

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E ATUÁRIA
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE MESTRADO PROFISSIONAL EM EMPREENDEDORISMO

Ruddy Augusto Anyosa Vasquez

Investimentos em Negócios de Impacto: identificação e análise dos riscos corporativos

São Paulo

2023

FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E ATUÁRIA

Ruddy Augusto Anyosa Vasquez

Investimentos em Negócios de Impacto: identificação e análise dos riscos corporativos

Orientador: Prof. Dr. Fábio Lotti Oliva

São Paulo

2023

Prof. Dr. Carlos Gilberto Carlotti Júnior
Reitor da Universidade de São Paulo

Profa. Dra. Maria Dolores Montoya Dias
Diretora da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária

Prof. Dr. João Maurício Gama Boaventura
Chefe do Departamento de Administração

Profa. Dra. Graziella Maria Comini
Coordenadora do Programa de Mestrado Profissional em Empreendedorismo

RUDDY AUGUSTO ANYOSA VASQUEZ

Investimentos em Negócios de Impacto: identificação e análise dos riscos corporativos

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Mestrado Profissional em Empreendedorismo do Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências.

Orientador: Prof. Dr. Fábio Lotti Oliva

Versão Original

São Paulo

2023

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.

Sistema de Geração Automática de Ficha Catalográfica, desenvolvido pelo Instituto de Ciências Matemáticas e de Computação, da Universidade de São Paulo

Catálogo na Publicação (CIP)
Ficha Catalográfica com dados inseridos pelo autor

Vasquez, Ruddy Augusto Anyosa.

Investimentos em Negócios de Impacto: identificação e análise dos riscos corporativos / Ruddy Augusto Anyosa Vasquez. - São Paulo, 2023.

115 p.

Dissertação (Mestrado) - Universidade de São Paulo, 2023.

Orientador: Fábio Lotti Oliva.

1. Riscos Corporativos. 2. Identificação de Riscos Corporativos. 3. Análise de Riscos Corporativos. 4. Investimento de Impacto. 5. Negócios de Impacto. I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária. II. Título.

FOLHA DE AVALIAÇÃO

Nome: RUDDY AUGUSTO ANYOSA VASQUEZ.

Título: Investimentos em Negócios de Impacto: identificação e análise dos riscos corporativos.

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Mestrado Profissional em Empreendedorismo do Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo, para obtenção do título de Mestre em Ciências.

Aprovado em: __/__/____

Banca Examinadora

Prof. Dr.: _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof. Dr.: _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof. Dr.: _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

À minha mãe,
que me ensinou a sonhar e, com isso, a viver!

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, à minha mãe, Miriam, por ter feito tudo o que parecia impossível para que eu pudesse seguir meus sonhos, que acabaram sendo os dela também.

À minha esposa, Renata, pelo companheirismo e compreensão de sempre. Seus cuidados e apoio durante esta jornada foram fundamentais para que eu pudesse focar neste trabalho.

À família da minha esposa, que se tornou minha também, em especial, à Vanessa, ao Eduardo, à Giulia e à Dona Antônia, por todo suporte e apoio, principalmente, durante a parte final da elaboração deste trabalho.

Ao meu professor e orientador, Prof. Dr. Fábio Lotti Oliva, por ter me guiado e me incentivado não só no momento da elaboração deste trabalho, como também desde a época do *Master Business Administration* (MBA) na Fundação Instituto de Administração (FIA), e pelas oportunidades para que eu pudesse me desenvolver não só na área acadêmica, mas também como pessoa.

Aos professores da banca de qualificação, Profa. Dra. Graziella Maria Comini e Prof. Dr. Alberto Medeiros, pelas excelentes sugestões que tanto me ajudaram a direcionar este trabalho.

A todos os docentes do Mestrado Profissional de Empreendedorismo da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo (MPE-FEA-USP), pela dedicação, incentivo e excelência no ensino.

Aos membros do grupo de pesquisa em Gestão de Riscos Corporativos da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo (FEA-USP), em especial ao Jefferson e ao Andrei, pelo acolhimento e por compartilharem experiências e conhecimentos.

À Universidade de São Paulo (USP), pela qualidade do ensino.

A todas as pessoas e organizações envolvidas na realização das entrevistas, por terem disponibilizado o seu tempo e por terem compartilhado tantas informações e conhecimentos.

Enfim, a todos, muito obrigado!

RESUMO

Vasquez, R.A.A. (2023). *Investimentos em Negócios de Impacto: identificação e análise dos riscos corporativos*. 115f. Dissertação (Mestrado Profissional em Empreendedorismo) – Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo, São Paulo.

A crescente urgência de minimizar os danos ambientais e a desigualdade social da atualidade vem fazendo com que um número cada vez maior de investidores busque não só um retorno financeiro dos seus investimentos, como também que estes gerem um impacto socioambiental positivo. Com o objetivo de intermediar recursos entre investidores e os negócios de impacto, surgem as empresas que têm o comprometimento de entregar aos investidores um retorno financeiro aliado à geração de impacto socioambiental positivo. Estas empresas enfrentam desafios derivados desse duplo objetivo, além das incertezas e das complexidades do ambiente de negócios, cada vez mais relacionados com outros agentes. Neste cenário, o presente trabalho teve como objetivo geral identificar e analisar os riscos corporativos do setor de investimento de impacto que emanam de suas relações com os diversos agentes no ambiente de negócios. Para tanto, foi realizada uma pesquisa exploratória, descritiva, com abordagem qualitativa, com base em um referencial teórico e em um modelo estrutural. Partindo-se deste modelo, foi realizado o levantamento de dados primários, por meio de entrevistas semiestruturadas com seis gestores e líderes de cinco empresas que atuam no setor de investimento de impacto. Os resultados das entrevistas foram analisados com base na triangulação de dados oriundos de diversas fontes, buscando-se obter uma análise consolidada sobre os agentes com os quais o setor se relaciona, os tipos e as características dessas relações bem como identificar os riscos envolvidos. Portanto, o estudo contribuiu com a academia, ao avançar na discussão sobre o tema, assim como com o mercado, no âmbito gerencial, ao apresentar a sistematização da análise dos riscos corporativos em investimentos de impacto, podendo, eventualmente, auxiliar na gestão dos riscos corporativos de um setor importante para a sociedade, não apenas no Brasil, como também no mundo.

Palavras-chave: Riscos Corporativos. Identificação de Riscos Corporativos. Análise de Riscos Corporativos. Investimento de Impacto. Negócios de Impacto.

ABSTRACT

Vasquez, R.A.A. (2023). *Impact Business Investments: identification and analysis of corporate risks*. 115p. Dissertation (Professional Master in Entrepreneurship) – Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo, São Paulo.

The growing urgency to minimize environmental damage and current social inequality is causing an ever-increasing number of investors to seek not only a financial return on their investments, but also that these generate a positive socio-environmental impact. With the aim of intermediating resources between investors and impact businesses, companies emerge that are committed to delivering a financial return to investors combined with the generation of a positive socio-environmental impact. These companies face challenges derived from this double objective, in addition to the uncertainties and complexities of the business environment, increasingly related to other agents. In this scenario, the present work had the general objective to identify and to analyze the corporate risks of the impact investment sector which emanate from their relationships with the various agents in the business environment. For that, an exploratory, descriptive research was carried out, with a qualitative approach, based on a theoretical framework and on a structural model. Based on this model, a survey of primary data was carried out, through semi-structured interviews with six managers and leaders of five companies operating in the impact investment sector. The results of the interviews were analyzed based on the triangulation of data from various sources, seeking to obtain a consolidated analysis of the agents with which the sector relates, the types and characteristics of these relationships, as well as to identify the risks involved. Therefore, the study contributed with the academy, by advancing in the discussion on the subject, as well as with the market, in the managerial scope, by presenting the systematization of the analysis of corporate risks in impact investments, which may, eventually, help in the management of corporate risks in an important sector for society, not only in Brazil, but also in the world.

Keywords: Risk Management. Enterprise Risk Identification. Enterprise Risk Analysis. Impact Investing. Impact Business.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Investimento de Impacto no Espectro de Investimentos.....	28
Figura 2: Gestão de Riscos Corporativos – Estrutura Integrada	37
Figura 3: Gestão de Riscos Corporativos – integrada à estratégia, à <i>performance</i> e a seus componentes e princípios.....	38
Figura 4: Modelo de Gestão de Riscos ISO 31000	39
Figura 5: Riscos Corporativos no Ambiente de valor	42
Figura 6: Etapas para identificar e analisar os Riscos Corporativos	43
Figura 7: Etapas da Revisão Sistemática da Literatura	51
Figura 8: Agentes do ambiente de negócios do setor de investimento de impacto	86
Figura 9: Matriz de riscos	102

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Instrumentos de investimento em relação ao prazo.....	29
Quadro 2: Instrumentos de investimento de acordo com a natureza do negócio	30
Quadro 3: Classes de Ativos e Empresas de Investimento de Impacto.....	34
Quadro 4: Ferramentas e técnicas para identificar os riscos	40
Quadro 5: Síntese da Classificação/Tipologias de Riscos.....	41
Quadro 6: Agentes do Ambiente de Negócios	43
Quadro 7: Tipos de Relações no Ambiente de Negócios	44
Quadro 8: Caracterização das Relações.....	45
Quadro 9: Caracterização da Possibilidade de Ocorrência.....	46
Quadro 10: Caracterização do Impacto	46
Quadro 11: Caracterização do Tempo de Percepção ao Risco.....	47
Quadro 12: Caracterização da Vulnerabilidade ao Risco	48
Quadro 13: Caracterização do Apetite ao Risco.....	49
Quadro 14: Critérios de inclusão ou exclusão de estudos para a Revisão Sistemática da Literatura.....	52
Quadro 15: Seleção dos empresas e dos entrevistados.....	56
Quadro 16: Exemplo de identificação de agentes e suas relações.....	58
Quadro 17: Exemplo de identificação e caracterização dos riscos.....	58
Quadro 18: Matriz de amarração	59
Quadro 19: Descrição das empresas participantes da pesquisa.....	60
Quadro 20: Identificação dos agentes e suas relações com a Empresa 1	64
Quadro 21: Identificação dos agentes e dos riscos corporativos na Empresa 1	65
Quadro 22: Identificação dos agentes e suas relações com a Empresa 2	68
Quadro 23: Identificação dos agentes e dos riscos corporativos na Empresa 2	69
Quadro 24: Identificação dos agentes e suas relações com a Empresa 3	72
Quadro 25: Identificação dos agentes e dos riscos corporativos na Empresa 3	73
Quadro 26: Identificação dos agentes e suas relações com a Empresa 4	77
Quadro 27: Identificação dos agentes e dos riscos corporativos na Empresa 4	79
Quadro 28: Identificação dos agentes e suas relações com a Empresa 5	82
Quadro 29: Identificação dos agentes e riscos corporativos na Empresa 5.....	83

Quadro 30: Síntese dos riscos identificados no ambiente de negócios do setor de investimento de impacto.....	90
Quadro 31: Análise dos riscos corporativos na relação com os agentes clientes	93
Quadro 32: Análise dos riscos corporativos na relação com os agentes fornecedores.....	94
Quadro 33: Análise dos riscos corporativos na relação com os agentes organizações	95
Quadro 34: Análise dos riscos corporativos na relação com os agentes concorrentes.....	96
Quadro 35: Análise dos riscos corporativos na relação com os agentes patrocinadores.....	97
Quadro 36: Análise dos riscos corporativos na relação com o agente governo	98
Quadro 37: Análise dos riscos corporativos na relação com os agentes associações e órgãos reguladores.....	99
Quadro 38: Síntese da análise dos riscos corporativos identificados no setor de investimento de impacto.....	100

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Resultados da Revisão Sistemática da Literatura	53
Tabela 2: Empresas selecionadas para a pesquisa	55
Tabela 3: Síntese da relação dos agentes do ambiente de negócios do setor de investimento de impacto.....	88

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABSIA	Associação Brasileira das Securitizadoras Imobiliárias e do Agronegócio
ABVCAP	Associação Brasileira de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i>
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
ASG	Ambiental, Social e Governança (<i>Environmental, Social and Governance</i>)
BACEN	Banco Central
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
B2B	<i>Business to Business</i>
COPOM	Comitê de Política Monetária
COSO	<i>Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
ESG	<i>Environmental, Social and Governance</i> (Ambiental, Social e Governança)
FEA-USP	Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo
FIA	Fundação Instituto de Administração
FIP	Fundos de Investimentos em Participações
GIFE	Grupo de Institutos Fundações e Empresas
GIIN	<i>Global Impact Investing Network</i>
GRC	Gerenciamento de Riscos Corporativos
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
ICE	Instituto de Cidadania Empresarial
ISO	<i>International Organization for Standardization</i>
JCR	<i>Journal Citation Reports</i>
KYC	<i>Know Your Customer</i>
MBA	<i>Master Business Administration</i>
MPE	Mestrado Profissional em Empreendedorismo
NR	Não residente
OSC	Organizações da Sociedade Civil
PF	Pessoa Física
PJ	Pessoa Jurídica
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
RSL	Revisão Sistemática da Literatura
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SROI	<i>Social return on investment</i>
SWOT	<i>Strengths, Weaknesses, Opportunities e Threats</i> (Análise FOFA)
TI	Tecnologia da Informação

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	18
1.1 PROBLEMA E QUESTÃO DA PESQUISA	19
1.2 OBJETIVOS GERAL E ESPECÍFICOS	20
1.3 JUSTIFICATIVA.....	20
1.4 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO	21
2. REFERENCIAL TEÓRICO	23
2.2 NEGÓCIOS E INVESTIMENTOS DE IMPACTO	23
2.2.1 Negócios de Impactos.....	24
2.1.2 Investimento de Impacto	25
2.1.3 Instrumentos Financeiros para Investimento de Impacto	28
2.2 RISCOS CORPORATIVOS	35
2.2.1 Gestão de Riscos Corporativos.....	35
2.2.2 Identificação de Riscos Corporativos	40
2.2.3 Modelo Operacional de Identificação e Análise de Riscos	42
3. METODOLOGIA.....	50
3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA.....	50
3.2 REVISÃO SISTEMÁTICA DA LITERATURA	51
3.3 SELEÇÃO DAS EMPRESAS E DOS ENTREVISTADOS	54
3.4 COLETA DE DADOS PRIMÁRIOS	56
3.5 PROCEDIMENTOS PARA ANÁLISE DOS DADOS COLETADOS	57
3.6 MATRIZ DE AMARRAÇÃO	58
4. ANÁLISE E RESULTADOS DA PESQUISA.....	60
4.1 EMPRESAS ANALISADAS.....	60
4.1.1 Resultado da Empresa 1	61
4.1.2 Resultado da Empresa 2	66
4.1.3 Resultado da Empresa 3	70
4.1.4 Resultado da Empresa 4	74
4.1.5 Resultado da Empresa 5	80
4.2 ANÁLISE CONSOLIDADA DO SETOR DE INVESTIMENTO DE IMPACTO ..	84
4.2.1 Os Agentes no Ambiente de Negócios	84
4.2.2 Os Tipos e a Caracterização das Relações com os Agentes	86
4.2.3 Os Riscos Corporativos que Emanam dos Agentes e suas Relações	89
4.2.4 Análise dos Riscos Corporativos.....	91
4.2.5 Síntese da Análise dos Riscos Corporativos.....	99

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	104
5.1 ATENDIMENTO AO OBJETIVO DA PESQUISA E AOS PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS ESTABELECIDOS.....	104
5.2 LIMITAÇÕES DA PESQUISA E SUGESTÕES PARA ESTUDOS FUTUROS..	104
5.3 IMPLICAÇÕES GERENCIAIS.....	105
5.4 CONTRIBUIÇÕES TEÓRICAS E SOCIAIS	105
REFERÊNCIAS	107
APÊNDICES.....	113
APÊNDICE A: ROTEIRO DE ENTREVISTA	113
APÊNDICE B: CONVITE PARA PARTICIPAR DA PESQUISA	115

1. INTRODUÇÃO

Todas as empresas existem com a finalidade de gerar valor às partes interessadas. Durante esse processo, enfrentam uma série de incertezas que implicam em riscos e em oportunidades para atingirem seus objetivos (COSO, 2007). Os riscos são considerados possibilidades de perdas (ISO 31000, 2009), ou seja, podem reduzir a capacidade de entregar valor aos agentes envolvidos no ambiente (Darlington, Simon, & Withworth, 2001). Assim, o gerenciamento de riscos corporativos (GRC) possibilita aos administradores tratar as incertezas com eficácia, bem como os riscos e as oportunidades a elas associados, a fim de melhorar a capacidade de gerar valor (COSO, 2007).

Um dos principais desafios para qualquer tipo de negócio é levantar recursos financeiros para financiar suas atividades. No que se refere aos negócios de impacto, a situação não é diferente.

Os negócios de impacto são novos formatos organizacionais híbridos, que buscam atingir dois objetivos antes vistos como incompatíveis: a sustentabilidade financeira e a geração de valor socioambiental (Comini, 2016). Com esse duplo objetivo e muitas vezes com modelos de negócios inovadores, é comum que esse tipo de empreendimento fique à margem do sistema de crédito tradicional ou queira se relacionar com alguma instituição financeira que se identifique mais com seu propósito. Esse cenário propicia, entre outras coisas, o surgimento de empresas que oferecerem soluções financeiras mais adequadas e inovadoras para os negócios de impacto, proporcionando uma alternativa para o formato tradicional de investimento e da filantropia, enraizadas em lógicas únicas. São empresas que trabalham com o chamado “investimento de impacto” (ROUNDY, 2020).

O mercado de investimento de impacto vem crescendo nos últimos anos. Em 2022, atingiu a carteira de US\$ 1.164 trilhões em ativos no mundo, um crescimento considerável em relação a 2018, quando o valor era de US\$ 502 bilhões (GIIN, 2022). No Brasil, esse setor também se encontra em crescimento, com um volume de ativos sob gestão que chegou à marca de R\$ 18,7 bilhões, em 2021 (Davidson et al., 2023).

Por serem novos atores na economia, oferecendo soluções de intermediação financeira entre investidores, interessados em obter um retorno financeiro aliado a um resultado de impacto socioambiental, e negócios de impacto, que necessitam de capital para financiar seus empreendimentos, as instituições que trabalham com investimento de impacto têm que gerir

uma série de relações com diversos agentes que, segundo Oliva (2016), podem acarretar riscos decorrentes no seu ambiente de valor.

Partindo desse contexto, o presente trabalho focou em identificar e analisar os riscos corporativos do setor de investimento de impacto que emanam de suas relações com os diversos agentes no ambiente de negócios.

1.1 PROBLEMA E QUESTÃO DA PESQUISA

Em um mundo cada vez mais globalizado e complexo, a economia mundial está cada vez mais exposta a diversos riscos, por exemplo: os tecnológicos, as regulamentações, as mudanças de mercado, a concorrência e outros. Esse aumento de variáveis e de interações com os agentes trazem uma série de ameaças e de incertezas ao ambiente no qual as empresas estão inseridas, tornando mais difícil o seu planejamento e o seu gerenciamento, podendo até mesmo impedir sua permanência no mercado (Oliva, 2016; Blanco-Mesa et al., 2019). Somado a isso, a pandemia global da COVID-19 reforçou a atenção aos riscos, por serem uma grave ameaça à realização dos objetivos estratégicos e um desafio para gerenciar os riscos corporativos (Pagach & Wieczorek-Kosmala, 2020).

Uma pesquisa recente com empresas brasileiras sobre a estrutura de riscos, governança e *compliance*, realizada pela Deloitte (2022), mostrou que, pouco mais da metade (57%) das organizações pesquisadas adotam alguma metodologia de GRC integrada, que identifica e aborda, metodicamente, os eventos potenciais que podem representar riscos para atingir os objetivos estratégicos ou oportunidades para se obter vantagens competitivas. Além disso, 54% delas têm critérios unificados na classificação de impacto de riscos e 53% adotam um dicionário unificado de riscos (Deloitte, 2022).

As empresas que trabalham com investimento de impacto têm o grande desafio de atingir dois objetivos simultâneos: o retorno financeiro e o impacto positivo social e/ou ambiental (Roundy et al., 2017). São essas empresas que vão conectar as pessoas ou as organizações, que querem investir em negócios de impacto, com os empreendedores, que são sufocados pelas formas tradicionais de financiamento e praticamente não têm acesso aos mercados de capitais. A falta de modelos de financiamentos eficazes é o maior obstáculo para a escalada dos negócios de impacto (Cohen & Sahlman, 2013).

No entanto, o setor de investimento de impacto é relativamente novo na economia brasileira. O primeiro fundo de impacto foi criado em 2003, mas só após 2012, o mercado

começou a apresentar um maior crescimento, com um número significativo de investidores (Piazza et al., 2014).

Apresentado esse cenário, o problema de pesquisa a ser investigado foi: “quais são os riscos corporativos que emanam das relações com os agentes no ambiente de negócios do setor de investimento de impacto?”

1.2 OBJETIVOS GERAL E ESPECÍFICOS

Segundo Marconi e Lakatos (2003, p. 156), “toda pesquisa deve ter um objetivo determinado para saber o que se vai procurar e o que se pretende alcançar (...) O objetivo torna explícito o problema, aumentando os conhecimentos sobre determinado assunto”. Sendo assim, a presente dissertação teve como objetivo geral identificar e analisar os riscos corporativos do setor de investimento de impacto que emanam de suas relações com os diversos agentes no ambiente de negócios.

Deste objetivo geral, desdobraram-se ainda alguns objetivos específicos, a saber:

- Identificar e caracterizar os principais agentes no ambiente de negócios do setor de investimento de impacto;
- Identificar e caracterizar as relações entre os agentes e o setor de investimento de impacto;
- Identificar os principais riscos corporativos que emanam dos agentes e de suas relações;
- Analisar os riscos corporativos identificados na relação com os agentes.

1.3 JUSTIFICATIVA

Em um ambiente de negócios cada vez mais complexo, as empresas relacionam-se cada vez mais com agentes, gerando diversas incertezas e possibilidades de riscos que podem comprometer o atingimento de seus objetivos. Desta forma, torna-se importante identificar e analisar os riscos corporativos do setor de investimento de impacto que emanam de suas relações com os diversos agentes no ambiente de negócios. Essa é a parte essencial para uma efetiva gestão de riscos corporativos que, cada vez mais, vem se tornando um elemento fundamental da estratégia, possibilitando maior segurança na geração de valor das organizações (Albuquerque, Couto, & Oliva, 2019; Oliva, 2016).

O setor de investimento de impacto, novo no cenário econômico mundial, apresenta um número de trabalhos acadêmicos ainda incipiente. Apesar de a produção acadêmica estar aumentando a cada ano, a abordagem ainda é mais focada em oportunidades possíveis do que nos desafios associados à sua implementação (Mattos, 2020).

Mattos (2020) realizou uma busca pelo termo “*Impact Investment*” nos bancos de dados *Web of Science* e *Scopus*, tendo como recorte temporal de 2010 a 2020. Não foi identificado nenhum trabalho que abordasse os riscos corporativos relacionados às empresas de investimento de impacto. Roundy (2020) reforçou que este é um campo de estudo que necessita de maior entendimento, sendo necessárias pesquisas adicionais para explorar como o investimento de impacto está estruturado sob perspectiva do ecossistema.

Sob a ótica da viabilidade desta pesquisa, a mesma está suportada por um referencial teórico, assim como pelos dados primários obtidos junto aos gestores e líderes de empresas que trabalham com investimento de impacto, os quais contribuíram para a realização deste estudo.

1.4 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

A presente dissertação está estruturada em cinco capítulos. No Capítulo 1 – INTRODUÇÃO, foi apresentado o contexto de negócios de impacto e de investimentos de impacto, relacionados à sustentabilidade financeira e à geração de valor socioambiental. Também foram apresentados o problema e a questão da pesquisa, os objetivos geral e específicos e a justificativa para realização da mesma. No Capítulo 2 – REFERENCIAL TEÓRICO, foram abordados os conceitos de negócios de impactos, os quais envolvem o investimento de impactos e os instrumentos financeiros, assim como o conceito de riscos corporativos, sua gestão, identificação e o modelo operacional de identificação e análise dos mesmos. No Capítulo 3 – METODOLOGIA, foram apresentados os procedimentos metodológicos utilizados nesta pesquisa, que se valeu de uma metodologia exploratória descritiva com abordagem qualitativa, com base em um referencial teórico e em um modelo estrutural. No Capítulo 4 – ANÁLISE E RESULTADOS DA PESQUISA, foram apresentados os resultados obtidos com relação às cinco empresas analisadas. Foi feita a análise consolidada do setor de investimento de impacto, no que se refere aos agentes do ambiente de negócios, os tipos e a caracterização das relações com estes agentes, assim como a análise dos riscos corporativos e a síntese desta análise. No Capítulo 5 – CONSIDERAÇÕES FINAIS, foi apresentada a comprovação dos atendimentos aos objetivos pré-estabelecidos, assim como as limitações da pesquisa, suas implicações gerenciais e as contribuições teóricas e sociais do

presente estudo. Ao final, nas REFERÊNCIAS foram apresentadas as fontes secundárias que deram sustentação ao presente estudo e nos APÊNDICES, foram apresentados o roteiro de pesquisa utilizado para realização das entrevistas, assim como o modelo do convite enviado aos possíveis entrevistados para participarem da mesma.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

A pandemia da COVID-19 acentuou ainda mais os problemas sociais e ambientais que vivenciamos e as empresas, cada vez mais, passaram a ser vistas como uma das principais causas dos problemas sociais, ambientais e econômicos, sendo questionadas sobre suas ações para resolvê-los, promovendo o bem comum (Barki, Rodrigues, & Comini, 2020; Porter & Kramer, 2011).

Nesse cenário, ganham cada vez mais força as organizações que visam solucionar os problemas socioambientais, com eficiência e sustentabilidade financeira, utilizando mecanismos de mercado. Estes dois objetivos, antes vistos como incompatíveis, focam principalmente na chamada “base da pirâmide”, onde se encontra a maioria da população mundial em situação de vulnerabilidade social (Barki, Rodrigues, & Comini, 2020; Comini, 2016; Prahalad & Hart, 2002).

Diante desta situação, questionou-se quais são os riscos corporativos que emanam das relações com os agentes no ambiente de negócios do setor de investimento de impacto e buscou-se identificar e analisar os riscos corporativos deste setor. Para dar sustentação ao tema, e atingir os objetivos propostos, foi estruturada uma base teórica, apresentando os pilares que suportam o entendimento do fenômeno investigado. Deste modo, foram apresentados os conceitos identificados na literatura referentes a Negócios e Investimentos de Impacto, Instrumentos Financeiros, Riscos Corporativos, Identificação de Riscos Corporativos e o modelo Operacional de Identificação e Análise de Riscos (Paza & Oliva, 2022).

2.2 NEGÓCIOS E INVESTIMENTOS DE IMPACTO

Embora o setor de investimentos de impacto seja relativamente novo no Brasil, do ponto de vista jurídico, o Decreto nº 9.977 (Brasil, 2019), que dispõe sobre a Estratégia Nacional de Investimentos e Negócios de Impacto e o Comitê de Investimentos e Negócios de Impacto, já tinha por finalidade articular órgãos e entidades da administração pública federal, do setor privado e da sociedade civil, para promover um ambiente favorável ao desenvolvimento de investimentos e de negócios de impacto. Este decreto definiu negócios de impacto como empreendimentos com o objetivo de gerar impacto socioambiental e resultado financeiro positivo, de forma sustentável.

2.2.1 Negócios de Impactos

Negócios de Impacto funcionam diferentemente da lógica tradicional de mercado, visto que são organizações híbridas ou multidimensionais que apresentam um objetivo social e/ou ambiental aliado ao retorno financeiro. Este tipo de negócio coloca a criação de valor socioambiental como tema central da organização (Battilana & Lee, 2014; Millar & Hall, 2013).

Existem diversas definições de negócios de impacto, desde as mais amplas voltadas à inovação e à criação de qualquer tipo de empreendimento, até as mais restritas, com foco central em habilidades de mercado. Mas, em qualquer um dos casos, a criação de valor socioambiental é a parte essencial e prioritária (Barki, Rodrigues, & Comini, 2020).

O Instituto de Cidadania Empresarial (ICE) e a Pipe Social apresentaram o seguinte conceito de negócios de impacto:

São empreendimentos que tem a intenção clara de endereçar um problema socioambiental por meio da sua atividade principal (seja seu produto/serviço e/ou sua forma de operação). Atuam de acordo com a lógica de mercado, com um modelo de negócio que busca retornos financeiros, e se comprometem a medir o impacto que geram (ICE & Pipe Social, 2019, p. 30).

O Instituto de Cidadania Empresarial (ICE) e a Pipe Social (2019) complementaram este conceito com alguns critérios mínimos para identificar um negócio de impacto:

- Critério 1: Intencionalidade de resolução de um problema social e/ou ambiental;
- Critério 2: Solução de impacto como atividade principal do negócio;
- Critério 3: Busca de retorno financeiro, operando pela lógica de mercado;
- Critério 4: Compromisso com o monitoramento do impacto gerado.

Com relação ao formato jurídico dos negócios de impacto, a Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto (2019) identificou 3 grandes grupos: Associações, Cooperativas e Empresas, que podem ser representadas por Organizações da Sociedade Civil (OSC), com geração de receita; OSC, com negócio social; cooperativas; negócios com missão social ou ambiental, com restrição na distribuição de dividendos; e negócios com missão social ou ambiental, sem restrição na distribuição de dividendos.

Mesmo seguindo a lógica do mercado, estes empreendimentos não se restringem aos modelos tradicionais de negócios e, geralmente, apresentam iniciativas inovadoras seja em seu modelo de negócio, seja na forma de gestão, seja no arranjo societário e/ou na captação de investimentos, para poderem endereçar o problema social e/ou ambiental que pretendem mitigar (Fischer, 2014). Essa inovação pode dar origem a empreendimentos escaláveis de base

tecnológica (*startups*) que apresentam, entre outras características, um crescimento acelerado, pressões externas constantes e escassez de recursos (Couto et al., 2022).

Um mapeamento, não exaustivo, de negócios de impacto realizado pela Pipe (2021) identificou 1.272 negócios de impacto em operação no Brasil, em 2021. Desses empreendimentos, 71% estão formalizados, 60% têm até 5 anos de existência e 47% têm seu modelo de monetização focado na venda direta recorrente. Este mapeamento também demonstrou que o modelo de comercialização mais utilizado é o B2B (*Business to Business*), com 48% de adoção pelas empresas mapeadas e que muitos negócios estão em fase de pré-escala e de escala, o que impacta a visão de faturamento desses negócios. Cabe especificar que o volume de faturamento mais frequente é o de até R\$ 100 mil por ano (29% da amostra), podendo chegar a até mais de R\$ 2,1 milhões (3% da amostra). O relatório da Pipe (2021) ainda destacou que o volume de negócios mapeados é maior que a oferta de recursos e que os apoios disponíveis no ecossistema.

Assim, os negócios de impacto também enfrentam um desafio comum a todos os tipos de organizações, independentemente de seu formato e de seu porte, que é referente à captação de recursos para financiar suas atividades (Oliveira Filho & Izzo, 2019).

2.1.2 Investimento de Impacto

Em 2007 e 2008, a Fundação Rockefeller convocou uma série de reuniões envolvendo líderes do mercado financeiro, de filantropia e de setores comprometidos com o desenvolvimento, para discutir a necessidade e os meios de construir uma indústria mundial, buscando investir em impacto social e ambiental.

A reunião de 2007, ocorrida na Itália, cunhou o termo “investimento de impacto” (Harji & Jackson, 2012). No entanto, a crise de 2008 evidenciou a necessidade de renovar os esforços para garantir que o mercado financeiro ajudasse a construir uma sociedade mais saudável (Taskforce, 2014).

Em 2010, o termo ganhou mais projeção com a elaboração por O’Donohoe et al. (2010) do relatório intitulado “*Impact Investment: an emergent asset class*”, publicado pelo banco JP Morgan. Os autores apresentaram o investimento de impacto como uma nova alternativa para canalizar capital privado, em grande escala, para benefício social, uma vez que estava crescendo o número de investidores que rejeitavam a visão de ter uma decisão binária entre investir para obter o máximo de retorno ajustado ao risco ou doar para fins sociais.

Mesmo o termo “investimento de impacto” sendo relativamente novo no cenário econômico-social, não é nova a ideia de usar investimentos financeiros para gerar resultados sociais ou ambientais. Pode-se citar exemplos de instituições financeiras de desenvolvimento, como o *Commonwealth Development Corporation*, do Reino Unido, criado em 1948, e o próprio Banco Mundial, criado em 1956 (O’Donohoe et al., 2010).

Atualmente, o mercado de investimento de impacto vem crescendo, segundo pesquisa realizada pelo *Global Impact Investing Network* (GIIN, 2022), com 1.720 investidores e um volume de US\$ 1.164 trilhões em ativos de investimento de impacto no mundo, ao final de 2021. Em 2018, uma pesquisa desta mesma instituição já tinha apresentado o volume de cerca de US\$ 502 bilhões e um crescimento de 132% no período. No Brasil, estima-se que esse mercado tenha atingido R\$ 11,5 bilhões, em 2020 (Hollerbach, Fonseca, & Hércules, 2022), chegando a R\$ 18,7 bilhões de ativos sob gestão, em 2021 (Davidson et al., 2023), apresentando, assim, o crescimento de 63% ano contra ano.

O investimento de impacto pode ser entendido como um investimento que tem a intenção de gerar um impacto socioambiental positivo, mensurável e atrelado a um retorno financeiro ao investidor, diferentemente de um investimento socialmente responsável, que visa ao retorno financeiro, minimizando ou evitando impactos socioambientais negativos (Bass et al., 2019; Hehenberger, Mair, & Metz, 2019). Pode-se acrescentar a essa definição, a explicação da Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto (2020.), que afirma que os investimentos de impacto são recursos públicos e privados direcionados a organizações, negócios e fundos comprometidos não apenas com a geração de impacto socioambiental positivo mensurável, como com a rentabilidade financeira.

Para complementar o entendimento, o GIIN (2019) apresentou quatro elementos chaves dos investimentos de impacto:

- **Intencionalidade:** Investimentos de impacto têm a intenção de contribuir para soluções sociais e ambientais, diferentemente de outras estratégias de investimento como o *Environmental, Social and Governance* (ESG, em inglês ou ASG - Ambiental, social e governança, em português) e o investimento socialmente responsável;
- **Retorno Financeiro:** Investimentos de impacto buscam um retorno financeiro sobre o capital, que pode variar de taxas abaixo do mercado a taxas ajustadas ao risco, distinguindo-se da filantropia;

- Variedade de tipos de ativos: Investimentos de impacto podem ser realizados utilizando diversos tipos de ativos;
- Mensuração de Impacto: Uma marca registrada do investimento de impacto é o compromisso do investidor de medir e de relatar o desempenho socioambiental dos investimentos.

Begemann, Dolriis e Winkel (2023) afirmaram que o investimento de impacto pode ser considerado uma das estratégias do investimento sustentável cuja ambição mudou ao longo dos anos e pode se dividir em 3 fases. A primeira fase, até 2018, refere-se à época em que a estratégia de investimento era a exclusão de determinadas empresas e setores que apresentavam um risco ao investimento, seja pelas mudanças de comportamento da sociedade, seja pelas regulações ou impactos ambientais (*negative screening*). A segunda fase refere-se ao momento em que as práticas ESG (ou ASG) das empresas passaram a ser levadas em consideração. Atualmente, é a estratégia mais comum dos investimentos sustentáveis, com foco na redução das externalidades e nos riscos relacionados. No entanto, os agentes financeiros que usam os fatores ASG não consideram até que ponto seus investimentos contribuem para alcançar os efeitos socioambientais positivos. A terceira fase refere-se ao momento em que foram incluídas as práticas de investimentos que servem para um bem comum e que valorizam e contribuem diretamente para o desenvolvimento sustentável (materialidade do impacto), incluindo, por exemplo, o investimento de impacto.

Para ilustrar melhor o posicionamento do investimento de impacto no espectro de investimentos, a Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto (2019) apresentou uma régua na qual aponta as características das opções de investimento, partindo de um investimento focado puramente no retorno financeiro até um investimento focado apenas no retorno do impacto (Figura 1).

Figura 1: Investimento de Impacto no Espectro de Investimentos

	SÓ FINANCEIRO	RESPONSÁVEL	SUSTENTÁVEL	IMPACTO		SÓ IMPACTO	
	Retorno financeiro competitivo						
	Mitigação de riscos ambientais, sociais e de governança						
	Buscar oportunidades ambientais, sociais e de governança						
	Foco em soluções mensuráveis de alto impacto						
				Retorno financeiro competitivo			
				Retorno financeiro abaixo da média de mercado			
PERFIL DE INVESTIMENTO	Pouco ou nenhum foco em práticas ambientais, sociais e de governança.	Mitigar riscos ambientais, sociais ou de governança para proteger valor.	Adotar práticas ambientais, sociais e de governança com intuito de aumentar valor.	Resolver problemas sociais, gerando retorno financeiro competitivo para o investidor.	Resolver problemas sociais, gerando retorno financeiro que pode ser abaixo da média de mercado.	Resolver problemas sociais que exigem que o retorno financeiro ao investidor seja abaixo da média de mercado.	Resolver problemas sociais sem gerar retorno financeiro ao investidor.
				INVESTIMENTOS DE IMPACTO			

Fonte: Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto (2019, p. 10).

As organizações que atuam com investimento de impacto são as intermediárias na mobilização de recursos e de serviços financeiros, conectando empreendedores e Negócios de Impacto em seus mais diversos formatos: associações, cooperativas e empresas que apresentam a demanda de capital e de investidores, individuais (indivíduos) e institucionais (corporações, institutos, fundações, bancos, agências de fomento, fundos de pensão, empresas de seguros, organismos multilaterais, governo, gestoras de fundos e *family offices*), que representam a oferta de capital (Cruz, Quitério, & Scretas, 2019; GIIN, 2023).

Por combinarem uma lógica de mercado, baseada no atingimento de metas (como eficiência, maximização do lucro e competição), com uma lógica comunitária (como colaboração, cooperação e criação de valor), as organizações de investimento de impacto são consideradas híbridas, diferenciando-se das empresas tradicionais de investimento e da filantropia, que são guiadas por uma única lógica de atuação (seja econômica ou seja comunitária) (Roundy, 2020).

2.1.3 Instrumentos Financeiros para Investimento de Impacto

As empresas que trabalham com investimento de impacto atuam com instrumentos financeiros semelhantes aos oferecidos por empresas tradicionais, adequando-os às necessidades do negócio de impacto, alvo do investimento.

Basicamente, os instrumentos de financiamento dividem-se em dois grandes grupos: (1) instrumentos de dívida, que funcionam como um empréstimo ao negócio de impacto em troca de uma remuneração com juros pagos durante um período determinado de tempo, tornando o investidor um credor; e (2) instrumento de participação (*Equity*), que ocorre por meio de um aporte de capital no negócio de impacto, em troca de uma participação acionária, tornando o investidor um sócio (Oliveira Filho & Izzo, 2019; Thompson, 2023).

Oliveira Filho e Izzo (2019) acrescentaram instrumentos alternativos que podem ser usados para financiar negócios de impacto e que não se enquadram nos apresentados anteriormente, como o financiamento misto (*blended finance*), que combina diferentes tipos de capital (por exemplo: público e privado), focados em oferecer investimentos mais pacientes a modelos de negócio que ainda precisam comprovar sua tese de impacto. O *venture debt*, empréstimo focado em empresas de crescimento rápido que ainda não têm fluxo de caixa positivo, têm como garantia do empréstimo a opção de adquirir participação na empresa, caso a dívida não seja paga, via doações e recursos não reembolsáveis.

O Quadro 1 resume os instrumentos financeiros mais adequados à necessidade em relação ao prazo do negócio, como exemplos de atividades a serem financiadas.

Quadro 1: Instrumentos de investimento em relação ao prazo

		Necessidade do Negócio de Impacto	
		Curto Prazo	Longo Prazo
Instrumentos	Dívida	<ul style="list-style-type: none"> • Compra de materiais, estoques e capital de giro; • Financiamento a clientes. 	<ul style="list-style-type: none"> • Desenvolvimento de novos produtos ou serviços; • Expansão comercial e financiamento de entrada em novos mercados; • Pesquisa e Desenvolvimento (P&D).
	<i>Equity</i>	Não se aplica	<ul style="list-style-type: none"> • Criação do negócio; • Desenvolvimento de novos produtos ou serviços; • Expansão comercial e financiamento de entrada em novos mercados; • Pesquisa e Desenvolvimento (P&D).
	Alternativos	<ul style="list-style-type: none"> • Financiamento de pilotos comerciais, estudos e avaliações. 	<ul style="list-style-type: none"> • Criação do negócio; • Desenvolvimento de novos produtos ou serviços; • Pesquisa e Desenvolvimento (P&D).

Fonte: Elaborado pelo autor, com base em Oliveira Filho e Izzo (2019).

Os instrumentos de investimento de impacto também podem variar de acordo com a natureza do negócio. Dado que a inovação está presente nesse tipo de empreendimento, a atenção sobre a natureza do negócio refletirá no instrumento mais adequado a ser oferecido. Oliveira Filho e Izzo (2019, p. 187) questionaram:

Qual a ambição que motivou a fundação da empresa? Trata-se de um negócio baseado em tecnologia, de crescimento acelerado e alta escala? Ou trata-se de um negócio financeiramente saudável, adequado ao seu estilo de vida, mas cujo crescimento esperado é orgânico e de ritmo mais lento?

Nesse sentido, os autores apresentaram, de maneira não exaustiva, os principais instrumentos que prevalecem na busca por recursos dado o alinhamento de expectativas entre quem provê os recursos e as ambições dos empreendedores, separando-os em dois grandes grupos: (1) negócios que buscam escalar rapidamente sua solução (*Startups*, por exemplo) e (2) outros tipos de negócios. A síntese dos instrumentos financeiros mais comuns com relação à natureza do negócio investido foi exemplificada no Quadro 2.

Quadro 2: Instrumentos de investimento de acordo com a natureza do negócio

Natureza do Negócio Investido		Descrição	Instrumentos Financeiros
Negócios Escaláveis (Empresas majoritariamente de base tecnológica que buscam crescimento acelerado e soluções de larga escala)	<i>Startups</i>	Momento de concepção ou de nascimento de um novo negócio.	<p>Equity</p> <ul style="list-style-type: none"> Participação Acionária (<i>Venture Capital</i>); <i>Equity Crowdfunding</i>. <p>Dívida</p> <ul style="list-style-type: none"> Empréstimos com Taxa de Juros Variáveis (<i>Quasi-Equity</i>); Empréstimos com Taxa de Juros Fixas; <i>Crowdfunding</i>. <p>Instrumentos alternativos</p> <ul style="list-style-type: none"> Dinheiro Próprio; Família e Amigos; Financiamento Misto (<i>Blended Finance</i>)
	Expansão	Garantia de uma margem saudável e busca por caminhos de crescimento rápido.	<p>Equity</p> <ul style="list-style-type: none"> Fundos de Investimentos de <i>Venture Capital</i> de impacto. <p>Instrumentos alternativos</p> <ul style="list-style-type: none"> <i>Venture Debt</i>
	<i>Scale-ups</i>	Aumento das vendas e trabalho para melhorar a produtividade.	<p>Equity</p> <ul style="list-style-type: none"> Fundos de Investimento de <i>Growth Venture Capital</i> ou <i>Private Equity</i>.

Natureza do Negócio Investido		Descrição	Instrumentos Financeiros
<p>Outros tipos de negócios</p> <p>(Demais empresas, de base tecnológica, ou não, para as quais os empreendedores buscam resultados financeiros saudáveis, crescimento adequado à solução e/ou ao seu estilo de vida, sem necessariamente buscarem escala ou replicabilidade)</p>	Sem foco em escalabilidade	Adequado ao desafio do negócio e à expectativa da fonte de financiamento.	<p>Equity</p> <ul style="list-style-type: none"> Investimento em troca de participação acionária; <p>Dívida</p> <ul style="list-style-type: none"> Plataformas de Empréstimos; Fundos de Investimentos em Dívida; Sistema de Crédito Cooperado; Securitização e Emissões estruturadas. <p>Instrumentos alternativos</p> <ul style="list-style-type: none"> Doações; Subvenções; Linhas não Reembolsáveis para P&D; Negócios à Margem.

Fonte: Elaborada pelo autor, com base em Oliveira Filho e Izzo (2019).

A pesquisa de Davidson et al. (2023), realizada com 38 empresas de investimento de impacto (nacionais e internacionais) que operam no Brasil, identificou que o instrumento de investimento com mais ativos sob gestão é o *Equity*, com 60%; seguido pelo instrumento Dívida, com 24%; e por outros instrumentos, com 16%. A pesquisa ressaltou que esses resultados não consideraram as operações de microcrédito, dado que há uma zona cinzenta sobre a definição de quem são os investidores em negócios de impacto, isto é, as próprias instituições que fazem empréstimos ou somente os investidores dessas instituições.

A Aliança pelos Negócios e Investimentos de Impacto (2022) apresentou outra organização dos instrumentos financeiros disponíveis para investir em impacto e as dividiu em 3 grandes classes de ativos: (1) investimento via plataformas de financiamento coletivo; (2) títulos de renda fixa; e (3) fundos de impacto. Essa visão foi utilizada como referência para realizar a presente pesquisa.

Investimentos via plataformas de financiamento coletivo (1), geralmente, utilizam uma plataforma tecnológica para conectar investidores aos negócios de impacto, oferecendo, principalmente, dois tipos de instrumentos financeiros. O primeiro deles é o Investimento Coletivo por meio de Dívida (*crowdlending*), regulado pelo Banco Central, em que “os termos dos empréstimos – prazo, taxa de juros, carência – são conhecidos previamente e o investidor decide o valor a emprestar e que empresa(s) quer apoiar” (Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto, 2022, n.p.). Ao longo do prazo, a(s) empresa(s) vai (vão) pagando a dívida mediante prestações mensais (ou trimestrais), previstas para que o empréstimo seja saldado. O segundo é o Investimento Coletivo via Participação Acionária (*crowdequity* ou

equity crowdfunding), regulado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que “pode contar com um agente estruturador especializado, pressupõe um horizonte mais longo de tempo para retorno, e o investidor deve avaliar que só poderá retirar seu investimento se vender sua parte” (Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto, 2022, n.p.). Esses instrumentos permitem que o investidor participe com valores mais baixos, tornando-se mais acessível mesmo para as operações de *crowdequity*, democratizando o acesso a investimentos de impacto.

Os títulos de renda fixa (2) são aqueles emitidos por Negócios de Impacto com juros pré-fixados ou que dependem de indexadores (como taxa de inflação, por exemplo), e “incluem, entre outros, os Fundos de Impacto de Renda Fixa, que podem ser formados por diversos títulos (do governo, de empresas privadas etc.), sempre atrelados a um propósito de impacto, e com uma renda anual garantida até o repagamento do principal” (Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto, 2022, n.p.). Os Negócios de Impacto também podem emitir dívidas por meio de debêntures, que asseguram a seus detentores “o direito de crédito contra a companhia emissora com condições pré-definidas (prazo para o pagamento, periodicidade do pagamento e taxa de juros)” (Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto, 2022, n.p.).

Os fundos de Impacto (3) captam recursos de investidores, pessoas físicas ou pessoas jurídicas ou investidores institucionais, para direcioná-los para negócios de impacto previamente selecionados e verificados por agentes de estruturação especializados ou pelo próprio fundo.

As empresas que operam com fundos de impacto, normalmente, utilizam dois tipos de instrumentos financeiros, a saber:

- Fundos de Investimentos em Participações (FIP): são os mais utilizados no Brasil. Permitem o investimento em diferentes tipos e portes de sociedades investidas e são destinados, principalmente, a investidores profissionais¹ (em alguns casos, a

¹ Segundo Instrução da CVM 554, Art. 9º-A

São considerados investidores profissionais:

I – Instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil;

II – Companhias seguradoras e sociedades de capitalização;

III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar;

IV – Pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-A;

V – Fundos de investimento;

VI – Clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM;

VII – agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios;

VIII – investidores não residentes (Não Residentes) (CVM, 2014, p. 2).

investidores qualificados²). Caracterizam-se por ter uma relação próxima com a gestão do negócio, seja pela detenção de ações, seja pela celebração de acordos, seja pela adoção de outros procedimentos que assegurem a influência do fundo na definição da estratégia, por ser um investimento de longo prazo com baixa liquidez;

- Fundos de investimentos em Direitos Creditórios (FIDC): aplicam-se aos recursos captados em títulos de crédito, criados a partir de direitos creditórios que

São provenientes dos créditos que um negócio de impacto ou operador de microcrédito tem a receber, como duplicatas, cheques e outros. Por exemplo, a empresa vende um produto a prazo para um consumidor através de cartão de crédito e as parcelas a receber podem ser vendidas para um FIDC na forma de direitos creditórios, permitindo à empresa antecipar o recebimento destes recursos em troca de uma taxa de desconto que, por outro lado, remunera os investidores do fundo.

O Quadro 3 apresenta o resumo das principais características das classes de ativos de investimentos de impacto disponíveis no Brasil e a relação de empresas que trabalham com esse tema, mapeadas pela Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto (2022).

² Segundo Instrução da CVM 554, Art. 9º-B

São considerados investidores qualificados:

I – Investidores profissionais;

II – Pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-B;

III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e

IV – Clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados (Não Residentes) (CVM, 2014, p. 3).

Quadro 3: Classes de Ativos e Empresas de Investimento de Impacto

		Plataforma de Empréstimos Coletivo Nível de risco: Moderado Prazo de retorno: Médio (entre 1 a 5 anos) Valor mín. p/ investimento: < R\$ 1 mil	Título de Renda Fixa Nível de risco: Moderado Prazo de retorno: Médio (entre 1 a 5 anos) Valor mín. p/ investimento: Variável	Fundo de Impacto Nível de risco: Alto Prazo de retorno: Longo (> 5 anos) Valor mín. p/ investimento: >= R\$ 1 MM
Empresas que trabalham com Investimento de Impacto	Trê	•	-	-
	Yunus	•	-	•
	Sitawi	•	•	-
	Din4mo	•	-	-
	BTG Pactual	-	•	•
	Vinci Partners	-	•	•
	Vox Capital	-	•	•
	Grupo Gaia	-	•	-
	Synthase Impact Ventures	-	-	•
	Kaeté Investimentos	-	-	•
	KPTL Investimentos	-	-	•
	X8 Investimentos	-	-	•
	Rise Ventures	-	-	•
	Mov Investimentos	-	-	•
	Mirova	-	-	•
	Positive Ventures	-	-	•
	Bemtevi	-	-	•
	Lightrock	-	-	•
Ya Ventures	-	-	•	

Fonte: Elaborada pelo autor, com base na Aliança pelos Negócios e Investimento de Impacto (2022).

Apesar do crescimento do setor nos últimos anos, ainda há desafios para ampliar a oferta de produtos financeiros para o ecossistema de investimento de impacto no Brasil, conforme apontou a Aliança pelos Negócios e Investimentos de Impacto (2019), a saber:

- 1) Ampliar a quantidade de produtos financeiros comprometidos em apoiar negócios de impacto;
- 2) Diversificar o perfil dos produtos financeiros de impacto disponíveis em relação a:
 - Níveis de risco (em referência a ativos de baixo risco, como títulos públicos): baixo, moderado e alto;
 - Horizontes de investimento (prazo para resgate): curto prazo (até um 1 ano); médio prazo (de 1 a 3 anos) e longo prazo (superior a 3 anos);

- Valores de aplicação: possibilidade de aporte de *tickets* baixos, formato varejo, até R\$ 10 mil; médios, com faixas até R\$ 100 mil; e altos, acima de R\$ 100 mil;
- 3) Adequar os produtos financeiros de impacto para atender também às demandas dos empreendedores de impacto, considerando:
- O ciclo de vida do negócio (em estágios diferentes, precisa de condições diferentes de capital);
 - A possibilidade de agregar apoios adicionais, como gestão, contatos e mentoria (*smart money*).

2.2 RISCOS CORPORATIVOS

Os riscos corporativos são incertezas relacionadas à possibilidade de ocorrência de um evento com capacidade para alterar o alcance dos objetivos de uma empresa, afetando adversamente a habilidade organizativa em maximizar o valor para seus agentes (Darlington, Simon, & Withworth, 2001; ISO, 2009; COSO, 2007).

As fontes de origem dos riscos são variadas podendo ser incertezas econômicas, mudanças regulatórias, falhas na governança corporativa, ameaças cibernéticas, desastres naturais, entre outros, e resultam do contexto de cada organização, de seus objetivos (IBGC, 2007; Zonatto & Beuren, 2010; COSO, 2007) e das relações que estabelecem com o ambiente de valor (Oliva, 2016).

2.2.1 Gestão de Riscos Corporativos

Desde o final do século XX, a importância da gestão de riscos corporativos vem ganhando relevância, dado o aumento da complexidade das companhias, das instituições financeiras e das organizações do terceiro setor, além da maior interligação entre os mercados (globalização). A partir da década de 1990, a gestão de riscos ganhou mais destaque, após desastres financeiros de grandes empresas e se intensificou nos anos 2000, muito influenciada pela crise financeira global de 2008 (IBGC, 2007; Olson & Wu, 2010).

Empresas de base tecnológicas (*startups*) também enfrentam desafios para alcançar seus objetivos, especialmente devido ao atual nível de incertezas e às rápidas transformações no ambiente em que estão inseridas. A avaliação dos riscos envolvidos é uma das estratégias para

gerenciar as especificidades de seu contexto, principalmente em empresas que apresentam uma inovação radical (Oliva, Couto et al., 2019; Oliva, Semensato et al., 2019).

Diferentemente de um gerenciamento de risco tradicional, em que os riscos são tratados individualmente e gerenciados separadamente em silos, a gestão de riscos corporativos permite às empresas entenderem as incertezas, gerenciando uma variedade maior de riscos de maneira integrada e tratando com eficácia as incertezas, bem como os riscos e as oportunidades a elas associadas, a fim de desenvolver estratégias para evitar ameaças, aproveitar as oportunidades e melhorar a capacidade de gerar valor para a organização (Hoyt & Liebenberg, 2011; COSO, 2007; Oliva et al., 2014).

Existem algumas propostas de abordagens e de metodologias desenvolvidas por organizações para orientar a gestão dos riscos corporativos como o *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* (COSO, 2007 e 2017) e a *International Organization for Standardization* (ISO, 2018).

O modelo desenvolvido pelo *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* (COSO), organização sem fins lucrativos que se dedica a orientar e a fornecer recursos relacionados ao gerenciamento de riscos, controle interno e governança corporativa, é referência mundial para a gestão de riscos e propõe uma estrutura com enfoque mais vigoroso e extensivo tanto para atender às suas necessidades de controle interno quanto para adotar um processo completo de gerenciamento de riscos que possibilitará melhores condições para atingir os objetivos das organizações (COSO, 2007).

A Figura 2 apresenta a estrutura integrada para manter o enfoque na totalidade da gestão de riscos de uma organização. Nas colunas verticais, constam as quatro categorias de objetivos (estratégicos, operacionais, de comunicação e de conformidade); nas linhas horizontais, os oito componentes da gestão de riscos corporativos; e na terceira dimensão, as unidades de uma organização.

Figura 2: Gestão de Riscos Corporativos – Estrutura Integrada



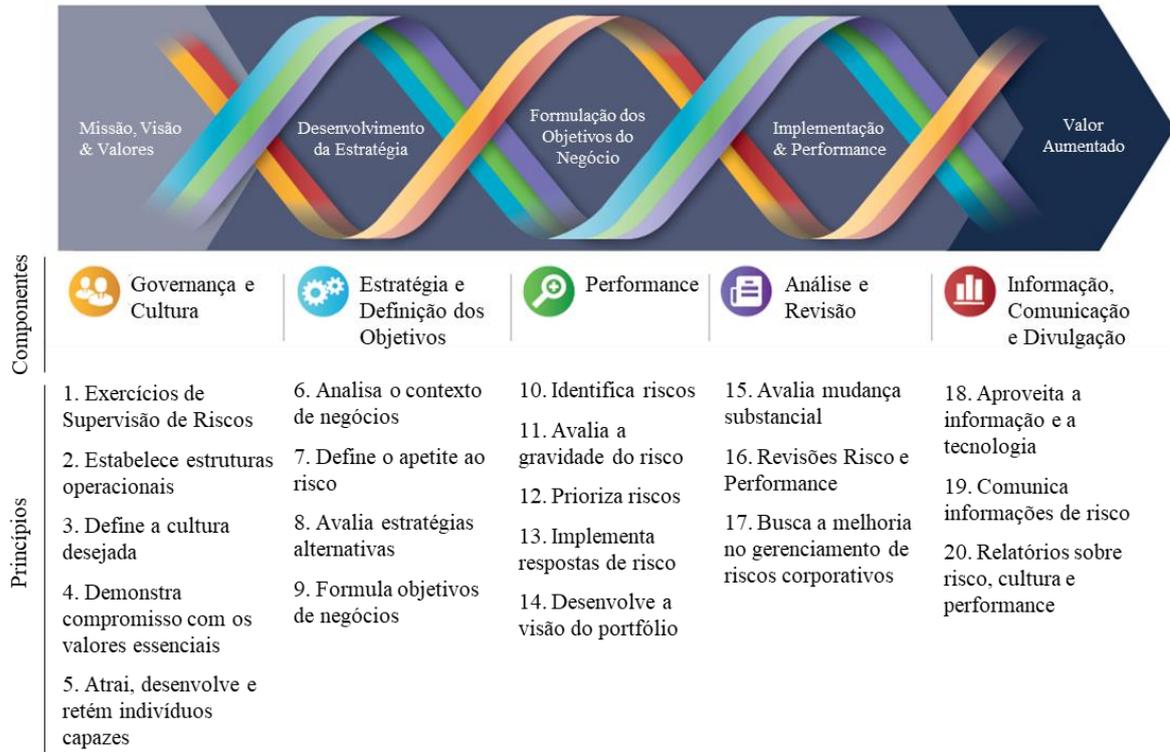
Fonte: COSO (2007, p. 7).

Com um ambiente de negócios em constante evolução, o COSO (2017) atualiza sua abordagem, reforçando a importância de considerar os riscos tanto no processo de definição das estratégias como na melhoria da *performance*, propondo uma nova estrutura que incorpora a gestão de riscos em toda a organização, dado que os riscos influenciam a estratégia em todos os seus departamentos e funções.

A nova estrutura apresenta cinco componentes inter-relacionados: (1) governança e cultura; (2) estratégia e definição de objetivos; (3) *performance*; (4) análise e revisão; e (5) informação, comunicação e divulgação. Cada um desses componentes combina-se com os princípios que permeiam todos os processos, desde a governança até o monitoramento. A adoção desses princípios possibilitará à administração uma melhor gestão dos riscos associados à estratégia e aos objetivos do negócio (COSO, 2017).

A Figura 3 apresenta a estrutura da gestão de riscos corporativos, integrada à estratégia, à *performance* e a seus componentes e princípios.

Figura 3: Gestão de Riscos Corporativos – integrada à estratégia, à *performance* e a seus componentes e princípios



Fonte: Elaborado e traduzido pelo autor, com base em COSO (2017).

A norma ISO 31000 (2018) é outro modelo internacional que fornece diretrizes para a gestão de riscos corporativos para qualquer tipo de organização, ao longo da sua vida, e para a tomada de decisões em todos os níveis, podendo se adequar ao contexto no qual está inserida (ISO, 2018). Baseia-se em três pilares: (1) princípios; (2) estruturas; e (3) processos que, inclusive, podem já existir nas organizações, mas que podem precisar ser adaptados e melhorados para uma gestão de riscos eficiente, eficaz e consistente.

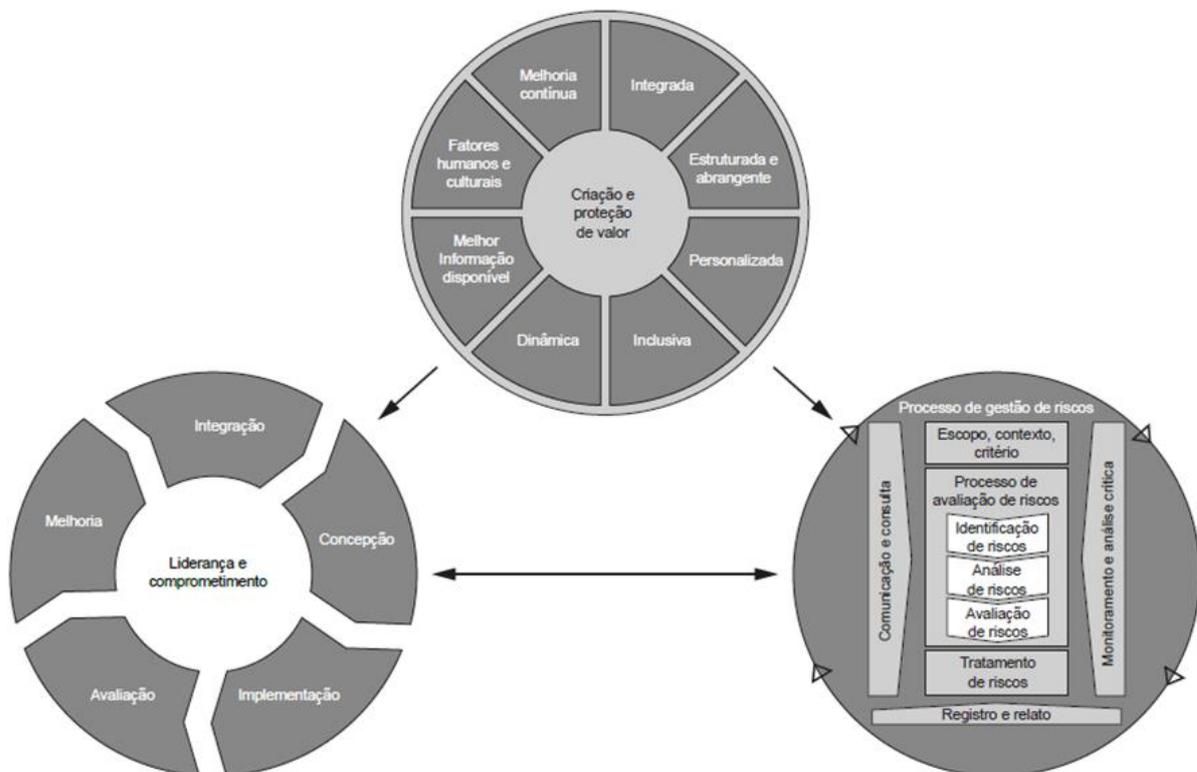
Os princípios, primeiro pilar, são a base para gerenciar riscos que têm como propósito criar e proteger valores, melhorando o desempenho, encorajando a inovação e o alcance dos objetivos. Também têm como objetivo fornecer orientações para uma gestão de riscos eficaz e eficiente, possibilitando a gestão dos efeitos das incertezas. Os elementos que fazem parte deste pilar são: disponibilização da melhor informação, que precisa ser oportuna, clara e disponível para as partes interessadas pertinentes; inclusão apropriada e oportuna das partes interessadas; dinâmica dos riscos que podem emergir, mudar ou desaparecer, conforme a dinâmica da organização; fatores humanos e culturais, que influenciam todos os aspectos da gestão de riscos; e melhoria contínua, por meio de aprendizados e de experiências (ISO, 2018).

O segundo pilar, estrutura da gestão de riscos, tem como objetivo apoiar a organização na integração da governança e das atividades para obter uma gestão de riscos integrada. É necessário o apoio da alta direção. Os componentes que fazem parte da estrutura são: integração, concepção, implementação, avaliação e melhoria. A ISO 31000 recomenda que estes componentes funcionem em conjunto e que sejam adaptados às necessidades da organização.

O terceiro pilar, processo da gestão de riscos, contempla a aplicação “sistemática de políticas, procedimentos e práticas para as atividades de comunicação e consulta, estabelecimento do contexto e avaliação, tratamento, monitoramento, análise crítica, registro e relato de riscos” (ISO, 2018, p. 9).

A ISO 31000 (2018) ainda ressalta que o processo de riscos, muitas vezes visto como sequencial, é uma prática iterativa, podendo ser adequada aos cenários internos e externos. No processo de gestão de riscos, convém considerar as variáveis do comportamento humano e a cultura. A Figura 4 apresenta o modelo proposto pela ISO 31000 (ISO, 2018).

Figura 4: Modelo de Gestão de Riscos ISO 31000



Fonte: ISO (2018, p. 5).

2.2.2 Identificação de Riscos Corporativos

A identificação dos riscos corporativos pode ser considerada a base inicial e mais importante do processo de gestão de riscos. Este processo envolve busca, compreensão e descrição de todos os riscos aos quais a organização está exposta, sejam de fontes internas ou externas, e que devem ser realizadas por pessoas qualificadas, com uma visão holística dos negócios da organização nos seus diferentes níveis (Tchankova, 2002; IBGC, 2007; COSO, 2007; Albuquerque et al., 2019).

O sucesso da gestão de riscos depende, principalmente, da sua correta identificação, caso contrário, o fato de não levantar todos os possíveis fatores de perda da organização acaba tornando os riscos não gerenciáveis, ou seja, a falha na identificação dos riscos impossibilita a tomada de ações cabíveis, tornando as consequências dos riscos inimagináveis à organização. (Tchankova, 2002).

De acordo com a ISO 31000 (ISSO 2018), o propósito da identificação de riscos é encontrar, reconhecer e descrever riscos que possam ajudar ou impedir que uma organização alcance seus objetivos. É conveniente que a organização identifique os riscos independentemente de as fontes encontrarem-se sob seu controle. Esta ISO pontua ainda que as organizações podem usar várias técnicas para identificar os riscos que possam afetar um os mais objetivos.

O Quadro 4 apresenta algumas sugestões de ferramentas e de técnicas para identificar os riscos, encontradas na literatura.

Quadro 4: Ferramentas e técnicas para identificar os riscos

Ferramentas e Técnicas	Literatura
Dados históricos, análises teóricas, opiniões de pessoas informadas e de especialistas e necessidades das partes interessadas.	ISO (2009)
Reuniões com diferentes áreas de especialização para cada etapa do processo de gestão de riscos.	ISO (2018)
Inventário de eventos, análise interna, alçadas e limites, seminários e entrevistas com facilitadores, análise de fluxo de processos, indicadores preventivos de eventos e metodologias de dados sobre eventos de perda.	COSO (2007)
Entrevistas com especialistas ou partes interessadas, complementadas por técnicas como <i>brainstorming</i> , método Delphi ou análise SWOT.	Olson e Wu (2010)
Entrevistas pessoais, <i>workshops</i> de riscos ou utilização de um modelo	Hunziker (2021)
Relações com agentes no ambiente de negócios.	Paza e Oliva (2022)

Fonte: Elaborado pelo autor.

Uma vez identificados, os riscos devem ser classificados de acordo com sua origem e/ou impacto. Não há uma classificação consensual, exaustiva, definitiva e aplicável a todas as organizações, cabendo a cada qual desenvolver e adaptar sua própria classificação, de acordo com as particularidades de sua indústria, mercado, setor de atuação e contexto (IBGC, 2017; Paza & Oliva, 2022).

O Quadro 5 apresenta uma síntese dessas classificações, também denominadas tipologias de riscos corporativos.

Quadro 5: Síntese da Classificação/Tipologias de Riscos

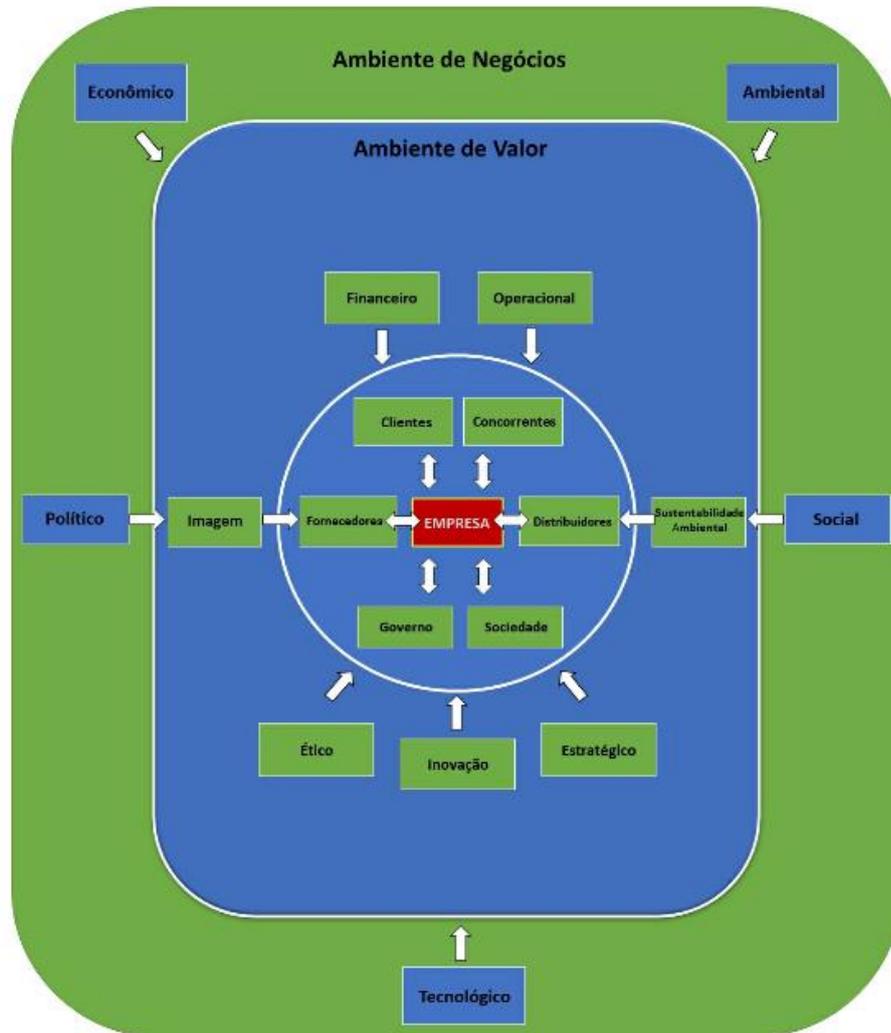
Classificações/Tipologias	Literatura
Macroeconômico, ambiental, social, tecnológico, legal, financeiro e de conformidade.	IBGC (2007)
Econômicos, do meio-ambiente, políticos, sociais e tecnológicos, infraestruturais, de pessoal, de processo e tecnológicos.	COSO (2007)
Econômicos, ambientais, sociais, políticos, tecnológicos, estratégicos, de inovação, ético, de sustentabilidade, de imagem, operacionais e financeiros.	Oliva (2016)

Fonte: Paza e Oliva (2022, p. 34).

Para Oliva (2016) e COSO (2007), os riscos políticos, sociais, tecnológicos, ambientais e econômicos resultam das forças do ambiente de negócios, ou seja, fatores externos à organização. Como exemplos dessas categorias de riscos tem-se: políticos (novas agendas políticas e leis); sociais (alterações nos costumes sociais e atividades terroristas); tecnológicos (disponibilidade de dados); ambientais (incêndios, inundações e terremotos); e econômicos (oscilações de preços e disponibilidade de capital).

Oliva (2016) desenvolveu um modelo conceitual que considera o ambiente de negócios como ponto de partida para a análise sistêmica dos riscos corporativos, levando em consideração os agentes dos ambientes interno e externo das organizações, bem como suas relações (Figura 5).

Figura 5: Riscos Corporativos no Ambiente de valor

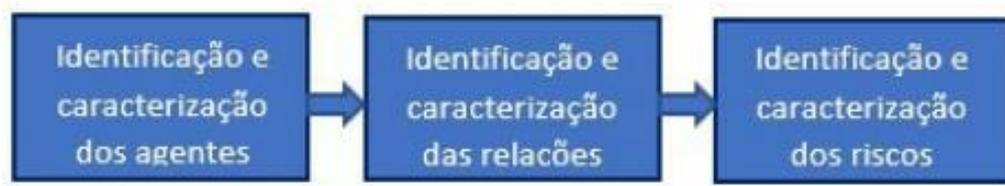


Fonte: Oliva (2016, p. 70).

2.2.3 Modelo Operacional de Identificação e Análise de Riscos

Para atingir o objetivo desta pesquisa, recorreu-se ao modelo multisetorial de análise dos riscos corporativos sob a ótica das relações entre os agentes internos do ambiente de negócios proposto por Paza e Oliva (2022). Esse modelo, diferentemente dos modelos de GRC identificados na literatura, estimula a reflexão sobre os agentes envolvidos e suas relações, assim como sobre suas trocas de valor. A proposta parte de três etapas: (1) identificação e caracterização dos agentes; (2) identificação e caracterização das relações; e (3) identificação e caracterização dos riscos (Figura 6).

Figura 6: Etapas para identificar e analisar os Riscos Corporativos



Fonte: Paza e Oliva (2022, p. 8).

O modelo operacional de identificação dos agentes e de suas relações e de análise dos riscos corporativos baseia-se em três teorias: Nova Economia Institucional, Organização Industrial e Relações Interorganizacionais. O Quadro 6 apresenta o resumo dos agentes identificados no ambiente de negócios.

Quadro 6: Agentes do Ambiente de Negócios

Agentes
Fornecedores
Concorrentes
Clientes
Universidades / Instituições de pesquisa
Organizações governamentais / Organizações governamentais de pesquisa
Empresas de P&D / Laboratórios comerciais
Especialistas / consultores
Outras empresas da mesma indústria que não são concorrentes diretos
Outras empresas de outras indústrias
Distribuidores
Sociedade

Fonte: Paza e Oliva (2022, p. 14).

O modelo operacional de identificação e de análise de riscos identificou 11 principais tipos de relações entre os agentes, conforme demonstra o Quadro 7.

Quadro 7: Tipos de Relações no Ambiente de Negócios

Tipos de Relações	Descrição
Compartilhamento de conhecimento	O compartilhamento de conhecimento entre empresas, seja por meio de experiências, seja por meio de documentos, possibilita ganhos para as partes envolvidas, como o desenvolvimento de novos produtos, a inovação de processos, o próprio desempenho do relacionamento e a vantagem competitiva.
Compartilhamento de valor	As empresas compartilham valores quando possuem as mesmas crenças sobre quais comportamentos, objetivos e políticas são importantes ou sem importância, apropriados ou inadequados, certos ou errados.
Comportamento oportunista	O comportamento oportunista pode apresentar diversos níveis, desde a busca por interesse próprio com dolo, passando por um auto interesse simples e até por um oportunismo nulo, no qual o próprio interesse desaparece.
Comprometimento	Relações de comprometimento são caracterizadas por promessas de continuidade relacional, que podem ser realizadas explicita ou implicitamente por duas ou mais partes.
Confiança	A confiança permite que as empresas tenham interações bem-sucedidas a longo prazo, uma vez que possibilita o fortalecimento do compromisso, apoia a cooperação e evita conflitos entre elas.
Cooperação	O sucesso e a eficiência das relações interorganizacionais são influenciados positivamente quando as empresas membros cooperam entre si. Estas cooperações podem ocorrer por meio de processos psicológicos sociais formais, legais e informais, de tal modo que as empresas se articulam e se relacionam, a fim de alcançar resultados eficientes e equitativos.
Coopetição	Em oposição à competição direta, a coopetição é vista como uma vertical ou horizontal na criação de uma cadeia de valor. Esta estratégia está presente em grande parte das redes interorganizacionais, uma vez que os agentes buscam interesses individuais, além dos coletivos, e apresentam ganhos potenciais em economia de custos, acesso e compartilhamento de recursos e de estímulo de inovação.
Dependência	Uma relação de dependência é estabelecida quando um agente precisa se manter em um relacionamento para alcançar seus objetivos.
Reciprocidade	A reciprocidade é vista como um ponto-chave na vida social. Se em uma relação entre A e B, o comportamento positivo de A em relação à B é impulsionado e responde ao comportamento positivo de B em relação à A, há reciprocidade.
Poder	Nas relações interorganizacionais, o poder manifesta-se por meio da capacidade ou da habilidade de um agente de influenciar o comportamento e as decisões de outro.
Relações próximas e informais	As relações informais são acordos voluntários, não contratuais, e próximos entre empresas independentes. Estas relações, frequentemente, são utilizadas por empresas que se incorporam para compartilhar diferentes tipos de conhecimento.

Fonte: Elaborada pelo autor, com base em Paza e Oliva (2022).

O modelo operacional de identificação e de análise de riscos proposto por Paza e Oliva (2022) esquematiza a caracterização das relações (Quadro 8).

Quadro 8: Caracterização das Relações

Tipo de Relação	Descrição	Valor
Comportamento Oportunista	De acordo com o grau de oportunismo.	Baixo, Médio e Alto
Poder de barganha	De acordo com o grau de barganha.	Baixo, Médio e Alto
Dependência	De acordo com o grau de dependência.	Baixo, Médio e Alto
Cooperação	De acordo com o grau de cooperação.	Baixo, Médio e Alto
Compartilhamento de valor	De acordo com o grau de compartilhamento de valor.	Baixo, Médio e Alto
Poder	De acordo com o grau de uso de poder na relação.	Baixo, Médio e Alto
Confiança	De acordo com o grau de confiança no outro agente.	Baixo, Médio e Alto
Compartilhamento de conhecimento	De acordo com o grau de compartilhamento de conhecimento.	Baixo, Médio e Alto
Comprometimento	De acordo com o grau de comprometimento.	Baixo, Médio e Alto
Coopetição	De acordo com o grau de coopetição.	Baixo, Médio e Alto
Reciprocidade	De acordo com o grau de reciprocidade.	Baixo, Médio e Alto
Relações próximas e informais	De acordo com o grau de relações próximas e informais.	Baixo, Médio e Alto

Fonte: Paza e Oliva (2022, p. 28).

Por fim, uma vez identificados e classificados os agentes e suas relações, ocorre a etapa de análise dos riscos, também denominada de avaliação dos riscos. Nesta etapa, ocorre a medição e a priorização dos riscos que podem auxiliar a gestão da organização a focar em ameaças mais importantes e a estabelecer a base e a urgência de resposta ao risco. O modelo de Paza e Oliva (2022) apresenta os principais tipos de caracterização de riscos abordados na literatura e a mensuração qualitativa para sua avaliação, a saber: Possibilidade de ocorrência, Impacto, Tempo de Percepção ao Risco, Vulnerabilidade ao risco e Apetite ao Risco (Quadros 9, 10, 11, 12 e 13, respectivamente).

- a) Possibilidade de Ocorrência: Possibilidade de um evento de consequência negativa ocorrer na organização (Quadro 9).

Quadro 9: Caracterização da Possibilidade de Ocorrência

Valor		Literatura
Quase certa	90% ou mais de chance de ocorrência ao longo da vida do ativo ou do projeto.	COSO (2012)
Provável	De 65% a 90% de chance de ocorrência ao longo da vida do ativo ou do projeto.	
Possível	De 35% a 65% de chance de ocorrência ao longo da vida do ativo ou do projeto.	
Improvável	De 10% a 35% de chance de ocorrência ao longo da vida do ativo ou do projeto.	
Rara	<10% de chance de ocorrência ao longo da vida do ativo ou projeto.	

Fonte: Paza e Oliva (2022, p. 35).

- b) Impacto: Consequência negativa de um evento sobre os objetivos organizacionais (Quadro 10).

Quadro 10: Caracterização do Impacto

Valor		Literatura
Extremo	<ul style="list-style-type: none"> • Perda financeira de \$ X milhões ou mais 3; • Cobertura negativa da mídia internacional de longo prazo; perda de participação de mercado revolucionária; • Processos e multas significativas, litígios, incluindo ações coletivas e encarceramento de lideranças; • Lesões ou fatalidades significativas para funcionários ou terceiros, como clientes ou fornecedores; • Saída de múltiplos líderes sêniores. 	COSO (2012)
Alto	<ul style="list-style-type: none"> • Perda financeira de \$ X milhões até \$ X milhões; • Cobertura nacional negativa da mídia de longo prazo; perda significativa de participação de mercado; • Relatório ao regulador, exigindo grande projeto para ação corretiva; • Cuidados internos limitados necessários para funcionários ou terceiros, como clientes ou fornecedores; 	

Valor		Literatura
	<ul style="list-style-type: none"> Safda de alguns gerentes sêniores, alta rotatividade de funcionários experientes, não percebidos como empregadores de escolha. 	COSO (2012)
Moderado	<ul style="list-style-type: none"> Perda financeira de \$ X milhões até \$ X milhões; Cobertura nacional negativa de mídia de curto prazo; Relatório de violação ao regulador com correção imediata a ser implementada; Tratamento médico ambulatorial necessário para funcionários ou terceiros, como clientes ou fornecedores; Problemas generalizados de moral da equipe e alta rotatividade. 	
Baixo	<ul style="list-style-type: none"> Perda financeira de \$ X milhões até \$ X milhões; Danos à reputação local; Incidente reportável ao regulador, sem acompanhamento; Sem ferimentos ou ferimentos leves a funcionários ou terceiros, como clientes ou fornecedores; Problemas de moral da equipe geral e aumento na rotatividade. 	
Insignificante	<ul style="list-style-type: none"> Perda financeira de até \$ X milhões; Atenção da mídia local rapidamente corrigida; Não reportável ao regulador; Sem lesões aos funcionários ou terceiros, como clientes ou fornecedores; Insatisfação isolada da equipe. 	

Fonte: Paza e Oliva (2022, p. 36).

- c) Tempo de Percepção ao Risco: Lapso de tempo entre a ocorrência do risco e a percepção de seus efeitos pela organização (Quadro 11).

Quadro 11: Caracterização do Tempo de Percepção ao Risco

Valor		Literatura
Muito alto	Início muito rápido, pouco ou nenhum aviso, instantâneo.	COSO (2012)
Alto	O início ocorre em questão de dias ou de algumas semanas.	
Médio	O início ocorre em questão de alguns meses.	
Baixo	O início ocorre em questão de vários meses.	
Muito baixo	Início muito lento, ocorre ao longo de um ano ou mais.	

Fonte: Paza e Oliva (2022, p. 38).

- d) Vulnerabilidade ao Risco: Despreparo da organização para lidar com o risco (Quadro 12).

Quadro 12: Caracterização da Vulnerabilidade ao Risco

Valor		Literatura
Muito alto	<ul style="list-style-type: none"> Nenhum planejamento do cenário realizado; Falta de recursos de nível empresarial / nível de processo para lidar com os riscos; Respostas não implementadas; Sem planos de contingência ou de gestão de crise em vigor. 	COSO (2012)
Alto	<ul style="list-style-type: none"> Planejamento de cenário para os principais riscos estratégicos executados; Baixa capacidade de nível empresarial / nível de processo para lidar com riscos; Respostas parcialmente implementadas ou não atingimento dos objetivos de controle; Alguns planos de gestão de contingência ou de crise em vigor. 	
Médio	<ul style="list-style-type: none"> Teste de estresse e análise de sensibilidade de cenários realizados; Capacidades de nível médio de empresa / processo para lidar com riscos; Respostas implementadas e, na maioria das vezes, atingindo os objetivos; A maioria dos planos de gestão de contingência e de crise em vigor e ensaios limitados. 	
Baixo	<ul style="list-style-type: none"> Opções estratégicas definidas; Capacidades de nível empresarial / nível de processo de médio a alto para lidar com os riscos; Respostas implementadas e cumprimento de objetivos, exceto em condições extremas; Planos de gestão de contingência e de crise em vigor e alguns ensaios. 	
Muito baixo	<ul style="list-style-type: none"> Opções reais implantadas para maximizar a flexibilidade estratégica; Capacidades de alto nível empresarial / nível de processo para lidar com riscos; Mecanismos de resposta redundantes em vigor e testados regularmente para riscos críticos; Planos de gestão de contingência e de crise implementados e ensaiados regularmente. 	

Fonte: Paza e Oliva (2022, p. 38).

- e) **Apetite ao Risco:** Disponibilidade da organização para aceitar um risco para realizar sua missão/visão (Quadro 13).

Quadro 13: Caracterização do Apetite ao Risco

Valor		Literatura
Muito alto	90% ou mais de chance de aceitação ao risco.	IBGC (2007)
Alto	De 65% a 90% de chance de aceitação ao risco.	
Médio	De 35% a 65% de chance de aceitação ao risco.	
Baixo	De 10% a 35% de chance de aceitação ao risco.	
Muito baixo	<10% a chance de aceitação ao risco.	

Fonte: Paza e Oliva (2022, p. 39).

3. METODOLOGIA

Os procedimentos metodológicos adotados partiram da definição da metodologia adotada para realizar este trabalho. Foi identificado o modelo e foi realizada a Revisão Sistemática da literatura para identificar os temas relevantes e usá-los para dar sustentação à pesquisa e atingir os objetivos propostos (YIN, 2001).

3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

Neves (1996) afirma que há diversas formas de avançar no conhecimento de um fenômeno, a saber: pela sua descrição, pela medição, pela busca de nexos causais entre seus condicionantes, pela análise de contexto, pela distinção entre forma manifesta e essência, pela indicação das funções de seus componentes, pela visão de sua estrutura, pela comparação de estados alterados de sua essência e outras. Diferentes maneiras de conceber e de lidar com o mundo geram diferentes formas de perceber e de interpretar significados e sentidos do fenômeno pesquisado.

Assim sendo, uma vez apresentado e contextualizado o tema proposto e tendo como objetivo o maior entendimento sobre os riscos corporativos do setor de investimento de impacto, decidiu-se realizar esta pesquisa utilizando uma metodologia exploratória descritiva com abordagem qualitativa.

Segundo Gil (2008, p. 27), a pesquisa exploratória visa "desenvolver, esclarecer e modificar conceitos e ideias, tendo em vista a formulação de problemas mais precisos ou hipóteses pesquisáveis para estudos posteriores".

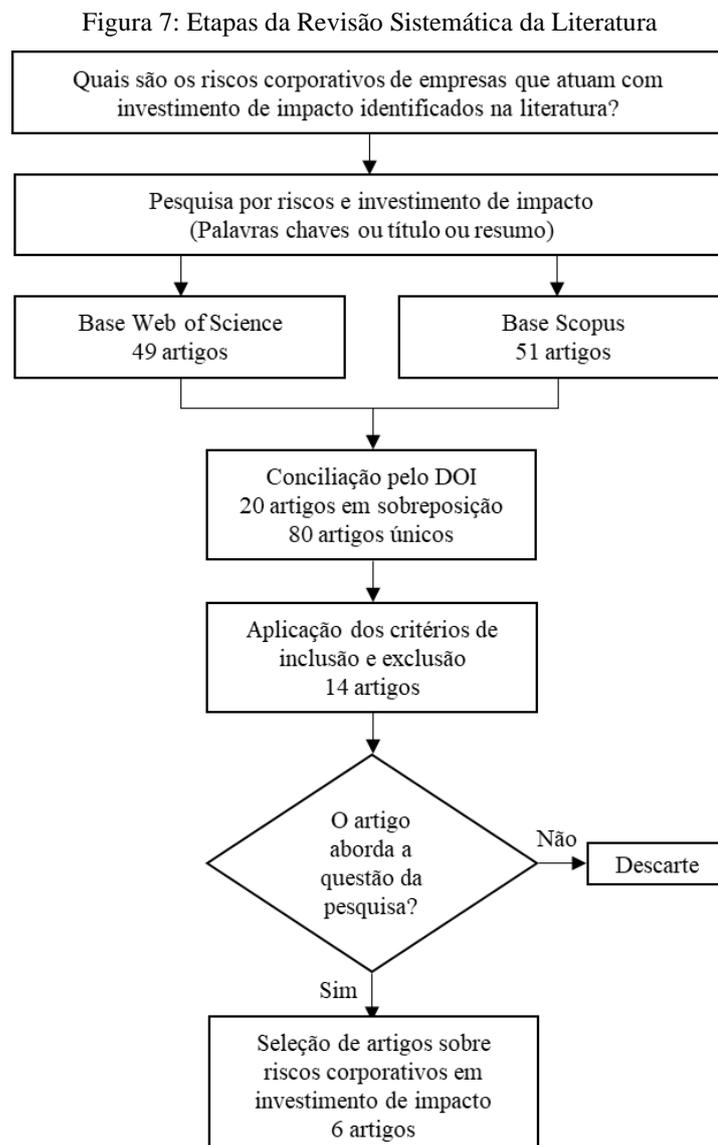
Quanto à natureza, esta pesquisa foi descritiva, pois visou não apenas especificar as características importantes do fenômeno observado (Sampieri et al., 2006, p. 102), mas também mencionar e relacionar as variáveis que interferem em suas relações (Vianna, 2001).

No que tange à abordagem, trata-se de uma pesquisa qualitativa, pois se caracteriza como uma forma de analisar e de compreender, detalhadamente, os significados e as características situacionais apresentadas pelo entrevistado, o que envolve, inclusive, uma abordagem interpretativa por parte do pesquisador (Torres, 2005; Denzin & Lincoln, 2006).

3.2 REVISÃO SISTEMÁTICA DA LITERATURA

Para melhor entendimento dos riscos corporativos identificados no setor de investimento de impacto, foi realizada a Revisão Sistemática da Literatura (RSL), dado que é uma modalidade de pesquisa que segue protocolos específicos, buscando compreender e atribuir alguma lógica a um grande *corpus* documental. Os achados da RSL possuem alto nível de evidência e são importantes para a tomada de decisão nos contextos públicos e privados (Galvão & Ricarte, 2019).

Para realizá-la, foram adotadas as etapas de pesquisa propostas por Denyer e Tranfield (2009): formulação da questão, localização de estudos, seleção e avaliação dos estudos, análise e síntese, relato e uso dos resultados (Figura 7).



Fonte: Elaborada pelo autor.

Na primeira etapa, foi definida a seguinte questão para a RSL: Quais são os riscos corporativos de empresas que atuam com investimento de impacto identificados na literatura? A partir de então, buscou-se, nos bancos de dados *Web of Science* e *Scopus*, localizar os trabalhos que abordassem o tema. Inicialmente, foi feita uma busca pelos termos “*impact investing*” *risk* (com aspas duplas, visando pesquisar termos compostos e não as palavras separadamente) e “*impact investment*”, ambos como referência para investimento de impacto. A estratégia de buscar pelos termos: “*impact investing*” e *risk* – ou – “*impact investment*” e *risk* foi para ampliar os resultados da pesquisa e identificar os trabalhos que contivessem ao menos um dos termos. As buscas foram realizadas nos campos Títulos ou Resumo ou Palavras-Chave, nas duas bases de dados e retornaram 41 artigos no *Web of Science* e 59 artigos no *Scopus*.

Após a localização dos artigos, foram incluídos nas bases o fator de impacto dos periódicos, utilizando as respectivas referências. Para os artigos encontrados no *Web of Science*, utilizou-se o *Journal Citation Reports (JCR)*, e para a base *Scopus*, o *Scimago Journal & Country Rank*. Nesta RSL, foram considerados apenas os periódicos com alto fator de impacto, ou seja, que estivessem dentro do primeiro quartil (Q1), que contém 25% dos periódicos de maior impacto.

Para identificar os estudos repetidos nas duas bases, foi realizada uma conciliação dos artigos pelo DOI. Foram identificados 20 artigos sobrepostos, restando, então, 80 artigos únicos. Vale observar que, para os artigos sobrepostos, foi considerado o quadrante de impacto do JCR. Aos 80 artigos únicos, foram aplicados os procedimentos de seleção e de avaliação de estudos propostos por Fink (2014, p. 51), baseados em critérios de inclusão e de exclusão, o que resultou 14 artigos. Os critérios utilizados para garantir a relevância dos artigos apresentam-se no Quadro 14.

Quadro 14: Critérios de inclusão ou exclusão de estudos para a Revisão Sistemática da Literatura

Critérios de Inclusão	Tipo
Palavras-chave ou Título ou Resumo: “ <i>impact investing</i> ” e <i>risk</i> – ou – “ <i>impact investment</i> ” e <i>risk</i>	Conteúdo
Todos os idiomas	Idioma da publicação
Todas as datas	Data da publicação
Dentro dos 25% de maior fator de impacto (quadrante Q1)	Periódicos
Economia, Negócios, Finanças, Gestão e Ciências do Ambiente	Categoria Web of Science e Scopus
Livro, capítulo de livro, revisão, anais de conferência, material editorial e acesso antecipado	Tipo de documento

Fonte: Elaborado pelo autor, com base em Fink (2014).

A seguir, foi realizada a leitura dos 14 artigos, buscando identificar quais respondiam à questão da pesquisa. O resultado foi a identificação de 6 artigos. A Tabela 1 apresenta a síntese dos resultados da pesquisa, destacando que alguns riscos aparecem em mais de um artigo.

Tabela 1: Resultados dos artigos encontrados na Revisão Sistemática da Literatura

Qtde. de Artigos	Riscos identificados	Descrição	Autor	Qtde. de citações Google Scholar*
4	Riscos no Impacto	Riscos na mensuração, avaliação, relatórios e atingimento dos objetivos de impacto	Thompson (2023); Begemann, Dolriis e Winkel (2023); Cohen, Nelson e Rosenman (2022); Geobey et al. (2012)	7 0 12 136
1	Riscos no Retorno Financeiro	Risco de retorno financeiro oferecido aos investidores abaixo do mercado - baixa atratividade	Bernal et al. (2021)	8
1	Riscos da Investida	Riscos na gestão do negócio de impacto	Thompson (2023)	7
1	Riscos de Mercado	Risco de exposição a mudanças do mercado que afetam o financiamento e/ou o desempenho do investimento	Thompson (2023)	7
1	Riscos Macroeconômicos	Risco do nível de desenvolvimento do país, ambiente das instituições e risco do país	Mersland et al. (2020)	44

Fonte: Elaborado pelo autor, a partir de buscas realizadas em 08 de julho de 2023.

Nos 6 artigos únicos resultantes foi possível constar a existência de 5 tipos de riscos aos quais as empresas de investimento de impacto estão expostas. O risco mais comumente identificado, encontrado em 4 artigos, foi em relação ao impacto.

Por se tratar de uma atividade relativamente nova no mercado, os projetos de impacto podem apresentar uma carência de dados de desempenho consistente, o que necessita de uma melhor avaliação por parte das empresas de investimento de impacto. Outro ponto é ausência de informações nos relatórios dos projetos, que pode invisibilizar a geração de impacto. Cabe ressaltar o risco percebido com relação ao nível de gestão do negócio de impacto, que pode comprometer a entrega dos objetivos ao longo do tempo.

A Revisão Sistemática da Literatura permitiu constatar que trabalhos focados no tema de riscos desse setor ainda são escassos e o maior foco é no impacto, visto que outros tipos de riscos, como o risco retorno *versus* impacto, podem ser cobertos por teorias já praticadas no mercado tradicional.

Apesar da existência de pesquisas que abordam os riscos corporativos, não foram identificados trabalhos que tratam desse tema de forma ampla e sistêmica, e tampouco sobre as relações entre as empresas, os investimentos de impacto e os agentes, no seu ambiente de negócios. Desta forma, para realizar este trabalho, foi utilizado o modelo de identificação e de análise de riscos proposto por Paza e Oliva (2022).

3.3 SELEÇÃO DAS EMPRESAS E DOS ENTREVISTADOS

Dado o objeto de estudo, isto é, empresas que atuam com investimento de impacto, adotou-se uma amostragem não probabilística, por ser a mais adequada para estudar contextos em mudança, selecionando um subgrupo da população e permitindo a possibilidade de reposição da população selecionada (Malhotra, 2001; Oliveira, 2011).

As empresas de investimento de impacto analisadas foram selecionadas dentre as mapeadas pela Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto (2022). Trata-se de organização reconhecida no setor que tem como objetivo apoiar o fortalecimento de um ecossistema para a agenda de investimento e de negócios de impacto no Brasil.

Foi estabelecida uma amostragem mínima de 20% da população e foi considerado um representante de cada classe de ativo dentre os três tipos de instrumentos de investimento de impacto disponíveis, segundo a Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto (2022), a saber: Fundos de Impacto, Plataformas de Financiamento Coletivo e Títulos de Renda Fixa. Buscou-se captar diferentes visões do setor.

Desta forma, foram selecionadas cinco empresas: Trê, Sitawi, GAIA, Mov Investimentos e Rise Ventures, sendo que duas delas atuam com fundos de impacto; duas, com plataformas de financiamento coletivo; e uma, com títulos de renda fixa. No entanto, uma mesma empresa pode atuar com mais de um instrumento financeiro.

A seleção das empresas foi não probabilística e por conveniência do pesquisador. De acordo com Malhotra (2001, p. 305), “a amostragem não-probabilística confia no julgamento pessoal do pesquisador e não na chance de selecionar os elementos amostrais”. A Tabela 2 apresenta as empresas selecionadas para realizar o estudo.

Tabela 2: Empresas selecionadas para o estudo

	Instrumentos financeiros (a empresa pode trabalhar com mais de um instrumento)			
	Total	Fundos de Impacto	Plataformas de Financiamento Coletivo	Títulos de Renda Fixa
Quantidade de empresas que atuam com investimento de impacto	19	15	4	5
Empresas selecionadas (26% de amostra)	5	Rise Ventures Mov Investimentos	Sitawi Trê	Gaia

Fonte: Elaborado pelo autor.

Uma vez selecionadas as empresas que trabalham com investimento de impacto, considerando-se os diferentes tipos de instrumentos financeiros utilizados, foram selecionados os eventuais entrevistados para participarem do estudo, respondendo ao questionário previamente elaborado (APÊNDICE A).

Em função de o pesquisador ter acesso a pessoas que atuam no ecossistema de investimento de impacto, foi possível identificar e obter os contatos dos gestores e dos líderes que tinham uma visão integrada da operação da empresa e/ou que estivessem envolvidos com o tema de riscos.

Uma carta convite (APÊNDICE B) lhes foi enviada por *e-mail*, explicando-lhes os objetivos da pesquisa. Foram, então, selecionados 6 entrevistados (1 Diretor Executivo, 1 Diretor Vice-Presidente, 1 sócio fundador e 3 gestores/líderes), sendo dois da empresa Rise Ventures e um de cada uma das demais empresas selecionadas (Quadro 15).

No entanto, destaca-se que para maior liberdade, espontaneidade e confidencialidade dos entrevistados, os resultados e as análises deste trabalho não mencionam nem o nome e nem o gênero dos respondentes (todos foram referidos como sendo do gênero masculino) e suas respostas não foram associados às empresas na qual atuam. Assim sendo, para efeito de análise estas foram identificadas como Empresa 1, Empresa 2, Empresa 3, Empresa 4 e Empresa 5.

Quadro 15: Seleção dos empresas e dos entrevistados

Instrumento Financeiro	Empresa	Cargo
Plataforma de Empréstimo Coletivo	Trê	Diretor Executivo
	Sitawi	Diretor Vice-Presidente
Títulos de Renda Fixa	GAIA	Gestor/Líder
Fundo de Impacto	Mov Investimentos	Sócio Fundador
	Rise Ventures	Gestor/Líder 1
		Gestor/Líder 2

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.4 COLETA DE DADOS PRIMÁRIOS

Os dados primários foram coletados por meio de entrevistas. Vieira e Zouain (2005) explicam que os depoimentos dos atores envolvidos, os discursos e os significados transmitidos por eles são de fundamental importância para uma pesquisa qualitativa, a qual zela pela descrição detalhada dos fenômenos e dos elementos que envolvem o processo.

Para tanto, foi utilizado um questionário semiestruturado (APÊNDICE A) devido à possibilidade de “combinação de perguntas abertas e fechadas, onde o informante tem a possibilidade de discorrer sobre o tema proposto” (Boni & Quaresma, 2005, p. 75). Lakatos e Marconi (2002) esclarecem que as vantagens das entrevistas semiestruturadas são, dentre outras: maior flexibilidade, podendo o entrevistador repetir ou esclarecer perguntas, formulando-as de maneira diferente e explicando algum significado, como garantia de estar sendo compreendido; e pela oportunidade de obter dados que não se encontram em fontes documentais e que podem ser relevantes e significativos.

O questionário foi elaborado com base no modelo de Paza e Oliva (2022), com o objetivo de obter uniformidade na coleta de dados primários e ter flexibilidade para explorar os pontos relevantes para a pesquisa que pudessem surgir a partir dos relatos dos entrevistados.

O roteiro do questionário foi composto por dois blocos, sendo o segundo dividido em quatro etapas (APÊNDICE A). O primeiro, consistiu em uma breve apresentação da pesquisa explicando os objetivos e os procedimentos adotados e, a seguir, foram feitas as perguntas referentes à identificação do entrevistado. O segundo, foi composto por perguntas referentes a: identificação e caracterização de agentes; identificação e caracterização de riscos; avaliação e

análise de riscos corporativos identificados. As entrevistas seguiram as etapas propostas pelo modelo de identificação e análise de riscos corporativos (Paza e Oliva, 2022), como mencionado. Junto com as perguntas foi utilizada uma planilha em Excel, elaborada pelo pesquisador, para melhor visualização da estrutura do modelo.

Para validar este questionário e garantir que o roteiro tivesse boa aderência aos objetivos da pesquisa, foi realizado um pré-teste com uma especialista no tema de impacto, líder de uma organização que apoia o ecossistema de impacto na América Latina.

A seguir, entre os meses de abril e maio de 2023, foram realizadas as seis entrevistas com gestores e líderes de cinco empresas de investimento de impacto.

Dada a nova dinâmica de utilização de meios remotos para realizar reuniões, palestras, aulas etc., acelerada sobretudo em função da pandemia, todas as entrevistas puderam ser realizadas remotamente, facilitando a conciliação de agendas e a logística.

3.5 PROCEDIMENTOS PARA ANÁLISE DOS DADOS COLETADOS

Após o levantamento das informações com os gestores e líderes de cada uma das empresas participantes, os dados coletados foram analisados utilizando como base o modelo de identificação e de análise de riscos corporativos proposto por Paza e Oliva (2022).

Para conduzir a análise, foi utilizado o método de adequação ao padrão que “consiste em comparar um padrão fundamentalmente empírico com outro de base prognóstica (ou com várias outras previsões alternativas)” (Yin, 2001, p. 136).

A análise foi feita por triangulação. Os dados de diferentes fontes foram comparados, usando os mesmos métodos, apesar de terem sido coletados em momentos, locais ou junto a pessoas diferentes (Creswell, 2003³ apud Oliveira, 2011; Zappellini & Feuerschütte, 2015). Assim, foi possível obter diferentes visões sobre a questão da pesquisa, valendo-se da mesma abordagem teórica para produzir mais conhecimento do que seria possível com base em uma só perspectiva (Flick, 2009⁴ apud Zappellini & Feuerschütte, 2015).

Os resultados foram apresentados primeiramente de forma individual (Capítulo 4), referentes a cada uma das empresas e, a seguir, foram consolidados (Capítulo 5), de modo a ser possível obter uma visão mais ampla dos agentes, das relações e dos riscos identificados no ambiente de negócios do setor de investimento de impacto. Assim sendo, foi apresentada uma

³ Creswell, J. W. (2003). *Research design: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches*. 2.ed. Thousand Oaks, CA: Sage.

⁴ Flick, U. (2009). *Introdução à Pesquisa Qualitativa*. Porto Alegre: Artmed

análise consolidada do setor de investimento de impacto, mapeando seus agentes e suas principais relações com os mesmos, identificada pelas relações que apresentam maior frequência, além da análise dos riscos corporativos do setor e da identificação de priorização por meio de uma matriz de riscos.

Os resultados foram a síntese dos principais pontos observados em cada uma das cinco empresas participantes da pesquisa. Os Quadros 16 e 17 exemplificam a estrutura mencionada.

Quadro 16: Exemplo de identificação de agentes e suas relações

Agentes	Identificação dos agentes	Identificação e Caracterização das Relações		
		Baixo nível de relação	Médio nível de relação	Alto nível de relação
Fornecedor	Fornecedor de logística	Compartilhamento de conhecimento	Confiança	Poder de Barganha
Cliente	...	...	...	...
...

Fonte: Elaborado pelo autor.

Quadro 17: Exemplo de identificação e caracterização dos riscos

Agentes	Identificação dos Agentes	Identificação e Caracterização dos Riscos						
		Identificação de Riscos	Classificação dos Riscos	Possibilidade de Ocorrência	Impacto	Tempo de Percepção ao Risco	Vulnerabilidade ao Risco	Apetite ao Risco
Fornecedor	- Fornecedor de logística	- Atraso na entrega de produtos	Financeiro	Possível	Alto	Alto	Médio	Baixo
Cliente	...	...	...	...	...	...	...	...
...

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.6 MATRIZ DE AMARRAÇÃO

A Matriz de Amarração, ferramenta proposta por Mazzon (1981), constitui a representação matricial com o objetivo de avaliar a coerência das relações estabelecidas entre as dimensões e as decisões de encaminhamento de uma pesquisa. Esta matriz indica a consistência metodológica da intervenção científica e fornece uma abordagem sistêmica para examinar a qualidade da pesquisa, sendo entendida como a adequação entre o modelo adotado, os objetivos a serem atingidos, as questões ou hipóteses formuladas e o tratamento dos dados (Telles, 2001, p. 65). O Quadro 18 apresenta a matriz de amarração desta pesquisa, com base no modelo sugerido por Mazzon (1981).

Quadro 18: Matriz de amarração

Pergunta da pesquisa	Objetivos da Pesquisa		Perguntas do questionário	Referencial Teórico	Instrumento de Coleta de Dados	Técnicas de Análise de Dados	Resultados Esperados da Pesquisa
	Geral	Específicos					
Quais são os riscos corporativos que emanam das relações com os agentes no ambiente de negócios do setor de investimento de impacto?	Identificar e analisar os riscos corporativos do setor de investimento de impacto que emanam de suas relações com os diversos agentes no ambiente de negócios.	Identificar e caracterizar os principais agentes no ambiente de negócios do setor de investimento de impacto	a) Perguntas aos entrevistados referentes aos Agentes no ambiente de valor - Quais são os agentes com os quais a empresa se relaciona? - Quais são as características desses agentes?	Investimento de Impacto Negócios de Impacto	Entrevistas semiestruturadas com gestores e líderes de empresas do setor de Investimento de Impacto	Adequação ao Padrão Aplicação de um modelo de identificação e análise de riscos corporativos (Paza & Oliva, 2022) Triangulação de Dados Uso de dados de diversas fontes para enriquecer a produção de conhecimento	Identificar as convergências e as complementaridades de informações entre os respondentes, a fim de obter uma visão consolidada do setor de Investimento de Impacto sobre: a) Os agentes no ambiente de negócios b) Os tipos e a caracterização das relações com os agentes c) Os riscos corporativos que emanam dos agentes e suas relações d) Análise dos riscos corporativos
		Identificar e caracterizar as relações entre os agentes e o setor de investimento de impacto	b) Perguntas aos entrevistados referentes às relações com os Agentes - Quais são os tipos de relações que a empresa mantém com os agentes? - Quais são as características dessas relações com os agentes?	Gestão de Riscos Corporativos Identificação de Riscos Corporativos			
		Identificar os principais riscos corporativos que emanam dos agentes e de suas relações	c) Perguntas aos entrevistados referentes aos riscos corporativos - Quais são os riscos corporativos que os respondentes identificam que emanam dos agentes e suas relações?	Modelo de Identificação e Análise de Riscos Corporativos			
		Analisar os riscos corporativos identificados na relação com os agentes	d) Avaliação das respostas dos entrevistados referentes aos riscos corporativos identificados - Como os respondentes avaliam os riscos identificados?				

Fonte: Elaborado pelo autor, com base em Mazzon (1981).

4. ANÁLISE E RESULTADOS DA PESQUISA

Para melhor compreensão dos resultados da pesquisa, cabe primeiramente fazer uma breve apresentação das empresas de investimento de impacto participantes para, então, apresentar os resultados com relação a cada uma delas e, a seguir fazer a análise consolidada da convergência e da complementaridade dos resultados.

Como mencionado, a análise dos dados foi feita por meio de triangulação entre as entrevistas semiestruturadas com gestores e líderes das empresas pesquisadas, os dados das empresas participantes e documentos públicos disponibilizados em seus próprios *sites* institucionais e o referencial teórico.

Destaca-se que a ordem das apresentações dos resultados não reflete nenhum tipo de prioridade e nem mesmo está relacionada com a sequência apresentada nos Quadros 15 e 19 deste trabalho.

4.1 EMPRESAS ANALISADAS

O Quadro 19 apresenta uma breve descrição das empresas participantes da pesquisa. Como mencionado, os dados foram obtidos por meio de informações públicas, disponibilizadas nos *sites* institucionais das próprias empresas ou mesmo por meio das entrevistas com os gestores e líderes das respectivas empresas.

Quadro 19: Descrição das empresas participantes da pesquisa

Empresa		Descrição da atuação
Fundo de Impacto	Mov Investimentos	Fundada em 2012, é uma gestora brasileira de investimentos de impacto. Investe em empresas inovadoras e escaláveis, apoiando empreendedores que buscam reverter degradação ambiental e reduzir desigualdades sociais.
	Rise Ventures	Gestora de investimentos focada em <i>private equity (early-growth)</i> atuando em 3 verticais: social, natureza e bem-estar, com mais de R\$ 100 milhões captados com investidores, em 2022.
Plataforma de Empréstimo	Trê	Impulsiona o impacto positivo desenvolvendo programas e soluções financeiras com o objetivo de guiar o fluxo de dinheiro a causas sistêmicas, além de estimular o vínculo das comunidades de negócios, empreendedores e investidores.

Empresa		Descrição da atuação
	Sitawi	Atua com o propósito de ressignificar o papel do capital para impulsionar propósitos transformadores por meio do investimento de impacto, conectando investidores e empreendedores com foco no impacto socioambiental positivo.
Títulos de Renda Fixa	GAIA	Fundada em 2009, desde 2022, atua, exclusivamente, com investimentos de impacto. Tem como propósito transformar a vida das pessoas por meio de investimentos, gerando valor para quem investe e para o projeto investido, causando impactos positivos.

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.1.1 Resultado da Empresa 1

A Empresa 1 é de porte médio (faturamento anual maior que R\$ 4,8 milhões e menor ou igual a R\$ 300 milhões) com alto *market share* (maior que 50% de participação no mercado) e com um nível médio de práticas de responsabilidade social.

Inicialmente, buscou-se identificar os agentes com os quais a Empresa 1 se relaciona no ambiente de negócios: clientes (investidores e investidas), patrocinadores, fornecedores, organizações, governo e concorrentes.

A entrevista com o representante da Empresa 1 não possibilitou avaliar o nível de governança corporativa, apenas permitiu caracterizar o agente fornecedor, que é uma empresa que presta serviços tecnológicos para viabilizar a operação de captação de recursos financeiros dos investidores. Após essa etapa, foram identificadas e caracterizadas as relações com esse agente, finalizando com a identificação e a caracterização dos riscos corporativos.

Por existirem poucas empresas de tecnologia que oferecem o serviço necessário e por ser a empresa que mais se alinha com o propósito da empresa de investimento de impacto, mesmo com um baixo nível de compartilhamento de valor, há uma relação de alta dependência com esse fornecedor que acaba tendo um alto poder de barganha. Existe o sentimento de insegurança em relação à qualidade do serviço entregue pelo fornecedor, levando à percepção de baixa confiança da Empresa 1 em relação ao mesmo. No entanto, na percepção do entrevistado, o nível de confiança é maior por parte do fornecedor com relação à Empresa 1.

Essa baixa confiança no agente fornecedor reflete no risco identificado ao apresentar as falhas na operação de investimento, como as referentes ao processo de cadastro e de disponibilidade *on line*, impossibilitando o investimento dos clientes. Apesar de ser um risco perceptível muito rapidamente e um evento possível de ocorrer, a empresa não está preparada para lidar com o mesmo, classificando-o como um impacto moderado, dada a dinâmica do

negócio que não concentra as operações em um determinado dia ou horário, tendo tempo hábil para correções e ajustes.

Com relação ao agente cliente, foram identificados dois tipos: clientes investidores (pessoas físicas) e clientes investidas. Investidas são negócios de impacto selecionados pela empresa de investimento de impacto, seguindo um determinado critério, com o objetivo de receber recursos financeiros dos investidores em troca de pagamento com juros do capital para remunerá-los. Pela intencionalidade do cliente investidor e pelo fato de a investida ser um negócio de impacto, foi identificado um alto compartilhamento de valor com a empresa de investimento de impacto, assim como um alto compartilhamento de conhecimento com a investida, visto que há trocas de experiências, principalmente, sobre como acompanhar os indicadores de impacto.

O risco percebido para o agente investida, mesmo que improvável de ocorrer e com baixo impacto, foi ocorrer algum problema com a operação, como inadimplência e não pagamento do empréstimo. Isso reflete no risco de o investidor ser a contrapartida, ou seja, não receber o retorno financeiro do investimento. Pela percepção do entrevistado, o risco de a empresa investida não conseguir pagar o empréstimo não interfere na entrega do impacto, dado que este é parte integrante do produto e/ou do serviço oferecido. Mesmo não pagando o empréstimo, o impacto continuaria sendo entregue.

Outros agentes com a quais a empresa se relaciona são as organizações de apoio ao ecossistema de impacto. Tratam-se de organizações que promovem o investimento de impacto, por meio de conexões, articulações com o setor privado e com o governo, e disseminação de conhecimento e engajamento, por exemplo. Apesar de serem organizações com foco em investimento de impacto, segundo o relato do entrevistado, foi identificada uma proximidade de baixa intensidade com a empresa em questão, com um baixo compartilhamento de conhecimento e com uma cooperação média. O risco identificado foi reputacional, que emana da gestão da relação com o agente, e que pode causar um risco à imagem da empresa, com consequências em sua relação com os clientes e com os patrocinadores.

Os agentes patrocinadores são instituições e/ou organizações que doam capital financeiro para o funcionamento operacional de uma empresa de investimento de impacto. Dada a sua atuação, foram identificadas, dentre outras características, uma alta relação de compartilhamento de valor, de comprometimento e também de dependência, visto que a empresa precisa muito do apoio do patrocinador para a continuidade de seus negócios. Nesse sentido, o principal risco é a descontinuidade de renovação do patrocínio, podendo inclusive

perdê-lo para um concorrente, evento que a empresa não está preparada para enfrentar adequadamente, apesar da possibilidade de ocorrência.

Com relação ao agente governo, identificou-se o Banco Central (BACEN) como um agente que apresenta um alto nível de poder, capaz de influenciar as decisões da empresa por meio de uma política monetária (COPOM - Comitê de Política Monetária). O risco de aumento da taxa de juros SELIC (Sistema Especial de Liquidação e de Custódia) levaria a empresa a elevar os juros das operações para que não perdesse a atratividade em comparação com outros investimentos do mercado, podendo impactar a capacidade de pagamento da investida.

No que tange aos agentes concorrentes, foi identificado que são todas as outras empresas que têm o investimento em impacto como seu principal negócio. Não foi estabelecida qualquer diferenciação ou especificidade, seja por tipo de classe de ativo, seja por porte da empresa ou por tempo de atividade. Ainda sobre esse ponto, as instituições financeiras tradicionais e *fintechs*, que seguem a lógica de atuação tradicional, não são consideradas concorrentes.

Por ser um setor novo na economia, a coopetição ainda está em desenvolvimento, não sendo praticada atualmente. As relações com estes agentes são, principalmente, o compartilhamento de valor e as relações próximas e informais. Quanto aos riscos, foi identificado o de perder projetos de clientes de negócios de impacto (investidas) para os concorrentes, evento possível de acontecer, mas com baixo impacto para a empresa.

Os Quadros 20 e 21 apresentam os resultados dos dados coletados na entrevista com o representante da Empresa 1.

Quadro 20: Identificação dos agentes e suas relações com a Empresa 1

Agentes	Identificação dos agentes	Identificação e Caracterização das Relações		
		Baixo nível de relação	Médio nível de relação	Alto nível de relação
Clientes	Investidas (Negócios de Impacto)	Comportamento oportunista	Confiança Dependência Relações próximas e informais	Compartilhamento de conhecimento Compartilhamento de valor
	Investidores (Pessoas Físicas)	Não identificado	Comportamento oportunista Confiança Cooperação Relações próximas e informais	Compartilhamento de valor
Patrocinador	Instituições/Organizações	Não identificado.	Comportamento oportunista Confiança Relações próximas e informais	Compartilhamento de conhecimento Compartilhamento de valor Comprometimento Cooperação Dependência Reciprocidade Poder Poder de barganha
Fornecedor	Fornecedor de Plataforma Tecnológica para Negócios	Compartilhamento de valor Comprometimento Confiança Cooperação	Compartilhamento de conhecimento	Dependência Poder de barganha
Organizações	Organizações de apoio ao ecossistema de impacto	Compartilhamento de conhecimento	Compartilhamento de valor Cooperação Reciprocidade	Não identificado
Governo	BACEN (Comitê de Política Monetária)	Não identificado	Não identificado	Poder
Concorrentes	Empresas que atuam com investimento de impacto	Compartilhamento de conhecimento Comportamento oportunista Cooperação	Compartilhamento de valor Relações próximas e informais	Não identificado

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados coletados durante a entrevista com o representante da Empresa 1.

Quadro 21: Identificação dos agentes e dos riscos corporativos na Empresa 1

Identificação e Caracterização dos Riscos								
Agentes	Identificação dos agentes	Identificação de riscos	Classificação dos riscos	Possibilidade de ocorrência	Impacto	Tempo de percepção ao risco	Vulnerabilidade ao risco	Apetite ao risco
Clientes	Investidas (Negócios de Impacto)	Risco de não conseguir pagar o empréstimo	Financeiro	Improvável	Baixo	Médio	Médio	Baixo
	Investidores (Pessoas Físicas)	Risco de não receber o retorno do investimento	Financeiro	Improvável	Baixo	Médio	Médio	Baixo
Patrocinador	Instituições/Organizações	Risco de descontinuidade da renovação do patrocínio	Econômico	Possível	Alto	Médio	Alto	Baixo
Fornecedor	Fornecedor de Plataforma Tecnológica para Negócios	Risco de falhas tecnológicas na operação de investimento	Tecnológico	Possível	Moderado	Muito alto	Alto	Baixo
Organizações	Organizações de apoio ao ecossistema de impacto	Riscos reputacional (risco de imagem)	de Imagem	Rara	Alto	Médio	Alto	Muito baixo
Governo	BACEN (Comitê de Política Monetária)	Risco de aumento da taxa de juros (SELIC)	Econômico	Possível	Alto	Alto	Médio	Baixo
Concorrentes	Empresas que atuam com investimento de impacto	Risco de perda de oportunidade de investimento para um concorrente	Estratégico	Possível	Baixo	Baixo	Baixo	Médio

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados coletados durante a entrevista com o representante da Empresa 1.

4.1.2 Resultado da Empresa 2

Na Empresa 2, foram identificados 6 agentes que compõe o ambiente de negócios da Empresa 2: clientes (investidores e investidas), fornecedor, governo, patrocinador e organizações. No entanto, não foi possível caracterizar nenhum dos agentes identificados.

Os agentes clientes investidores são pessoa físicas. Foi observado que a empresa tem um alto nível de confiança e de compartilhamento de valor com esses agentes. Pela descrição do representante da Empresa 2, o investimento nesse tipo de operação está entre doação e investimento, ou seja, há risco de não se obter o retorno na operação. Mesmo deixando esse aspecto claro, o cliente investidor realiza a operação de investimento.

O risco percebido foi financeiro e consistiu em no não recebimento do retorno por parte do agente ou até mesmo o recebimento com atraso. Este evento tem um tempo de percepção alto e possibilidade de ocorrência. A Empresa 2 tem uma vulnerabilidade baixa a esse risco, tendo um fundo filantrópico que consegue arcar com o pagamento de até 4 ou 5 parcelas para o cliente investidor e com comunicação transparente, desde o início da operação.

Com relação aos agentes clientes investidas, tratam-se de empresas que têm como objetivo atuar para endereçar algum problema social e/ou ambiental e foi identificada uma relação de proximidade com as mesmas. A Empresa 2 conversa periodicamente com as investidas, mas, de acordo com o entrevistado, poderia haver maior troca de conhecimento, principalmente quanto aos indicadores de impacto, uma vez que possuem um alto compartilhamento de valor. Assim como em relação ao risco com o agente cliente investidor, um dos riscos com as empresas investidas é o financeiro, que se refere ao risco de estas não conseguirem pagar seus empréstimos. O entrevistado afirmou que é um fenômeno que está ocorrendo, mas com um número bem reduzido de clientes.

Outros riscos identificados, foram os ligados à imagem, como o da não geração do impacto pretendido pela investida e o de não conseguir atingir o valor pretendido na captação, que têm acontecido ultimamente, apesar de a evolução ser acompanhada diariamente. Tanto o risco de a investida não conseguir pagar o empréstimo quanto o de não conseguir gerar impacto influenciam o risco de perder o patrocinador.

O agente fornecedor é um parceiro tecnológico e oferece a solução de uma plataforma para que os investidores possam aplicar nas investidas. A experiência com o antigo fornecedor fez com que a Empresa 2 tivesse mais cuidado ao escolher o parceiro tecnológico que, apesar de apresentar uma estabilidade maior, ainda desperta algumas desconfianças devido a algumas falhas operacionais, como problemas na conciliação de contas e informações faltantes na tela

principal. Essas falhas tecnológicas na operação foram os principais pontos de risco identificados, não só por impactarem o objetivo da captação, mas também porque as informações dos clientes (financeiras e não financeiras) constam na plataforma.

Representando o agente governo, há o BACEN que, com suas decisões sobre a taxa de juros, tem um alto poder de influenciar as decisões estratégicas da Empresa 2. Um aumento da taxa de juros dificulta a atração de investidores, que podem ter opções mais vantajosas no mercado. Isso impacta a captação de investidas que sentem mais impacto financeiro e comprometem a capacidade de atingir o valor pretendido da captação. Esse é um risco classificado como possível de ocorrer, com alto impacto. Segundo relato do entrevistado, a Empresa 2 tem um nível médio de capacidade de processos e de planos para gerenciar esse risco.

Como mencionado, a Empresa 2 tem organizações e instituições como patrocinadores que a apoiam financeiramente para manter a estrutura do negócio funcionando e para construir um fundo filantrópico, com o objetivo de garantir o retorno, mesmo que não integralmente, para os investidores, em caso de inadimplência das investidas.

O risco identificado foi de descontinuidade do patrocínio e da não possibilidade de atrair novos patrocinadores, podendo gerar um alto impacto financeiro no negócio, o que faz com que a empresa sempre esteja atenta ao relacionamento com os patrocinadores. Esse risco pode ser influenciado pelo resultado das investidas. Quanto maior for a inadimplência e/ou por não conseguirem atingir o impacto, mais o risco será sensibilizado.

Os últimos agentes identificados foram as organizações que apoiam o ecossistema de impacto e as que apoiam uma economia mais sustentável, por terem os mesmos propósitos e por cooperarem na estruturação de programas voltados a apoiar determinado segmento ou determinado setor dos negócios de impacto. Os programas desenvolvidos contam basicamente com três dimensões: apoio ao acesso de recursos financeiros, ao desenvolvimento organizacional dos negócios de impacto e à articulação territorial. A Empresa 2 está muito focada em endereçar a parte de acesso a recursos financeiros. O risco de uma descontinuidade de parceria foi percebido como o de imagem não só quanto à Empresa 2 como também quanto às demais organizações envolvidas, mas foi considerado como improvável de ocorrer, uma vez que há comprometimento entre os parceiros para não afetarem negativamente os negócios de impacto que estão apoiando.

Os Quadros 22 e 23 apresentam os resultados dos dados coletados na entrevista com o representante da Empresa 2.

Quadro 22: Identificação dos agentes e suas relações com a Empresa 2

Agentes	Identificação dos agentes	Identificação e Caracterização das Relações		
		Baixo nível de relação	Médio nível de relação	Alto nível de relação
Clientes	Investidores (Pessoas Físicas)	Não identificado	Não identificado	Confiança Comprometimento Compartilhamento de valor
	Investidas (Negócios de Impacto)	Não identificado	Compartilhamento de conhecimento Relações próximas e informais	Compartilhamento de valor
Fornecedor	Fornecedor de Plataforma Tecnológica para Negócios	Não identificado	Compartilhamento de conhecimento Confiança	Dependência
Governo	BACEN (Comitê de Política Monetária)	Não identificado	Não identificado	Poder
Patrocinador	Instituições/Organizações	Não identificado	Não identificado	Compartilhamento de valor Dependência Comprometimento
Organizações	Organizações de apoio ao ecossistema de impacto	Não identificado	Não identificado	Compartilhamento de valor Cooperação Comprometimento

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados coletados durante a entrevista com o representante da Empresa 2.

Quadro 23: Identificação dos agentes e dos riscos corporativos na Empresa 2

Identificação e Caracterização dos Riscos								
Agentes	Identificação dos agentes	Identificação de riscos	Classificação dos riscos	Possibilidade de ocorrência	Impacto	Tempo de percepção ao risco	Vulnerabilidade ao risco	Apetite ao risco
Clientes	Investidores (Pessoas Físicas)	Risco de não receber o retorno do investimento	Financeiro	Possível	Baixo	Alto	Baixo	Muito baixo
	Investidas (Negócios de Impacto)	Risco de não conseguir pagar o empréstimo	Financeiro	Possível	Baixo	Alto	Baixo	Muito baixo
		Risco de não conseguir gerar o impacto	De Imagem	Possível	Baixo	Médio	Baixo	Muito baixo
		Risco de não conseguir captar o valor pretendido	De Imagem	Possível	Baixo	Muito alto	Médio	Médio
Fornecedor	Fornecedor de Plataforma Tecnológica p/ Negócios	Risco de falhas tecnológicas na operação de investimento	Tecnológicos	Possível	Baixo	Alto	Médio	Médio
Governo	BACEN (Comitê de Política Monetária)	Risco de aumento da taxa de juros (SELIC)	Financeiro	Provável	Alto	Alto	Médio	Médio
Patrocinador	Instituições/Organizações	Risco de descontinuidade da renovação do patrocínio	Financeiro	Possível	Alto	Alto	Médio	Baixo
Organizações	Organizações de apoio ao ecossistema de impacto	Risco de descontinuidade de parceria em projetos	De Imagem	Improvável	Moderado	Alto	Baixo	Baixo

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados coletados durante a entrevista com o representante da Empresa 2.

4.1.3 Resultado da Empresa 3

Na Empresa 3, foram identificados os agentes clientes (investidores e investidas), fornecedores, organizações, governo, órgãos reguladores e associações de classe.

Os clientes investidores foram divididos em duas categorias: investidores pessoa física (PF) e investidores pessoa jurídica (PJ). No contexto do agente fornecedor, foram considerados todos os que prestam serviços para estruturar a operação financeira da Empresa 3, como o agente fiduciário, o distribuidor, o banco liquidante, o escriturador, o assessor legal, a auditoria e a certificadora. Dada a natureza da operação ofertada ao mercado, a Empresa 3 considera que, atualmente, não há outra empresa estruturando esse tipo de operação. Portanto, a Empresa 3 entende que não tem concorrentes tanto no mercado tradicional quanto no mercado de impacto.

Sobre os agentes investidores (PF e PJ), ambos apresentam quase as mesmas relações, como o compartilhamento de valor e de conhecimento, ressaltando que há clientes que gostam de estar mais próximo da operação por quererem entender o impacto que está sendo gerado. Esses tipos de clientes são, principalmente, os investidores de valores mais elevados. A relação de comprometimento com o agente investidor PJ ocorre também por meio de compromissos de investimentos futuros, caso o investimento atual atinja determinado nível de impacto.

Esses tipos de investidores diferem na relação de poder de barganha. O investidor PJ, normalmente com maior capacidade financeira de investimento, pode, eventualmente e dependendo do valor, negociar a taxa de retorno do investimento. Além do risco de os investidores não receberem o retorno financeiro, foi pontuado o de não perceberem ou de não identificarem o retorno de impacto dos projetos investidos, podendo causar um alto risco à imagem da empresa.

Com relação aos agentes investidas, são negócios de impacto que variam entre micro e média empresas com um tempo de mercado entre 3 e 10 anos. Estas empresas são percebidas como tendo um alto nível de responsabilidade social e de governança corporativa. Foi identificado que há uma relação próxima com o agente com trocas de aprendizados sobre os impactos dos projetos e alta relação de confiança, que facilita a relação de cooperação e de reciprocidade. Tanto o risco dessas investidas não conseguirem pagar o empréstimo quanto o de não conseguirem gerar o impacto foram percebidos como possíveis de ocorrer, com alto impacto financeiro e de imagem, respectivamente.

No que tange aos agentes fornecedores, que reúnem os prestadores de serviços para estruturar a operação, foi identificado um baixo compartilhamento de valor. Pela percepção do entrevistado, há grande dificuldade de encontrar empresas que prestem esses serviços com

valores alinhados aos da Empresa 3. Foi observada alta relação de dependência, por terem poucos atores no mercado que forneçam os serviços necessários. Assim sendo, caso não desempenhem bem o serviço de estruturação da operação, ocorrerá um impacto extremo para a Empresa 3.

Sobre o relacionamento com os agentes organizações de apoio ao ecossistema de impacto, nacionais e internacionais, por estarem no mesmo movimento, há um alto nível de cooperação em projetos de impacto e de trocas de conhecimento. No entanto, foi percebido que organizações com pouca diversidade entre seus membros impactam o nível de governança dessas instituições. O risco identificado foi a descaracterização dos valores e da integridade dos programas dessas organizações, por exemplo, permitindo a inclusão de empresas com valores não aderentes ou com objetivos que não sejam a promoção do impacto, o que poderia resultar em um risco de imagem.

Quanto ao agente governo, foram identificados o BACEN (Banco Central) e o BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social). O BACEN tem uma relação de poder, uma vez que por ser responsável por definir a política monetária nacional, ao aumentar a taxa de juros, por exemplo, causará um impacto financeiro alto para a empresa. Quanto ao BNDES, segundo agente com o qual a Empresa 3 tem uma operação de *blended finance*, por ser uma operação em estágio inicial, ainda em amadurecimento, o principal risco identificado foi o descumprimento do compromisso acordado, visto como algo improvável de ocorrer.

Com relação aos agentes órgãos reguladores, representados pela CVM, estes atuam na fiscalização e na regulamentação do setor de atuação da Empresa 3. Esses agentes podem alterar regras que impactam a operação, como novos custos ou taxações, exercendo o poder de influenciar as decisões da empresa. Na percepção do entrevistado, o risco de não cumprir com alguma regulamentação é raro de acontecer, dado que a Empresa 3 está sempre acompanhando as alterações nas regulamentações, mas, caso ocorresse, poderia acarretar a aplicação de multas ou outros tipos de penalidades.

O último agente é uma associação de classe formada em 2017, que reúne as empresas que fazem o mesmo tipo de operação que a Empresa 3. A empresa integrou-se ao grupo recentemente. Percebeu-se um alto compartilhamento de conhecimento, mas ainda com baixa cooperação e baixo compartilhamento de valor. O principal risco identificado foi esse órgão de classe não se consolidar como uma organização relevante no mercado.

Os Quadros 24 e 25 apresentam os resultados dos dados coletados na entrevista com o representante da Empresa 3.

Quadro 24: Identificação dos agentes e suas relações com a Empresa 3

		Identificação e Caracterização das Relações		
Agentes	Identificação dos agentes	Baixo nível de relação	Médio nível de relação	Alto nível de relação
Clientes	Investidas (Negócios de Impacto)	Comportamento oportunista Dependência	Poder Poder de barganha	Compartilhamento de conhecimento Compartilhamento de valor Comprometimento Confiança Cooperação Reciprocidade
	Investidores (Pessoas Físicas e Jurídicas)	Poder de barganha	Compartilhamento de conhecimento Comprometimento Confiança	Compartilhamento de valor Cooperação Dependência Reciprocidade
Fornecedor	Fornecedor para a estruturação da operação	Compartilhamento de conhecimento Compartilhamento de valor Reciprocidade	Comportamento oportunista Comprometimento Confiança Cooperação Poder Poder de barganha	Dependência
Organizações	Organizações de apoio ao ecossistema de impacto	Dependência	Reciprocidade	Compartilhamento de conhecimento Compartilhamento de valor Comprometimento Confiança Cooperação
Governo	BACEN (Comitê de Política Monetária)	Não identificado	Não identificado	Poder
	BNDES	Dependência Poder	Comprometimento Cooperação	Não identificado
Órgãos Reguladores	Órgãos reguladores do setor de atuação	Não identificado	Não identificado	Poder
Associações de Classe	Associações do setor de atuação	Compartilhamento de valor Cooperação Dependência Poder Relações próximas e informais	Comportamento oportunista Comprometimento Confiança Cooperação Reciprocidade	Compartilhamento de conhecimento

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados coletados durante a entrevista com o representante da Empresa 3.

Quadro 25: Identificação dos agentes e dos riscos corporativos na Empresa 3

Identificação e Caracterização dos Riscos								
Agentes	Identificação dos agentes	Identificação de riscos	Classificação dos riscos	Possibilidade de ocorrência	Impacto	Tempo de percepção ao risco	Vulnerabilidade ao risco	Apetite ao risco
Clientes	Investidas (Negócios de Impacto)	Risco de não conseguir pagar o empréstimo	Financeiro	Possível	Alto	Muito alto	Baixo	Muito baixo
		Risco de não conseguir gerar o impacto	De imagem	Possível	Alto	Médio	Médio	Muito baixo
	Investidores (Pessoas Físicas e Jurídicas)	Risco de não receber o retorno do investimento	Financeiro	Possível	Alto	Muito alto	Baixo	Muito baixo
		Risco de não receber/perceber o retorno do impacto	De imagem	Possível	Alto	Médio	Médio	Baixo
Fornecedor	Fornecedores para a estruturação da operação	Risco de falhas na estruturação da operação	Operacional	Rara	Extremo	Alto	Médio	Muito baixo
Organizações	Organizações de apoio ao ecossistema de impacto	Risco de descaracterização de valores e integridade da organização	De imagem	Possível	Alto	Médio	Muito baixo	Muito baixo
Governo	BACEN (Comitê de Política Monetária)	Risco de aumento da taxa de juros (SELIC)	Financeiro	Improvável	Alto	Muito alto	Médio	Muito baixo
	BNDES	Risco de não cumprir com o compromisso de <i>blended finance</i> (repasso financeiro)	De imagem	Improvável	Alto	Muito alto	Médio	Muito baixo
Órgãos Reguladores	Órgãos reguladores do setor de atuação	Risco de não cumprir com alguma regulamentação	Financeiro	Rara	Moderado	Alto	Médio	Muito baixo
Associações de Classe	Associações do setor de atuação	Risco de não se consolidar como uma organização relevante no mercado	Estratégicos	Possível	Baixo	Baixo	Muito baixo	Muito baixo

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados coletados durante a entrevista com o representante da Empresa 3.

4.1.4 Resultado da Empresa 4

Na Empresa 4, foram identificados os agentes: clientes (investidores e investidas e em prospecção), fornecedores, concorrentes (do setor de impacto e do mercado tradicional), organizações e órgãos reguladores.

Os agentes fornecedores concentram as principais empresas que prestam serviços para que a Empresa 4 possa estruturar sua operação. Foi possível caracterizar os fornecedores.

Os clientes investidores, podem ser PF ou PJ (ou inclusive fundos de investimentos) e precisam ser classificados como investidores profissionais, percebidos com alta responsabilidade social e de governança corporativa. O principal risco relacionado a esses agentes foi o de não obterem o retorno do investimento, consequência de as investidas não entregarem o retorno previsto. Como as investidas estão em diferentes portfólios, o investimento do cliente não está concentrado em uma só investida. Esses portfólios têm investidas de regiões e de segmentos diferentes, sendo identificados como risco improvável de ocorrer, mas com um impacto extremo, visto que impactaria as futuras estruturas e as captações, colocando em risco a continuidade do negócio. A Empresa 4 apresenta um apetite para correr esse risco, visto que é parte da característica do seu negócio, mas, ao mesmo tempo, tem mecanismos de mitigação para não ficar tão vulnerável.

Os agentes investidas são negócios de impacto com foco em escalabilidade da solução (*startups*) e podem ser divididos em duas categorias: as investidas que já estão no portfólio, portanto já têm um relacionamento estabelecido, e as investidas potenciais, que estão em relacionamento inicial em prospecção para um possível investimento. O que há em comum entre elas e a Empresa 4 é o compartilhamento de valor. Investidas que já estão no portfólio foram caracterizadas como as próximas à empresa, apresentando uma relação de alto nível de confiança, cooperação e compartilhamento de conhecimento, por exemplo. Para os clientes em prospecção, as relações estão sendo construídas. Por estarem em um estágio inicial de negociações, há um comportamento oportunista, mesmo que nível baixo. Os riscos identificados para os clientes investidas são os de não performar financeiramente como previsto e, consequentemente, os de não entregar o retorno financeiro. Ambos os riscos teriam um impacto alto para a empresa, afetando-a tanto financeiramente quanto afetando sua imagem. No caso de clientes em prospecção, o principal risco identificado foi o de oportunidade, em investimento de tempo e de recursos financeiros que não resultará em negócios. No entanto, a empresa tem um alto apetite em correr esse risco, dado que tem um impacto baixo em sua estratégia.

Dado o instrumento financeiro que a Empresa 4 utiliza, foram identificados como agentes fornecedores as empresas que prestam serviços na estruturação da operação financeira, como a empresa custodiante, de auditoria jurídica, por exemplo. De maneira geral, essas empresas são reconhecidas pelo mercado, são de grande porte, com alto *market share* e em atividade no mercado há mais de 10 anos. A percepção do entrevistado foi que possuem um alto nível de governança corporativa e um nível médio de responsabilidade social. Por existirem outras empresas que possam prestar esses serviços e por serem possíveis trocas sem grandes impactos para a operação, foi identificada baixa relação de dependência e baixo poder de barganha. Sendo fornecedores renomados no mercado, o risco identificado de haver algum tipo de erro ou de falha na execução do serviço é raro e, caso ocorra, a Empresa 4 conseguirá identificá-lo em questão de dias e estará bem preparada para lidar com essa situação, com planos de ação chegando até à substituição do fornecedor, se necessário.

Sobre os agentes concorrentes, a empresa relaciona-se tanto com os que atuam com investimento de impacto quanto com os do mercado tradicional, que trabalham utilizando o mesmo tipo de instrumento de investimento. Esse relacionamento resulta em troca de informações, identificação de oportunidades de investimento em conjunto com algum negócio de impacto e até com possibilidade de indicações de clientes potenciais. Ambos os tipos de concorrentes apresentam um comportamento oportunista. Quando há a possibilidade de investir em conjunto, cada qual defende seus próprios interesses, mas também há uma relação de reciprocidade. Os concorrentes que investem em negócios de impacto apresentam um nível de cooperação e de compartilhamento de valor mais alto do que os concorrentes tradicionais. O risco identificado foi o de perder uma oportunidade de investimento para qualquer concorrente, sendo considerado possível de ocorrer, com um impacto moderado para a empresa.

Os órgãos reguladores, representados pela CVM e por associações autorreguladoras, como a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) e a Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (ABVCAP), exercem uma relação de poder e de dependência, uma vez que são órgãos responsáveis por ditar normas e diretrizes, e atuam como fiscalizadores das operações financeiras, necessários para manterem um mercado saudável. Também foi observado que há uma relação de alta confiança no papel desempenhado por esses órgãos. O risco na relação com esses agentes seria o mesmo, o de não cumprir com alguma regulamentação ou diretriz, o que acarretaria um impacto financeiro alto como multas, por exemplo. A empresa acompanha diariamente o *status* das operações com

esses órgãos e tem uma assessoria que a ajuda na gestão desses assuntos e na mitigação desse risco.

Com relação aos agentes organizações, tratam-se de organizações de apoio ao ecossistema de impacto como aceleradoras e institutos para fomentar o investimento de impacto. A relação com esse agente está muito pautada na troca de conhecimento de forma pontual, sendo percebida como facilitadora na relação com alguns negócios de impacto e como um canal de geração de oportunidades de negócio. Não foi relatado nenhum risco envolvendo esses agentes.

Os Quadros 26 e 27 apresentam os resultados dos dados coletados na entrevista com o representante da Empresa 4.

Quadro 26: Identificação dos agentes e suas relações com a Empresa 4

Agentes	Identificação dos agentes	Identificação e Caracterização das Relações		
		Baixo nível de relação	Médio nível de relação	Alto nível de relação
Clientes	Investidas (Negócios de Impacto)	Dependência	Não identificado	Compartilhamento de conhecimento Compartilhamento de valor Comprometimento Confiança Cooperação Reciprocidade Relações próximas e informais
	Em Prospecção (Negócios de Impacto)	Compartilhamento de conhecimento Comportamento oportunista Dependência Relações próximas e informais	Comprometimento Confiança Cooperação Reciprocidade	Compartilhamento de valor
	Investidores (Pessoas Físicas e Jurídicas)	Não identificado	Cooperação	Compartilhamento de conhecimento Compartilhamento de valor Comprometimento Confiança Reciprocidade Relações próximas e informais
Fornecedor	Fornecedores para a estruturação da operação	Relações próximas e informais Dependência Poder de barganha	Compartilhamento de valor	Compartilhamento de conhecimento Comprometimento Confiança Cooperação Reciprocidade
Órgãos Reguladores	Órgãos reguladores do setor de atuação	Não identificado	Não identificado	Comprometimento Confiança Poder
Concorrentes	Empresas que atuam com investimento de impacto	Comprometimento Dependência Poder	Compartilhamento de conhecimento Comportamento oportunista Confiança Cooperação Relações próximas e informais	Compartilhamento de valor Cooperação Reciprocidade
	Empresas que atuam com investimentos tradicionais	Compartilhamento de valor Comprometimento	Compartilhamento de conhecimento Comportamento oportunista Confiança	Reciprocidade

		Identificação e Caracterização das Relações		
Agentes	Identificação dos agentes	Baixo nível de relação	Médio nível de relação	Alto nível de relação
		Dependência Poder	Cooperação Relações próximas e informais Coopetição	
Organizações	Organizações de apoio ao ecossistema de impacto	Comportamento oportunista Comprometimento Dependência Poder	Confiança Cooperação Reciprocidade Relações próximas e informais	Compartilhamento de conhecimento Compartilhamento de valor

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados coletados durante a entrevista com o representante da Empresa 4.

Quadro 27: Identificação dos agentes e dos riscos corporativos na Empresa 4

		Identificação e Caracterização dos Riscos						
Agentes	Identificação dos agentes	Identificação de riscos	Classificação dos riscos	Possibilidade de ocorrência	Impacto	Tempo de percepção ao risco	Vulnerabilidade ao risco	Apetite ao risco
Clientes	Investidas (Negócios de Impacto)	Risco de não performar como estava previsto	Financeiro	Improvável	Alto	Muito baixo	Baixo	Alto
		Risco de não conseguir gerar o impacto	De imagem	Rara	Alto	Médio	Baixo	Baixo
	Em Prospecção (Negócios de Impacto)	Perda de recursos investidos (Risco de Oportunidade)	Estratégicos	Possível	Baixo	Médio	Alto	Alto
	Investidores (Pessoas Físicas e Jurídicas)	Risco de não receber o retorno do investimento	Financeiro	Improvável	Extremo	Médio	Médio	Médio
Fornecedor	Fornecedores para a estruturação da operação	Risco de falhas na estruturação da operação	Operacional	Rara	Alto	Alto	Baixo	Muito baixo
Órgãos Reguladores	Órgãos reguladores do setor de atuação	Risco de não cumprir com alguma regulamentação	Financeiro	Rara	Alto	Alto	Baixo	Muito baixo
Concorrentes	Empresas que atuam com investimento de impacto	Risco de perda de oportunidade de investimento para um concorrente	Estratégicos	Possível	Moderado	Médio	Baixo	Muito baixo
	Empresas que atuam com investimentos tradicionais							
Organizações	Organizações de apoio ao ecossistema de impacto	Não identificado						

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados coletados durante a entrevista com o representante da Empresa 4.

4.1.5 Resultado da Empresa 5

Na Empresa 5, foram identificados os agentes: clientes (investidores e investidas), fornecedores, órgãos reguladores, concorrentes e organizações de apoio ao ecossistema de impacto.

Os agentes clientes investidores são compostos por pessoas físicas (PF) e pessoas jurídicas (PJ) localizadas no Brasil ou no exterior que variam de perfil desde grandes empresas, *family offices*, fundos de investimentos até investidor individual (PF), com aportes de valores mais elevados. A empresa zela por uma comunicação transparente com esses agentes, reportando, periodicamente, informações relevantes da operação como métricas financeiras e de impacto gerado, aliadas a reuniões individuais, criando, assim, uma relação de confiança. Conforme comentado na entrevista, muitas vezes, o investidor da Empresa 5 dá mais valor ao retorno do impacto do que ao retorno financeiro. Nessa relação, o processo de conhecer o investidor KYC (*Know Your Costumer*) foi o principal ponto levantado, que poderia gerar um risco caso se não for realizado adequadamente. O fato de se relacionar com investidores que estejam envolvidos ou que pratiquem ações fora dos valores da empresa gera um alto risco reputacional.

Com relação aos clientes investidas, são negócios de impacto em que a Empresa 5 adquire uma participação minoritária e, ao término de um determinado período, vende sua participação com retorno aos clientes investidores. O principal risco com relação a esse agente é investir em um negócio que gere risco reputacional, como investir em um negócio que usa trabalho análogo à escravidão ou que, para atingir seu objetivo, realize desmatamento. Para analisar esses pontos e mitigar esses riscos, a empresa tem comitês específicos antes e durante o investimento. A análise prévia do negócio que será investido também serve para verificar a saúde financeira e alinhar interesses e objetivos com os donos da investida, que passarão a ser sócios. Essa análise contribui para mitigar os riscos nos pontos citados. Dada a natureza do negócio da Empresa 5, há um apetite para correr risco sobre a questão da saúde financeira da empresa investida, enquanto para os outros dois riscos, o apetite é muito baixo.

Como agentes fornecedores, foram identificados os fornecedores de tecnologia, que contemplam a parte estrutural física (*hardware*) e de programas (*software*, armazenagem de dados, proteção de dados entre outros), e os fornecedores de serviços, que atuam no processo de estruturação da operação de investimento, como escritórios de advocacia, auditoria, contabilidade e consultores setoriais de impacto. Com relação aos fornecedores de tecnologia, percebeu-se que a Empresa 5 utiliza produtos e serviços tecnológicos standardizados, não

personalizados, o que faz com que possua uma relação de dependência baixa, visto que a substituição desses fornecedores pode ser realizada com certa facilidade. O principal risco identificado foi a falha nos sistemas, como perda de dados ou ataques de *hackers*. Sobre os fornecedores de serviços para estruturação da operação, em geral, são empresas de renome no mercado, consolidadas e que possuem um longo tempo de relacionamento com a Empresa 5, mantendo uma relação de confiança. O principal risco com relação a esses fornecedores é ocorrerem falhas no processo de estruturação da operação financeira, o que poderia causar um alto impacto à empresa.

Sobre os agentes órgãos reguladores, foram identificados como principais a CVM e a ANBIMA, que apresentam uma relação de poder com a Empresa 5, uma vez que qualquer diretriz ou prática recomendada influenciará diretamente as decisões. O risco percebido foi o de não cumprir com alguma regulamentação para mitigar esse ponto. Além de acompanharem as alterações de regulamentos, os fornecedores, como o escritório de advocacia, por exemplo, também acompanham e informam sobre as alterações, assim a empresa pode se preparar, com antecedência, para as mudanças.

Quanto aos agentes concorrentes, de forma geral, são empresas que atuam com o mesmo instrumento financeiro no mercado de investimento de impacto. Foi identificado que há certa competição no momento de captar investidores, mas comumente há uma relação próxima e de alta cooperação identificada na possibilidade de investir em conjunto, em algum negócio de impacto e na troca de indicações de candidatos para trabalharem em empresas de investimento de impacto. O principal risco relatado foi alguma empresa concorrente realizar alguma ação ou praticar algo que possa danificar a imagem do setor de investimento de impacto. Há uma forte preocupação com a reputação da empresa e do setor.

Os últimos agentes identificados foram as organizações que apoiam e fomentam o ecossistema de impacto. Esses agentes pertencem ao terceiro setor e apresentam uma relação próxima e de cooperação com a Empresa 5, dado que realizam trabalhos em conjunto na divulgação do setor de investimento de impacto, seja por meio de palestras para universidades ou apresentações para o mercado, seja na elaboração de estudos sobre as melhores práticas. Para esse agente, não foi relatado nenhum risco que possa impactar a Empresa 5.

Os Quadros 28 e 29 apresentam os resultados dos dados coletados na entrevista com o representante da Empresa 5.

Quadro 28: Identificação dos agentes e suas relações com a Empresa 5

Agentes	Identificação dos agentes	Identificação e Caracterização das Relações		
		Baixo nível de relação	Médio nível de relação	Alto nível de relação
Clientes	Investidores (Pessoas Físicas e Jurídicas)	Não identificado	Não identificado	Compartilhamento de conhecimento Compartilhamento de valor Confiança
	Investidas (Negócios de Impacto)	Não identificado	Não identificado	Compartilhamento de conhecimento Compartilhamento de valor Cooperação Relações próximas e informais
Fornecedor	Fornecedores de Tecnologia	Dependência Poder de barganha	Não identificado	Não identificado
	Fornecedores para a estruturação da operação	Poder de barganha	Compartilhamento de valor Dependência	Compartilhamento de conhecimento Confiança Relações próximas e informais
Órgãos Reguladores	Órgãos reguladores do setor de atuação	Não identificado	Não identificado	Poder
Concorrentes	Empresas que atuam com investimento de impacto	Comportamento oportunista	Compartilhamento de conhecimento	Compartilhamento de valor Cooperação Relações próximas e informais
Organizações	Organizações de apoio ao ecossistema de impacto	Não identificado	Não identificado	Compartilhamento de conhecimento Compartilhamento de valor Cooperação Relações próximas e informais

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados coletados durante a entrevista com o representante da Empresa 5.

Quadro 29: Identificação dos agentes e riscos corporativos na Empresa 5

Identificação e Caracterização dos Riscos								
Agentes	Identificação dos agentes	Identificação de riscos	Classificação dos riscos	Possibilidade de ocorrência	Impacto	Tempo de percepção ao risco	Vulnerabilidade ao risco	Apetite ao risco
Clientes	Investidores (Pessoas Físicas e Jurídicas)	Risco de não conhecer o investidor	De imagem	Improvável	Alto	Alto	Baixo	Muito baixo
	Investidas (Negócios de Impacto)	Uso de práticas não alinhadas aos valores da empresa	De imagem	Rara	Alto	Médio	Muito baixo	Muito baixo
		Risco financeiro do negócio investido	Financeiro	Rara	Alto	Médio	Muito baixo	Alto
		Risco de não convergência de objetivos/valores com os sócios da investida	Financeiro	Rara	Moderado	Baixo	Baixo	Muito baixo
Fornecedor	Fornecedores de Tecnologia	Risco de falhas em tecnologia da informação (TI)	Operacional	Improvável	Moderado	Muito alto	Médio	Muito baixo
	Fornecedores para a estruturação da operação	Risco de falhas na estruturação da operação	Operacional	Rara	Alto	Alto	Baixo	Muito baixo
Órgãos Reguladores	Órgãos reguladores do setor de atuação	Risco de não cumprir com alguma regulamentação	De imagem	Rara	Alto	Alto	Muito baixo	Muito baixo
Concorrentes	Empresas que atuam com investimento de impacto	Risco de práticas dos concorrentes impactarem a imagem do setor	De imagem	Rara	Alto	Médio	Não Identificado	Muito baixo
Organizações	Organizações de apoio ao ecossistema de impacto	Não identificado						

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados coletados durante a entrevista com o representante da Empresa 5.

4.2 ANÁLISE CONSOLIDADA DO SETOR DE INVESTIMENTO DE IMPACTO

Neste capítulo, foram apresentadas as análises consolidadas dos resultados das entrevistas apresentadas no subcapítulo anterior, identificando as convergências e as similaridades entre as informações com relação às perguntas da pesquisa. Com base nos casos, que abrangeram uma amostragem de 26% da população da pesquisa e em todas as modalidades de instrumentos financeiros para realizar o investimento de impacto (Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto, 2019), obteve-se uma representação do setor.

Os tópicos deste subcapítulo foram organizados seguindo a Matriz de Amarração (Quadro 18). Cabe ressaltar que, apesar de terem participado da pesquisa empresas que utilizam diferentes instrumentos financeiros, portanto, diferem em seus modelos de negócios, foi aplicado o mesmo roteiro a todas elas, usando como base o modelo de identificação e de análise de riscos corporativos de Paza e Oliva (2022).

4.2.1 Os Agentes no Ambiente de Negócios

Uma vez coletados os dados primários, por meio de entrevistas, foram identificados oito agentes com os quais as empresas do setor de investimento de impacto relacionam-se e que influenciam, direta ou indiretamente, o alcance de seus objetivos (Oliva, 2016). Destes, foram identificados três agentes comuns, presentes em todas as empresas analisadas: clientes, organizações e fornecedores.

O primeiro agente comum, os clientes, dividiram-se em dois grupos: investidores e investidas. O cliente investidor assume diversas formas, podendo ser pessoa física (PF) ou pessoa jurídica (PJ), investidores profissionais, fundos de investimentos e *family offices*. São eles que aportarão um valor monetário para financiar as investidas em troca de uma remuneração que pode ser abaixo, na média ou até acima da média de mercado. Eles também estão interessados no impacto socioambiental que o investimento gera. Os clientes investidas, por sua vez, são negócios de impacto que podem ter um objetivo de escalabilidade rápida (*startup*) ou seguir uma lógica mais tradicional de mercado. A maioria desses negócios é empreendimento recente, sem um histórico longo de dados e que está colocando à prova seu duplo objetivo de gerar retorno tanto financeiro quanto socioambiental.

O segundo agente comum, as organizações, foi representado pelas organizações de apoio ao ecossistema de impacto. A maioria dessas organizações é do terceiro setor e fomenta o tema por meio da produção de conhecimento, influência em políticas públicas, estruturação

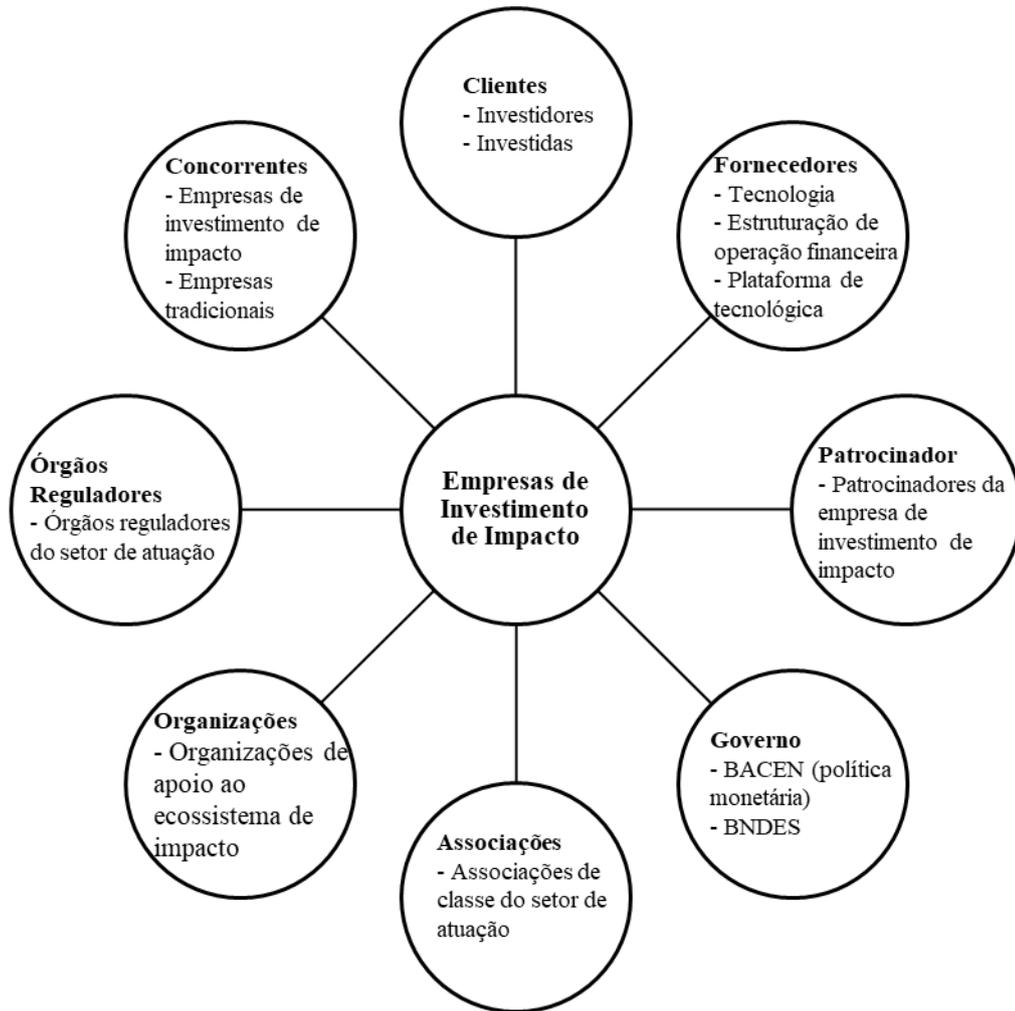
de projetos de impactos e articulações entre atores nacionais e internacionais. Também podem ser aceleradoras de impacto e organizações de apoio ao desenvolvimento sustentável como: ICE (Inovação em Cidadania Empresarial), Latimacto, Sistema B, GIFE, Parsifal 21 e Fundação Avina.

Quanto ao terceiro agente, os fornecedores, houve uma variação entre fornecedores de tecnologia (*software* e *hardware*), plataformas de tecnologia para operacionalização da captação de recursos dos investidores e serviços para a estruturação de operações financeiras (exemplo: escritórios de advocacia, de auditoria e de contabilidade). Este último fornecedor foi identificado em empresas que captam valores mais altos e são reconhecidas no mercado, por atuarem há mais de 10 anos e por terem um alto *market share* e governança corporativa.

Alguns agentes foram identificados apenas em determinados tipos de empresas, por exemplo, o agente patrocinador, identificado em empresas que atuam há pouco tempo no mercado e com valores menores para investimento. Esse agente, representado por fundações e por organizações, tem grande importância, uma vez que doam recursos financeiros que servirão para a manutenção operacional da empresa de investimento de impacto. Em alguns casos, essas doações servem, inclusive, para formar o capital de reserva para garantir as operações financeiras com os investidores.

De maneira geral, os agentes diferem, dependendo do tipo de instrumento financeiro que a empresa utiliza para captar recursos junto aos seus investidores. A Figura 8 apresenta os agentes identificados no ambiente de negócios do setor de investimento de impacto.

Figura 8: Agentes do ambiente de negócios do setor de investimento de impacto



Fonte: Elaborada pelo autor.

4.2.2 Os Tipos e a Caracterização das Relações com os Agentes

Após os agentes terem sido mapeados, foram identificados os tipos de relações que as empresas de investimento de impacto mantêm com cada um deles, bem como sua caracterização, usando como base as percepções mais frequentes apresentadas nas entrevistas.

A relação com os agentes clientes, que engloba tanto os investidores quanto os negócios de impacto investidos, apresenta um alto compartilhamento de valor, visto que há um propósito em comum em todas as partes envolvidas na operação, focado na geração de impacto socioambiental positivo. Vale destacar que a relação de confiança aparece como segundo tipo mais latente e é entendida como uma relação impactada positivamente pelo compartilhamento de valor.

No que tange à relação com os fornecedores, notou-se uma dependência alta, seja pelo fato de os fornecedores apresentarem soluções tecnológicas imprescindíveis para o funcionamento da operação do negócio, seja pelo fato de os prestadores de serviços serem fundamentais para a estruturação de operações. A opção de escolha dos fornecedores de tecnologia para a operação é limitada, dado que são poucos no mercado os que oferecem a mesma solução e é baixa a relação de confiança quanto à qualidade dos serviços prestados. No entanto, com relação aos fornecedores de serviços para a estruturação das operações financeiras, há maior confiabilidade por serem, na maioria, empresas renomadas no mercado e com as quais a empresa de investimento mantém um relacionamento de longo prazo.

As organizações do ecossistema de impacto são outros agentes que têm alto valor de compartilhamento. Há um propósito em comum na relação entre essas organizações e as empresas de investimento de impacto, que fazem parte desse ecossistema. Ressalta-se também as relações de compartilhamento de conhecimento e de cooperação. Há encontros pontuais entre esses atores do ecossistema, momento em que ocorrem trocas de conhecimento, seja por trabalharem juntas na estruturação de projetos de impacto, seja por trocarem experiências, ampliando o entendimento da dinâmica de impacto das investidas, por exemplo.

Os concorrentes apresentam duas relações que apareceram com grande frequência: compartilhamento de conhecimento e relações próximas e informais. Essas relações, de certa forma interligadas, apareceram com um nível médio de valoração. Há uma comunicação frequente, principalmente quando estão avaliando projetos a serem investidos, pois, nesse momento, acontecem as trocas de informações e as cooperações. Mas, mesmo assim, percebeu-se que, de modo geral, ainda há um caminho para desenvolver uma coopetição entre as empresas. Vale ressaltar, inclusive, que uma das empresas entrevistadas considera que não tem concorrentes devido ao mercado não ter produtos estruturados da forma como a que essa oferece.

Nas empresas que possuem o agente patrocinador, identificou-se alto compartilhamento de valor, de dependência e de comprometimento, visto que esse agente é fundamental para a manutenção do funcionamento da empresa de investimento de impacto, financiando não só a operação, como também, em alguns casos, um fundo para possíveis riscos financeiros dos investimentos. Também se percebeu, com menor frequência, a relação de poder com a empresa, podendo demandar alguns objetivos que influenciarão suas decisões.

A relação com o agente governo praticamente resumiu-se a uma relação de alto poder, visto que as decisões da política econômica, como a definição da taxa de juros, influenciam

diretamente o negócio, fazendo com que as empresas elaborem suas estratégias com base nessas decisões.

Com relação aos agentes associações, foi identificada uma relação de alto compartilhamento de conhecimento. A participação em associações de classe possibilita à empresa de investimento uma troca de experiências, bem como uma oportunidade de levar o tema investimento de impacto para esses fóruns, uma vez que tais associações, na maioria dos casos, são compostas por empresas que atuam com o mesmo tipo de instrumento financeiro, mas que fazem parte do mercado tradicional.

Os órgãos reguladores foram agentes identificados com alta relação de poder em relação às empresas de investimento de impacto, dada a sua natureza de normatizar e de regular o mercado como um todo, o que também acaba impactando esse setor. Com menos frequência, foi identificada a relação de confiança no trabalho desempenhado por esses órgãos.

A Tabela 3 apresenta a síntese das relações do setor de investimento de impacto com os agentes do ambiente de negócios.

Tabela 3: Síntese da relação dos agentes do ambiente de negócios do setor de investimento de impacto

Agentes	Identificação dos agentes	Exemplos Identificados nas entrevistas e no mercado	Tipo de relação	Valor	Frequência da relação
Clientes	Investidores	PF, Fundos, Investidores Profissionais	Compartilhamento de valor	Alto	100%
	Investidas	Meio ambiente (Valoren, Triciclos) Social (Vivenda, Jeitto)			
Fornecedores	Fornecedores para a estruturação da operação	Escritórios de advocacia e auditoria de grande porte (Deloitte, KPMG)	Dependência	Alto	60%
	Fornecedores de Tecnologia	Microsoft, Google			
	Fornecedor de Plataforma Tecnológica p/ Negócios	Nexoos, Mova			
Organizações	Organizações de apoio ao ecossistema de impacto	ICE, Latimacto, Fundación AVINA, GIFE	Compartilhamento de valor	Alto	80%
Concorrentes	Empresas que atuam com investimento de impacto	Vox Capital, Bemtevi, Dinamo, Kaeté Investimento	Compartilhamento de conhecimento Relações próximas e informais	Médio	75%

Agentes	Identificação dos agentes	Exemplos Identificados nas entrevistas e no mercado	Tipo de relação	Valor	Frequência da relação
	Empresas que atuam com investimentos tradicionais	Bancos tradicionais (Itaú, Santander, Bradesco), <i>fintechs</i> (XP Investimentos, Nubank) Fundos de <i>Venture Capital</i> (Domo, Oxygea)			
Patrocinador	Patrocinadores do Negócio (Instituições/Organizações)	ONGs nacionais e/ou internacionais	Compartilhamento de valor Comprometimento - Dependência	Alto	100%
Governo	BACEN	BACEN	Poder	Alto	75%
	BNDES	BNDES			
Associações	Associações do setor de atuação	ABSIA, ABVCAP	Compartilhamento de conhecimento	Alto	100%
Órgãos Reguladores	Órgãos reguladores do setor de atuação	ANBIMA, CVM	Poder	Alto	100%

Fonte: Elaborada pelo autor.

4.2.3 Os Riscos Corporativos que Emanam dos Agentes e suas Relações

Seguindo as etapas do modelo utilizado, foram identificados os riscos envolvendo os agentes para o setor de investimento de impacto. Os riscos foram classificados conforme suas particularidades e contexto, de acordo com as percepções levantadas nas entrevistas. Paza e Oliva (2022) explicam que não há um tipo de classificação que seja consensual, exaustivo e aplicável a todas as organizações.

No total, foram mapeados 25 tipos de riscos. Os agentes que apresentaram maior número de riscos foram os clientes, com 11 riscos, 8 dos quais relacionados apenas aos agentes investidas. Em segundo lugar, apareceram os fornecedores, os concorrentes e as organizações de apoio ao ecossistema de impacto com 3 riscos, seguidos do agente governo, com 2 riscos, e dos agentes patrocinadores, associações e órgãos reguladores, cada qual com 1 risco identificado.

Ao classificar as categorias dos riscos, os “de imagem” foram os que apareceram com mais frequência, 40%; seguidos pelos financeiros, com 28%; os estratégicos, com 16%; os de impacto operacional, com 8%; e os tecnológicos e econômicos, com 4%. O Quadro 30 apresenta a síntese dos riscos identificados para o setor de investimento de impacto.

Quadro 30: Síntese dos riscos identificados no ambiente de negócios do setor de investimento de impacto

Agentes	Identificação dos agentes	Identificação de riscos	#	Classificação dos riscos
Clientes	Investidores	Risco de não receberem o retorno do investimento	1	Financeiro
		Risco de não conhecer o investidor	2	De imagem
		Risco de não receber/perceber o retorno do impacto	3	
	Investidas	Risco de não performar como previsto	4	Financeiro
		Risco de não conseguir pagar o empréstimo	5	
		Risco financeiro do negócio investido	6	
		Risco de não convergência de objetivos/valores com os sócios da investida	7	De imagem
		Risco de não conseguir gerar o impacto	8	
		Risco de não conseguir captar o valor pretendido	9	
		Risco de usar práticas não alinhadas com os valores da empresa	10	
		Risco de perda de recursos investidos (Risco de oportunidade)	11	Estratégicos
Fornecedores	Fornecedores para a estruturação da operação	Risco de falhas na estruturação da operação	12	Operacional
	Fornecedores de Tecnologia	Risco de falhas em tecnologia da informação (TI)	13	
	Fornecedor de Plataforma Tecnológica para Negócios	Risco de falhas tecnológicas na operação de investimento	14	Tecnológicos
Organizações	Organizações de apoio ao ecossistema de impacto	Riscos reputacional (risco de imagem)	15	De Imagem
		Risco de descontinuidade de parceria em projetos	16	
		Risco de descaracterização de valores e integridade da organização	17	
Concorrentes	Empresas que atuam com investimento de impacto	Risco de perda de oportunidade de investimento para um concorrente	18	Estratégicos
		Risco de práticas dos concorrentes impactarem a imagem do setor	19	De imagem
	Empresas que atuam com investimentos tradicionais	Risco de perda de oportunidade de investimento para um concorrente	20	Estratégicos
Patrocinador	Patrocinadores do Negócio (Instituições/ Organizações)	Risco de descontinuidade da renovação do patrocínio	21	Financeiro
Governo	BACEN	Risco de aumento da taxa de juros (SELIC)	22	Econômico
	BNDES	Risco de não cumprir o compromisso de <i>blended finance</i> (repasso financeiro)	23	De imagem
Associações	Associações do setor de atuação	Risco de não se consolidar como uma organização relevante no mercado	24	Estratégicos
Órgãos Reguladores	Órgãos reguladores do setor de atuação	Risco de não cumprir com alguma regulamentação	25	Financeiro

Fonte: Elaborado pelo autor.

Uma vez identificados os riscos corporativos, a etapa seguinte envolveu a análise dos mesmos, considerando a relação com os seus agentes.

4.2.4 Análise dos Riscos Corporativos

Após o mapeamento e a classificação dos riscos na relação do setor de investimento de impacto com os agentes coletados nas entrevistas, eles foram analisados com o objetivo de apoiar as organizações a definir mais assertivamente suas estratégias, ajudando os gestores a focarem recursos nas ameaças mais importantes e a estabelecerem a base e a urgência de resposta ao risco (COSO, 2017; Paza & Oliva, 2022). A análise foi realizada por agente, destacando os aspectos mais importantes dos riscos corporativos. Para facilitar a visualização dos riscos mais relevantes e ajudar na gestão dos mesmos, foi apresentada uma matriz de riscos, que considerou a possibilidade da ocorrência *versus* impacto (IBGC, 2007).

4.2.4.1 Riscos na relação com os agentes clientes (investidores e investidas)

O risco mais comum identificado na relação do setor de investimento de impacto com os agentes clientes foi o de não receber o retorno financeiro do investimento, que ocorre quando as investidas não conseguem pagar as parcelas do empréstimo ou as pagam parcialmente, gerando um descasamento no fluxo financeiro.

Para amenizar esse impacto, algumas empresas possuem um fundo, mantido pelo agente patrocinador, que pode ser acionado nesses casos, buscando honrar o retorno do investimento ou parte dele. Quanto maior for o valor da operação, envolvendo captações com valores mais elevados, maior será o risco de o investidor não receber o retorno financeiro acordado, tendo um impacto maior para a empresa de investimento de impacto.

Os outros riscos referentes aos clientes investidores são os relacionados à imagem, que podem ser gerados por não se conhecer o investidor. Estes podem envolver episódios que impactam negativamente pelo fato de ter um relacionamento com o agente, e pelo fato de o investidor não obter o retorno de impacto esperado. Em ambos os casos, o impacto é considerado alto. No caso da não percepção da geração deste impacto, evento percebido com possível de ocorrer, os entrevistados realmente confirmaram alguns casos.

O risco mais frequente na relação com os clientes investidas foi o de não conseguir gerar impacto. As empresas de investimento de impacto monitoram os negócios e ficam em constante comunicação para acompanhar tanto a saúde financeira quanto a geração de impacto. Vale

observar que, dependendo do impacto, os indicadores de resultados demoram para serem gerados, prolongando o tempo de percepção ao risco. Da mesma forma que é um risco não conhecer o investidor, também é um risco não conhecer profundamente a empresa que está recebendo o investimento e não ter conhecimento do verdadeiro objetivo de gerar impacto e das práticas sustentáveis, entre outras questões.

Outro risco mapeado foi o desalinhamento de valores com as investidas, mas, dado o processo de KYC (*Know Your Customer*) que as empresas possuem e que praticam antes do início do relacionamento, é um risco raro de acontecer. Tanto os riscos supramencionados quanto o risco de as empresas não conseguirem cumprir com o objetivo de captação pretendido pelas investidas são classificados como riscos de imagem.

Outro risco mapeado com os clientes investidas foi a relação que estes detêm com os sócios do negócio de impacto. Após o início do relacionamento, pode haver desentendimento ou desalinhamento de valores que podem levar ao término da relação antes do prazo previsto, causando um impacto financeiro negativo à empresa de investimento de impacto. O risco de as investidas não conseguirem efetuar o pagamento dos empréstimos foi percebido como possível de ocorrer e com médio impacto. A esses riscos financeiros, somaram-se o risco de as investidas não performarem conforme esperado, risco mais ligado a investimento em negócios escaláveis, em que se espera determinada *performance* para justificar mais investimentos, por exemplo, e o risco da saúde financeira das investidas que, apesar de ter alto impacto, foi considerado evento raro de acontecer.

O último risco identificado na relação com as investidas foi o classificado como estratégico, ligado ao risco de oportunidade dada a perda de recursos de tempo, financeiros, e outros, ao prospectarem e iniciarem relacionamentos com clientes que não chegaram a ser investidas. Para esse risco, percebeu-se que há um alto apetite, dado que faz parte da dinâmica da natureza da operação, sem a qual não seria possível alavancar o negócio.

O Quadro 31 apresenta o resultado da análise dos riscos corporativos na relação do setor de investimento de impacto com os agentes clientes.

Quadro 31: Análise dos riscos corporativos na relação com os agentes clientes

Identificação dos agentes	Identificação de riscos	#	Classificação dos riscos	Possibilidade de ocorrência	Impacto	Tempo de Percepção ao risco	Vulnerabilidade ao risco	Apetite ao risco
Investidores	Risco de não receber o retorno do investimento	1	Financeiro	Improvável	Moderado	Alto	Baixo	Baixo
	Risco de não conhecer o investidor	2	De imagem	Improvável	Alto	Alto	Baixo	Muito baixo
	Risco de não receber/perceber o retorno do impacto	3		Possível	Alto	Médio	Médio	Baixo
Investidas	Risco de não performar como previsto	4	Financeiro	Improvável	Alto	Muito baixo	Baixo	Alto
	Risco de não conseguir pagar o empréstimo	5		Possível	Baixo	Médio	Baixo	Baixo
	Risco financeiro do negócio investido	6		Rara	Alto	Médio	Muito Baixo	Alto
	Risco de não convergência de objetivos/valores com os sócios da investida	7		Rara	Moderado	Baixo	Baixo	Muito baixo
	Risco de não conseguir gerar o impacto	8	De imagem	Possível	Alto	Médio	Baixo	Muito baixo
	Risco de não conseguir captar o valor pretendido	9		Possível	Baixo	Muito alto	Médio	Médio
	Risco de usar práticas não alinhadas com os valores da empresa	10		Rara	Alto	Médio	Muito baixo	Muito baixo
	Risco de perda de recursos investidos (Risco de oportunidade)	11	Estratégico	Possível	Baixo	Médio	Alto	Alto

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.2.4.2 Riscos na relação com os agentes fornecedores

Todos os riscos identificados na relação do setor de investimento de impacto com os agentes fornecedores envolveram falhas na entrega ou na execução do serviço. Para os fornecedores tradicionais de *software* e/ou de *hardware*, o risco de falhas foi considerado improvável de ocorrer, uma vez que são empresas de referência e com estrutura de suporte técnico. Os fornecedores de plataforma tecnológica, que operacionalizam produtos financeiros customizados para atender às necessidades da empresa de investimento de impacto, apresentaram uma avaliação de impacto alto pela possibilidade de ocorrência de falhas na operação. Os fornecedores de serviços para estruturar a operação apresentaram a menor possibilidade de ocorrência de falhas. As empresas de investimento de impacto que necessitam

desses serviços sempre acompanham e fiscalizam as entregas e o cumprimento dos prazos, trabalhando em parceria, o que diminuiu sua vulnerabilidade quanto a esse tipo de risco.

De forma geral, percebeu-se que não houve uma avaliação rígida das práticas de ASG (Ambiental, Social e Governança) ou de indicadores de sustentabilidade dos fornecedores. A percepção foi quanto aos valores alinhados com os da empresa de investimento de impacto.

O Quadro 32 apresenta o resultado da análise dos riscos corporativos na relação do setor de investimento de impacto com os agentes fornecedores.

Quadro 32: Análise dos riscos corporativos na relação com os agentes fornecedores

Identificação dos agentes	Identificação de riscos	ID	Classificação dos riscos	Possibilidade de ocorrência	Impacto	Tempo de Percepção ao risco	Vulnerabilidade de ao risco	Apetite ao risco
Fornecedores para a estruturação da operação	Falhas na estruturação da operação	12	Operacional	Rara	Alto	Alto	Baixo	Muito baixo
Fornecedores de Tecnologia	Falhas em tecnologia da informação (TI)	13		Improvável	Moderado	Muito Alto	Médio	Muito baixo
Fornecedores de Plataforma Tecnológica para Negócios	Falhas tecnológicas na operação de investimento	14	Tecnológico	Possível	Moderado	Alto	Alto	Baixo

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.2.4.3 Riscos na relação com os agentes organizações

Os riscos identificados na relação do setor de investimento de impacto com os agentes organizações de apoio ao ecossistema de impacto foram os reputacionais, que podem causar um impacto negativo à imagem da empresa. Foi identificado que pode ocorrer uma descaracterização do propósito dessas organizações quando aceitam membros que não estão em linha com os valores praticados, gerando um risco de alto de impacto para a imagem da empresa. Outro risco percebido foi a descontinuidade de parcerias de algumas empresas com essas organizações, como em relação à estruturação de projetos e de ações voltadas aos negócios de impacto. Este risco foi visto como improvável de ocorrer.

Vale destacar que, mesmo este agente sendo comum a todas as empresas que participaram da pesquisa, houve participantes que não identificaram riscos potenciais na relação com essas organizações.

O Quadro 33 apresenta o resultado da análise dos riscos corporativos na relação do setor de investimento de impacto com os agentes organizações.

Quadro 33: Análise dos riscos corporativos na relação com os agentes organizações

Agentes	Identificação dos agentes	Identificação de riscos	#	Classificação dos riscos	Possibilidade de ocorrência	Impacto	Tempo de Percepção ao risco	Vulnerabilidade ao risco	Apetite ao risco
Organizações	Organizações de apoio ao ecossistema de impacto	Risco reputacional (risco de imagem)	15	De Imagem	Rara	Alto	Médio	Alto	Muito baixo
		Risco de descontinuidade de parceria em projetos	16		Improvável	Moderado	Alto	Baixo	Baixo
		Risco de descaracterização de valores e integridade da organização	17		Possível	Alto	Médio	Muito baixo	Muito baixo

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.2.4.4 Riscos na relação com os agentes concorrentes

Os riscos identificados na relação do setor de investimento de impacto com os agentes concorrentes, que estão divididos em empresas que atuam com investimento de impacto e empresas que atuam com investimentos tradicionais, estão relacionado à perda de potenciais negócios de impacto para investir (clientes investidas), sendo considerado um risco possível de ocorrer em ambos os casos. Quando um negócio de impacto necessita de fontes de financiamento para seu negócio, pode buscar tanto empresas de investimento de impacto quanto empresas que não têm esse propósito. Vale ressaltar que, na avaliação, não é considerada somente a questão financeira, mas também o impacto proposto. A perda para concorrentes do mercado tradicional é identificada em operações de investimento em negócios de impacto escaláveis (*startups*).

Outro risco na relação com os agentes concorrentes refere-se às práticas adotadas pelos agentes concorrentes que atuam com investimento de impacto. Caso esses agentes comecem a adotar práticas comerciais ou de qualquer outro tipo que não estejam em linha com o propósito de causar impacto, pode acabar refletindo negativamente nas demais empresas do setor.

O Quadro 34 apresenta o resultado da análise dos riscos corporativos na relação do setor de investimento de impacto com os agentes concorrentes.

Quadro 34: Análise dos riscos corporativos na relação com os agentes concorrentes

Identificação dos agentes	Identificação de riscos	#	Classificação dos riscos	Possibilidade de ocorrência	Impacto	Tempo de percepção ao risco	Vulnerabilidade ao risco	Apetite ao risco
Empresas que atuam com investimento de impacto	Risco de perda de oportunidade de investimento para um concorrente	18	Estratégico	Possível	Baixo	Médio	Baixo	Baixo
	Risco de práticas dos concorrentes impactarem a imagem do setor	19	De imagem	Rara	Alto	Médio	Não identificado	Muito baixo
Empresas que atuam com investimentos tradicionais	Risco de perda de oportunidade de investimento para um concorrente	20	Estratégico	Possível	Moderado	Médio	Baixo	Muito baixo

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.2.4.5 Riscos na relação com os agentes patrocinadores

Os agentes patrocinadores, identificados pelos relatos de alguns entrevistados, têm um papel fundamental na continuidade da empresa de investimento de impacto, conforme apresentado anteriormente. Nessa relação, os riscos identificados do setor de investimento de impacto com os agentes patrocinador foi o de haver descontinuidade do patrocínio. Inclusive, a possibilidade de perder o patrocinador para outra empresa de investimento de impacto foi considerada possível de ocorrer, podendo decorrer pelo fato de não ter alcançado determinados objetivos de geração de impacto por meio de investimentos e/ou pelo fato de não atingir determinado valor de investimento em negócios de impacto. Mesmo tendo um impacto alto para a empresa, há certa vulnerabilidade a esse risco, dado que não é tão simples e nem tão rápido encontrar novos patrocinadores.

O Quadro 35 apresenta o resultado da análise dos riscos corporativos na relação do setor de investimento de impacto com os agentes patrocinadores.

Quadro 35: Análise dos riscos corporativos na relação com os agentes patrocinadores

Identificação dos agentes	Identificação de riscos	#	Classificação dos riscos	Possibilidade de ocorrência	Impacto	Tempo de percepção ao risco	Vulnerabilidade ao risco	Apetite ao risco
Patrocinadores do negócio	Risco de descontinuidade da renovação do patrocínio	21	Financeiro	Possível	Alto	Médio	Médio	Baixo

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.2.4.6 Riscos na relação com o agente governo

Os riscos identificados na relação do setor de investimento de impacto com o agente governo foram econômicos e de imagem. Os riscos econômicos derivam-se das decisões quanto à política econômica que impactam a taxa de juros praticada pelo mercado, influenciando as taxas de empréstimos para as investidas e de retorno para os investidores.

Um cenário de aumento da taxa básica de juros da economia (SELIC) impacta o aumento dos custos da operação, podendo causar perdas de investidores, pela baixa atratividade, e cobrança de juros maiores para as investidas. Esse cenário foi considerado possível de ocorrer, de alto impacto e rapidamente percebido pela empresa. O risco de imagem advém de relacionamentos com empresas públicas que são parceiras em projetos de investimento e na geração de impacto, como o BNDES. O risco identificado foi relacionado ao não cumprimento dos acordos da parceria, sendo percebido como improvável de acontecer, mas, com alto impacto, principalmente na imagem da empresa de investimento de impacto.

O Quadro 36 apresenta o resultado da análise dos riscos corporativos na relação do setor de investimento de impacto com o agente governo.

Quadro 36: Análise dos riscos corporativos na relação com o agente governo

Identificação dos agentes	Identificação de riscos	#	Classificação dos riscos	Possibilidade de ocorrência	Impacto	Tempo de Percepção ao risco	Vulnerabilidade ao risco	Apetite ao risco
BACEN	Risco de aumento da taxa de juros (SELIC)	22	Econômico	Possível	Alto	Alto	Médio	Baixo
BNDES	Risco de não cumprir o compromisso de <i>blended finance</i> (repasse financeiro)	23	De imagem	Improvável	Alto	Muito alto	Médio	Muito baixo

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.2.4.7 Riscos na relação com os agentes associações e órgãos reguladores

Os agentes associações do setor, referentes ao instrumento financeiro utilizado pelas empresas de investimento de impacto, foram identificados em alguns tipos de empresa. Os riscos identificados na relação do setor de investimento de impacto com os agentes associações foram os relacionados ao fato de estas estarem em atividade há pouco tempo e poderem não se firmar como um ator relevante no mercado de atuação. Nesse caso, o impacto foi visto como baixo, sem maiores prejuízos para a empresa.

Os riscos identificados na relação do setor de investimento de impacto com os agentes órgãos reguladores foram percebidos de forma diferente, visto que as diretrizes desses órgãos têm que ser seguidas para que estes consigam operar no mercado. O não cumprimento pode causar altos impactos, como multas e suspensão das operações. De forma geral, as empresas apresentam um alto nível de preparação para o acompanhamento e a gestão das alterações e das exigências emitidas pelos reguladores, contando também com o apoio dos fornecedores da estruturação da operação que alertam para possíveis impactos, ajudando na prevenção desses riscos.

O Quadro 37 apresenta o resultado da análise dos riscos corporativos na relação do setor de investimento de impacto com os agentes associações e órgãos reguladores.

Quadro 37: Análise dos riscos corporativos na relação com os agentes associações e órgãos reguladores

Identificação dos agentes	Identificação de riscos	#	Classificação dos riscos	Possibilidade de ocorrência	Impacto	Tempo de Percepção ao risco	Vulnerabilidade ao risco	Apetite ao risco
Associações do setor de atuação	Risco de não se consolidar como uma organização relevante no mercado	24	Estratégico	Possível	Baixo	Baixo	Muito baixo	Muito baixo
Órgãos reguladores do setor de atuação	Risco de não cumprir com alguma regulamentação	25	Financeiro	Rara	Alto	Alto	Baixo	Muito baixo

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.2.5 Síntese da Análise dos Riscos Corporativos

De forma geral, os riscos mais frequentes identificados na relação do setor de investimento de impacto com os agentes foram os relacionados ao risco de imagem, representando 40%, seguidos pelos riscos financeiros, com 28%; e pelos estratégicos, com 16%. Os riscos de imagem concentram os riscos de alto impacto, representando 80% destes e 40% de ocorrência possível.

O Quadro 38 sintetiza os riscos corporativos identificados no setor de investimento de impacto.

Quadro 38: Síntese da análise dos riscos corporativos identificados no setor de investimento de impacto

Classificação dos riscos	Identificação dos agentes	#	Identificação de riscos	Possibilidade de ocorrência	Impacto	Tempo de Percepção ao risco	Vulnerabilidade ao risco	Apetite ao risco
De imagem	BNDES	23	Risco de não cumprir o compromisso de <i>blended finance</i> (repassse financeiro)	Improvável	Alto	Muito alto	Médio	Muito baixo
	Empresas que atuam com investimento de impacto	19	Risco de práticas dos concorrentes impactarem a imagem do setor	Rara	Alto	Médio	Não identificado	Muito baixo
	Investidas	8	Risco de não conseguir gerar o impacto	Possível	Alto	Médio	Baixo	Muito baixo
		9	Risco de não conseguir captar o valor pretendido	Possível	Baixo	Muito alto	Médio	Médio
		10	Risco de usar práticas não alinhadas com os valores da empresa	Rara	Alto	Médio	Muito baixo	Muito baixo
	Investidores	2	Risco de não conhecer o investidor	Improvável	Alto	Alto	Baixo	Muito baixo
		3	Risco de não receber/perceber o retorno do impacto	Possível	Alto	Médio	Médio	Baixo
	Organizações de apoio ao ecossistema de impacto	15	Riscos reputacional (risco de imagem)	Rara	Alto	Médio	Alto	Muito baixo
		16	Risco de descontinuidade de parceria em projetos	Improvável	Moderado	Alto	Baixo	Baixo
		17	Risco de descaracterização de valores e integridade da organização	Possível	Alto	Médio	Muito baixo	Muito baixo
Econômico	BACEN	22	Risco de aumento da taxa de juros (SELIC)	Possível	Alto	Alto	Médio	Baixo
Estratégico	Associações do setor de atuação	24	Risco de não se consolidar como uma organização relevante no mercado	Possível	Baixo	Baixo	Muito baixo	Muito baixo
	Empresas que atuam com investimento de impacto	18	Risco de perda de oportunidade de investimento para um concorrente	Possível	Baixo	Médio	Baixo	Baixo
	Empresas que atuam com investimentos tradicionais	20	Risco de perda de oportunidade de investimento para um concorrente	Possível	Moderado	Médio	Baixo	Muito Baixo

Classificação dos riscos	Identificação dos agentes	#	Identificação de riscos	Possibilidade de ocorrência	Impacto	Tempo de Percepção ao risco	Vulnerabilidade ao risco	Apetite ao risco
	Investidas	11	Risco de perda de recursos investidos (Risco de oportunidade)	Possível	Baixo	Médio	Alto	Alto
Financeiro	Investidas	4	Risco de não performar como previsto	Improvável	Alto	Muito baixo	Baixo	Alto
		5	Risco de não conseguir pagar o empréstimo	Possível	Baixo	Médio	Baixo	Baixo
		6	Risco financeiro do negócio investido	Rara	Alto	Médio	Muito baixo	Alto
		7	Risco de não convergência de objetivos/valores com os sócios da investida	Rara	Moderado	Baixo	Baixo	Muito baixo
	Investidores	1	Risco de não receber o retorno do investimento	Improvável	Moderado	Alto	Baixo	Baixo
	Órgãos reguladores do setor de atuação	25	Risco de não cumprir com alguma regulamentação	Rara	Alto	Alto	Baixo	Muito baixo
	Patrocinadores do Negócio (Instituições/ Organizações)	21	Risco de descontinuidade da renovação do patrocínio	Possível	Alto	Médio	Médio	Baixo
Operacional	Fornecedores de Tecnologia	13	Risco de falhas em tecnologia da informação (TI)	Improvável	Moderado	Muito alto	Médio	Muito baixo
	Fornecedores para a estruturação da operação	12	Risco de falhas na estruturação da operação	Rara	Alto	Alto	Baixo	Muito baixo
Tecnológico	Fornecedor de Plataforma Tecnológica para Negócios	14	Risco de falhas tecnológicas na operação de investimento	Possível	Moderado	Alto	Alto	Baixo

Fonte: Elaborado pelo autor.

Após finalizada a análise dos riscos corporativos identificados no setor de investimento de impacto, foi elaborada uma matriz de riscos, com o objetivo de apoiar as empresas na identificação de prioridades de atuação (IBGC, 2007). A matriz de riscos relaciona o nível de impacto, isto é, o quanto o evento interfere nos objetivos da empresa, pela possibilidade de sua ocorrência.

A Figura 9 apresenta os riscos identificados, dispostos na matriz de riscos.

Figura 9: Matriz de riscos

Impacto	Possibilidade de Ocorrência				
	Rara	Improvável	Possível	Provável	Quase Certa
Extremo					
Alto	6, 10, 12, 15, 19 e 25	2, 4 e 23	3, 8, 17, 21 e 22		
Moderado	7	1, 13 e 16	14 e 20		
Baixo			5, 9, 11, 18 e 24		
Insignificante					

Fonte: Elaborada pelo autor.

A priorização de tratamento deve começar com os riscos identificados nos quadrantes superiores do lado direito (riscos-chave) que concentram os riscos de alto impacto e com alta probabilidade de ocorrência. São os riscos mais severos. À medida que o grau de severidade dos riscos vai diminuindo, estes passam a ser tratados de outra forma, com um monitoramento mais espaçado, por exemplo, mas nunca sendo ignorados (IBGC, 2007).

Nota-se que não foi identificado nenhum risco com impacto extremo, assim como não foi identificado nenhum risco que seja certa sua ocorrência. Dos 25 riscos mapeados, 5 deles apareceram como riscos altos e de possível ocorrência. Tais riscos estão relacionados com os agentes clientes (como o risco de não gerar impacto por parte das investidas e de os investidores não obterem o resultado esperado dos seus investimentos); com os agentes organizações de apoio ao ecossistema de impacto (dada a percepção da possibilidade de descaracterização do propósito dessas organizações); com os agentes patrocinadores (visto que a descontinuidade de

apoio financeiro pode acarretar maior dificuldade de as empresas de investimento de impacto seguirem com suas atividades, deixando de apoiar os negócios de impacto socioambiental, o que afetaria negativamente a sociedade como um todo); e com o agente governo (com o risco de alta da taxa básica de juros, que impacta toda a operação financeira).

A análise e a priorização de riscos contribuem para o melhor gerenciamento de riscos, cabendo às empresas avaliarem a melhor forma para gerenciá-los, levando em conta o impacto causado à organização e à sociedade. Os riscos-chave devem ser monitorados também pela alta administração (IBGC, 2007).

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste capítulo, foram apresentados: (1) o atendimento aos objetivos da pesquisa de acordo com os procedimentos metodológicos estabelecidos; (2) as limitações da pesquisa e sugestões para estudos futuros; (3) as implicações gerenciais; e (4) as contribuições teóricas e sociais.

5.1 ATENDIMENTO AO OBJETIVO DA PESQUISA E AOS PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS ESTABELECIDOS

O presente estudo teve como objetivo geral identificar e analisar os riscos corporativos do setor de investimento de impacto que emanam de suas relações com os diversos agentes no ambiente de negócios. Para tanto, foram propostos quatro objetivos específicos: (i) identificar e caracterizar os principais agentes do setor de investimento de impacto; (ii) identificar e caracterizar as relações entre os agentes e o setor de investimento de impacto; (iii) identificar os principais riscos corporativos que emanam dos agentes e de suas relações; e (iv) analisar os riscos corporativos identificados na relação com os agentes.

A pesquisa qualitativa, de natureza exploratória descritiva, foi suportada por um referencial teórico sobre negócios e investimento de impacto e sobre os riscos corporativos. Foi realizada a revisão sistemática da literatura sobre riscos em investimentos de impacto para melhor compreensão da importância do objeto estudado.

Para atender aos objetivos do estudo, foi escolhido um modelo de identificação e de análise de riscos corporativos, o qual foi aplicado a cinco empresas selecionadas do setor de investimento de impacto, buscando coletar os dados primários necessários. Foram realizadas entrevistas com gestores e líderes dessas empresas selecionadas. Os dados coletados foram consolidados a fim de se obter uma visão ampla do setor e, assim, atingir os objetivos propostos.

5.2 LIMITAÇÕES DA PESQUISA E SUGESTÕES PARA ESTUDOS FUTUROS

Apesar de esta pesquisa ter atendido aos objetivos propostos, apresentando uma visão ampla dos riscos para o setor de investimento de impacto, o fato de terem sido analisadas 5 empresas do setor, representando 26% das 19 empresas mapeadas pela Aliança pelos Investimento e Negócios de Impacto (2022), foi uma limitação, de modo que os resultados não

podem ser generalizados. Um estudo mais amplo poderia contemplar todas as empresas mapeadas.

Acredita-se que outra sugestão para estudos futuros possa ser a realização de uma pesquisa em profundidade, buscando avaliar o nível de maturidade em gestão de riscos nas empresas de investimento de impacto, tanto em relação à operação financeira quanto ao acompanhamento do impacto gerado pelas investidas, além de avaliar os tratamentos para os riscos identificados. Adicionalmente, sugere-se a realização de novos estudos sobre a percepção de riscos do ponto de vista dos agentes que se relacionam com o setor de investimento de impacto para obter uma visão complementar às obtidas com esta pesquisa.

5.3 IMPLICAÇÕES GERENCIAIS

A pesquisa aplicou um modelo de identificação e de análise de riscos corporativos por meio de entrevistas semiestruturadas com gestores e líderes de empresas que realizam investimentos em negócios de impacto. Mesmo o fato de o tema de riscos não ser alheio aos entrevistados, a aplicação do modelo serviu como guia para uma maior e melhor reflexão sobre a tipificação e a qualidade das relações que o setor mantém com os agentes, assim como sobre os riscos decorrentes.

Em um setor em que há a preocupação muito latente com relação à imagem, o entendimento sistêmico desse contexto de riscos pode contribuir para que as empresas melhorem suas análises no momento em que forem se relacionar com os agentes fornecedores, clientes, investidores e investidas, por exemplo, contribuindo para tomarem as melhores decisões.

Os resultados obtidos permitiram compreender quais são esses agentes, suas respectivas relações com as empresas de impacto e os riscos corporativos a que estão expostas no seu ambiente de negócios. Assim, espera-se ter contribuído não apenas com a melhoria do sistema de gestão de riscos como também com a gestão de relações institucionais e com a gestão estratégica das empresas.

5.4 CONTRIBUIÇÕES TEÓRICAS E SOCIAIS

Pelo fato de o setor de investimento de impacto ainda ser novo no mercado brasileiro, espera-se que a pesquisa tenha contribuído com a identificação dos riscos corporativos a estes

atrelados. Os dados primários coletados orientaram para a elaboração de um modelo prático, buscando identificá-los e analisá-los.

A Revisão Sistemática na Literatura (RSL) sobre os riscos em investimento de impacto permitiu identificar os mencionados em periódicos de alto fator de impacto. Na revisão foram identificados cinco tipos de riscos, sendo que os que apareceram com mais frequência foram os relacionados à geração do impacto dos negócios que recebem o investimento. Os artigos encontrados foram publicados a partir de 2020, o que demonstra ser um tema ainda novo e em desenvolvimento.

Os resultados da pesquisa primária, juntamente com os da revisão da literatura, pesquisa secundária, somaram-se na proposta de sistematização da análise de riscos corporativos para contribuir com o avanço da discussão sobre o tema nas relações do setor de investimento de impacto com os agentes no ambiente de negócios.

Os resultados desta pesquisa trouxeram à luz os riscos corporativos das empresas que atuam como intermediadores financeiros entre investidores, que buscam um retorno financeiro aliado a um retorno de impacto socioambiental positivo, e os negócios, que buscam desenvolver soluções que enderecem problemas sociais e/ou ambientais.

Dessa forma, espera-se que este estudo venha a contribuir com a academia, ao avançar na discussão sobre um tema relativamente novo no Brasil; com as organizações que atuam ou desejam atuar com investimento de impacto, ao fornecer percepções sobre os riscos e as oportunidades de melhoria da gestão dos mesmos, buscando mitigar eventos que possam ameaçar o alcance de seus objetivos; desenvolvimento de um setor de extrema importância; e também com a sociedade, ao avançar nas discussões de um setor de extrema importância que busca unir o retorno financeiro à geração de valor socioambiental tão necessária não apenas no Brasil, como também no mundo.

REFERÊNCIAS

Albuquerque, M., Couto, M.H.G., & Oliva, F.L. (2019, jan./mar.). Identificação e análise dos riscos corporativos associados ao ambiente de valor do negócio de cacau da Cargill. *Caderno EBAPE.BR*, v. 17, n. 1, Rio de Janeiro.

Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto. (2022). *Investir com Impacto*. Recuperado de <https://investircomimpacto.org.br/>.

Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto. (2019). *Produtos Financeiros de Impacto Socioambiental: Oportunidades para Investidores*. Recuperado de <https://aliancapeloimpacto.org.br/publicacao/produtos-financeiros-de-impacto-social-ambiental/>.

Battilana, J., & Lee, M. (2014). Advancing research on hybrid organizing—Insights from the study of social enterprises. *The Academy of Management Annals*. 8 (1), 397–441.

Blanco-Mesa, F. et al. (2019). The Importance of Enterprise Risk Management in Large Companies in Colombia. *Technological and Economic Development of Economy*, v. 25, 600–633. DOI.org (Crossref). Recuperado de <https://doi.org/10.3846/tede.2019.9380>.

Barki, E., Rodrigues, J., & Comini, G. M. (2020, setembro). Negócios de Impacto: Um Conceito em Construção. *Revista de Empreendedorismo e Gestão de Pequenas Empresas*, v. 9, n. 4, p. 477. DOI.org (Crossref). Recuperado de <https://doi.org/10.14211/regepe.v9i4.1980>.

Bass, R., Murphy, P., Dithrich, H., Mudaliar, A., & Stilman, A. (2019). *Scaling Impact Investment in Forestry*. Recuperado de <https://thegiin.org/research/publication/forestry/>.

Begemann, A., Dolriis, C., & Winkel, G. (2023). Rich forests, rich people? Sustainable finance and its links to forests. *Journal of Environmental Management*, v. 326, part B. ISSN 0301-4797. Recuperado de <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2022.116808>.

Bernal, O., Hudon, M., & Ledru F. (2021). Are impact and financial returns mutually exclusive? Evidence from publicly-listed impact investments. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, v. 81, 93-112. ISSN 1062-9769. Recuperado de <https://doi.org/10.1016/j.qref.2021.04.010>.

Boni, V., & Quaresma, J. (2005, janeiro-julho). Aprendendo a entrevistar: Como fazer entrevistas em ciências sociais. *Em Tese*, v. 2, n. 3(1), 68-80. Recuperado de <https://periodicos.ufsc.br/index.php/emtese/article/view/18027>.

Brasil. (2019). *Decreto n. 9.977*, de 19 de agosto de 2019. Dispõe sobre a Estratégia Nacional de Investimentos e Negócios de Impacto e o Comitê de Investimentos e Negócios de Impacto. Recuperado de https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/decreto/d9977.htm

Cohen, D., Nelson, S., & Rosenman, E. (2022). Reparative accumulation? Financial risk and investment across socio-environmental crises. *Environment and Planning E: Nature and Space*, 5(4), 2356–2382. Recuperado de <https://doi.org/10.1177/25148486211030432>

Cohen, S. R., & Sahlman, W. A. (2013). Social impact investing will be the new venture capital. *Harvard Business Review*. Recuperado de <https://hbr.org/2013/01/social-impact-investing-will-b>.

Comini, G. (2019). *Negócios Sociais e Inovação Social: Um retrato de experiências brasileiras*. Tese (Livre-Docência) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016

COSO – Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission. (2007). *Gerenciamento de Riscos Corporativos – Estrutura Integrada*. Sumário Executivo. Recuperado de COSO-WBCSD ESG_ERM Guidance_Portuguese.pdf.

Couto, M.H.G., Oliva, F.L., Del Giudice, M., Kotabe, M., Chin, T., & Kelle, P. (2022). Life cycle analysis of Brazilian startups: characteristics, intellectual capital, agents and associated risks. *Journal of Intellectual Capital*, v. 23, n. 6, 1348-1378. Recuperado de <https://doi.org/10.1108/JIC-01-2021-0005>.

Cruz, C., Quitério, D., & Scretas, B. (2019). O Ecossistema de Fomento aos Investimentos e Negócios de Impacto: Rompendo Fronteiras. In: Barki, E., Comini, G. M., & Torres, H. G. (2019). *Negócios de Impacto Socioambiental no Brasil: Como Empreender, Financiar e Apoiar*. Rio de Janeiro: FGV.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. (2014). *Instrução CVM Nº 554*, de 17 de dezembro de 2014. Recuperado de <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst554.pdf>.

Darlington, A., Simon, G., & Withworth, J. (2001). *How safe is enough? An introduction to risk management*. London: The Staple Inn Actuarial Society.

Davidson, A., Zanotti, C., Almaguer, F., Fonseca, M., & Hércules P. (2023). Investimentos de Impacto no Brasil 2021. *Aspen Network of Development Entrepreneurs*. Recuperado de <https://andeglobal.org/publication/investimentos-de-impacto-no-brasil-2021/>.

Denyer, D., & Tranfield, D. (2009). Producing a Systematic Review. In: Buchanan, D.A., & Bryman, A. (Eds.). (2009). *The Sage Handbook of Organizational Research Methods*. Newbury Park, California: Sage Publications Ltd, pp. 671–689.

Denzin, N.K., & Lincoln, Y.S. (2006). Introdução: a disciplina e a prática da pesquisa qualitativa. In: Denzin, N. K., & Lincoln, Y. S. (Orgs.). (2006). *O planejamento da pesquisa qualitativa: teorias e abordagens*. 2. ed. Porto Alegre: Artmed, p. 15-41.

Deloitte. (2022). *Cinco pilares de riscos empresariais 2022*. 7. ed. Recuperado de https://mundocorporativo.deloitte.com.br/mais-alertas-aos-riscos/?utm_source=2pm&utm_medium=3gl&utm_campaign=4mundo-corporativo&utm_content=search-dsa&gclid=CjwKCAjwzo2mBhAUEiwAf7wjkrNVfdCKESNGEtyJObF6CdqlmTcrRoT0nC eAiP6sNczlCtVhfRGbxoCMCwQAvD_BwE.

Fink, A. (2014). *Conducting research literature reviews: From the internet to paper*. Newbury Park, California: Sage publications.

Fischer, R.M. (2014). Negócios sociais. In: Boullosa, R.F. (Org.). (2014). *Dicionário para formação em gestão social*. Salvador: CIAGS/UFBA, p. 125-127.

Galvão, M.C.B., & Ricarte, I.L.M. (2019). Revisão Sistemática da Literatura: conceituação, produção e publicação. *Logeion Filosofia da Informação*, v. 6, n. 1, 57–73.

Geobey, S., Westley, F.R., & Weber, O. (2012). Enabling Social Innovation through Developmental Social Finance. *Journal of Social Entrepreneurship*, 3:2, 151-165, DOI: 10.1080/19420676.2012.726006.

GIIN – Global Impact Investing Network. (2019). *Core Characteristics of Impact Investing*. Recuperado de <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing>.

GIIN – Global Impact Investing Network. (2022). *Sizing the Impact Investing Market*, Recuperado de <https://thegiin.org/research/publication/impact-investing-market-size-2022/>.

GIIN – Global Impact Investing Network. (2023). *About Impact Investing*. Recuperado de <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#who-is-making-impact-investments>.

Gil, A. C. (2008). *Métodos e técnicas de pesquisa social*. 6. ed. São Paulo: Atlas.

Harji, K., & Jackson, E. (2012). *Accelerating Impact Achievements, Challenges and What's Next in Building the Impact Investing Industry*. Recuperado de 10.13140/RG.2.2.26485.78565.

Hehenberger, L., Mair, J., & Metz, A. (2019). The assembly of a field ideology: An idea-centric perspective on systemic power in impact investing. *Academy of Management Journal*, 62(6), 1672–1704. Recuperado de <https://doi.org/10.5465/amj.2017.1402>

Hollerbach, L., Fonseca, M., & Hércules P. (2022). Investimentos de Impacto no Brasil 2020. *Aspen Network of Development Entrepreneurs*. Recuperado de <https://andeglobal.org/publication/pesquisa-de-investimentos-de-impacto-brasil-2020/>.

Hoyt, R. E.; Liebenberg, A. P. (2011, dezembro). The Value of Enterprise Risk Management. *Journal of Risk and Insurance*, v. 78, n. 4, 795–822. DOI.org (Crossref). Recuperado de <https://doi.org/10.1111/j.1539-6975.2011.01413.x>.

Hunziker, S. (2021). *Enterprise Risk Management: Modern Approaches to Balancing Risk and Reward*. 2. ed. Wiesbaden: Springer Gabler.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2007). *Caderno de Governança Corporativa*. Guia de orientação para gerenciamento de riscos corporativos. Recuperado de <http://www.ibgc.org.br/userfiles/3.pdf>.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2017). *Caderno de Governança Corporativa*. Gerenciamento de Riscos Corporativos - Evolução em Governança e Estratégia. Recuperado de <http://www.ibgc.org.br/userfiles/3.pdf>.

ICE, & Pipe Social. (2019). *O que são negócios de impacto: características que definem empreendimentos como negócios de impacto*. São Paulo: Instituto de Cidadania Empresarial. Recuperado de [https://sinapse.gife.org.br/download/o-que-sao-negocios-de-impacto-caracteristicas-que-definem-empreendimentos-como-negocios-de-impacto#:~:text=site%20de%20origem-,O%20que%20s%C3%A3o%20neg%C3%B3cios%20de%20impacto%3A%20caracter%C3%ADsticas%20que,empreendimentos%20como%20neg%C3%B3cios%20de%20impacto&text=Este%20%C3%A9%20um%20estudo%20produzido,no%20Brasil%E2%80%9D%20\(2015\).](https://sinapse.gife.org.br/download/o-que-sao-negocios-de-impacto-caracteristicas-que-definem-empreendimentos-como-negocios-de-impacto#:~:text=site%20de%20origem-,O%20que%20s%C3%A3o%20neg%C3%B3cios%20de%20impacto%3A%20caracter%C3%ADsticas%20que,empreendimentos%20como%20neg%C3%B3cios%20de%20impacto&text=Este%20%C3%A9%20um%20estudo%20produzido,no%20Brasil%E2%80%9D%20(2015).)

ISO – International Organization For Standardization. (2009). *ISO 31000: Gestão de Riscos – Princípios e Diretrizes*. Recuperado de <https://iso31000.net/norma-iso-31000-de-gestao-de-riscos/>.

ISO – International Organization For Standardization. (2018). *ISO 31000: Gestão de Riscos – Diretrizes*. Recuperado de <https://iso31000.net/norma-iso-31000-de-gestao-de-riscos/#>.

Malhotra, N. (2001). *Pesquisa de marketing*. 3.ed. Porto Alegre: Bookman.

Marconi, M.A., & Lakatos, E.M. (2003). *Fundamentos de Metodologia Científica*. 5. ed. São Paulo: Atlas.

Mattos, C. A. (2020). Bibliometria e revisão sistemática sobre investimento de impacto. In: Betim, L.M. *Oportunidades e desafios da Administração contemporânea*. [S.l.]: AYA. (2020). DOI.org (Crossref). Recuperado de <https://doi.org/10.47573/aya.88580.2.10>.

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

Mersland, R., Nyarko, S. A., & Sirisena, A. B. (2020). A hybrid approach to international market selection: The case of impact investing organizations. *International Business Review*, v. 29, In. 1. ISSN 0969-5931, Recuperado de <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2019.101624>.

Millar, R., & Hall, K. (2013). Social return on investment (SROI) and performance measurement: the opportunities and barriers for social enterprises in health and social care. *Public Management Review*, 15(6), 923–941. Recuperado de <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/14719037.2012.698857>.

Neves, J. L. (1996, 2º semestre). Pesquisa Qualitativa – Características, usos e possibilidades. In: *Caderno de Pesquisas em Administração*, v. 1, n. 3. Recuperado de https://www.hugoribeiro.com.br/biblioteca-digital/NEVES-Pesquisa_Qualitativa.pdf.

O’donohoe, N., Leijonhufvud, C., Saltuk, Y., Bugg-Levine, A., & Brandenburg, M. (2010). Impact investments: An emerging asset class. New York, NY: J.P. Morgan. Recuperado de <https://thegiin.org/assets/documents/Impact%20Investments%20an%20Emerging%20Asset%20Class2.pdf>.

Oliva, F. L., Sobral, C. M., Damasceno, F., Teixeira, J. H., Grisi, C.H., Fischmann, A. A., & Santos, A. S. (2014). Risks and strategies in a Brazilian innovation – flexfuel technology. *Journal of Manufacturing Technology Management*, v. 25, n. 6, 916-930. Recuperado de <https://doi.org/10.1108/JMTM-11-2012-0105>.

Oliva, F. L. (2006). A maturity model for enterprise risk management: a research for Brazilian companies. *International Journal of Production Economics*, v. 173, 66-79.

Oliva, F. L., Couto, M.H.G., Santos, R.F., & Bresciani, S. (2019). The integration between knowledge management and dynamic capabilities in agile organizations. *Management Decision*, v. 57, n. 8, 1960-1979. Recuperado de <https://doi.org/10.1108/MD-06-2018-0670>.

Oliva, F. L., Semensato, B. I., Prioste, D.B., Winandy, E.J.L., Bution, J.L., Couto, M.H.G., Bottacin, M.A., Mac Lennan, M.L.F., Teberga, P.M.F., Santos, R.F., Singh, S.K., Silva, S.F., & Massaini, S.A. (2019). Innovation in the main Brazilian business sectors: characteristics, types and comparison of innovation. *Journal of Knowledge Management*, v. 23, n. 1, 135-175. Recuperado de <https://doi.org/10.1108/JKM-03-2018-0159>

- Oliveira, M. F. (2011). *Metodologia científica: um manual para a realização de pesquisas em Administração*. Universidade Federal de Goiás. Recuperado de https://files.cercomp.ufg.br/weby/up/567/o/Manual_de_metodologia_cientifica_-_Prof_Maxwell.pdf.
- Oliveira Filho, G. R., & Izzo, D. (2019). Buscando Recursos Financeiros. In: Barki, E., Comini, G. M., Torres, H. G. (2019). *Negócios de Impacto Socioambiental no Brasil: Como Empreender, Financiar e Apoiar*. Rio de Janeiro: FGV.
- Olson, D. L., & Wu, D. (2010). *Enterprise risk management models*. Berlin: Springer.
- Pagach, D., & Wieczorek-Kosmala, M. (2020, dezembro). The Challenges and Opportunities for ERM Post-COVID-19: Agendas for Future Research. *Journal of Risk and Financial Management*, v. 13, n. 12, 323. DOI.org (Crossref), Recuperado de <https://doi.org/10.3390/jrfm13120323>.
- Paza, A. C. T., & Oliva F. L. (2022). *Gestão de Riscos Corporativos: Identificação e Análise dos Riscos Corporativos no Ambiente de Negócios*. E-book Kindle
- PIPE. (2021). *3º Mapa de Negócios de Impacto*. Recuperado de <https://mapa2021.pipelabo.com/#firstPage>.
- Piazza, A. et al. (2014). Mapping the Impact Invest Sector in Brazil: Summary of findings. *Aspen Network of Development Entrepreneurs*. Recuperado de https://www.aspeninstitute.org/wp-content/uploads/files/content/docs/pubs/ImpactInvestingStudy_FINAL_VERSION_ENGLISH.pdf.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011). Criação de Valor Compartilhado. *Harvard Business Review*, v. 89, n. 1, 16-32. Recuperado de [file:///C:/Users/crisc/Downloads/Porter\(2011\)%20Harvard%20Business%20Review.pdf](file:///C:/Users/crisc/Downloads/Porter(2011)%20Harvard%20Business%20Review.pdf)
- Prahalad, C. K., & Hart, S. (2002). The Fortune at the Bottom of the Pyramid. *Strategy + Business*, 1 (26).
- Roundy, P.T. (2020, junho). Regional Differences in Impact Investment: A Theory of Impact Investing Ecosystems. *Social Responsibility Journal*, v. 16, n.4, 467–485. DOI.org (Crossref). Recuperado de <https://doi.org/10.1108/SRJ-11-2018-0302>.
- Roundy, P.T. et al. (2017). Finance or Philanthropy? Exploring the Motivations and Criteria of Impact Investors. *Social Responsibility Journal*, vol. 13, no 3, agosto de 2017, p. 491–512. DOI.org (Crossref). Recuperado de <https://doi.org/10.1108/SRJ-08-2016-0135>.
- Sampieri, R.H., Collado, C.F.E, & Lucio, P.B. (2006). *Metodologia de Pesquisa*. 3. ed. São Paulo: McGraw-Hill.
- Sitawi. [2022]. Sitawi Finanças do Bem. *Quem somos*. Recuperado de <https://www.sitawi.net/a-sitawi/>.
- Taskforce – Social Impact Investment. (2014). *Impact investment: The invisible heart of markets*. London: Social Impact Investment Taskforce. Recuperado de <https://gsgii.org/reports/impact-investment-the-invisible-heart-of-markets/>.
- Tchankova, L. (2002). Risk identification: basic stage in risk management. *Environmental Management and Health*, v. 13, n. 2/3, 290-297.

Telles, R. (2001). A efetividade da “matriz de amarração” de Mazzon nas pesquisas em Administração. *Revista de Administração*. v. 36, n. 4, 64-72.

Thompson, B. S. (2023). Impact investing in biodiversity conservation with bonds: An analysis of financial and environmental risk. *Business Strategy and the Environment*, 32(1), 353– 368. Recuperado de <https://doi.org/10.1002/bse.3135>.

Torres, R.V. (2005). *Avaliação de marca das instituições de Ensino superior no segmento mestrado e doutorado em administração: uma abordagem multivariada*. Tese. (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - Universidade de São Paulo, São Paulo.

Vianna, I.O.A. (2001). *Metodologia de trabalho científico: um enfoque na didática da produção científica*. São Paulo: E.P.U.

Vieira, M. M. F., & Zouain, D. M. (2005). *Pesquisa qualitativa em administração: teoria e prática*. Rio de Janeiro: FGV.

Yin, R. K. (2001). *Estudo de Caso: Planejamento e Métodos*. 2. ed. Porto Alegre: Bookman.

Zappellini, M.B., & Feuerschütte, S.G. (2015, junho). O uso da Triangulação na Pesquisa Científica Brasileira em Administração. *Administração: Ensino e Pesquisa*, v. 16, n. 2, 241. DOI.org (Crossref). Recuperado de <https://doi.org/10.13058/raep.2015.v16n2.238>.

Zonatto, V.C.S., & Beuren, I.M. (2010). Categorias de risco evidenciadas nos relatórios da administração de empresas brasileiras com ADRs. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, v. 12, n. 35, 141-155.

APÊNDICES

APÊNDICE A: ROTEIRO DE ENTREVISTA

BLOCO 1

- INTRODUÇÃO
- APRESENTAÇÃO AO RESPONDENTE
- BREVE INTRODUÇÃO DOS OBJETIVOS DA PESQUISA

Tendo em vista que as empresas se relacionam com diversos agentes para alcançarem seus objetivos, e que essas relações podem impactar a geração de valor da empresa de maneira positiva ou negativa, o objetivo desta entrevista é identificar e analisar os riscos corporativos que podem surgir a partir das relações com os agentes dentro do ambiente de negócios do setor de investimento de impacto. Para tal, utilizaremos o modelo para identificação e análise de riscos corporativos que emergem dessas relações e que consiste em 4 etapas. Para uma melhor análise do conteúdo, peço sua permissão para gravação, tudo bem? Podemos começar?

- IDENTIFICAÇÃO DO ENTREVISTADO
 - Nome
 - Cargo
 - Empresa
 - Classe de ativo principal com que a empresa trabalha:
 - () Fundo de Impacto
 - () Plataforma de Financiamento Coletivo
 - () Títulos de Renda Fixa
 - Há quanto tempo trabalha no setor de investimento de impacto?

BLOCO 2

Para dar sequência à entrevista, usaremos como apoio uma planilha do Excel para melhor visualização do modelo e para facilitar a comunicação.

1º Etapa – Identificação e Caracterização dos Agentes

Poderia citar quais são os agentes envolvidos no ambiente de valor da empresa com apoio da aba 1 da planilha? Caso exista um outro tipo de agente ou uma diferenciação dentro do agente, por favor, citá-lo.

Uma vez identificados os agentes, poderia caracterizá-los com apoio da aba 1 da planilha? Cabe ressaltar que algumas características podem não se aplicar a determinados agentes.

2º Etapa – Identificação e Caracterização das Relações

Agora que identificamos e caracterizamos os agentes, utilizando como apoio a aba 2 da planilha, poderia identificar e caracterizar as relações com os agentes dentro do ambiente de negócios?

Caso identifique algum outro tipo de relação, por favor, citá-lo.

3º Etapa – Identificação dos Riscos

Dada a identificação e a caracterização dessas relações, poderia citar quais riscos a empresa pode enfrentar a partir das relações com os agentes no ambiente de negócios?

4º Etapa – Avaliação dos Riscos

Utilizando como apoio a aba 3 da planilha, poderia avaliar os riscos identificados?

APÊNDICE B: CONVITE PARA PARTICIPAR DA PESQUISA



Convite para participar da pesquisa sobre Riscos Corporativos no Setor de Investimento de Impacto

Prezado (a),

Estamos elaborando uma pesquisa para dissertação do Mestrado Profissional em Empreendedorismo da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo (MPE-FEA-USP).

O objetivo principal da pesquisa é identificar e analisar os riscos corporativos dentro do setor de investimento de impacto.

Para coletar dados que atendam ao nosso objetivo, necessitamos realizar entrevistas semiestruturadas com empresas de investimento de impacto sobre o tema de gestão de riscos corporativos e gostaríamos de convidá-lo a participar.

Peço que nos responda caso esteja disponível para contribuir com a pesquisa, que agendaremos na data e horário que lhe for mais conveniente.

Agradecemos desde já pela colaboração e ficamos à disposição para eventuais esclarecimentos.

Atenciosamente,

Ruddy Augusto Anyosa Vasquez
Discente do Mestrado Profissional em Empreendedorismo – FEA-USP

Prof. Dr. Fabio Lotti Oliva
Professor Associado da FEA-USP