e cabeça, se condizia com os dados que a gente tinha atuais, se a gente não estava querendo conquistar um mercado maior do que ele é. E depois eles têm um olhar de impacto: veem se de fato era de impacto e como a gente mede esse impacto."

(Entrevistado 4, Investida 1)

4.1.3.2. Análise da Perspectiva da Investida

A análise da perspectiva do empreendedor serve como um importante complemento à visão da gestora, permitindo validar, aprofundar e contextualizar a compreensão sobre como a metodologia de investimento da Gestora 1 é percebida e vivenciada na prática.

1. A Diligência Focada na Intencionalidade e na Tese de Longo Prazo

Um dos pontos de maior convergência entre as duas perspectivas reside na natureza do processo de diligência. O relato do cofundador da Investida 1 sobre a análise da gestora confirma a ênfase da gestora no alinhamento de propósito e na intencionalidade dos fundadores como critério primordial. Foi destacado que, por se tratar de uma empresa em estágio pré-receita no momento da análise, a diligência se concentrou mais na autenticidade da missão e na visão de longo prazo dos empreendedores do que em métricas financeiras tradicionais, que ainda eram incipientes. Esta afirmação corrobora diretamente a visão apresentada pelo Entrevistado 1, da Gestora 1, para quem a avaliação da equipe empreendedora e de sua conexão genuína com o problema social é o fator mais crítico em sua análise, superando a análise de métricas financeiras em estágios iniciais. A abordagem descrita pelo empreendedor sugere que a gestora, ao investir em um negócio pré-receita, aposta fundamentalmente na capacidade da equipe de executar uma visão de impacto, validando a ideia de que, para a gestora, o "capital humano" e a solidez da tese de impacto são os ativos mais valiosos em um estágio inicial.

"Logo de cara, uma coisa que eles olham muito é a intencionalidade do *founder*. Basicamente olham bastante se o fundador tem, de fato, a intenção de causar impacto ou se é só um discurso. Depois eles olham o negócio bem a fundo: o produto mesmo, se funciona, indicadores, dados... Pediram bastante coisa para entender. Depois eles olharam também bastante se o modelo de negócio parava de pé, ou seja, se o que a gente dizia que ia alcançar no *Business Plan* tinha pé e cabeça, se condizia com os dados que a gente tinha atuais, se a gente não estava querendo conquistar um mercado maior do que ele. E depois eles têm um olhar de impacto: veem se de fato era de impacto e como a gente mede esse impacto."

(Entrevistado 4, Investida 2)

2. A Gestão Pós-Investimento e o Papel do Investidor na Governança Estratégica

O relato do empreendedor sobre a relação pós-investimento valida a tese de "*smart money*" e o suporte *hands-on* da gestora. A dinâmica do conselho de administração foi descrita como "super saudável", e o papel da gestora como o de um parceiro presente que auxilia ativamente na estruturação da empresa.

“Sempre foi super saudável. Como eu falei, sempre dá bastante espaço pro *founder*, não tentam ser executivo, não se metem onde não tem que se meter, mas sempre que você precisa deles, eles estão dispostos a ajudar. Especialmente desde que o [Entrevistado 1] entrou, que a gente também começou a passar por mais desafios, então tem diversas situações que eu preciso da ajuda dele, ele sempre está disposto ali, quando precisar até meter a mão mesmo e trabalhar junto.”

(Entrevistado 4, Investida 1)

O ponto de maior relevância analítica, contudo, é o benefício de ter a Gestora 1 como uma "aliada" que, em momentos de deliberação estratégica, ativamente defende a tese de impacto. Foi afirmado que, diante da pressão natural por crescimento e das métricas financeiras, ter um investidor no conselho que constantemente reforça a importância da missão social é fundamental para manter o equilíbrio estratégico do negócio.

"O maior benefício de ter um fundo de impacto é que acaba sendo uma resposta quase pessoal, mas uma preocupação nossa. O nosso negócio tinha bastante impacto, mas sempre que você está no negócio você tem uma cobrança por crescimento de qualquer investidor, é natural. E a gente tem que saber equilibrar essas coisas, especialmente no nosso negócio. Por exemplo, quando você tem crédito, você sempre pode ir para um caso de querer cobrar algumas dívidas de forma mais agressiva, porque isso dá mais retorno para o negócio. E não é a proposta, nem nunca foi. Ter um fundo de impacto ajuda a gente a defender esse equilíbrio, ou seja, a levar em conta também o

impacto em todas as decisões que a gente toma. Por isso que a gente queria fundo de impacto."

(Entrevistado 4, Investida 1)

Essa perspectiva oferece uma poderosa confirmação, do lado do empreendedor, do valor de ter um investidor cuja tese não é apenas compatível, mas ativamente defensora do impacto. Isso materializa a função de suporte estratégico e de governança ativa descrita pelo Entrevistado 1, demonstrando como um investidor de impacto pode atuar como um guardião da missão, especialmente quando outros investidores com teses puramente financeiras se juntarem à companhia em rodadas futuras.

3. A Construção Colaborativa da Mensuração de Impacto como Valor Agregado

A experiência da Investida 1 com a mensuração de impacto também se alinha à visão da gestora, mas com uma nuance importante que ilustra a dinâmica da parceria e o valor agregado pelo investidor. O processo de definição dos *KPIs* de impacto (empregabilidade, aumento de renda, diversidade) foi descrito como uma "construção conjunta, mas liderada pela Gestora 1".

“Tem primeiro uma reunião para definir quais são as métricas de impacto que fazem sentido. Então sempre com esse cuidado também de não querer coisa demais, nem deixar coisa de menos também. num nível de cobrança legal, importante para a empresa, né? Faz a empresa pensar nisso também.”

(Entrevistado 4, Investida 1)

Reconhece-se que, embora a empresa já tivesse uma ideia clara do impacto que gerava, foi a gestora que introduziu o *framework* metodológico e o rigor para formalizar e refinar essas métricas em um sistema de reporte. A perspectiva do empreendedor ilustra que o desafio principal não reside na coleta dos dados, mas sim na definição estratégica de quais indicadores melhor representam e comprovam a tese de impacto. A caracterização desse esforço não como um fardo, mas como "parte do processo", pode indicar uma relação transparente e com expectativas bem alinhadas. Isso demonstra que um investidor de impacto especializado, como a Gestora 1, agrega valor não apenas com capital, mas também com

conhecimento técnico em gestão e mensuração de impacto, auxiliando a investida a profissionalizar uma área que é central para sua identidade e para sua comunicação com *stakeholders*.

4. A Importância da Autenticidade do Investidor em um Ecossistema em Maturação

Por fim, a análise do Entrevistado 4 ressalta um ponto crucial sobre a natureza das parcerias no setor de impacto. A recomendação para que outros empreendedores "escolham muito bem seus investidores" e "façam sua própria diligência" sobre os fundos, conversando com outras empresas do portfólio, serve como um alerta para o risco de *impact washing*.

“Cuidado com qual fundo de impacto você vai escolher. Tipo assim, não aprove só porque é um fundo de impacto. Converse com outras investidas desse fundo. Então, antes de você aceitar o investimento de um fundo, veja as empresas que ele investiu e converse com os fundadores dessas empresas que ele investiu. Para entender justamente como é esse processo de acompanhamento. Faz sentido fazer isso para qualquer fundo, mas de impacto especialmente, porque você pode ter uma expectativa de uma coisa e encontrar outra.”

(Entrevistado 4, Investida 1)

A valorização da autenticidade da Gestora 1 como um fundo "genuíno" de impacto valida a ideia de que a parceria transcende o contrato financeiro, baseando-se em uma relação de confiança e em um alinhamento de valores de longo prazo.

"Acho que nem todo fundo de impacto tem esse cuidado como deveria, entendeu? Eu ia falar que nem todo fundo de impacto é, de fato, de impacto. Mas, enfim, não vou polemizar demais. Mas a [Gestora 1] é, então isso eu acho interessante, sabe? Ter alguém para defender o mesmo lado que você, mesmo sendo um fundo de investimento.”

(Entrevistado 4, Investida 1)

Este ponto, defendido por ambas as partes na entrevista, sugere que a simetria na diligência, onde tanto o investidor quanto o empreendedor se avaliam mutuamente quanto à sua intencionalidade, é uma característica fundamental de um ecossistema de impacto maduro e eficaz. A experiência da Investida 1 com a Gestora 1, portanto, serve como um caso de estudo sobre como um alinhamento autêntico de missão entre gestora e investida pode fortalecer a governança, a estratégia e a resiliência do negócio de impacto.

4.2. Gestora 2

O segundo caso de estudo analisa a Gestora 2, uma gestora focada em *Venture Capital* de impacto com uma tese temática e uma filosofia de investimento que busca refutar a dicotomia entre impacto e retorno. A seção explora a evolução da gestora, o perfil do entrevistado e as particularidades de sua metodologia de investimento.

4.2.1. Apresentação da Gestora e do Entrevistado

A Gestora 2 é uma gestora de capital de risco (*Venture Capital*) brasileira dedicada exclusivamente ao investimento de impacto. Sua origem no ecossistema nacional é distinta, tendo sido concebida inicialmente como uma tese de investimento dentro de um proeminente *family office* que, em 2011, iniciou a alocação de capital em negócios que endereçassem desafios socioambientais. Em 2016, a equipe responsável por esta tese realizou um *spin-off*, consolidando-se como uma gestora de recursos independente, com o objetivo de captar e gerir fundos de capital de terceiros, incluindo investidores institucionais.

A tese de investimento da gestora passou por uma evolução estratégica. Enquanto seu primeiro fundo possuía uma abordagem multissetorial, investindo em áreas como saúde, educação e serviços financeiros, os fundos mais recentes foram estruturados com teses mais focadas. Dentre elas, destacam-se um fundo específico para o desenvolvimento sustentável da Amazônia e o FIP 2, que concentra seus investimentos em soluções climáticas (*Climate Tech*), bioeconomia e descarbonização. Filosoficamente, a Gestora 2 posiciona-se de forma assertiva na intersecção entre impacto e retorno, buscando "ser ambos", *Impact-First* e *Finance-First*. Conforme detalhado na entrevista, essa filosofia se traduz em uma tese de investimento que, por um lado, não aceita retornos financeiros concessionários (abaixo do mercado) em nome do impacto, e por outro, não busca investimentos puramente financeiros que não proporcionem um impacto socioambiental transformacional e em escala. A gestora busca,

assim, provar a sinergia intrínseca entre os dois objetivos, posicionando-se firmemente contra a falsa dicotomia do *trade-off*.

“Acho que aqui você vai ter um degradê contínuo (entre retorno e impacto) e no meio desse degradê, você vai ter os investidores de impacto, que vão buscar as duas coisas. E é ali que a [Gestora 2] busca fazer os investimentos.”

(Entrevistado 2, Gestora 2)

A análise da gestora foi aprofundada por meio de entrevistas com o Entrevistado 2, sócio da Gestora 2. Com formação em Engenharia de Produção pela Escola Politécnica da USP, sua trajetória profissional está intrinsecamente ligada à história da gestora. Tendo atuado no mercado financeiro tradicional, o Entrevistado 2 integrou a equipe do *family office* em 2014, motivado pela busca de conciliar sua atuação profissional com a geração de propósito. Ele participou ativamente da concepção e estruturação da tese de investimento de impacto e foi um dos sócios fundadores da gestora independente no *spin-off* de 2016. Sua perspectiva oferece uma visão longitudinal e detalhada da evolução da gestora e da profissionalização do setor de impacto no Brasil.

4.2.2. Análise do Processo de Investimento

O processo de investimento da Gestora 2, conforme detalhado pelo Entrevistado 2, revela uma abordagem metodológica disciplinada e focada, que reflete sua tese setorial e sua filosofia de "ser ambos", estruturada em cinco etapas principais.

1. Origem do Investimento (*Deal Sourcing*)

A originação de negócios é altamente direcionada pela tese de investimento, com um foco claro em soluções climáticas e bioeconomia nos fundos mais recentes. A prospecção é predominantemente ativa (*outbound*), com a equipe realizando mapeamentos constantes para identificar "espaços em branco" e desafios estruturais dentro desses setores onde a tecnologia pode gerar soluções escaláveis.

"Ativa, passiva e a que vem por recomendação. Ativa, a gente vai para eventos, a gente vai fazer desktop search [...] E por recomendação vem muito por conta das redes de relacionamento"

(Entrevistado 2, Gestora 2)

A gestora busca ativamente por negócios que já possuam alguma tração inicial e um modelo de negócio validado (*late seed* ou Série A). Uma decisão estratégica central da gestora é a manutenção de um portfólio deliberadamente concentrado, investindo em um número reduzido de empresas (cerca de 6 a 8 por fundo). Essa escolha não é casual, mas sim um pilar fundamental que viabiliza a intensidade do suporte na fase de gestão pós-investimento.

2. Triagem e Diligência (*Screening & Due Diligence*)

O processo de análise é fundamentado em um tripé de critérios rigorosos e interdependentes: a qualidade da equipe empreendedora, a robustez do modelo de negócio e a centralidade do impacto. O filtro filosófico inicial é a tese de "ser ambos": o negócio deve, obrigatoriamente, apresentar potencial para retornos financeiros compatíveis com o *Venture Capital* e, simultaneamente, um impacto transformacional.

"Na tese, para ser bastante transparente, a ideia é ser ambos [...] é ali que a [Gestora 2] busca fazer os investimentos"

(Entrevistado 2, Gestora 2)

A avaliação da equipe busca fundadores com profundo conhecimento do setor, alta capacidade de execução e, crucialmente, uma conexão autêntica com o problema, garantindo a intencionalidade. Na análise do negócio, a gestora busca por "negócios de gente grande", com modelos escaláveis e fundamentos econômicos sólidos (*unit economics*). A análise de impacto é tratada como intrínseca, partindo da premissa de que "se o negócio escala, o impacto social escala junto".

"É importante os fundadores terem esse compromisso, mas também é importante que o produto gere impacto por si só [...] Isso também ajuda como uma salvaguarda"

(Entrevistado 2, Gestora 2)

Durante a diligência, é desenvolvida uma Teoria da Mudança para mapear como as atividades da empresa geram os resultados de impacto esperados, buscando tangibilizar a "adicionalidade" do produto ou serviço através de métricas quantitativas e qualitativas.

3. Estruturação do Acordo (*Deal Structuring*)

Atuando como um fundo de VC de impacto, a Gestora 2 utiliza predominantemente instrumentos de *equity* (participação acionária) para realizar seus investimentos, tornando-se sócia das empresas. A gestora assume uma posição minoritária, mas relevante o suficiente para garantir influência na governança. A estruturação do acordo busca um forte alinhamento de interesses de longo prazo com os empreendedores. Um elemento central e inegociável é a participação ativa na governança, com a gestora indicando um membro para o conselho de administração da empresa investida. Essa prática é vista como o principal mecanismo para apoiar as decisões estratégicas, agregar valor e garantir a aderência à tese de impacto ao longo do tempo.

4. Gestão Pós-Investimento

A fase pós-investimento é onde a Gestora 2 exerce sua proposta de valor mais intensamente, viabilizada pela estratégia do portfólio concentrado. O Entrevistado 2 descreve a abordagem da gestora como "*hands-on*" intensiva.

"A gente tem uma abordagem, uma filosofia bastante *hands-on* [...]
Isso é parte dessa filosofia"

(Entrevistado 2, Gestora 2)

Este conceito implica um nível de envolvimento profundo e customizado, onde a gestora se posiciona como um parceiro estratégico que vai muito além do assento formal no conselho. O suporte não-financeiro inclui auxílio direto em frentes críticas, como: (i) recrutamento de executivos *C-level*; (ii) discussões estratégicas sobre desenvolvimento de novos produtos e otimização da estratégia de precificação; e (iii) preparação e suporte ativo para rodadas de captação subsequentes (*follow-on*), conectando as empresas a um ecossistema de capital mais amplo e garantindo a sustentabilidade financeira de longo prazo. O monitoramento de impacto é contínuo, tratado como parte da gestão estratégica e realizado "sempre em conjunto" com o empreendedor, e não como uma auditoria.

5. Estratégia de Saída (*Exit*)

A estratégia de desinvestimento segue a lógica do *Venture Capital*, com um horizonte de investimento de longo prazo (em média, 7 a 10 anos), sendo a rota de saída preferencial a venda da participação para um comprador estratégico (*M&A*). Um ponto central e sofisticado da tese da gestora é a preservação da missão de impacto no longo prazo. Conforme descrito pelo Entrevistado 2, a gestora acredita que a forma mais robusta e eficaz de mitigar o risco de *mission drift* (desvio da missão) não reside primariamente em cláusulas contratuais de proteção, que podem ser contornadas. A principal estratégia de defesa é econômica: construir um negócio lucrativo e "de gente grande" onde o impacto seja intrínseco e inseparável da geração de valor financeiro. Ao tornar o impacto o core business da empresa, um potencial comprador, mesmo que puramente financeiro, não teria incentivos econômicos para alterar ou remover a atividade que gera impacto, pois isso significaria destruir o próprio valor do negócio que adquiriu. A perenidade da missão é, assim, garantida pela lógica de mercado.

4.2.3. A Visão da Investida

Para aprofundar a compreensão do modelo da Gestora 2, esta seção introduz a visão da Investida 2, uma *deep biotech* focada em soluções para a agricultura. A análise foca em como uma empresa de base científica e longo ciclo de P&D interage com a tese de investimento e o suporte *hands-on* da gestora.

4.2.3.1. Apresentação da Empresa e do Entrevistado

A Investida 2 é uma *deep biotech* brasileira que atua no desenvolvimento de produtos biológicos de nova geração para a agricultura. Fundada em 2021 por cientistas com uma longa trajetória acadêmica na Unicamp, a empresa nasceu de um projeto pioneiro, iniciado em 2010, focado no estudo do microbioma de plantas, em especial da cana-de-açúcar. A missão da empresa é desenvolver, a partir da vasta biodiversidade brasileira, produtos biológicos, como fertilizantes, estimulantes e defensivos, que substituam agroquímicos sintéticos, visando aumentar a produtividade agrícola de forma sustentável e reduzir o impacto ambiental do setor.

Utilizando um banco próprio de cerca de 12.000 microrganismos e tecnologias de ponta como sequenciamento genético, *machine learning* e edição gênica, a empresa isola, seleciona e otimiza bactérias e fungos para criar soluções que melhoram a nutrição vegetal,

aumentam a resiliência das plantas a estresses climáticos (como secas) e combatem pragas e doenças. O modelo de negócio da Investida 2 é centrado em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D), licenciando a tecnologia para grandes empresas do agronegócio, que ficam responsáveis pela produção e comercialização, em vez de atuar como uma fabricante.

A empresa já passou por rodadas de investimento *pré-seed*, *seed* e, mais recentemente, uma rodada Série A² liderada por um dos maiores atores globais do agronegócio, marcando o primeiro investimento da corporação em uma *startup* no Brasil.

A análise do caso foi realizada por meio de uma entrevista com o Entrevistado 5, cofundador da Investida 2. Com uma carreira de mais de uma década dedicada à pesquisa científica na Unicamp, o entrevistado possui um profundo conhecimento técnico em biologia molecular e microbioma de plantas. Sua transição da academia para o empreendedorismo foi motivada pelo interesse do setor privado em transformar a tecnologia desenvolvida por ele e seu sócio, em produtos comerciais. Como cofundador, o Entrevistado 5 esteve diretamente envolvido em todas as etapas de captação de recursos da empresa, desde as conversas iniciais até a negociação dos acordos com os diferentes fundos, incluindo a Gestora 2. Sua perspectiva é a de um fundador-cientista, oferecendo uma visão detalhada sobre como uma empresa de base tecnológica e com um longo ciclo de P&D interage com investidores de impacto e tradicionais.

4.2.3.2. Análise da Perspectiva da Investida

A entrevista com o Entrevistado 5, permite validar e aprofundar a compreensão sobre o processo de investimento da gestora, especialmente no contexto de uma *deep biotech* pré-receita. A perspectiva do empreendedor corrobora os pontos centrais descritos pelo Entrevistado 2, da Gestora 2, mas adiciona nuances importantes sobre a dinâmica entre a gestora de impacto e os demais investidores, bem como sobre a gestão de expectativas em um negócio de longo ciclo de desenvolvimento.

1. O Processo de Diligência: A Gestora 2 como Âncora Técnica e de Impacto

O Entrevistado 5 destaca um ponto fundamental sobre o processo de análise: a Gestora 2, por ter sido um dos primeiros fundos a demonstrar interesse e a liderar a rodada *Seed*, foi a

² A rodada Série A é, normalmente, o primeiro grande aporte de investidores institucionais em uma startup, após a fase de validação inicial do negócio, e destina-se a financiar seu crescimento.

responsável por conduzir a diligência técnica e de impacto mais aprofundada. Ele menciona que, após a liderança da gestora, os demais fundos da rodada não realizaram uma investigação com o mesmo nível de detalhe, confiando na análise já realizada.

“A [Gestora 2] quem acabou liderando um pouco as conversas. Então, todo o processo de diligência, para entender no detalhe sobre a tecnologia e sobre o que que a gente tinha até o momento, foi realizado por eles.”

(Entrevistado 5, Investida 2)

Isso posiciona a Gestora 2 não apenas como uma investidora de impacto, mas como uma âncora de validação para outros investidores. Para a Investida 2, isso significou que a discussão mais detalhada sobre tecnologia, modelo de negócio e, principalmente, sobre os *KPIs* de impacto, foi concentrada com a Gestora 2. Essa perspectiva valida a afirmação da gestora de que realiza uma análise rigorosa, mas também revela o papel de "selo de qualidade" que um fundo especialista em impacto pode exercer em uma rodada com múltiplos investidores.

2. A Definição de Metas: Uma Construção Colaborativa com Protagonismo da Investida

A narrativa do Entrevistado 5 sobre a negociação de metas confirma a abordagem colaborativa descrita pela Gestora 2, mas com uma ênfase no protagonismo do empreendedor. Ele afirma que tanto as metas financeiras quanto as de impacto "partiram principalmente do nosso lado". A Investida 2 já possuía um planejamento financeiro robusto e uma clareza sobre suas métricas de impacto (como redução de agroquímicos e de emissões de carbono), que estavam "no nosso discurso".

"Do ponto de vista de metas também, os KPIs, como quanto as nossas tecnologias reduzem de carbono na atmosfera ou reduzem de agroquímicos, algo que já estava no nosso discurso e a gente só precisou metrificar, de certa forma quantificar conforme a necessidade deles para compor os relatórios que eles precisam. Foi colaborativo, mas partiu principalmente do nosso lado, porque a gente já tinha isso facilitado conosco"

(Entrevistado 5, Investida 2)

O trabalho com a gestora, de sua perspectiva, foi mais um exercício de quantificar e formalizar essas métricas para atender às necessidades de reporte do fundo, em vez de uma imposição de metas por parte da gestora. Isso demonstra que, em negócios onde o impacto é intrínseco e a equipe fundadora possui clareza sobre sua tese, o papel do investidor de impacto na definição de metas é mais de um facilitador e formalizador do que de um definidor.

3. A Gestão Pós-Investimento e a Diversidade de Olhares no Conselho

O Entrevistado 5 descreve o envolvimento da gestora na gestão como similar ao dos outros fundos, com uma governança clara e alinhamento de direção. No entanto, o ponto de maior destaque em sua fala é o valor da "diversidade de olhares" que a presença de múltiplos investidores, com diferentes expertises, traz para a companhia. Ele posiciona a Gestora 2 como a investidora que "puxa" a pauta de impacto, lembrando a todos da importância dos *KPIs* socioambientais, da mesma forma que outros fundos trazem outras preocupações igualmente relevantes. Em suas palavras, é positivo ter "alguém puxando e lembrando que aquilo também é importante".

“São coisas que sempre tiveram no discurso, mas que a gente tem que ter alguém puxando e lembrando que aquilo também é importante.”

(Entrevistado 4, Investida 2)

Essa visão é crucial, pois mostra que o principal valor de um investidor de impacto em um sindicato de investidores pode não ser um suporte operacional distinto, mas sim garantir que a dimensão do impacto permaneça como uma prioridade estratégica nas discussões do conselho.

4. O Desafio dos *KPIs* de Impacto em um Negócio de P&D

Um ponto de tensão sutil, mas importante, que a perspectiva do Entrevistado 5 revela é o desafio de monitorar *KPIs* de impacto quando a empresa ainda não tem produtos no mercado. Ele enfatiza que todos os indicadores atuais são "estimativas com base nas premissas", e não valores reais, pois os produtos ainda estão em fase de Pesquisa &

Desenvolvimento. Para ele, o maior desafio na relação com a Gestora 2 é a necessidade de revisar essas estimativas, o que é inerentemente complexo em um negócio de base científica.

“A gente não tem as métricas reais, então são estimativas com base nas premissas. Por conta disso, as coisas não mudam tanto. As premissas que estão lá atrás, a gente só refina elas, mas ainda são estimativas, não são valores reais, porque a gente não tem os produtos ainda”

(Entrevistado 5, Investida 2)

Enquanto a gestora descreve o monitoramento de impacto como um processo contínuo de acompanhamento, a visão do empreendedor adiciona a camada de complexidade de que, em uma *deep tech*, esse monitoramento é sobre a validação de hipóteses, e não sobre a medição de resultados concretos no curto prazo. Isso evidencia a necessidade de um alinhamento de expectativas muito claro entre investidores de impacto e empresas com longos ciclos de P&D.

4.3. Gestora 3

O terceiro caso analisa a Gestora 3, uma organização com metodologia de investimento importada e fundamentada em princípios filosóficos distintos dos pares nacionais. Esta seção detalha sua abordagem única, baseada em instrumentos de dívida, e o perfil da entrevistada que lidera sua operação de investimento no Brasil.

4.3.1. Apresentação da Gestora e do Entrevistado

A Gestora 3 é uma organização de atuação global, co-fundada em 2011 pelo Professor Muhammad Yunus, laureado com o Prêmio Nobel da Paz. Sua operação brasileira, estabelecida em 2013, implementa no país uma metodologia de investimento com fundamentos desenvolvidos em um contexto internacional, o que, por hipótese, pode resultar em práticas e filosofias distintas daquelas mais comumente observadas no ecossistema de impacto nacional. A abordagem da Gestora 3 é estritamente pautada pelos Sete Princípios do Negócio Social, uma doutrina que serve como alicerce para todas as suas atividades de investimento e fomento.

Nesse contexto, o conceito de Negócio Social, formulado por Muhammad Yunus, representa um arquétipo empresarial cuja lógica se distancia radicalmente da tradicional. Os Sete Princípios constituem um guia operacional e filosófico, estabelecendo, em seu núcleo, a primazia da resolução de problemas sociais e ambientais como propósito central (Princípio 1), em vez da maximização do lucro. Eles demandam autossustentação financeira (Princípio 2), garantem que investidores apenas recuperem o capital investido (Princípio 3), e ordenam que todo o excedente gerado seja reinvestido na empresa para expandir seu impacto ou beneficiar diretamente o público-alvo (Princípio 4). Os princípios remanescentes enfatizam a consciência ambiental (Princípio 5), condições laborais dignas (Princípio 6) e a promoção do bem-estar e alegria para colaboradores e clientes (Princípio 7). Essa estrutura orienta e diferencia a atuação da Gestora 3 no universo do investimento de impacto.

O princípio mais básico estabelece que a empresa investida deve ter como objetivo primordial a solução de um problema social ou ambiental, e não a maximização do lucro. Conseqüentemente, o modelo de negócio da investida deve ser de não-distribuição de dividendos, onde todo o superávit financeiro é contratualmente reinvestido na própria operação para aprofundar ou escalar o impacto. No entanto, é crucial distinguir a lógica financeira da empresa investida da lógica do fundo de investimento. Para os investidores que aportam capital nos veículos da gestora, o retorno financeiro é um componente essencial do modelo. No Brasil, a gestora estrutura seus investimentos através de um Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), um veículo regulado desenhado para conceder crédito (empréstimos) a negócios. Os investidores do FIDC, por sua vez, recebem um retorno financeiro com base em taxas de juros pré-estabelecidas que, embora concessionárias (abaixo das praticadas pelo mercado tradicional), são vitais para a sustentabilidade do fundo e para provar a viabilidade do modelo de investimento. A meta de retorno para o investidor do fundo, por exemplo, pode ser de "CDI mais 2% ao ano", uma taxa modesta que atrai um perfil de investidor alinhado à tese de impacto. Essa estrutura, baseada em dívida e não em participação acionária (*equity*), representa uma das suas principais características operacionais.

A atuação da Gestora 3 no Brasil é fortalecida por uma estrutura integrada de quatro pilares que se retroalimentam: (i) o Fundo, que realiza a alocação de capital via FIDC; (ii) a Consultoria, que auxilia grandes corporações a desenvolverem seus próprios negócios sociais;

(iii) a Aceleradora, que prepara e qualifica negócios em estágio inicial; e (iv) o Instituto, que dissemina conhecimento e fortalece a cultura de negócios sociais no país.

A análise da gestora foi aprofundada por meio de uma entrevista com o Entrevistado 3, *Head* de Investimentos da Gestora 3 no Brasil. Com uma trajetória profissional que combina experiências em finanças, consultoria estratégica e empreendedorismo, o entrevistado possui uma visão integral do ciclo de desenvolvimento de negócios. Sua atuação na gestora é central para a execução da tese de investimento, sendo responsável por liderar o processo que vai desde a originação e análise das oportunidades até a estruturação dos aportes e o acompanhamento ativo do portfólio. Sua perspectiva é fundamental para compreender como a metodologia global e os princípios do Professor Yunus são aplicados e adaptados ao contexto específico e aos desafios do cenário brasileiro de negócios sociais, atuando como uma ponte entre a filosofia internacional e a prática local.

4.3.2. Análise do Processo de Investimento

O processo de investimento da Gestora 3, conforme detalhado na entrevista com o Entrevistado 3, revela um modelo operacional metódico e filosoficamente consistente, que prioriza a sustentabilidade financeira da investida como o veículo para a perenidade e a maximização do impacto social. A seguir, o processo é desconstruído nas cinco dimensões teóricas da análise.

1. Origem do Investimento (*Deal Sourcing*)

A originação de negócios (*deal sourcing*) da Gestora 3 é um reflexo direto de sua estrutura integrada. As aceleradoras parceiras funcionam como o principal canal de fomento e qualificação, constituindo um pipeline proprietário de negócios que já nascem imersos na cultura e nos princípios do negócio social. Este processo de incubação e aceleração permite que a Gestora 3 mitigue riscos e garanta um alto grau de alinhamento filosófico antes mesmo de considerar o investimento. Adicionalmente, a reputação global da marca da gestora e do Professor Muhammad Yunus funciona como um poderoso polo de atração, gerando um fluxo significativo de oportunidades *inbound*. A prospecção ativa (*outbound*) também é praticada, porém de forma altamente direcionada, focando em negócios que já operam com uma lógica similar à de um negócio social, mesmo que informalmente, e que atuam em áreas

consideradas prioritárias pela organização, como saúde, empregabilidade e agricultura familiar.

“A maioria dos negócios que a gente tem veio por prospecção ativa. A gente tem algumas parcerias com aceleradoras, tanto de impacto quanto tradicionais. Sempre que tem rodada de aceleração e chamam investidores para fazer *pitch* reverso ou avaliar negócios, a gente participa.”

(Entrevistado 3, Gestora 3)

2. Triagem e Diligência (*Screening & Due Diligence*)

O processo de análise da Gestora 3 é, talvez, seu maior diferencial, sendo conduzido com um rigor que transcende a análise financeira tradicional. O critério primário e não-negociável para qualquer negócio avançar no funil é a aderência total e irrestrita aos Sete Princípios do Negócio Social.

Análise da Tese de Impacto: A avaliação de impacto é o ponto de partida e o filtro mais rigoroso. A intencionalidade deve ser inequívoca: o negócio precisa ter sido concebido com o propósito central de solucionar um problema social específico. A premissa de não-distribuição de dividendos é exaustivamente discutida e deve ser plenamente aceita pelos fundadores, que se comprometem contratualmente a reinvestir todo e qualquer lucro na expansão da missão durante todo o período do empréstimo. A Teoria da Mudança é uma ferramenta central na diligência para garantir que o modelo de negócio, de fato, entregue o impacto prometido de forma lógica e mensurável.

Análise da Equipe Empreendedora: A Gestora 3 busca empreendedores que, além de competentes e resilientes, demonstrem um profundo alinhamento de valores com a filosofia do negócio social. A motivação dos fundadores é um ponto-chave da análise; é preciso haver uma convicção genuína no modelo e uma compreensão clara da renúncia ao potencial de enriquecimento pessoal em favor da causa social. A gestora busca parceiros de longo prazo que se vejam como guardiões da missão.

Análise do Modelo de Negócio: A sustentabilidade financeira é um pilar de igual importância. Um negócio social, por definição, deve ser autossuficiente no mercado. A

diligência financeira, portanto, é rigorosa e visa garantir que a empresa tenha um modelo de negócio robusto, com potencial de mercado e projeções de crescimento realistas. O objetivo é assegurar que a operação possa não apenas cobrir todos os seus custos, mas também gerar superávit para ser reinvestido na missão e, crucialmente, para honrar o serviço da dívida contraída com o fundo. A capacidade de repagamento do empréstimo é um indicador-chave da viabilidade do modelo.

“Então, como a gente investe através de crédito, não *equity*, a gente precisa que o modelo de negócio já esteja validado e que o negócio tenha capacidade financeira para fazer os repagamentos, porque a ideia do nosso crédito é ajudar nesse processo de crescimento e não atrapalhar o fluxo de caixa do negócio.”

(Entrevistado 3, Gestora 3)

3. Estruturação do Acordo (*Deal Structuring*)

A abordagem de estruturação da Gestora 3 é fundamentalmente diferente da lógica de *Venture Capital*. A gestora não realiza operações de *equity* e não se torna sócia dos negócios. O investimento é formalizado como crédito, através de seu veículo FIDC.

"A ideia é que através do crédito, quando a gente empresta dinheiro, a gente consegue fazer esse capital ser revolvente [...] vai crescendo o tamanho do fundo também"

(Entrevistado 3, Gestora 3)

O instrumento mais utilizado é o *mezzanine debt* (dívida subordinada e conversível em novas tranches de dívida, se necessário), que funciona como um capital paciente. Os termos do empréstimo são desenhados para fortalecer o negócio, não para sobrecarregá-lo, incluindo longos períodos de carência e taxas de juros concessionárias, estruturadas para apoiar a empresa em seus estágios iniciais de crescimento. Essa escolha deliberada pelo endividamento em vez da participação acionária visa preservar a autonomia e a propriedade dos fundadores, mantendo-os como os únicos guardiões da missão social da empresa.

4. Gestão Pós-Investimento

A Gestora 3 adota uma postura extremamente *hands-on*, posicionando-se como um "co-construtor" do negócio ao lado dos empreendedores. O suporte não-financeiro é uma componente tão ou mais importante que o capital aportado. A equipe da gestora atua como um conselho consultivo próximo e constante, auxiliando os empreendedores em frentes estratégicas críticas que negócios em estágio inicial geralmente carecem, como: planejamento financeiro, modelagem de projeções, gestão de fluxo de caixa, otimização de operações, desenvolvimento de estratégias de marketing e, de forma central, a implementação e o aprimoramento contínuo dos sistemas de gestão e mensuração de impacto. O acompanhamento próximo, com reuniões mensais e uma comunicação fluida, visa garantir que a empresa atinja a autossuficiência e maximize sua capacidade de resolver o problema social para o qual foi criada.

“A gente também oferece apoio não financeiro: base de mentores pró-bono em áreas como marketing, vendas, financeiro e RH, treinamentos trimestrais e conexões com grandes corporações para gerar novas receitas e ampliar impacto.”

(Entrevistado 3, Gestora 3)

5. Estratégia de Saída (*Exit*)

O conceito de "saída" no modelo da Gestora 3 é redefinido. Como não há aquisição de participação acionária, a saída não envolve uma venda futura de ações ou a busca por um múltiplo sobre o capital. A saída se concretiza com a amortização completa da dívida por parte do negócio social. O sucesso do investimento, e portanto da saída, é medido pela capacidade da empresa de atingir a autossuficiência financeira, honrar seus compromissos e continuar a executar sua missão de impacto de forma independente e perene. A quitação do empréstimo representa a validação final do modelo: a prova de que é possível, através de um aporte de capital paciente e de um suporte estratégico intenso, capacitar um negócio a resolver um problema social de forma sustentável, sem depender de doações contínuas ou da lógica de maximização de lucro para o acionista. Cada saída bem-sucedida, portanto, é um *proof of concept* que fortalece a tese do negócio social.

“Como a gente investe através de crédito, a saída acontece com a quitação total do empréstimo. [...] O sucesso é medido quando o

negócio social consegue seguir independente, honrar seus compromissos, sem depender de doações ou buscar maximização de lucro para acionista.”

(Entrevistado 3, Gestora 3)

4.3.3. A Visão da Investida

Finalmente, esta seção apresenta a perspectiva da Investida 3, um negócio social focado em logística reversa e inclusão de catadores, que recebeu o investimento via dívida da Gestora 3. A análise explora a experiência do empreendedor com um modelo de investimento não-tradicional e suas implicações na gestão e na proteção da missão.

4.3.3.1. Apresentação da Empresa e do Entrevistado

A Investida 3 é um negócio social que atua na interseção da gestão de resíduos e da inclusão social, com a missão de reestruturar a cadeia de reciclagem no Brasil, transformando o que seria resíduo em valor social, ambiental e econômico. A empresa foi concebida para endereçar dois desafios sistêmicos do país: as baixas taxas de reciclagem, decorrentes de uma cadeia de logística reversa ineficiente, e a alta vulnerabilidade socioeconômica dos catadores de materiais recicláveis, que historicamente trabalham em condições precárias e com baixa remuneração.

O modelo de negócio da Investida 3 foi desenhado para atacar essas duas frentes. Do ponto de vista ambiental, a empresa desenvolve e implementa sistemas de coleta seletiva e programas de educação ambiental customizados para grandes geradores de resíduos, como condomínios e empresas. Esse serviço garante a separação correta na fonte e a rastreabilidade dos materiais, aumentando significativamente a eficiência da reciclagem. A receita da companhia provém tanto da prestação desses serviços de gestão quanto da comercialização de créditos de logística reversa.

O pilar de impacto social é intrínseco e indissociável da operação. Todo o material coletado é direcionado para uma rede com 18 cooperativas de catadores parceiras. O modelo de impacto da Investida 3 consiste em remunerar essas cooperativas não apenas pela venda do material reciclável, mas também com um subsídio adicional por tonelada coletada. Essa prática eleva a renda dos catadores para um patamar significativamente superior à média do

mercado, promovendo a inclusão produtiva, a formalização do trabalho e a geração de renda digna para esses profissionais.

A escala e a relevância do impacto gerado pela empresa são evidenciadas por seus resultados operacionais: a empresa já atendeu mais de 145 mil residências e 500 clientes corporativos, impactando diretamente mais de 1.100 cooperados em 40 cooperativas parceiras. Esse trabalho resultou na destinação correta de mais de 40 mil toneladas de resíduos e na geração de mais de R\$ 35 milhões em renda para as cooperativas.

A análise da perspectiva da empresa investida foi realizada por meio de uma entrevista com Entrevistado 6, fundador e CEO da Investida 3. Com uma visão empreendedora e uma profunda convicção na capacidade dos negócios de gerarem impacto social positivo, o Entrevistado 6 lidera a empresa desde sua concepção. Sua jornada é marcada pela busca de um modelo de negócio que pudesse ser, ao mesmo tempo, autossustentável financeiramente e um agente de transformação na vida dos catadores de materiais recicláveis. A decisão de buscar a Gestora 3 como investidora reflete seu alinhamento com a filosofia do negócio social, priorizando a perenidade da missão em detrimento da maximização do lucro para acionistas. Sua perspectiva oferece uma visão prática e transparente sobre os desafios e benefícios de receber um investimento estruturado como dívida e pautado pelos rigorosos princípios do Professor Yunus.

4.3.3.2. Análise da Perspectiva da Investida

A análise da perspectiva do empreendedor serve como um importante complemento à visão da gestora, permitindo validar e aprofundar a compreensão sobre como a metodologia de investimento da Gestora 3 é percebida e vivenciada na prática. A narrativa do Entrevistado 6 corrobora os pontos centrais do processo descrito pela investidora, ao mesmo tempo em que adiciona nuances sobre as implicações de tal modelo para o negócio social.

1. Alinhamento Filosófico e a Proteção da Missão

Um aspecto de centralidade na narrativa do Entrevistado 6 foi o caráter deliberado da busca pela Gestora 3, que ele descreve menos como uma prospecção de capital e mais como a procura por um parceiro alinhado que atuasse como um "guardião" da missão da empresa. Este ponto confirma a ênfase da Gestora 3 na seleção de empreendedores com profundo alinhamento de valores.

"O primeiro foco era muito no empreendedor. Qual era o propósito do empreendedor? Quais as expectativas, objetivos, entender o lastro. Eles têm muita preocupação com a marca da [Gestora 3], quem eles vão investir. Porque no final das contas não é empresa, tem que ser o empreendedor por trás. Quem é esse empreendedor? Quais são os objetivos dele? Foi muito disso, de entender meu histórico"

(Entrevistado 6, Investida 3)

O Entrevistado 6 ressaltou que a adesão aos Sete Princípios do Negócio Social, especialmente a cláusula de não-distribuição de dividendos, foi o principal fator de atração. Em suas palavras, essa regra foi vista como uma "blindagem" para a "alma" da empresa, garantindo que o propósito de maximizar o impacto social superaria, em qualquer cenário futuro, a pressão por lucratividade que um investidor de *equity* tradicional poderia impor. Essa perspectiva ilumina o porquê do modelo da Gestora 3 ser atrativo para um certo perfil de fundador: ele oferece uma salvaguarda para a perenidade da missão, que é o ativo mais importante do negócio social.

2. A Natureza do Suporte Não-Financeiro

Confirmando a descrição da gestora sobre sua abordagem *hands-on*, o Entrevistado 6 descreve a relação com a gestora como próxima e o suporte como fundamental para a estruturação da empresa. O valor do "*smart money*", em sua experiência, concentrou-se massivamente na organização interna. Ele detalhou como a equipe da Gestora 3 foi crucial para "colocar a casa em ordem", auxiliando na construção de modelos financeiros robustos, na implementação de processos de gestão e na criação de uma disciplina de planejamento e reporte. Contudo, ele também adiciona uma nuance importante: o suporte é primariamente focado na capacitação interna da gestão, com menor ênfase na abertura de portas comerciais ou no desenvolvimento de negócios. A ajuda é para "aprender a pescar", capacitando o negócio para que ele se torne autossuficiente, em vez de atuar como uma alavanca direta de vendas.

“Se envolviam bastante (Gestora 3). Eles sempre auxiliavam em toda a parte de modelagem de negócio e de apoio: jurídico, financeiro, estratégico, conexões. Foi legal, foi além do que só emprestar o

dinheiro, teve um apoio grande deles no sentido da marca e de e de conexões.”

(Entrevistado 6, Investida 3)

3. A Dinâmica do Investimento via Dívida: Autonomia e Responsabilidade

A perspectiva do Entrevistado 6 sobre o investimento via dívida revela um claro *trade-off*. Por um lado, ele celebra o fato de não ter sofrido diluição de *equity*, o que lhe garantiu 100% de controle sobre as decisões e o futuro da empresa. Por outro, ele destaca com grande ênfase o peso da responsabilidade que um contrato de dívida impõe. Diferentemente de um investimento de *equity*, onde o risco é compartilhado, na dívida a obrigação de repagamento é uma pressão constante sobre o fluxo de caixa. O Entrevistado 6 descreveu essa dinâmica como um fator que impõe uma disciplina financeira e uma busca por eficiência operacional muito mais agudas e imediatas do que em um modelo de *VC*, onde o foco pode estar no crescimento a qualquer custo no curto prazo.

"Abriu muitas portas. [...] Foi muito legal ter esse apoio e tal, abrir portas. Eu acho que foi muito bom ter captado com eles, porque era uma empresa alinhada com esse propósito de impacto e permitiu a gente adiar uns bons anos uma captação de *equity*, de perder ações. Quando a gente vendeu, a gente detinha 100% do capital ainda. A gente não tinha ações vendidas. A dívida, eu acho que é bom nesse sentido. Você capta com fundo de *private equity*, *venture capital*, você já vai diluindo. Quando você chega para vender mesmo, você tem 20%, 30%. Esse foi o benefício, juntar uma coisa com a outra, não ser diluído e ainda estar com um fundo que você está alinhado, que você admira"

(Entrevistado 6, Investida 3)

4. A Redefinição do Conceito de "Saída" como Validação do Modelo

A visão do Entrevistado 6 sobre a "saída" está perfeitamente alinhada com a da Gestora 3, mas é descrita por ele com uma forte carga simbólica. A quitação da dívida é vista menos como o fim de uma relação contratual e mais como um marco de maturidade e uma

prova de conceito. É o momento em que a Investida 3 demonstra, para si mesmo e para o mercado, que o modelo de negócio social é de fato viável, sustentável e capaz de operar de forma independente, sem a necessidade de capital concessionário. Ele não percebe a saída como um desinvestimento, mas como a conclusão bem-sucedida de um ciclo de fortalecimento, após o qual a parceria com a gestora pode se transformar, mas não terminar.

"A [Gestora 3] emprestou, ela não entrou com ações. Normal, o que a gente pediu, pegou de capital, a gente já pagou o que era devido. A gente sempre teve uma relação boa, tanto que até hoje a gente faz coisas juntos. Eles me chamaram para dar uma palestra para alguns associados, investidores deles. A gente mantém uma relação. Eu tenho uma associação que eles sempre entram como apoiadores. Não tinha obrigatoriedade pós-quituação" (Entrevistado 6, Investida 3)

5. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Este capítulo dedica-se à análise comparativa dos resultados obtidos por meio das entrevistas com os gestores de fundos de impacto e seus respectivos empreendedores investidos. O objetivo é identificar convergências e divergências nas práticas de investimento de impacto no Brasil, contrastar as perspectivas dos investidores e dos empreendedores sobre o processo e, por fim, dialogar os achados com o modelo internacional de referência proposto por Borrello, Bengo e Moran (2023), contextualizando as particularidades do ecossistema brasileiro.

5.1. Análise Comparativa do Processo de Investimento das Gestoras

A análise comparativa dos processos de investimento adotados pelas três gestoras estudadas revela um panorama rico e diversificado das práticas de investimento de impacto no Brasil. Embora compartilhem o objetivo fundamental de alocar capital para gerar impacto socioambiental positivo, suas abordagens apresentam nuances metodológicas e filosóficas significativas em cada uma das cinco etapas do ciclo de investimento. Essas diferenças refletem não apenas suas distintas teses de investimento e origens institucionais, mas também representam diferentes arquétipos de atuação dentro do espectro do capital de impacto. A seguir, detalha-se essa comparação etapa por etapa, buscando aprofundar a compreensão das lógicas operacionais subjacentes.

1. Origem do Investimento (*Deal Sourcing*)

Na fase de originação, observa-se uma convergência na utilização de um modelo híbrido, que mescla a recepção passiva de oportunidades (*inbound*) com uma prospecção ativa e estratégica (*outbound*). Para as três gestoras, a reputação construída ao longo dos anos e o capital social acumulado (*networking*) dentro do ecossistema de impacto emergem como ativos intangíveis cruciais para a geração de um fluxo qualificado de negócios alinhados às suas teses. Contudo, as estratégias divergem na ênfase e nas ferramentas de prospecção ativa. A Gestora 2, em consonância com a evolução de sua tese de investimento para um foco temático em soluções climáticas (*Climate Tech*), bioeconomia e descarbonização, adota uma prospecção ativa altamente direcionada. Sua equipe realiza mapeamentos constantes para identificar "espaços em branco", desafios estruturais ou necessidades não atendidas, dentro desses mercados específicos, buscando proativamente por soluções tecnológicas escaláveis. A Gestora 1, cuja tese é agnóstica a setores e orientada pela visão mais ampla de "Caminhos

para um mundo 100% regenerado", pratica uma prospecção mais abrangente, embora também realize mapeamentos temáticos para identificar problemas sistêmicos prioritários. Sua condição de pioneira no mercado brasileiro também lhe confere um forte fluxo *inbound*. A Gestora 3, por sua vez, apresenta um diferencial estrutural significativo: sua aceleradora proprietária funciona como um pipeline interno, preparando e qualificando negócios já imbuídos dos princípios filosóficos da organização. Esse canal mitiga riscos de desalinhamento e complementa o fluxo gerado pela força da marca global da gestora, que atrai empreendedores já familiarizados com o conceito de Negócio Social.

2. Triagem e Diligência (*Screening & Due Diligence*)

A fase de análise revela um tripé analítico comum às três gestoras, demonstrando a consolidação de certas "boas práticas" no setor. Esse tripé engloba: (i) uma análise rigorosa da equipe empreendedora, com foco na intencionalidade (a conexão genuína com o problema), na resiliência e no alinhamento de valores; (ii) uma análise da robustez e escalabilidade do modelo de negócio, avaliando sua sustentabilidade financeira a longo prazo; e (iii) uma análise aprofundada da tese de impacto, verificando a centralidade da solução para o problema, seu potencial de escala e/ou profundidade, e sua mensurabilidade. A intencionalidade genuína dos fundadores é consistentemente citada como um critério eliminatório fundamental, indicando a importância do fator humano na mitigação do risco de mission drift. As divergências metodológicas tornam-se mais evidentes nos filtros filosóficos e nos critérios específicos de impacto e financeiros. A Gestora 3 aplica o filtro mais rigoroso e diferenciado: a aderência total aos Sete Princípios do Negócio Social, notadamente a exigência de não-distribuição de dividendos pela empresa investida, um pré-requisito que a posiciona em um nicho específico do espectro de impacto. Gestora 1 e Gestora 2, operando mais próximas da lógica do *Venture Capital* tradicional, buscam negócios com alto potencial de retorno financeiro além do impacto social ou ambiental. A Gestora 2, inclusive, reforça explicitamente sua filosofia de "ser ambos" (*Impact-First e Finance-First*), não aceitando retornos financeiros abaixo das expectativas de mercado em troca de impacto, buscando provar a sinergia entre os dois objetivos. A abordagem mais generalista da Gestora 1 permite a análise de uma gama mais diversa de modelos de impacto em diferentes setores, enquanto a especialização temática da Gestora 2 em seus fundos mais recentes (focada em soluções climáticas e bioeconomia) possibilita uma diligência técnica e mercadológica mais aprofundada nesses campos específicos.

3. Estruturação do Acordo (*Deal Structuring*)

Na estruturação dos acordos, todas as gestoras buscam promover um forte alinhamento de interesses de longo prazo com os empreendedores, embora o façam por mecanismos distintos. Um ponto de convergência é a busca por participação ativa na governança e no acompanhamento estratégico. Contudo, a forma como essa participação se materializa difere fundamentalmente. Para a Gestora 1 e a Gestora 2, que operam com *equity*, essa participação concretiza-se através da indicação de um membro para o conselho de administração. Essa prática é vista como essencial para agregar valor estratégico, monitorar a execução e atuar como "guardiã da missão". Já a Gestora 3, por atuar como credora, não ocupa um assento formal no conselho de administração; ela exerce sua governança e acompanhamento através de um suporte consultivo *hands-on* muito próximo (descrito como "co-construtor") e de mecanismos contratuais definidos no acordo de dívida, que garantem o monitoramento e a proteção da missão.

Essa diferença nos mecanismos de governança é um reflexo direto da divergência mais fundamental desta etapa: o instrumento financeiro primário. Gestora 1 e Gestora 2 operam predominantemente com *equity* (participação acionária), inserindo-se no paradigma do *Venture Capital*, onde o investidor se torna sócio, compartilha riscos e potencial de valorização. A Gestora 3, em contraste, opera exclusivamente com dívida (crédito via FIDC), fornecendo "capital paciente" sem adquirir participação societária. Essa escolha reflete filosofias distintas sobre a estrutura de capital e o papel do investidor: enquanto Gestora 1 e Gestora 2 buscam o alinhamento através da sociedade e da governança formal do conselho, a Gestora 3 atua como credora focada em viabilizar a autossuficiência do negócio, preservando a autonomia total do empreendedor e exercendo influência através de um acompanhamento consultivo intensivo.

4. Gestão Pós-Investimento

As três gestoras se posicionam como investidoras *hands-on*, comprometidas em oferecer "*smart money*" e suporte estratégico que transcende o aporte financeiro, validando a importância do capital não-financeiro no desenvolvimento de negócios de impacto. O auxílio na estruturação da empresa (financeiro, processos), no planejamento estratégico, na formação de equipes (especialmente contratações *C-level*) e na preparação para rodadas de captação futuras são componentes comuns da proposta de valor agregado. O monitoramento contínuo

de KPIs financeiros e de impacto é prática corrente e integrada à gestão do portfólio. As divergências parecem residir na intensidade e no foco específico do suporte. A Gestora 3, ao descrever seu apoio como o de um "co-construtor", sugere um envolvimento potencialmente mais profundo na gestão operacional, reflexo da natureza de seu investimento (dívida) e do estágio inicial dos negócios apoiados. A Gestora 1 e a Gestora 2, embora ambas atuem fortemente no nível estratégico e de conselho, apresentam distinções de intensidade. A Gestora 1 provê um suporte *hands-on* estratégico ao seu portfólio mais amplo. A Gestora 2, por sua vez, adota uma abordagem *hands-on* de alta intensidade, que, segundo o Entrevistado 2, é viabilizada por seu portfólio deliberadamente concentrado (cerca de 6 a 8 empresas por fundo). Esse foco permite um suporte que vai além do assento no conselho, incluindo auxílio direto em frentes críticas como recrutamento *C-level* e preparação para captações subsequentes. A especialização temática da Gestora 2 (em soluções climáticas e bioeconomia) pode, adicionalmente, conferir um suporte técnico e de *networking* mais aprofundado e direcionado dentro desses mercados específicos, representando um diferencial competitivo para empresas dessas áreas.

5. Estratégia de Saída (*Exit*)

As estratégias de desinvestimento refletem as diferenças fundamentais nos modelos de investimento. Gestora 1 e Gestora 2 compartilham a lógica de saída do *Venture Capital*, planejando o desinvestimento em um horizonte de longo prazo (tipicamente 7 a 10 anos). As rotas de saída preferenciais são a venda da participação para um comprador estratégico (*M&A*), idealmente um que tenha sinergia com o negócio e capacidade de escalar ainda mais o impacto, ou a venda secundária para fundos de *private equity* em estágios mais avançados. Ambas as gestoras explicitam a preocupação ética e estratégica em preservar a missão de impacto da empresa durante o processo de transição para um novo acionista, buscando mitigar o risco de *mission drift* pós-saída. A Gestora 3, por operar com dívida, adota uma lógica de "saída" radicalmente distinta. O desinvestimento se concretiza não com a venda de participação, mas com a amortização completa do empréstimo pela empresa investida. O sucesso da operação, sob a ótica da Gestora 3, não é primariamente medido por um múltiplo de retorno sobre o capital (embora haja um retorno financeiro para o fundo), mas sim pela capacidade do negócio social de atingir a autossuficiência financeira e continuar sua missão de forma independente e perene. Cada repagamento bem-sucedido funciona como uma validação empírica do modelo de Negócio Social.

Em síntese, a análise comparativa evidencia a coexistência de diferentes arquétipos de investidores de impacto no Brasil, cada um com filosofias, teses e metodologias operacionais distintas. A Gestora 1 e a Gestora 2 representam duas variações do modelo de *Venture Capital* adaptado ao impacto, operando predominantemente com *equity* e compartilhando a premissa de que é possível gerar retornos financeiros competitivos alinhados à geração de impacto em escala, rejeitando a noção de um *trade-off* necessário. No entanto, suas estratégias de investimento divergem significativamente em escopo e abordagem. A Gestora 1 adota uma tese mais generalista e agnóstica a setores, orientada por uma visão ampla de resolução de problemas socioambientais. Em contraste, a Gestora 2 evoluiu de um primeiro fundo multissetorial para uma especialização temática profunda em seus fundos mais recentes, focando em soluções climáticas (*Climate Tech*), bioeconomia e descarbonização. Em contraponto direto a esses modelos de *equity*, a Gestora 3 materializa um arquétipo alternativo, estritamente fundamentado nos princípios internacionais do Negócio Social. Operacionalizado via instrumentos de dívida (FIDC), seu modelo possui uma lógica de retorno e saída fundamentalmente diferente, centrada na autossuficiência da investida e na perpetuação da missão (validada pela amortização do empréstimo) como principal métrica de sucesso. Essa diversidade de abordagens e teses, abrangendo desde o VC generalista (Gestora 1), o VC temático e de gestão intensiva (Gestora 2), até o crédito de impacto baseado em princípios filosóficos distintos (Gestora 3), sugere um ecossistema em franco desenvolvimento e experimentação, capaz de oferecer diferentes tipos de capital e suporte para um espectro variado de perfis de negócios de impacto.

5.2. Análise Comparativa das Perspectivas: Gestoras vs. Investidas

A análise cruzada das perspectivas dos gestores e dos empreendedores investidos oferece uma camada adicional de profundidade à compreensão do processo de investimento de impacto no Brasil. Ao contrastar as visões de quem aloca o capital com as de quem o recebe e o aplica, emergem temas recorrentes que confirmam certas práticas, mas também revelam nuances e diferentes ênfases sobre a dinâmica da parceria. Esta seção explora essas convergências e divergências, focando em como aspectos-chave do processo, como a diligência, o suporte pós-investimento e a mensuração de impacto, são vivenciados e percebidos por ambas as partes.

1. Diligência: Confirmação da Prioridade na Intencionalidade e Alinhamento

Um ponto de forte convergência entre gestores e empreendedores reside na percepção sobre a natureza da diligência no investimento de impacto. As narrativas dos fundadores corroboram consistentemente a afirmação das gestoras de que a análise da intencionalidade da equipe empreendedora e o alinhamento de propósito são critérios preponderantes, especialmente em estágios iniciais. A Investida 1 destacou o foco na autenticidade da missão em detrimento de métricas financeiras precoces. A Investida 3 descreveu a busca pela Gestora 3 como uma escolha deliberada por um "guardião da missão", validando o rigor filosófico da gestora. A Investida 2 ressaltou o papel da Gestora 2 como "âncora" na validação técnica e de impacto da tese. Essa convergência sugere que, na prática, a diligência de impacto transcende a análise puramente quantitativa, incorporando uma avaliação profunda do capital humano e da congruência de valores, percebida e valorizada por ambos os lados como fundamental para estabelecer a base da parceria.

2. Gestão Pós-Investimento: O Valor do "*Smart Money*" e as Nuances do Suporte

As perspectivas sobre a gestão pós-investimento também apresentam um alto grau de alinhamento, validando a tese do "*smart money*" como um diferencial crucial dos fundos de impacto. Todos os empreendedores entrevistados confirmaram a postura *hands-on* de seus investidores e o valor do suporte não-financeiro. A Investida 1 ressaltou o papel da gestora como "aliada" na defesa da missão dentro do conselho. A Investida 3 enfatizou a importância do apoio na estruturação interna ("colocar a casa em ordem"). A Investida 2 destacou o valor da diversidade de olhares no conselho, com a Gestora 2 "puxando" a pauta de impacto. Contudo, as narrativas dos empreendedores também introduzem nuances importantes. O fundador do Investida 3, por exemplo, observou que o suporte da Gestora 3, em sua experiência, foi mais focado na capacitação interna do que na abertura de portas comerciais. O cofundador da Investida 2 apontou o desafio de alinhar expectativas sobre KPIs de impacto baseados em estimativas em um negócio de P&D. Essas nuances não contradizem a visão das gestoras, mas a complementam, mostrando que a percepção sobre a natureza e o foco do suporte pode variar, e que a comunicação clara sobre o escopo do "*smart money*" é essencial.

3. Mensuração de Impacto: Processo Colaborativo com Liderança Técnica da Gestora

A dinâmica da definição e mensuração de impacto emergiu como um processo eminentemente colaborativo, mas com uma clara liderança técnica por parte das gestoras. Tanto a Investida 1 quanto a Investida 2 descreveram a definição dos KPIs como uma

"construção conjunta", mas ressaltaram que foram as gestoras que introduziram a metodologia, o rigor e a formalização do processo. No caso da Investida 3, embora não detalhado explicitamente na entrevista, a própria estrutura de dívida, cujo repagamento depende da escala operacional (que gera o impacto), força um alinhamento intrínseco. A percepção geral dos empreendedores é que o esforço de mensuração, embora trabalhoso, não é visto como um fardo imposto, mas como "parte do processo" (Investida 1) ou como algo que agrega valor ao dar "mais cor" às métricas (Investida 2). Isso sugere que as gestoras têm sido bem-sucedidas em comunicar o valor estratégico da mensuração e em implementá-la de forma participativa, aportando um conhecimento técnico especializado de (IMM) que as investidas reconhecem e valorizam.

4. A Natureza da Parceria: Autenticidade, Confiança e Relação de Longo Prazo

Um tema transversal que permeia as entrevistas com os empreendedores foi a importância da autenticidade e da confiança na relação com o investidor de impacto. As recomendações para que outros fundadores "escolham bem seus investidores" (Investida 1, Investida 3) e a valorização da diversidade de olhares (Investida 2) indicam que a escolha do parceiro de capital transcende os termos financeiros. A percepção de que o investidor é um "aliado" (Investida 1) ou um "guardião da missão" (Investida 3) reforça a ideia de que a relação no investimento de impacto assume contornos de uma parceria estratégica de longo prazo, baseada em valores compartilhados. A simetria na diligência, onde o empreendedor também avalia a autenticidade do investidor, parece ser um fator crucial para o sucesso e a saúde dessa parceria. A convergência entre as visões sobre a importância do alinhamento de longo prazo sugere que, nos casos estudados, a relação entre gestora e investida tem sido construída sobre bases sólidas de confiança mútua.

Em suma, a análise comparativa das perspectivas de gestores e empreendedores revela um notável e robusto grau de alinhamento e validação mútua. Os pontos centrais descritos pelas gestoras em seus processos foram consistentemente corroborados pelas narrativas das empresas investidas, indicando uma alta coerência entre o discurso e a prática dos fundos analisados. A ênfase das gestoras na diligência focada na intencionalidade e no alinhamento filosófico foi confirmada pelos empreendedores como um fator decisivo e de proteção da missão. Similarmente, a promessa de suporte pós-investimento *hands-on* foi validada como uma entrega de valor estratégico fundamental, seja atuando como um "aliado" na governança

(caso Gestora 1/Investida 1), como uma "âncora" de validação técnica (caso Gestora 2/Investida 2) ou como um "co-construtor" focado na estruturação interna (caso Gestora 3/Investida 3). As nuances e diferentes ênfases trazidas pelos empreendedores não indicam, portanto, desalinhamentos ou conflitos, mas sim enriquecem a compreensão de como as diferentes filosofias e modelos de investimento (*equity* generalista, *equity* temático, dívida) se traduzem em experiências práticas distintas de parceria. A dinâmica da mensuração de impacto, descrita como um processo colaborativo, mas com liderança técnica da gestora, também foi validada como uma prática de gestão integrada e não como um fardo burocrático. Conclui-se que, nos casos estudados, a relação entre investidor e investida transcende o contrato financeiro, consolidando-se como uma parceria estratégica de longo prazo, fundamentada em confiança e em um alinhamento autêntico de valores e missão, validando, em grande medida, as práticas e os discursos dos fundos estudados.

5.3. Diálogo com o Modelo Internacional: O Cenário Brasileiro em Perspectiva

A análise comparativa dos casos empíricos brasileiros, quando situada em diálogo com o *framework* analítico proposto por Borrello, Bengo e Moran (2023), permite contextualizar as práticas de investimento de impacto observadas no Brasil em relação a ecossistemas internacionais que apresentam diferentes graus de maturidade e perfis operacionais distintos. O estudo de referência, ao contrastar as abordagens na Itália, caracterizada por uma predominância da filosofia "*impact-first*", maior aversão ao risco financeiro e preferência por instrumentos de dívida, com as da Austrália, descrita como mais conservadora, orientada pelo "*finance-first*" e focada em *equity*, oferece um espelho valioso para examinar as especificidades do cenário nacional.

1. Origem do Investimento (*Deal Sourcing*)

As estratégias de originação de negócios documentadas nos casos brasileiros, uma combinação pragmática de prospecção ativa (*outbound*), informada pela tese de investimento de cada gestora, e recepção de oportunidades *inbound*, alavancada pela reputação e pelo *networking*, alinham-se amplamente com as práticas descritas por Borrello, Bengo e Moran (2023) para ambos os contextos internacionais. A importância do capital social acumulado e da presença ativa no ecossistema parece ser um fator universal na geração de *deal flow* qualificado, indicando uma similaridade fundamental nos mecanismos de mercado. Ademais, a existência de canais proprietários, como a aceleradora da Gestora 3, encontra paralelo na

descrição de intermediários e programas de fomento nos modelos italiano e australiano, sugerindo a incorporação de mecanismos sofisticados de desenvolvimento de *pipeline* também no Brasil. Nesse sentido, as práticas brasileiras de *sourcing* parecem refletir um estágio de profissionalização comparável ao de outros mercados, utilizando um leque diversificado e complementar de estratégias para construir e qualificar seu funil de oportunidades de investimento.

2. Triagem e Diligência (*Screening & Due Diligence*)

A estrutura analítica observada no Brasil, consistentemente baseada no tripé equipe-negócio-impacto, é congruente com as dimensões de análise identificadas por Borrello, Bengo e Moran (2023). A ênfase unânime na intencionalidade e na qualidade da equipe empreendedora como critério primordial, validada de forma robusta pelas perspectivas das investidas, ecoa a centralidade dada à avaliação do time nos modelos internacionais, confirmando-a como uma prática fundamental na mitigação de riscos particulares ao setor, especialmente o de *mission drift*. Contudo, é na dimensão filosófica e nos critérios financeiros que o cenário brasileiro demonstra sua maior particularidade e complexidade. Diferentemente da dicotomia mais marcada entre Itália (*impact-first*) e Austrália (*finance-first*) sugerida no artigo, o Brasil apresenta uma coexistência proeminente e aparentemente equilibrada de diferentes abordagens filosóficas. A Gestora 2 exemplifica uma tese explicitamente alinhada ao *finance-first* (similar à Austrália), buscando retornos de mercado sem concessões financeiras em nome do impacto. A Gestora 3, com seu foco na autossuficiência do negócio e na não-distribuição de dividendos pela investida, aproxima-se conceitualmente do *impact-first* italiano, embora seu fundo ainda gere retorno financeiro (concessionário) para os cotistas. A Gestora 1, por sua vez, posiciona-se na busca ativa pela intersecção, desafiando o *trade-off* e operando de forma agnóstica a setores, representando uma posição intermediária ou integradora que busca validar a tese de sinergia entre impacto e retorno. Essa heterogeneidade filosófica pode ser interpretada como um reflexo de um ecossistema ainda em fase de consolidação e maturação, onde diferentes modelos de investimento de impacto coexistem, competem por capital e por validação empírica, talvez de forma mais acentuada do que nos países analisados por Borrello, Bengo e Moran (2023).

3. Estruturação do Acordo (*Deal Structuring*)

A diversidade de abordagens filosóficas no Brasil se reflete diretamente na pluralidade de instrumentos financeiros utilizados na estruturação dos acordos. A predominância de instrumentos de *equity* nas operações da Gestora 1 e da Gestora 2 alinha parte significativa do mercado brasileiro às práticas do *Venture Capital* tradicional e, conseqüentemente, ao cenário australiano descrito por Borrello, Bengo e Moran (2023). Por outro lado, o uso exclusivo de dívida pela Gestora 3, operacionalizado via FIDC, aproxima este caso específico do modelo italiano, onde instrumentos de dívida e quase-*equity* são reportados como mais comuns, especialmente em abordagens *impact-first* que priorizam a preservação do controle pelos fundadores. O Brasil, portanto, não parece seguir um padrão único ou hegemônico quanto aos instrumentos financeiros, apresentando ambos os paradigmas, *equity* e dívida, de forma relevante e institucionalizada no espectro do impacto. Um ponto de forte convergência com ambos os modelos internacionais, no entanto, é a prática universal, observada nos três casos brasileiros e validada pelas investidas, de buscar participação ativa na governança (e.g., assento no conselho). Isso confirma a percepção, tanto no Brasil quanto no exterior, de que a governança ativa é um mecanismo essencial não apenas para o monitoramento e a mitigação de riscos, mas fundamentalmente para a agregação de valor estratégico (o "*smart money*") e para a salvaguarda da missão de impacto ao longo do ciclo de investimento, independentemente do instrumento financeiro utilizado.

4. Gestão Pós-Investimento

A adoção generalizada de uma postura *hands-on* e a oferta de "*smart money*" (suporte não-financeiro estratégico) pelas gestoras brasileiras, confirmada e explicitamente valorizada pelas investidas, demonstra um forte alinhamento com as práticas descritas como essenciais no investimento de impacto internacional por Borrello, Bengo e Moran (2023). O foco do suporte, abrangendo desde a estruturação interna e planejamento financeiro até o apoio em estratégia, governança, captação futura e gestão de impacto (IMM), também encontra paralelos robustos nos contextos italiano e australiano, sugerindo a consolidação de um padrão global de agregação de valor por parte dos investidores de impacto. A perspectiva das investidas brasileiras, que frequentemente descrevem o investidor como "aliado" ou "guardião da missão", reforça a dimensão relacional e de confiança mútua destacada no estudo internacional como um diferencial qualitativo do investimento de impacto em relação ao capital puramente financeiro. A construção colaborativa da mensuração de impacto, com liderança técnica da gestora, mas com participação ativa e engajamento da investida, parece

ser uma prática bem estabelecida e funcional nos casos brasileiros, alinhada às tendências globais de profissionalização do IMM e percebida como um valor agregado significativo pelos empreendedores, que veem a gestora como uma parceira na sofisticação dessa área crucial para a gestão e comunicação do negócio.

5. Estratégia de Saída (*Exit*)

As estratégias de desinvestimento novamente espelham a diversidade de modelos operacionais no Brasil. A Gestora 1 e a Gestora 2 seguem a lógica temporal e instrumental do *Venture Capital* tradicional (*M&A*, venda secundária para *private equity*), alinhando-se ao modelo australiano e à busca por retornos financeiros competitivos que validem a tese de investimento perante seus próprios cotistas. A preocupação explícita com a preservação da missão de impacto durante o processo de desinvestimento, mencionada por ambas as gestoras brasileiras, ecoa um tema de crescente relevância no debate internacional sobre mecanismos de *mission lock* e a responsabilidade fiduciária estendida do investidor de impacto, indicando uma sofisticação na abordagem que vai além da mera maximização do valor financeiro da saída. A Gestora 3, com sua saída via amortização completa da dívida, representa um paradigma distinto, mais alinhado à lógica de viabilização da autossuficiência de longo prazo do negócio social. Embora Borrello, Bengo e Moran (2023) não detalhem especificamente saídas via repagamento de dívida no caso italiano, essa lógica se aproxima conceitualmente das abordagens *impact-first* focadas na sustentabilidade e resiliência da organização investida, em vez da otimização do valor de saída para o investidor. A coexistência dessas diferentes lógicas de saída no Brasil reforça a heterogeneidade do ecossistema e a disponibilidade de opções para diferentes perfis de negócios e fundadores.

O diálogo entre os achados empíricos no Brasil e o modelo internacional de Borrello, Bengo e Moran (2023) sugere que o ecossistema brasileiro de investimento de impacto, embora tenha incorporado e profissionalizado muitas das práticas operacionais internacionais consolidadas (diligência focada na equipe, suporte *hands-on*, governança ativa, profissionalização do IMM), apresenta uma configuração particular marcada pela acentuada heterogeneidade de modelos filosóficos e instrumentais coexistindo. O Brasil não se encaixa nitidamente na dicotomia *impact-first* (Itália) vs. *finance-first* (Austrália), nem demonstra uma preferência clara por *equity* ou dívida como instrumento predominante. Parte dessa diversidade pode ser atribuída à presença de atores com origens e metodologias distintas,

como é o caso da Gestora 3. Sendo uma gestora com base conceitual e operacional importada, fundamentada nos princípios específicos do Negócio Social desenvolvidos pelo Professor Yunus, sua prática (foco em dívida e não-distribuição de dividendos pela investida) naturalmente diverge dos modelos mais alinhados ao *Venture Capital* (Gestora 1 e Gestora 2), contribuindo significativamente para a heterogeneidade observada. Essa coexistência de modelos, alguns nativos ou adaptados localmente, outros importados, pode ser interpretada, conforme sua visão, como um reflexo de um ecossistema ainda em fase de consolidação e maturação, onde diferentes abordagens competem por espaço e validação, talvez indicando uma menor institucionalização de práticas dominantes em comparação com mercados mais estabelecidos. Contudo, essa mesma diversidade, mais do que uma simples etapa intermediária, pode constituir uma potencial riqueza do mercado nacional, indicando sua capacidade de oferecer diferentes tipos de capital e abordagens de parceria para um espectro variado de negócios e teses de impacto. A forte validação das práticas das gestoras pelas empresas investidas, observada nos casos estudados, sugere um grau considerável de alinhamento, profissionalismo e maturidade nas relações estabelecidas, indicando que, apesar da heterogeneidade de modelos, as parcerias têm sido construídas sobre bases sólidas de confiança e valor compartilhado, um presságio positivo para a contínua evolução e sofisticação do setor no país. Um quadro comparativo entre os três cenários é apresentado na tabela 5.

Tabela 5 - Quadro Comparativo dos Processos de Investimento de Impacto: Itália, Austrália e Brasil

Etapa do Processo	Cenário Italiano	Cenário Australiano	Cenário Brasileiro
Filosofia Geral	Predominantemente " <i>Impact-First</i> ". Foco na sustentabilidade social e aversão ao risco financeiro.	Predominantemente " <i>Finance-First</i> ". Conservador, orientado ao lucro e focado no risco financeiro.	Heterogêneo: Coexistência de modelos " <i>Finance-First</i> " (Gestora 2), " <i>Impact-First</i> " (Gestora 3) e "Integrado/Agnóstico" (Gestora 1).
Origem (<i>Sourcing</i>)	Foco em redes locais e intermediários (cooperativas, fundações, setor público).	<i>Networking</i> formal, canais de VC tradicionais e reputação.	Híbrido: <i>Networking</i> e reputação (Gestora 1, 2) e canais proprietários (Aceleradora da Gestora 3).

			Alinhado com ambos os modelos.
Triagem e Diligência (Screening & Due Diligence)	Foco principal na equipe, valores, e viabilidade da missão de impacto. Análise financeira focada na sustentabilidade (não-perda).	Foco principal no risco financeiro, escalabilidade do negócio e <i>track record</i> dos fundadores.	Híbrido: Forte convergência na ênfase da intencionalidade e equipe (todas as gestoras). Modelos " <i>Finance-First</i> " (Gestora 2) coexistem com " <i>Impact-First</i> " (Gestora 3).
Estruturação do Acordo (Deal Structuring)	Predominância de Dívida e <i>Quasi-Equity</i> . Aversão ao <i>equity</i> para preservar o controle da investida.	Predominância de <i>Equity</i> . Alinhado com as práticas de <i>Venture Capital</i> tradicional.	Híbrido: Presença relevante de ambos os modelos: <i>Equity</i> (Gestora 1, Gestora 2) e Dívida (Gestora 3). Convergência na busca por governança ativa.
Pós-Investimento	Suporte <i>hands-on</i> focado na sustentabilidade e gestão do impacto (IMM).	Suporte <i>hands-on</i> focado na estratégia de negócio, finanças e preparação para a saída.	Forte convergência: Universalmente <i>hands-on</i> , focado em estratégia, governança e IMM. Validado pelas investidas como "aliado" ou "co-construtor".
Saída (Exit)	Foco na sustentabilidade de longo prazo da organização. Saída muitas vezes não é o objetivo principal; repagamento da dívida.	Foco claro no desinvestimento (<i>M&A</i> , Secundária) para maximizar o retorno financeiro.	Híbrido: Lógicas de <i>Venture Capital</i> (Gestora 1, 2) com preocupação de <i>mission lock</i> , coexistem com lógicas de amortização de dívida (Gestora 3).

Fonte: Elaborado pelo autor baseado em Borrello, Bengo e Moran (2023) e nas entrevistas realizadas.

6. CONCLUSÕES E CONTRIBUIÇÕES

Este trabalho analisou como os fundos de investimento de impacto no Brasil estruturam seus processos de investimento, aplicando ao contexto nacional o modelo de cinco etapas proposto por Borrello, Bengo e Moran (2023). A pesquisa empírica foi conduzida com três gestoras brasileiras e três organizações investidas.

A triangulação entre perspectivas de gestoras e investidas evidenciou convergência robusta em dimensões críticas do processo de investimento. As investidas validaram consistentemente a importância atribuída pelas gestoras à intencionalidade genuína dos fundadores como critério eliminatório durante triagem e *due diligence*. A Investida 1 descreveu esse foco como diferencial essencial do investimento de impacto versus capital tradicional, ressaltando que a qualidade do suporte oferecido pela gestora, incluindo suporte estratégico, recrutamento e conexões, transcendeu a função de mero provedor de capital. Além disso, as investidas introduziram ênfase em elementos que transcendem processos e *frameworks*: qualidade relacional genuína, flexibilidade em momentos críticos, alinhamento autêntico de valores. Essas nuances sugerem que a qualidade de uma parceria depende tanto de estruturas formais (governança, métricas, instrumentos) quanto de elementos relacionais autênticos.

Já o ecossistema brasileiro de investimento de impacto como um todo caracteriza-se primariamente por heterogeneidade filosófica notável combinada com convergência em práticas operacionais fundamentais. Contrastando com a polarização entre Itália (predominantemente *impact-first*) e Austrália (predominantemente *finance-first*) descrita por Borrello, Bengo e Moran (2023), o Brasil apresenta pluralidade que reflete etapa de experimentação e maturação do ecossistema. Essa heterogeneidade não é indicador de confusão conceitual, mas indica vitalidade de um campo que comporta múltiplas estratégias legítimas. A literatura sobre difusão de inovações (ROGERS, 2003) identifica que campos emergentes atravessam períodos de experimentação antes de consolidar práticas dominantes, sugerindo que a diversidade brasileira marca desenvolvimento, não fragilidade.

Não obstante essa diversidade filosófica, identificou-se convergência substantiva em práticas operacionais-chave. A priorização absoluta da intencionalidade genuína dos fundadores emerge universalmente como critério eliminatório não-negociável. A postura *hands-on* com oferta de *smart money* significativo (capital não-financeiro em governança,

estratégia, recrutamento, gestão de impacto) caracteriza todas as gestoras, diferenciando o investimento de impacto profissional do capital passivo tradicional. A mensuração estruturada de impacto mediante Teoria da Mudança, KPIs específicos e monitoramento contínuo consolidou-se como prática universal. Essa convergência em boas práticas fundamentais sugere consolidação de padrão profissional reconhecível no investimento de impacto brasileiro, validando a viabilidade econômica e operacional do campo como atividade de investimento legítima.

6.1. Recomendações para o Ecossistema de Impacto Brasileiro

Os achados desta pesquisa sugerem direções específicas para avanço do ecossistema brasileiro. Oferecendo *benchmarking* comparativo entre modelos de impacto operando no Brasil e referências internacionais, identificando desafios comuns (*deal flow* qualificado em *early-stage*, mensuração de impacto operacionalmente viável, estratégias de saída com preservação de missão) e soluções adotadas por pares. As narrativas das investidas oferecem perspectiva valiosa sobre experiência vivida de parceria e elementos críticos que diferenciam investidores genuinamente comprometidos de atores que utilizam "impacto" como marketing. Empreendedores ganham clareza sobre critérios de avaliação (autenticidade de intencionalidade, capacidade de articular Teoria da Mudança, sistemas básicos de mensuração de impacto) e importância crítica de devido diligência invertida dos investidores, escolhendo parceiros alinhados filosoficamente. Investidores tradicionais ganham desmistificação: o investimento de impacto profissional opera com rigor comparável ao *Venture Capital* (*due diligence* estruturada, governança ativa, monitoramento contínuo) e objetivos financeiros e sociais não são necessariamente antagônicos, particularmente no espectro *finance-first* brasileiro.

6.2. Limitações do Estudo e Sugestões para Pesquisas Futuras

Esta pesquisa apresenta limitações metodológicas que demandam reconhecimento explícito. A amostra de três gestoras e três investidas, embora selecionada intencionalmente por heterogeneidade, não representa estatisticamente o ecossistema brasileiro completo. Gestoras em estágios iniciais, *family offices* operando como gestoras de fato, investidores anjo estruturados e programas comunitários não foram capturados. As entrevistas ocorreram em 2025, refletindo o estado específico do ecossistema nesse período; mudanças regulatórias, crises econômicas ou evoluções aceleradas alterarão as práticas descritas. A seleção

intencional de gestoras consolidadas e investidas relativamente bem-sucedidas significa que o estudo captura espaço de inovação bem-sucedida, não experiências de fundos que falharam, negócios que não receberam investimento ou desinvestimentos forçados.

Essas limitações abrem espaço para uma agenda rica de pesquisa futura. Expansão amostral replicando a análise com amplitude ampliada incluindo gestoras em estágios iniciais, *family offices*, investidores anjo, gestoras especializadas por setor, complementada com pesquisas quantitativas, permitiria validação de padrões qualitativos identificados e inclusão de atores ainda pouco estudados.

O investimento de impacto no Brasil demonstrou, através desta pesquisa, não ser fenômeno marginal ou experimental. A profissionalização de atores operando com rigor metodológico comparável a *venture capital* tradicional, convergência robusta em boas práticas fundamentais e documentação de viabilidade econômica validam o campo como atividade de investimento legítima. O Brasil possui oportunidades particulares para liderança institucional (sua escala continental, desigualdades massivas, megadiversidade biológica, papel climático global) mas realizá-las exigirá avanços coordenados em toda infraestrutura do ecossistema. A consolidação do investimento de impacto como campo robusto de prática e pesquisa no Brasil dependerá da construção contínua de evidências empíricas que orientem decisões de gestores, investidores, empreendedores e formuladores de políticas, em benefício tanto de retornos financeiros robustos quanto de transformação social e ambiental substantiva.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGRAWAL, A.; HOCKERTS, K. **Impact investing: review and research agenda**. Journal of Small Business and Entrepreneurship, v. 33, n. 2, p. 153–181, 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/08276331.2018.1551457>. Acesso em: 11 maio 2025.

AGRAWAL, A.; JESPERSEN, K. **How do impact investors evaluate an investee social enterprise? A framework of impact investing process**. Journal of Entrepreneurship in Emerging Economies, v. 16, n. 4, p. 999–1022, 2024. Disponível em: <https://doi.org/10.1108/JEEE-04-2022-0129>. Acesso em: 11 maio 2025.

ANDE (ASPEN NETWORK OF DEVELOPMENT ENTREPRENEURS). **About ANDE**. [S.l.: s.n.], [s.d.]. Disponível em: <https://andeglobal.org/about/>. Acesso em: 11 maio 2025.

ANDE (ASPEN NETWORK OF DEVELOPMENT ENTREPRENEURS). **Investimento de impacto na América Latina: tendências 2020–2021**. Aspen Network of Development Entrepreneurs (ANDE), mar. 2023a. Disponível em: <https://andeglobal.org/publication/investimento-de-impacto-na-america-latina-tendencias-2020-2021/>. Acesso em: 11 maio 2025.

ANDE (ASPEN NETWORK OF DEVELOPMENT ENTREPRENEURS). **Investimentos de Impacto no Brasil 2021**. Aspen Network of Development Entrepreneurs (ANDE), mar. 2023a. Disponível em: <https://andeglobal.org/wp-content/uploads/2023/05/Investimentos-de-Impacto-no-Brasil-2021.pdf>. Acesso em: 4 nov. 2025.

ANDE (ASPEN NETWORK OF DEVELOPMENT ENTREPRENEURS). **Panorama do setor de investimento de impacto no Brasil: resultados de mercado 2016 & 2017**. Aspen Network of Development Entrepreneurs (ANDE); Latin American Private Equity & Venture Capital Association (LAVCA), 2018. Disponível em: <https://www.gov.br/mdic/pt-br/assuntos/enimpacto/negocios-de-impacto/investimento-de-impacto-no-brasil/arquivos/RelatrioANDE2018.pdf>. Acesso em: 11 maio 2025.

ANDE (ASPEN NETWORK OF DEVELOPMENT ENTREPRENEURS). **Panorama do setor de investimento de impacto na América Latina: resultados de mercado 2014–2015**. Aspen Network of Development Entrepreneurs (ANDE); Latin American Private Equity & Venture Capital Association (LAVCA), 2016. Disponível em: <https://andeglobal.org/publication/panorama-do-setor-de-investimento-de-impacto-na-america-latina-resultados-de-mercado-2014-2015/>. Acesso em: 11 maio 2025.

ANJOS, L. C. dos. **Modelo de avaliação do impacto socioambiental de empresas sociais no portfólio de fundos de investimento de impacto no Brasil**. 2017. 101 f. Trabalho de Formatura (Engenharia de Produção) – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017.

BAIN & COMPANY. **Global Private Markets Report 2024**. Bain & Company, 2024. Disponível em: <https://www.bain.com/insights/topics/global-private-equity-report/>. Acesso em: 14 nov. 2025.

BARDIN, LAURENCE. **ANÁLISE DE CONTEÚDO**. 2016. Análise de conteúdo / Laurence Bardin; tradução Luís Antero Reto, Augusto Pinheiro.-- São Paulo: Edições 70, 2016.

BORRELLO, A.; BENGIO, I.; MORAN, M. **How impact investing funds invest in social-purpose organizations: a cross-country comparison**. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, v. 31, n. 2, p. 879–894, 2024. Disponível em: <https://doi.org/10.1002/csr.2605>. Acesso em: 11 maio 2025.

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. Disponível em: http://www.mitpressjournals.org/doi/pdf/10.1162/INOV_a_00077. Acesso em: 11 maio 2025.

CLARK, C.; ROSENZWEIG, W.; LONG, D.; OLSEN, S. **Double bottom line project report: Assessing social impact in double bottom line ventures**. Berkeley: Center for Responsible Business, University of California, 2004.

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

EISENHARDT, Kathleen M. **Building Theories from Case Study Research**. *The Academy of Management Review*, Oct., 1989, Vol. 14, No. 4 (Oct., 1989), pp. 532-550. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/258557>. Acesso em: 4 nov. 2025.

EISENHARDT, Kathleen M.; Graebner, Melissa E. **Theory Building from Cases: Opportunities and Challenges**. *The Academy of Management Journal*, Vol. 50, No. 1 (Feb., 2007), pp. 25-32. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/20159839>. Acesso em: 4 nov. 2025.

FERNANDES, E. da S.; GROCHAU, I. H.; TEN CATEN, C. S. **Impact investing: determinants of external financing of social enterprises in Brazil**. *Sustainability*, v. 15, n. 11, 11935, 2023. Disponível em: <https://doi.org/10.3390/su151511935>. Acesso em: 11 maio 2025.

GEHMAN, JOEL; GLASER, VERN; EISENHARDT, KATHLEEN; GIOIA, DENNIS; LANGLEY, ANN & CORLEY, KEVIN. (2018). **Finding Theory-Method Fit: A Comparison of Three Qualitative Approaches to Theory Building**. *Journal of Management Inquiry*. 27. 284-300. 10.1177/1056492617706029. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/315380923_Finding_Theory-Method_Fit_A_Comparison_of_Three_Qualitative_Approaches_to_Theory_Building. Acesso em: 4 nov. 2025.

GIIN (GLOBAL IMPACT INVESTING NETWORK). **About the GIIN**. [S.l.: s.n.], [s.d.]. Disponível em: <https://thegiin.org/about/>. Acesso em: 11 maio 2025.

GIIN (GLOBAL IMPACT INVESTING NETWORK). **Data, Directions, Decisions: The State of Impact Data Measurement and Management 2025**. New York: GIIN, 2025. Disponível em: <https://thegiin.org>. Acesso em: 5 out. 2025.

GIIN (GLOBAL IMPACT INVESTING NETWORK). **IRIS+ AND THE FIVE DIMENSIONS OF IMPACT**. New York: GIIN, 2019. Disponível em: https://s3.amazonaws.com/giin-web-assets/iris/assets/files/guidance/IRIS-five-dimensions_June-2020. Acesso em: 4 nov. 2025.

GIIN (GLOBAL IMPACT INVESTING NETWORK). **Sizing the impact investing market 2024**. New York: Global Impact Investing Network, 2024. Disponível em: <https://thegiin.org/publication/research/sizing-the-impact-investing-market-2024/>. Acesso em: 11 maio 2025.

GODOI, C. K.; BANDEIRA-DE-MELLO, R.; SILVA, A. B.. **Pesquisa qualitativa em estudos organizacionais: paradigmas, estratégias e métodos**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

GONÇALVES, C. E. A. **Negócios sociais e investimento de impacto: um estudo sobre as percepções dos atores do ecossistema**. 2017. 230 f. Dissertação (Mestrado em Empreendedorismo) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.11606/D.12.2017.tde-10112017-120551>. Acesso em: 11 maio 2025.

ICE (INSTITUTO DE CIDADANIA EMPRESARIAL). **Panorama do campo de investimento e negócios de impacto no Brasil**. 2021. Disponível em: <https://ice.org.br/wp-content/uploads/2023/06/negocios-de-impacto-ebook-ice-v07.pdf>. Acesso em: 11 maio 2025.

INSTITUTO ARAPYAUÍ. **Soluções em Clima e Natureza do Brasil**. 2025. Disponível em: https://arapyau.org.br/wp-content/uploads/2025/06/Solucoes_CLIMANATUREZA_PT_AF_WEB-1_compressed.pdf. Acesso em: 4 nov. 2025.

IZZO, D.; RIBEIRO, G. **Resposta a “Carta do Gestor” da Spectra Investimentos**. LinkedIn, 2025. Disponível em: <https://www.linkedin.com/feed/update/urn:li:activity:7320770972213518336/>. Acesso em: 11 nov. 2025.

MAAS, K.; LIKET, K. Talk the walk: Measuring the impact of strategic philanthropy. **Journal of Business Ethics**, v. 100, n. 3, p. 445-464, 2011.

MOORE, J. F. **The death of competition: leadership and strategy in the age of business ecosystems**. [S.l.: s.n.], 1996. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/31744644>. Acesso em: 11 maio 2025.

ROCKEFELLER FOUNDATION. **About Us**. [S.l.: s.n.], [s.d.]. Disponível em: <https://www.rockefellerfoundation.org/about-us/>. Acesso em: 11 maio 2025.

ROCKEFELLER FOUNDATION. **Accelerating impact: achievements, challenges and what’s next in building the impact investing industry**. New York: E. T. Jackson and Associates Ltd., jul. 2012. Disponível em:

<https://www.rockefellerfoundation.org/wp-content/uploads/Accelerating-Impact-Full-Summary.pdf>. Acesso em: 11 maio 2025.

ROGERS, E. M. **Diffusion of Innovations**. 5th ed. New York: Free Press, 2003.
SPECTRA INVESTIMENTOS. **Carta do Gestor 2025**. 2025. Disponível em: https://spectrainvest.com/carta_do_gestor/carta-do-gestor-2025/. Acesso em: 11 nov. 2025.

TAPLIN, D. H.; CLARK, H.; COLLINS, E.; COLBY, D. C. **Theory of Change Technical Papers**: A series of papers to support development of theories of change based on practice in the field. New York: ActKnowledge, 2013.

THORSTENSEN, V.; MATHIAS, M. I. da C. **A OCDE e o investimento verde**. In: THORSTENSEN, V.; MOTA, C. R. (org.). **OCDE: sustentabilidade e crescimento verde**. São Paulo: Centro de Estudos do Comércio Global e Investimentos; VT Assessoria Consultoria e Treinamento, 2022. cap. 12, p. 593–611.

TOWNSEND, B. **From SRI to ESG: the origins of socially responsible and sustainable investing**. *The Journal of Impact and ESG Investing*, v. 1, n. 1, p. 1–6, 2020.

UNITED NATIONS. **Financing for Sustainable Development Report 2024**. Inter-agency Task Force on Financing for Development, United Nations, New York, 2024. Disponível em: <https://developmentfinance.un.org/fsdr2024>. Acesso em: 14 nov. 2025.

YIN, ROBERT K. **Estudo de caso: planejamento e métodos** / Robert K. Yin; trad. Daniel Grassi - 2.ed. - Porto Alegre: Bookman, 2001.

YUNUS, MUHAMMAD. **O banqueiro dos pobres: a revolução do microcrédito e o combate à pobreza no mundo**. São Paulo: Ática, 2000.

YUNUS, MUHAMMAD. **Um mundo sem pobreza: a empresa social e o futuro do capitalismo**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

YUNUS, MUHAMMAD. **Building Social Business: The New Kind of Capitalism that Serves Humanity's Most Pressing Needs**. New York: PublicAffairs, 2010.

APÊNDICE - QUESTIONÁRIO DAS ENTREVISTAS

A. Entrevista com Gestores de Fundos

01. Poderia descrever brevemente a tese de investimento do seu fundo (foco, setores, perfil de retorno e impacto)?
02. De forma geral, como funciona o processo de investimento de vocês, desde a prospecção de um negócio até a aprovação final?
03. Na etapa de análise, como vocês avaliam especificamente a intencionalidade e o potencial de mensuração do impacto social ou ambiental?
04. Ao estruturar o acordo, como o fundo equilibra as metas de retorno financeiro com as metas de impacto?
05. Qual a filosofia do fundo? Vocês se consideram "*impact-first*", dispostos a aceitar retornos abaixo do mercado, ou "*finance-first*"?
06. Além do capital, qual é o principal suporte não-financeiro que vocês oferecem às empresas do portfólio?
07. Como o fundo monitora e mede o impacto gerado pelas investidas ao longo do tempo?
08. Como a estratégia de saída (exit) é planejada e quais os mecanismos para tentar preservar a missão da empresa após a saída do fundo?
09. Na sua visão, qual é o maior desafio ou gargalo para o ecossistema de investimento de impacto no Brasil hoje?
10. Há algum outro ponto que considera crucial sobre seu processo de investimento e que não abordamos?

B. Entrevista com Organizações Investidas

01. Poderia descrever brevemente a missão da sua organização e como conheceram o fundo que investiu em vocês?
02. Como foi, do seu ponto de vista, o processo de análise (diligência) do fundo? Quais foram os pontos de maior foco deles?

03. Na negociação do acordo, como foi a definição das metas de impacto e das metas financeiras? Foi um processo colaborativo?
04. Após o investimento, como tem sido a relação com o fundo? Qual o nível de envolvimento deles na gestão?
05. Além do dinheiro, qual foi o suporte não-financeiro mais valioso que sua organização recebeu do fundo?
06. Como é a rotina de monitoramento e relato de impacto exigida pelo fundo?
07. Já houve conversas sobre a futura estratégia de saída do fundo? Quais são suas expectativas?
08. Olhando para trás, qual foi o maior desafio e o maior benefício de ter um investidor de impacto?
09. Que conselho você daria para outro empreendedor de impacto que está buscando investimento?
10. Há algum outro aspecto da sua experiência com o fundo que gostaria de destacar? Faria alguma coisa diferente? Se sim, o que?