

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO FGV DIREITO RIO
GRADUAÇÃO EM DIREITO**

MARIA JULIA PINHEIRO PIRES

**Investimentos de impacto social no Brasil – uma regulação necessária para o
problema da desigualdade social brasileira**

Rio de Janeiro, dezembro/2021

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO FGV DIREITO RIO
GRADUAÇÃO EM DIREITO**

MARIA JULIA PINHEIRO PIRES

**Investimentos de impacto social no Brasil – uma regulação necessária para o
problema da desigualdade social brasileira**

Trabalho de Conclusão de Curso, sob a orientação do professor **Nelson Eizirik**, apresentado à FGV DIREITO RIO como requisito parcial à obtenção do grau de bacharel em Direito.

Rio de Janeiro, dezembro/2021

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO FGV DIREITO RIO
GRADUAÇÃO EM DIREITO

Título do trabalho: **Investimentos de impacto social no Brasil – uma regulação necessária para o problema da desigualdade social brasileira**

Elaborado por **MARIA JULIA PINHEIRO PIRES**

Trabalho de Conclusão de Curso, sob a orientação do professor **Nelson Eizirik**, apresentado à FGV DIREITO RIO como requisito parcial à obtenção do grau de bacharel em Direito.

Comissão Examinadora:

Nome do Orientador: Nelson Laks Eizirik

Nome do Examinador 1: João Pedro Barroso do Nascimento

Nome do Examinador 2: Marcus de Freitas Henriques

Professor Orientador: Nelson Laks Eizirik

Examinador 1: João Pedro Barroso do Nascimento

Examinador 2: Marcus de Freitas Henriques

Nota Final: _____

Rio de Janeiro, dezembro/2021.

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo expor a necessidade de uma regulação sobre investimentos de impacto social no Brasil, bem como demonstrar que, com a devida regulação, os investimentos de impacto social podem ser uma alternativa de solução para os problemas da desigualdade social brasileira. Dessa forma, serão apresentados breve histórico desta modalidade de investimento, as definições atreladas ao tema, a perspectiva internacional sobre os investimentos de impacto social, o contexto brasileiro diante desta temática, bem como posterior análise do conteúdo exposto, demonstrando os aspectos principais da tese que se propõe defender. A devida regulação destes valores mobiliários de cunho social assegura a proteção ao investidor no Mercado de Capitais brasileiro.

Palavras-chave: Investimento de impacto social. Mercado de Capitais. Investimento. Desigualdade social. Regulação.

ABSTRACT

This work aims to present the need for regulation on social impact investments in Brazil, as well as to demonstrate that with proper regulation, social impact investments can be an alternative solution to the problems of Brazilian social inequality. Thus, a brief history of this type of investment will be presented, as well as the definitions related to the theme, the international perspective on social impact investments, the Brazilian context in the face of this theme, and subsequent analysis of the exposed content, demonstrating the main aspects of the thesis that is proposed to defend. The proper regulation of these socially-oriented securities ensures the protection of investors in the Brazilian Capital Market.

Key-words: Social Impact Investments. Capital Market. Investment. Social Inequality. Regulation.

LISTA DE ABREVIATURAS E SÍMBOLOS

ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
ESG	<i>Environmental, social and corporate governance</i>
FII	Fundo de Investimento Imobiliário
FIP	Fundo de Investimento em Participações
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
ICVM	Instrução da Comissão de Valores Mobiliários
OECD	<i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i>
ONG	Organização Não Governamental
SPB	<i>Social Bonds Principles</i>

SUMÁRIO

RESUMO	4
ABSTRACT	5
LISTA DE ABREVIATURAS E SÍMBOLOS	6
SUMÁRIO	6
1. INTRODUÇÃO	8
1.1. CENÁRIO BRASILEIRO.....	8
1.2. CONTEXTO DOS INVESTIMENTOS DE IMPACTO SOCIAL.....	9
2. BREVE HISTÓRICO E DEFINIÇÃO DOS INVESTIMENTOS DE IMPACTO SOCIAL	12
2.1. BREVE HISTÓRICO	12
2.2. DEFINIÇÃO DOS INVESTIMENTOS DE IMPACTO SOCIAL.....	14
3. CENÁRIO E RESULTADOS INTERNACIONAIS	17
4. INVESTIMENTOS DE IMPACTO SOCIAL NO BRASIL.....	20
4.1. ASPECTO UM – SEGURANÇA AO INVESTIDOR.....	21
4.1.1. PREVISÃO LEGAL	21
4.1.2. AUTORREGULAÇÃO – ANBIMA	23
4.1.3. PROJETO DE LEI DO SENADO Nº 338, DE 2018.....	24
4.1.4. PRINCÍPIOS INTERNACIONAIS DE ADESÃO VOLUNTÁRIA.....	24
4.1.5. ELIMINAÇÃO DOS RISCOS DE SOCIALWASHING.....	27
4.2. ASPECTO DOIS – PRODUTOS FINANCEIROS DE IMPACTO SOCIAL JÁ EXISTENTES NO MERCADO BRASILEIRO.....	29
4.2.1. PRODUTOS FINANCEIROS	29
4.2.1.1. FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES (FIP).....	30
4.2.1.2. FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS (FIDC).....	31
4.2.1.3. CONTRATOS DE IMPACTO SOCIAL (CIS).....	32
4.2.1.4. SOCIAL BONDS.....	34
4.3. ASPECTO TRÊS – RESULTADOS ALCANÇADOS	37
5. ANÁLISE E RESPOSTA FINAL.....	45
6. CONCLUSÃO.....	49

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS 52

1. INTRODUÇÃO

1.1. CENÁRIO BRASILEIRO

A Constituição da República, em seu artigo 6^o, garante aos cidadãos direitos fundamentais e sociais, dentre estes o direito à vida, à saúde, à educação, ao lazer, bem como garante, em seu artigo 170², direito à livre iniciativa, de forma a incentivar, indiretamente, o empreendedorismo dos que almejam empreender.

Ocorre que, na prática, parcela significativa da população não tem estes direitos garantidos. Isso porque, a disparidade das diferentes realidades no cenário brasileiro torna a garantia desses direitos acessível apenas aos cidadãos providos de acesso aos serviços do setor privado. Por outro lado, a maioria dos brasileiros, dependente do setor público, tem seus direitos sociais quase que esquecidos.

De acordo com dados divulgados pelo IBGE³, em 2020, tomando-se como base a metodologia do Banco Mundial para classificar pessoas em situação de extrema pobreza – qual seja, pessoas que na média têm o poder de compra por dia de US\$ 1,90 -, em 2019 o Brasil apresentava um contingente entre 8,5 (oito vírgula cinco) milhões e 13,7 (treze vírgula sete) milhões de pessoas em condição de extrema pobreza. No âmbito educacional, por sua vez, no Brasil há ainda 11 (onze) milhões de pessoas analfabetas, ou seja, pessoas que sequer tiveram oportunidade de aprender a ler e escrever. Resta claro que, pelo menos para estas 11 (onze) milhões de pessoas, o direito fundamental à educação constitucionalmente garantido não fora assegurado.

¹BRASIL. Constituição (1988). “Art. 6º São direitos sociais a educação, a saúde, a alimentação, o trabalho, a moradia, o transporte, o lazer, a segurança, a previdência social, a proteção à maternidade e à infância, a assistência aos desamparados, na forma desta Constituição.” Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm>. Acesso em: 25/07/2021.

²BRASIL. Constituição (1988). “Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: I - soberania nacional; II - propriedade privada; III - função social da propriedade; IV - livre concorrência; V - defesa do consumidor; VI - defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação; VII - redução das desigualdades regionais e sociais; VIII - busca do pleno emprego; IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País.” Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm>. Acesso em: 25/07/2021.

Parágrafo único. É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei.” Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm>. Acesso em: 25/07/2021.

³INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – IBGE. **Síntese de Indicadores Sociais: Uma Análise das Condições de Vida da População Brasileira**. Rio de Janeiro: IBGE, 2020. Disponível em: <<https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/livros/liv101760.pdf>> Acesso em: 25/07/2021.

Apesar de o governo federal estar se esforçando com a promoção de iniciativas de programas de assistência social⁴, através do bolsa família, do auxílio creche, do auxílio moradia, de programas de fomento às atividades produtivas rurais, programas de financiamento da casa própria, programas de acesso à água, distribuição de alimentos, e tantas outras iniciativas, o Estado por si só não é capaz de arcar com todos os problemas sociais existentes no território brasileiro, vide os dados apresentados anteriormente.

Diante deste contexto, percebe-se que o Estado, sozinho, não é capaz de sanar toda a desigualdade social arraigada na sociedade brasileira, bem como de assegurar os direitos tidos como fundamentais constitucionalmente. Por outro lado, é possível que, em conjunto com a iniciativa privada, esse problema seja resolvido ou, pelo menos, reduzido. Questiona-se, dessa forma, o porquê e como isso seria possível – o que será demonstrado adiante.

1.2. CONTEXTO DOS INVESTIMENTOS DE IMPACTO SOCIAL

A resposta ao questionamento feito acima se deve, pois, em paralelo a esta realidade decadente, o cidadão brasileiro médio tem cada vez mais se integrado e tomado conhecimento da importância do conceito de “finanças pessoais” e de “investimento”. O que há pouco tempo era considerado tema de uma parcela mínima da população, cada vez mais tem se expandido para as demais camadas sociais. A quantidade de investidores pessoas físicas tem se tornado cada vez maior. Em 2020, o número de investidores pessoas físicas chegou a 3,2 (três vírgula dois) milhões⁵. Em 2002, este número era de apenas 85.249 (oitenta e cinco mil duzentos e quarenta e nove)⁶.

Ainda, também em paralelo a estes dois cenários, as sociedades empresárias têm dado cada vez mais importância aos seus respectivos papéis sociais na sociedade. Torna-se cada vez mais comum que empresas adotem programas sociais para assumir como responsabilidade própria, bem como patrocinem ou promovam projetos e programas sociais. A título de exemplo, algumas empresas que adotam esta prática: (i) a bolsa de

⁴GOVERNO DO BRASIL. **Assistência Social – Programas Sociais**. Disponível em: <<https://www.gov.br/pt-br/categorias/assistencia-social/programas-sociais>>. Acesso em: 25/07/2021.

⁵CAUTI, Caio. **Número de pessoas físicas na Bolsa de Valores cresce 92% em 2020**. Suno Notícias. 05/01/2021. Disponível em: <<https://www.suno.com.br/noticias/numero-pessoas-fisicas-bolsa-cresce-2020/>>. Acesso em: 25/07/2021.

⁶BERTÃO, Naiara. **Investidores pessoa física são mais de 3 milhões na B3 pela 1ª vez**. Valor Investe. 02/10/2020. Disponível em: <<https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/noticia/2020/10/02/investidores-pessoa-fisica-sao-mais-de-3-milhoes-na-b3-pela-1a-vez.ghtml>>. Acesso em: 25/07/2021.

valores brasileira, através do programa “B3 Social”⁷; (ii) a XP Investimentos, através do programa “Projetos Sociais”⁸; (iii) a loja de roupas Reserva, através do programa “1P=5P”, no qual a cada 1 (uma) peça de roupa vendida, 5 (cinco) pratos de comida são distribuídos para população carente⁹; (iv) a Cielo, através do programa “Cielo Sustentabilidade”¹⁰; (v) a Ambev, através do programa “VOA”¹¹; e tantas outras que seguem este mesmo caminho.

Tendo em vista os cenários acima expostos, como forma de amenizar as disparidades sociais no contexto brasileiro, assim como de incentivar os cidadãos e as empresas a se comprometerem cada vez mais com causas sociais, deve haver, no Brasil, a implantação de uma cultura voltada aos investimentos sociais. Especificamente, a cultura do *social impact investing*. Os investimentos de impacto social são os investimentos voltados a causas sociais, de forma que o dinheiro investido obrigatoriamente será empregado em projetos sociais, proporcionando impactos positivos para a sociedade.

O debate relacionado aos investimentos de impacto tem ganhado cada vez mais relevância no âmbito internacional. Apesar de terem se desenvolvido de forma simultânea, o foco das discussões começou com os chamados *green bonds*, ou seja, títulos emitidos por companhias em que o dinheiro investido iria única e exclusivamente para projetos ligados ao meio ambiente. O debate se estendeu e atingiu um patamar mundial, de forma que não apenas se discute hoje os “títulos verdes”, como também os “títulos climáticos”, os “títulos socioambientais”, os “títulos sociais”, dentre outros. A questão principal deste tipo de investimento é saber de que forma seu dinheiro está sendo investido e que o seu investimento tem um propósito que vai muito além de lucro, mas um bem à sociedade.

Dessa forma, trazendo para a realidade brasileira, considerando o nível de desigualdade social existente e a necessidade de projetos sociais no Brasil, conforme mencionado anteriormente, o presente Trabalho de Conclusão de Curso terá como enfoque os investimentos de impacto unicamente social e a necessidade de uma regulação

⁷B3. **B3 Social**. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/b3/b3-social/>. Acesso em: 30/07/2021.

⁸XP INVESTIMENTOS. **Projetos Sociais**. Disponível em: <<https://www.xpi.com.br/projetos-sociais/>>. Acesso em: 30/07/2021.

⁹RESERVA. **1P = 5P**. Disponível em: <<https://www.usereserva.com/1p5p>>. Acesso em: 30/07/2021.

¹⁰CIELO. **Investimento Social Privado**. Disponível em: <<https://cielosustentabilidade.com.br/investimento-social/investimento-social-privado/>>. Acesso em: 30/07/2021.

¹¹AMBEV. **Ambev Voa**. Disponível em: <<https://www.ambev.com.br/voa/quem-somos/>>. Acesso em: 30/07/2021.

específica no mercado de capitais brasileiro. Nesse sentido, busca-se responder à seguinte pergunta: **de que forma a regulação dos investimentos de impacto social no mercado de capitais brasileiro contribuiria para a redução da desigualdade social existente no Brasil?** A resposta será destrinchada sob diferentes âmbitos relacionados aos investimentos de impacto social, de forma a ser possível chegar a uma conclusão abarcando todos os pontos tratados no decorrer do trabalho. Cada um dos pontos será objeto de profunda análise e, ao final, será sugerida de que forma esta regulação poderia ocorrer. Mais ainda, espera-se que a partir da conclusão seja possível afirmar que, com a devida regulação e com o desenvolvimento de uma cultura de investimento de impacto social no mercado de capitais brasileiro, haverá uma ferramenta eficaz com potencial de contribuir para a redução da desigualdade social enraizada no Brasil.

Partindo desta pergunta, há três possíveis aspectos a serem desenvolvidos e tratados. Em primeiro lugar, pode-se dizer que a devida regulação garantiria a proteção ao investidor, bem como acabaria por incentivar a demanda por este tipo de investimento. Ainda, adotaria princípios a serem observados na caracterização desta modalidade de investimento, levando em conta os padrões internacionais dos princípios de adesão voluntária elaborados pela ICMA, garantindo ao investidor a devida segurança no investimento que está sendo realizado.

Além disso, já há no Brasil alguns produtos financeiros que, mesmo sem regulação específica, voltam seus propósitos para projetos sociais; no entanto, grande parte destes produtos está alocada em investimentos destinados a Investidores Profissionais, o que acaba por reduzir o leque de possíveis investidores. Havendo uma regulação específica para este tipo de investimento, poderia haver uma exceção, por exemplo, no que se refere aos FIP e FIDC, permitindo o investimento por pequenos investidores.

Em segundo lugar, apesar de não haver uma regulação específica no mercado de capitais, já há, no Brasil, projetos de lei, bem como decretos e leis estaduais tratando dos investimentos de impacto social. Isso evidencia que os agentes públicos já estão a par da importância desses investimentos, tornando o ambiente normativo propício para o desenvolvimento de regras relacionadas a esta modalidade de investimento.

Em terceiro lugar, tendo em vista o exposto acima, o Brasil é um país marcado pela desigualdade social e, conforme será demonstrado, os projetos sociais frutos destes investimentos alcançaram resultados positivos e promissores. Tal fato comprova que o caráter social dos investimentos pode ajudar a reduzir a desigualdade brasileira.

A relevância deste tema para o âmbito acadêmico se deve pela quantidade irrisória de material sobre o tema, e, para o âmbito profissional da área em que está inserido, qual seja, mercado de capitais brasileiro, se deve pela necessidade de incentivo à realização de investimento consciente e com propósito definido que vai além de retorno financeiro, bem como pela necessidade de uma regulação específica voltada aos investimentos de impacto social, garantindo a proteção ao investidor que apenas a CVM pode proporcionar. O resultado deste trabalho busca a devida regulação dos investimentos de impacto social no mercado de capitais brasileiro. Com isso, é garantido ao investidor a segurança de seu investimento e, conseqüentemente, a realização de projetos sociais para a população brasileira.

Por fim, o presente trabalho prevê a seguinte divisão, respectivamente: (i) breve histórico dos investimentos de impacto social, incluindo contexto e definição; (ii) análise dos investimentos de impacto social no mundo e os resultados já alcançados; (iii) investimentos de impacto social no Brasil, análise dos produtos financeiros já existentes no mercado de capitais brasileiro e abordagem de cada um dos possíveis pontos de análise acima mencionados; (iv) análise do conteúdo exposto e resposta à pergunta principal; e, por fim, (v) conclusão.

2. BREVE HISTÓRICO E DEFINIÇÃO DOS INVESTIMENTOS DE IMPACTO SOCIAL

2.1. BREVE HISTÓRICO

A compreensão do histórico e da definição dos investimentos de impacto social apenas faz sentido se houver um breve histórico dos investimentos de impacto como um todo. Neste sentido, a década de 60 (sessenta) presenciou o surgimento do *socially responsible investing* (“**SRI**”), um conjunto de estratégias de gestão de ativos desenvolvido, em parte, para atender à demanda de instituições religiosas dotadas de recursos financeiros. A primeira estratégia tida como socialmente responsável se deu com a análise e exclusão das carteiras de investimento de empresas que pertenciam a setores que geravam impactos sociais e ambientais negativos, tais como carvão, tabaco, armas de fogo e jogos de azar. Nos anos 80 (oitenta), algumas universidades e fundos de pensão decidiram pelo desinvestimento na África do Sul em decorrência do *apartheid*, o que

acabou tendo um impacto importante na sinalização da importância das questões sociais.¹²

Com o passar do tempo, a compreensão dos riscos ambientais, sociais e de governança (“ESG”) aumentou, de forma que os investidores passaram a não apenas decidirem pela inclusão ou exclusão de empresas do portfólio, como adotaram estratégias de avaliação e mitigação dos riscos ESG de todos os ativos, surgindo o conceito “ESG” atualmente conhecido – investimento sustentável. Esta sistemática acabou levando a criação, em 2005, dos *Principles for Responsible Investment*¹³ pelas Nações Unidas. Tais princípios são de adesão voluntária e constituem compromissos dos investidores para com o “padrão” ESG de investimento, dispondo o que segue:

Principle 1: We will incorporate ESG issues into investment analysis and decision-making processes.

Principle 2: We will be active owners and incorporate ESG issues into our ownership policies and practices.

Principle 3: We will seek appropriate disclosure on ESG issues by the entities in which we invest.

Principle 4: We will promote acceptance and implementation of the Principles within the investment industry.

Principle 5: We will work together to enhance our effectiveness in implementing the Principles.

Principle 6: We will each report on our activities and progress towards implementing the Principles.¹⁴

A compreensão do papel “responsável” do investidor tem se consolidado desde então e, atualmente, diversos produtos financeiros podem ser encontrados com este fim. Como o trabalho em questão busca analisar unicamente os investimentos de impacto social, cabe tratar das primeiras emissões de títulos de impacto social.

Dessa forma, o primeiro *social impact bond* foi implementado em 2010, no Reino Unido, com o objetivo de reduzir a reincidência carcerária de curto prazo entre os presos do sexo masculino¹⁵.

Outra emissão considerada como uma das primeiras de *social bonds* se deu em janeiro de 2015, quando o *Spanish Instituto de Crédito* emitiu títulos de dívida com o

¹²INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION WORLD BANK GROUP – IFC. **Creating Impact: The Promise of Impact Investing**. Abril, 2019.

¹³PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT. **About the PRI**. Disponível em: <<https://www.unpri.org/pri/about-the-pri>>. Acesso em: 30/07/2021.

¹⁴Id. n. 13.

¹⁵GUSTAFSSON-WRIGHT, Emily; GARDINER, Sophie; PUTCHA, Vidya. **The Potential and Limitations of Impact Bonds – Lessons From the First Five Years of Experience Worldwide**. Global Economy and Development at Brookings. Julho, 2015. Disponível em: <<https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/07/Impact-Bondsweb.pdf>>. Acesso em: 30/07/2021.

propósito de ajudar a financiar pequenos e médios empreendedores em regiões que estavam passando por uma grave crise econômica e gerando um PIB *per capita* menor do que a média nacional. O resultado foi um sucesso e o título chegou a investidores de outros continentes, como Ásia e Oriente Médio, bem como se espalhou pela Europa, como Espanha, Alemanha e outros países europeus.

Pulando para o ano de 2020, foram emitidos 142 (cento e quarenta e dois) bilhões de dólares em *social bonds*, representando um aumento substancial em comparação com 2019, em que foram emitidos 17.4 (dezessete ponto quatro) bilhões de dólares¹⁶. A previsão é de que este número seja sempre maior a cada ano. Neste sentido, de acordo com a *International Capital Market Association*:

*The issuance of Social Bonds has increased dramatically in recent years, with an ever-increasing number of active issuers, investors and arrangers. The Social Bond market is expected to continue to grow in volume, issuer, currency and geographic diversity. Thus, increased transparency and reporting are critical to developing a robust Social Bond market and to maintaining the integrity of the market.*¹⁷

2.2. DEFINIÇÃO DOS INVESTIMENTOS DE IMPACTO SOCIAL

Uma vez compreendido o breve histórico dos investimentos de impacto social, bem como o contexto no qual estão inseridos, deve-se abordar a definição destes, de forma a aprofundar a importância deste conceito e, com isso, facilitar a compreensão das demais partes do trabalho em questão.

Sendo assim, de acordo com um estudo realizado pelo *Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies at the request of the Committee on Employment and Social Affairs* (“EMPL”), os investimentos de impacto social referem-se ao fornecimento de financiamento a organizações que atendem a necessidades sociais, tendo como objetivo atingir tanto um impacto social quanto retorno financeiro. Ainda, o interesse em investimentos de impacto social muito se deve pelo aumento da demanda dos cidadãos para com seus respectivos governos pela criação de programas de impacto social e os recursos limitados dos governos para atender estas demandas sociais.

¹⁶INTERNATIONAL FINANCE CORPORATIONS – IFC. **Social Bond Impact Report: Financial Year 2020**. Disponível em: <https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/7598248b-5395-4cf3-b202-2b9408938a33/IFC_Social+Bond+Impact+Report_FY20_FINAL.pdf?MOD=AJPERES&CVID=nuct3k4>. Acesso em: 30/07/2021.

¹⁷INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION. **Working Towards a Harmonized Framework for Impact Reporting for Social Bonds**. Junho, 2020. Disponível em: <<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/June-2020/Harmonized-Framework-for-Impact-Reporting-for-Social-BondsJune-2020-090620.pdf>>. Acesso em: 30/07/2021.

Além disso, o EMPL também entende que, embora os desafios sociais em rápido crescimento precisem ser enfrentados, dadas as limitações do orçamento público e as deficiências dos sistemas tradicionais de bem-estar social, os governos estão tendo cada vez mais dificuldade em fazê-lo e, como resultado, estão buscando novas maneiras de enfrentar os principais desafios sociais, sendo os investimentos de impacto social considerados como possíveis soluções.

Para o *Global Impact Investing Network* (“GIIN”), os investimentos de impacto social são investimentos feitos com a intenção de gerar um impacto social positivo e mensurável, juntamente com um retorno financeiro. Ainda, tem-se que o crescente mercado de investimentos de impacto social possibilita o fornecimento de capital para enfrentar os desafios mais urgentes no cenário internacional, especificamente nos setores de agricultura sustentável, energia renovável, conservação, “micro finanças” e de serviços básicos acessíveis e viáveis economicamente, incluindo moradia, saúde e educação. De acordo com o GIIN, os investimentos de impacto social desafiam a visão há muito defendida de que as questões sociais devem ser tratadas unicamente por doações filantrópicas ou aparato estatal, e que os investimentos devem visar unicamente a obtenção de retorno financeiro. Os investimentos de impacto social, além de atuarem nas causas sociais, gerando impacto positivo para a sociedade, também geram retorno financeiro, comprovando o equívoco da visão até então defendida da lógica do propósito de investimento.¹⁸

A definição apresentada pela *International Capital Market Association* (“ICMA”), por sua vez, afirma que os investimentos de impacto social são instrumentos de dívida em que os rendimentos são aplicados exclusivamente para financiar ou refinanciar projetos sociais elegíveis que estejam alinhados com os quatro princípios básicos dos *Social Bond Principles* (SBP). Estes são projetos com o objetivo de solucionar ou mitigar questões sociais específicas e/ou procurar alcançar resultados sociais positivos em determinado grupo social. Ainda, de forma semelhante aos *green bonds*, os quais visam financiar exclusivamente projetos de cunho ambiental, os *social bonds* buscam aumentar os investimentos em projetos sociais.¹⁹

¹⁸GLOBAL IMPACT INVESTING NETWORK – GIIN. **What you need to know about impact investing**. Disponível em: <<https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing>>. Acesso em: 30/07/2021.

¹⁹Id. n. 17.

Cabe trazer também a definição elaborada pela OECD, na qual o investimento de impacto social é considerado como uma forma de financiar organizações que se dediquem a necessidades sociais, além de contar com a expectativa de retornos social e financeiro mensuráveis. Para a OECD, esta modalidade de investimento tem se tornado cada vez mais relevante no cenário econômico atual, na medida em que os desafios sociais aumentam e os recursos públicos, em muitos países, encontram-se reduzidos. Com isso, novas estratégias são necessárias para tratar de questões sociais e desafios econômicos, incluindo novos modelos de parceria pública e privada que podem impulsionar, financiar e entregar soluções inovadoras para estas questões.

Conforme relatório elaborado pela KPMG²⁰, a criação dos investimentos de impacto social está relacionada com a ideia de aplicar capital privado em questões sociais que deveriam ser enfrentadas pelo poder público, de forma a minimizar os problemas sociais e, ao mesmo tempo, gerar retorno financeiro.

Nesta mesma linha, o UBS afirma que tais investimentos contam com capital privado para a prestação de um serviço social e o retorno financeiro dos investidores ocorre somente se um resultado predefinido for alcançado pela prestação deste serviço. Além disso, os investimentos de impacto social se baseiam em colaboração, inovação e medição rigorosa e “aproveitam o capital privado para serviços sociais e incentivam a obtenção de resultados condicionando o reembolso ao sucesso”.²¹

Por fim, o “Laboratório de Inovação Financeira”, da CVM, em relatório divulgado em outubro de 2020, afirma que é possível rotular títulos de dívida como títulos sociais quando seus recursos forem destinados a projetos que possam mitigar problemas sociais e/ou atingir determinados benefícios sociais ligados à melhoria das condições de trabalho e emprego, habitação, saúde, segurança e acesso à infraestrutura básica de uma comunidade específica, de populações vulneráveis ou da sociedade como um todo. Ao investir em títulos sociais, o investidor pode contribuir para projetos voltados à habitação

²⁰ KPMG INTERNATIONAL. **Understanding Impact Investing: Common Terms and What They Mean**. 2018. Disponível em: <<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2017/11/impacting-investment-lexicon.pdf>>. Acesso em: 30/07/2021.

²¹MARIZ, Frederic de; SOUTO, Estela; MENEZES, Aline; PATRIARCA, Roberto. **Investindo em Impacto Social**. UBS. Novembro, 2016. Disponível em: <https://www.sitawi.net/wp-content/uploads/2017/05/Investindo-em-Impacto-Social_Contratos-de-Impacto-Social_Perspectivas-para-o-Brasil.pdf?utm_campaign=resposta_automatizada_da_landing_page_sithub_investindo_em_impacto_social_al_contratos_de_impacto_social_e_as_perspectivas_para_o_brasil&utm_medium=email&utm_source=RD+Station>. Acesso em: 30/07/2021.

popular e melhorias dos sistemas de saúde, saneamento e abastecimento de água, por exemplo.²²

Pelo exposto, torna-se evidente que a preocupação com os problemas sociais existentes tem levado a questionamentos sobre o papel da sociedade no enfrentamento destas questões. Do conceito de investimento de impacto social, extrai-se a compreensão do mercado de que estes problemas não devem aguardar pela solução governamental com recursos públicos, mas a sociedade deve e pode se movimentar para enfrentar estas questões passíveis de solução, gerando, ainda, retorno financeiro.

Portanto, este capítulo buscou apresentar breve histórico e surgimento dos investimentos de impacto social, bem como o entendimento do mercado sobre o conceito desta modalidade de investimento, tornando evidente que as definições não diferem sobre a ideia central dos investimentos de impacto social. Com isso, espera-se que seja possível compreender a lógica destes investimentos e sua relevância no contexto do mercado de capitais, para uma melhor compreensão dos demais capítulos do presente trabalho, o qual buscará demonstrar a necessidade de uma devida regulação dos investimentos de impacto social no mercado de capitais brasileiro.

3. CENÁRIO E RESULTADOS INTERNACIONAIS

O presente capítulo tratará da perspectiva internacional sobre os investimentos de impacto social. Para tal, serão analisados alguns exemplos dos resultados internacionais de acordo com os dados divulgados pela ICMA. Vale ressaltar, aqui, que estes resultados dizem respeito apenas aos investimentos de impacto social na modalidade de *social bonds*.

A ICMA divulga dados de emissões de *green*, *social* e *sustainability bonds*, desde 2016, sendo que tais emissões registradas levam em consideração a observância dos princípios elaborados pela referida associação, conforme cada modalidade de título. Como o trabalho em questão visa analisar, unicamente, os *social bonds*, serão expostos os dados relacionados aos investimentos de impacto de social com parecer de entidade especializada atestando a consonância do caráter social da emissão com os SBP.

²²COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM; BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO – BID. **Tendências e Oportunidades no Mercado de Títulos Temáticos para o Brasil**. Laboratório de Inovação Financeira. Outubro, 2020. Disponível em: <<http://www.labinovacaofinanceira.com/wp-content/uploads/2020/10/Tend%C3%AAsncias-e-Oportunidades-no-Mercado-de-T%C3%ADtulos-Tem%C3%A1ticos-para-o-Brasil.pdf>>. Acesso em: 30/07/2021.

De acordo com dados²³ divulgados pela ICMA, desde 2016 até o início do mês de novembro de 2021, há um total de 113 (cento e treze) emissores de *social bonds*. As emissões realizadas por cada um desses emissores podem ser observadas conforme o *link* disponibilizado pela ICMA da página do *website* de cada um dos emissores. Os dados registrados na ICMA têm como base as emissões de *social bonds* alinhadas com os *social bonds principles*, conforme mencionado anteriormente.

Dentre esses 113 (cento e treze) emissores, 3 (três) são da Austrália, 1 (um) da Áustria, 1 (um) da Bélgica, 2 (dois) do Canadá, 2 (dois) do Chile, 3 (três) da Colômbia, 1 (um) do Equador, 1 (um) da Finlândia, 8 (oito) da França, 6 (seis) da Alemanha, 1 (um) da Islândia, 1 (um) da Índia, 3 (três) da Itália, 13 (treze) do Japão, 1 (um) do Cazaquistão, 2 (dois) da Coreia do Sul, 1 (um) das Ilhas Maurício, 2 (dois) do México, 2 (dois) dos Países Baixos, 5 (cinco) da Rússia, 2 (dois) de Singapura, 3 (três) da Espanha, 1 (um) da Suécia, 2 (dois) do Taiwan, 1 (um) da Tailândia, 8 (oito) da Inglaterra, 29 (vinte e nove) dos Estados Unidos e, por fim, 8 (oito) “entidades supranacionais”.

Tendo em vista a quantidade de emissores já existentes internacionalmente, cabe expor alguns dos impactos sociais proporcionados por estas emissões. Dessa forma, a título de exemplo, alguns casos de emissão da lista de emissores acima mencionada seguem abaixo. Os casos selecionados tratam de emissões realizadas pelo setor público e, de certa forma, com ajuda do setor privado, já que os investidores pertencem a este setor, o que acaba demonstrando a eficiência dos investimentos de impacto social no suprimento de questões sociais não desenvolvidas pelos entes governamentais.

Como primeiro exemplo, tem-se o Canadá²⁴, em que um dos emissores é o governo da cidade de Toronto – *city of Toronto* – e, de acordo com o disposto no *website* deste, trata-se do *Social Debenture Program*. Os impactos sociais gerados até então por este programa podem ser verificados no “*City of Toronto Social Bond Newsletter – June 2021*”²⁵. Nesse sentido, os recursos deste programa serão destinados aos seguintes projetos: (i) construção e entrega de residências adequadas para morar; (ii) proporcionar moradia a preços acessíveis; (iii) construção de abrigos para grupos vulneráveis; e (iv)

²³INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION – ICMA. **Sustainable bonds database**. Disponível em: <<https://www.icmaxcgroup.org/sustainable-finance/green-social-and-sustainability-bonds-database/#HomeContent>>. Acesso em: 15/11/2021.

²⁴CITY OF TORONTO. **Social Debenture Program**. Disponível em: <<https://www.toronto.ca/city-government/budget-finances/city-finance/investor-relations/social-debenture-program/>>. Acesso em: 20/11/2021.

²⁵CITY OF TORONTO. **City of Toronto Social Bond Newsletter June 2021**. Junho, 2021. Disponível em: <<https://www.toronto.ca/wp-content/uploads/2021/06/902f-SocialBondNewsletterJune2021-final.pdf>>. Acesso em: 20/11/2021.

realização de parcerias com empreendedores locais. De acordo com o relatório do programa acima mencionado, serão aproximadamente 87 (oitenta e sete) construções de moradias acessíveis, contando com 10.676 (dez mil seiscentos e setenta e seis) unidades que serão finalizadas até 2026. Além disso, o projeto pretende gerar em torno de 26.700 (vinte e seis mil e setecentos) empregos.

Já como segundo exemplo, tem-se a Alabama Public School and College Authority²⁶, entidade do governo do Alabama, nos Estados Unidos, responsável por regular os requisitos para realização de matrícula dos estudantes e estabelecer os padrões educacionais, os procedimentos e grades curriculares, além de administrar recursos humanos, finanças e outras questões relacionadas a universidades. De acordo com o parecer²⁷ da Kestrel Verifiers, a emissão realizada em outubro de 2020 tinha como objetivo captar recursos para financiar e refinar projetos de infraestrutura educacional, incluindo construção de novas instalações, a reforma de salas de aula, novas bibliotecas, destinados a escolas públicas, instituições de ensino superior e universidades comunitárias. A emissão conseguiu captar 300 (trezentos) milhões de dólares e os recursos foram destinados para 25 (vinte e cinco) instituições de ensino e 28 (vinte e oito) projetos de melhorias na infraestrutura educacional.

Como último exemplo, tem-se o caso do Equador²⁸, em que o emissor do *social bond* foi a própria República do Equador. Nesse caso, referido ente governamental tinha como objetivo financiar a construção de moradias acessíveis para a população de baixa renda. O resultado deste investimento de impacto social foi a garantia de acesso à moradia a mais de 24.000 (vinte e quatro mil) famílias.²⁹

Também é importante destacar a atuação da *International Finance Corporation* – IFC – na emissão de *social bonds*, sendo esta entidade parte do Banco Mundial e, conforme a lista de emissores citada acima, classificada como uma “entidade

²⁶STATE OF ALABAMA. Governor Ivey Announces Over \$298 Million Awarded to Public School and College Authority Projects. Novembro, 2020. Disponível em: <<https://governor.alabama.gov/newsroom/2020/11/governor-ivey-announces-over-298-million-awarded-to-public-school-and-college-authority-projects/>>. Acesso em: 16/12/2021.

²⁷KESTREL VERIFIERS. **Second Party Opinion**. Outubro, 2020. Disponível em: <https://www.icmagroup.org/assets/Uploads/APSCA_External-Review-Report2.pdf>. Acesso em: 15/12/2021.

²⁸GOBIERNO DEL ENCUESTRO. **Bono Social**. Disponível em: <<https://www.finanzas.gob.ec/bono-social/>>. Acesso em: 15/12/2021.

²⁹INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK – IDB. **Ecuador issues world’s first Sovereign Social Bond, with the support of an IDB guarantee**. Janeiro, 2020. Disponível em: <<https://www.iadb.org/en/news/ecuador-issues-worlds-first-sovereign-social-bond-support-idb-guarantee>>. Acesso em: 15/12/2021.

supranacional”. Com base em dados atualizados em 30 de junho de 2021, a IFC já emitiu um total de 63 (sessenta e três) *social bonds*, resultando em um volume total de \$ 3.8 (três ponto oito) bilhões de dólares em emissões. Os projetos desenvolvidos em 2020, principalmente por conta da pandemia do coronavírus, tiveram como principal objetivo atingir as categorias de impacto social de (i) redução da pobreza e desigualdade, (ii) redução da situação da fome, (iii) investimento no setor de saúde, (iv) desenvolvimento de programas para proporcionar educação de qualidade, (v) igualdade de gênero, (vi) saneamento básico e água potável, (vii) infraestrutura, e (viii) aumento da oferta de empregos. Conforme divulgado pelo *IFC Social Bond Impact Report – Financial Year 2020*³⁰, foram desenvolvidos diversos projetos que cumprem com a utilização dos recursos investidos, bem como atestam os impactos sociais que já foram e ainda serão gerados através destas emissões.

Com base nos dados expostos acima, fica evidente que as emissões realizadas geraram impactos sociais devidamente comprovados. Isso apenas contribui para demonstrar que é possível reduzir o nível de desigualdade de um país a partir da iniciativa privada, e de parcerias entre o setores público e privado, sem necessariamente esperar pela atuação dos entes governamentais.

4. INVESTIMENTOS DE IMPACTO SOCIAL NO BRASIL

O presente capítulo abordará a temática dos investimentos de impacto social no mercado brasileiro, através da análise aprofundada de cada um dos possíveis aspectos relacionados a pergunta principal deste trabalho – *de que forma a regulação dos investimentos de impacto social no mercado de capitais brasileiro contribuiria para a redução da desigualdade social existente no Brasil?* . Para tal, será dividido em três partes, cada uma das quais correspondente a um destes aspectos, sendo estas: (i) aspecto um – segurança ao investidor; (ii) aspecto dois – produtos financeiros de investimento de impacto social já existentes no mercado brasileiro; (iii) aspecto três – resultados alcançados.

³⁰INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION – IFC. **Social Bond Impact Report Financial Year 2020**. Disponível em: <https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/7598248b-5395-4cf3-b202-2b9408938a33/IFC_Social+Bond+Impact+Report_FY20_FINAL.pdf?MOD=AJPERES&CVID=nx64VeJ>. Acesso em: 21/11/2021.

4.1. ASPECTO UM – SEGURANÇA AO INVESTIDOR

Como primeiro ponto a ser analisado para responder à pergunta principal, pode-se dizer que a devida regulação traria maior segurança ao investidor. Isso porque os investimentos de impacto social se resguardam unicamente em princípios internacionais de adesão voluntária, não garantindo ao investidor a devida segurança no investimento que está sendo realizado. Além disso, o risco de *socialwashing* é reduzido, já que a supervisão do órgão regulador tende a inibir a atuação perversa de agentes do mercado. Tendo isto em vista, tal aspecto será analisado de forma aprofundada, conforme se verá abaixo.

4.1.1. PREVISÃO LEGAL

A legislação brasileira não é omissa no tocante ao tema dos investimentos de impacto social. O Decreto nº 9.977, de 19 de agosto de 2019, dispõe sobre a existência de uma Estratégia Nacional de Investimentos e Negócios de Impacto, bem como de um Comitê de Investimentos e Negócios de Impacto. Além disso, o Decreto apresenta três definições, quais sejam: (i) “negócios de impacto” como empreendimentos com o objetivo de gerar impacto socioambiental e resultado financeiro de forma sustentável; (ii) “investimento de impacto” como mobilização de capital público ou privado para negócios de impacto; e (iii) “organizações intermediárias” como instituições que facilitam e apoiam a conexão entre a oferta por investidores, doadores e gestores e a demanda de capital por negócios que geram impacto socioambiental.

Neste sentido, a finalidade da Estratégia Nacional de Investimentos e Negócios de Impacto é a de articular órgãos e entidades da administração pública federal, do setor privado e da sociedade civil para a promoção de um ambiente favorável ao desenvolvimento de investimentos e negócios de impacto.

Ainda, o Decreto estabelece cinco objetivos principais a serem observados e cumpridos pela Estratégia. O primeiro objetivo é o de ampliar a oferta de capital para os negócios de impacto, por meio da mobilização de recursos públicos e privados destinados ao investimento e ao financiamento de suas atividades.

O segundo objetivo é de aumentar a quantidade de negócios de impacto por meio da disseminação da cultura de avaliação de impacto socioambiental e por meio do apoio ao envolvimento de empreendimentos com as demandas de contratações públicas e com as cadeias de valor de empresas privadas.

O terceiro, por sua vez, prevê o fortalecimento das organizações intermediárias que ofereçam apoio ao desenvolvimento de negócios de impacto e capacitação aos empreendedores, que gerem novos conhecimentos sobre negócios de impacto, e que promovam o envolvimento dos negócios de impacto com os investidores, os doares e demais organizações detentoras de capital.

O quarto e o quinto objetivos são, respectivamente, o de promover um ambiente institucional e normativo favorável aos investimentos e aos negócios de impacto, e de promover a geração de dados que proporcionem mais visibilidade aos investimentos e aos negócios de impacto.

A “Estratégia Nacional de Investimentos e Negócios de Impacto – ENIMPACTO” regulada pelo decreto acima mencionado está consolidada em um documento³¹ disponibilizado no *website* do Ministério da Economia. Este documento, datado de 17 de junho de 2021, apresenta o texto-base da “ENIMPACTO”, suas ações estratégicas e objetivos para os próximos anos. De acordo com o texto-base:

O objetivo desta Estratégia é fomentar um ambiente favorável ao desenvolvimento de Investimentos e Negócios de Impacto no Brasil, de forma a promover desenvolvimento econômico, resolução de complexos problemas socioambientais e oferta de melhores serviços públicos para a população.

A multiplicação de empreendimentos com ou sem fins de lucros, capazes de operar de maneira financeiramente sustentável e ao mesmo tempo responder aos desafios impostos pelos problemas socioambientais deve ser tema de políticas públicas. Trata-se de uma agenda ampla, que demanda a articulação de diferentes atores e envolve grandes desafios.³² (grifos nossos)

Por fim, além do referido Decreto Federal, já há quatro leis estaduais e uma do Distrito Federal³³ que tratam dos investimentos de impacto – leis dos estados do Rio

³¹GOVERNO DO BRASIL. **Estratégia Nacional de Investimentos e Negócios de Impacto – ENIMPACTO**. Junho, 2021. Disponível em: <<https://www.gov.br/produktividade-e-comercio-exterior/pt-br/assuntos/inovacao/enimpacto/DocumentoBaseEnimpactoversorevisada17.06.2021.pdf>>. Acesso em: 30/07/2021.

³²Id. n. 25, p. 3.

³³BRASIL. Lei Distrital nº 6.832, de 26 de abril de 2021. Disponível em: <<https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=413323>>. Acesso em: 08/08/2021.

Grande do Norte³⁴, Rio de Janeiro³⁵, Minas Gerais³⁶, e Pernambuco³⁷. Isso apenas demonstra que o cenário brasileiro tem avançado na compreensão da importância dos investimentos de impacto, facilitando o desenvolvimento de um ambiente propício para o aumento desses investimentos no Brasil e para a consolidação de um arcabouço regulatório específico voltado aos investimentos de impacto unicamente social. Ainda, pode-se dizer que há uma demanda do próprio setor público para incentivar o desenvolvimento destes instrumentos financeiros de impacto social no mercado brasileiro.

4.1.2. AUTORREGULAÇÃO – ANBIMA

A Anbima iniciou audiência pública para mudanças no Código de Administração de Recursos de Terceiros³⁸ (“Código ART”) e, dentre tais mudanças, foram definidos critérios para identificação dos fundos que tenham como objetivo o investimento sustentável – os quais serão chamados de “Fundos IS”, ou seja, fundos de *investimento sustentável*. Tais fundos considerarão fatores ambientais, sociais e/ou de governança em suas análises de investimento.³⁹

De acordo com as “Regras e Procedimentos para Identificação de Fundos de Investimento Sustentável (IS)”, os critérios serão aplicáveis apenas aos fundos regulados pela ICVM 555, especificamente os fundos de renda fixa e os fundos de ações.

Apesar de não ter entrado em prática ainda, pode-se considerar esta iniciativa como um passo significativo para o mercado de capitais brasileiro no que diz respeito a regulação – ou autorregulação – dos investimentos de impacto social.

³⁴BRASIL. Lei Estadual nº 10.483, de 04 de fevereiro de 2019. Disponível em: <http://diariooficial.rn.gov.br/dei/dorn3/docview.aspx?id_jor=00000001&data=20190205&id_doc=635225>. Acesso em: 08/08/2021.

³⁵BRASIL. Lei Estadual nº 8.571, de 16 de outubro de 2019. Disponível em: <<https://gov-rj.jusbrasil.com.br/legislacao/770187750/lei-8571-19-rio-de-janeiro-rj>>. Acesso em: 08/08/2021.

³⁶BRASIL. Lei Estadual nº 23.672, de 03 de julho de 2020. Disponível em: <<https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=398077>>. Acesso em: 08/08/2021.

³⁷BRASIL. Lei Estadual nº 17.271, de 21 de maio de 2021. Disponível em: <<https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=414729>>. Acesso em: 08/08/2021.

³⁸ANBIMA. **Administração de Recursos de Terceiros**. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/codigos/administracao-de-recursos-de-terceiros.htm>. Acesso em: 21/10/2021.

³⁹ANBIMA. **Código de Administração de Recursos de Terceiros entra em audiência pública**. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/codigo-de-administracao-de-recursos-de-terceiros-entra-em-audiencia-publica.htm>. Acesso em: 20/10/2021.

4.1.3. PROJETO DE LEI DO SENADO Nº 338, DE 2018

De acordo com a ementa do projeto de lei, bem como sua respectiva explicação, trata-se de projeto de lei dispendo sobre o “Contrato de Impacto Social – CIS”, definindo-o como o acordo de vontades por meio do qual uma entidade pública ou privada, com ou sem fins lucrativos, se compromete a atingir determinadas metas de interesse social, mediante o pagamento de contraprestação do poder público, condicionada à verificação, por agente independente, do atingimento dos objetivos.

Importante mencionar a justificativa apresentada em tal projeto de lei, segundo a qual:

*Há no Brasil, porém, dois problemas que podem impedir ou dificultar grandemente a implementação do CIS. Em primeiro lugar, **a falta de um arcabouço legislativo que lhe dê segurança e estabilidade**; em segundo plano, a falta de uma clara matriz de riscos inclusive para o investidor, que pode evitar realizar o investimento, quando da captação de recursos pela entidade contratada, por temer ser responsabilizado em esferas trabalhistas e tributárias, por exemplo.*

(...)

*Para retirar esses entraves, e permitir a implementação no Brasil desse instrumento **que alia o dinamismo e os recursos da iniciativa privada à realização pelo poder público dos objetivos fundamentais constantes do art. 3º da Constituição**, é que estamos apresentando este Projeto de Lei do Senado (PLS). Por meio dele, busca-se instituir a figura do CIS, **a fim de traçar um arcabouço legal que dê segurança jurídica tanto ao Estado quanto à entidade contratada, que deve possuir, ademais, ampla liberdade de atuação, já que assume integralmente os riscos do fracasso de suas ações**. Demais disso, busca-se permitir uma distribuição equânime de riscos, até mesmo para poder atrair investidores interessados nos ganhos e nos impactos sociais do CIS.⁴⁰ (grifos nossos)*

Dessa forma, percebe-se que o ambiente legislativo já está a par da importância de haver um arcabouço legal por trás dos investimentos de impacto social, bem como que o poder público não é capaz de solucionar os problemas sociais existentes e, muito menos, de garantir os direitos previstos constitucionalmente.

4.1.4. PRINCÍPIOS INTERNACIONAIS DE ADESÃO VOLUNTÁRIA

Como já mencionado no decorrer deste trabalho, há princípios internacionais de adesão voluntária como critérios existentes para caracterização ou não de um investimento como sendo de impacto social. Independente da modalidade de

⁴⁰BRASIL. Projeto de Lei do Senado nº 338, de 2018. Disponível em: <<https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=7756759&ts=1630424397438&disposition=inline>>. Acesso em: 29/10/2021.

investimento, ou seja, qualquer que seja o produto financeiro ofertado, para ser considerado de impacto social, deve haver um parecer de uma empresa especializada atestando que o caráter social do investimento se encontra em consonância com os SBP.

Neste sentido, de acordo com a ICMA, entidade responsável pelos princípios, estes delineiam as melhores práticas para se emitir títulos ou realizar investimentos com objetivos sociais através de diretrizes e recomendações internacionais que promovem a transparência e divulgação de informações sobre as emissões, servindo como base para a integridade do mercado de capitais no âmbito dos investimentos de impacto social.

Conforme a última versão dos SBP, datada de junho de 2021⁴¹, há quatro componentes principais que, em conjunto, asseguram a conformidade do investimento com os princípios, quais sejam: (i) a utilização dos recursos; (ii) processo de avaliação e seleção de projetos; (iii) administração e organização dos recursos; e (iv) relatório de divulgação. Além disso, para atingir o nível máximo de transparência, deve-se implementar projetos de *social bonds* contando com parecer externo de empresa especializada.

Em relação ao primeiro componente, qual seja a utilização dos recursos, tem-se que o diferencial de um título social é a utilização dos rendimentos obtidos em projetos sociais elegíveis, que devem ser adequadamente descritos na documentação do respectivo *social bond*. Todos os projetos sociais elegíveis devem proporcionar benefícios sociais, que serão avaliados e, quando possível, quantificados pelo emissor.

De acordo com os SBP, algumas categorias de projetos sociais são consideradas como as mais utilizadas na classificação dos projetos desenvolvidos e investidos através da emissão de *social bonds*. Tais categorias são: (i) acesso a infraestruturas de baixo custo proporcionando saneamento básico, transporte, energia e água potável; (ii) acesso a serviços essenciais como saúde, educação e inclusão financeira; (iii) suporte a empreendedores locais; (v) proteção alimentar; e (vi) redução da desigualdade.

Em relação ao segundo componente, o emissor do *social bond* deve comunicar de forma clara aos investidores os objetivos sociais do projeto, o processo no qual o emissor determina de que forma o projeto estará em consonância com as categorias de projetos sociais elegíveis e os riscos relacionados ao desenvolvimento dos objetivos sociais.

⁴¹INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION – ICMA. **Social Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds June 2021**. Disponível em: <<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Social-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>>. Acesso em: 21/11/2021.

Quanto ao terceiro componente, os recursos e impactos gerados pelos *social bonds* devem ser administrados e geridos “um por um” ou todos em conjunto, sendo divulgado aos investidores a utilização dos recursos investidos. Conforme já mencionado, o quarto componente é a obrigatoriedade de divulgação do uso dos recursos, ou seja, a forma em que os recursos obtidos foram alocados e os impactos gerados por estes.

Ainda, a ICMA considera de grande importância que, após a emissão, seja divulgado um relatório tratando de todos os aspectos de cada emissão de *social bonds* e todos os resultados obtidos, devendo ser atualizado anualmente. Além disso, também deve ser divulgado o parecer elaborado por empresa especializada atestando o caráter social do projeto e da emissão.

Não se pode deixar de mencionar que a referida associação internacional apresenta um *disclaimer* quanto à aderência ou não de emissores aos princípios. Basicamente, reforça o caráter voluntário e independente de adesão aos princípios por cada emissor e por cada projeto de emissão, conforme segue:

Disclaimer

The Social Bond Principles are voluntary process guidelines that neither constitute an offer to purchase or sell securities nor constitute specific advice of whatever form (tax, legal, environmental, accounting or regulatory) in respect of Social Bonds or any other securities. The Social Bond Principles do not create any rights in, or liability to, any person, public or private. Issuers adopt and implement the Social Bond Principles voluntarily and independently, without reliance on or recourse to the Social Bond Principles and are solely responsible for the decision to issue Social Bonds. Underwriters of Social Bonds are not responsible if issuers do not comply with their commitments to Social Bonds and the use of the resulting net proceeds. If there is a conflict between any applicable laws, statutes and regulations and the guidelines set forth in the Social Bond Principles, the relevant local laws, statutes and regulations shall prevail.⁴²

Diante de todo o exposto, fica evidente que o cenário brasileiro está no caminho para a implementação de uma cultura de investimentos de impacto social, tendo em vista que a legislação não é omissa quanto a este assunto. A devida regulação pela CVM traria maior segurança ao investidor, já que, hoje em dia, o cenário internacional se pauta nos *social bonds principles* e não em uma regulamentação própria sobre o tema. A devida regulação poderia tornar a observância aos princípios obrigatória e não apenas voluntária, assegurando a proteção aos investidores.

⁴²Id. n. 39.

4.1.5. ELIMINAÇÃO DOS RISCOS DE SOCIALWASHING

Apesar de todos os benefícios relacionados aos investimentos de impacto social, existe um risco atrelado a falta de uma supervisão regulatória quanto aos emissores destes produtos financeiros. Isso porque não se sabe até que ponto uma empresa ou um participante do mercado se preocupa de fato com as causas sociais ou apenas com discursos de cunho único de *marketing* para atrair investimentos e aumentar a visibilidade, do que causar o impacto social esperado pelo investidor.

Mencionado risco é denominado *socialwashing*, e pode ser visto sob (i) a perspectiva de se anunciar um investimento de impacto social em que o investidor acaba esperando por um impacto maior do que o verdadeiro impacto que esse investimento pode gerar, (ii) a perspectiva de conseguir apenas visibilidade para a empresa, sem de fato ter produtos financeiros de causas sociais, e (iii) a perspectiva relacionada apenas a imagem da empresa, sem mencionar produtos financeiros de impacto, mas através de propagandas e discursos com um olhar social em práticas internas, sem de fato estas ocorrerem, e de certa forma construindo uma imagem de preocupação social da empresa que acaba levando investidores a investirem em produtos financeiros ou não dessa empresa.

Nesse sentido, quanto à primeira perspectiva abordada, tem-se:

*Um dos maiores riscos reputacionais associados à emissão de um título temático é a "lavagem verde" ("greenwashing") ou "lavagem social" ("socialwashing"), ou seja, emissões em que os projetos elegíveis financiados apresentam um menor impacto ambiental e/ou social do que o inicialmente informado.*⁴³ (grifos nossos)

Sob a segunda perspectiva mencionada acima, uma breve definição que ilustra esta situação é a que segue:

Em sua vertente mais positiva e legítima, a responsabilidade socioambiental nasce de uma genuína preocupação com a sustentabilidade e com o respeito a direitos fundamentais. Em sua vertente hipócrita, e infelizmente nada incomum, a responsabilidade socioambiental praticada por certas companhias limita-se a uma estratégia de marketing, sem repercutir na forma como a empresa efetivamente conduz os seus negócios.

Nessa segunda vertente, as falsas ações de responsabilidade correspondem ao que vem sendo chamado de "greenwashing" (e poderíamos, também, falar em "socialwashing", no que diz respeito a

⁴³BID INVEST. Financiando a Sustentabilidade por meio dos Mercados de Capitais: Guia Prático para Emissores de Títulos Temáticos. p. 30. Disponível em: <<https://www.anbima.com.br/data/files/36/80/0C/B2/2B33A710455571A7882BA2A8/Guia%20Pratico%20para%20Emissores%20de%20Tulos%20Tematicos.pdf>>. Acesso em: 21/11/2021.

*direitos humanos e sociais), que é o uso de estratégias de marketing e relações públicas como forma de tentar construir uma imagem positiva perante os consumidores e a sociedade em geral, ao mesmo tempo em que se busca ocultar os impactos negativos das atividades com as quais a companhia continua envolvida.*⁴⁴ (grifos nossos)

Ainda, em reportagem divulgada em 2015 pelo *Official Journal of the European Union*, sobre o tema:

5.1. In the same way that claims abound in the environmental sphere, there is also a kind of ‘greenwashing’ that applies to the ‘ethical and social qualities’ of companies and products. The aim here is to transform the acquisition of a product into an opportunity for charitable or inclusive action which is social in nature insofar as it would implicitly benefit groups or communities that have specific needs or vulnerabilities.

5.2. It is currently common to see brands associated with socially minded projects, using a type of campaign based on promoting sales. These are known as ‘charity promotions’ or sales promotion campaigns linked to social action, which have achieved a degree of success as a result of the economic crisis. When such actions use inaccurate claims just to make sales, they can confuse the consumer and cause him or her to make purchasing mistakes, and are therefore particularly harmful.

5.3. Such measures focus on campaigns entailing solidarity, humanitarian aid or social support for certain communities or population groups, or even support for short-term causes arising from emergency situations, or from a structural issue involving discrimination, segregation, inequality, etc.

5.4. Other cases of social washing or social greenwashing, occur when a company is portrayed as being socially responsible without there being sufficient evidence of this, or where a promotional and social quality is given an exaggerated role in the company’s core business.

5.5. Social or ethical claims are sometimes combined with others of an environmental nature, but also extend, in line with current trends, to other aspects such as employment, promoting local life, public participation and any other area that triggers consumers’ desire to make associated purchases.

5.6. Account should also be taken in this regard of the hidden behaviour of pseudo ‘ethical, social and environmental affairs consultants’, who confuse consumers and cause them to make purchasing mistakes, because they operate on the market as traders or brokers, abusing the good faith and credulity of consumers, and who seek to profit from marketing goods or services on the basis of fallacious arguments.

5.7. Financial operations that use ethical, social or environmental arguments in seeking to market financial products and instruments, while failing to meet the solvency requirements and supervisory checks that are mandatory for financial institutions, are particularly detrimental to the workings of the internal market. The European Banking Authority has

⁴⁴GOMES, Rafael de Araújo; PORTO, Lorena Vasconcelos; ALVARENGA, Rúbia Zanotelli de; FARIA, Thaís Dumê. **A Responsabilidade Social das Instituições Financeiras e a Garantia dos Direitos Humanos**. Belo Horizonte: Fórum, 2018. p. 12.

recently adopted an opinion putting forward a number of measures to reduce risks and to establish requirements for advertising and recommendations to protect participants from potential conflicts of interest.

*5.8. 'Social washing', or the use of inaccurate information in order to present a socially committed image, should be prevented.*⁴⁵ (grifos nossos)

Diante do exposto, para evitar a ocorrência das práticas descritas acima, cabe à CVM regular os investimentos de impacto social, proporcionando a redução dos riscos relacionados ao *socialwashing*, podendo a referida autoridade reguladora impor multas e penalidades, como já ocorre em outros produtos financeiros por ela regulados. Quanto a redução dos riscos em decorrência da regulação:

*Assim, a regulação pode reduzir os riscos dos investidores, na medida em que obriga os emissores dos valores mobiliários a divulgar todas as informações relevantes, bem como veda a utilização de informações privilegiadas e quaisquer outras práticas fraudulentas ou de manipulação do mercado.*⁴⁶

4.2. ASPECTO DOIS – PRODUTOS FINANCEIROS DE IMPACTO SOCIAL JÁ EXISTENTES NO MERCADO BRASILEIRO

Como segundo ponto de análise para responder à pergunta principal, já há no Brasil alguns produtos financeiros que, mesmo sem regulação específica, voltam seus propósitos para projetos sociais. No entanto, grande parte destes produtos está alocada em investimentos destinados a Investidores Profissionais, o que acaba por reduzir o leque de possíveis investidores. Havendo uma regulação específica para este tipo de investimento, poderia haver uma exceção, por exemplo, no que se refere aos FIP e FIDC, permitindo o investimento por pequenos investidores.

4.2.1. PRODUTOS FINANCEIROS

O objetivo desta seção é analisar a presença do capital privado brasileiro no âmbito dos investimentos de impacto social. Dessa forma, será demonstrado que já há no mercado brasileiro investidores atuantes no desenvolvimento desta modalidade de

⁴⁵BATALLER, Bernardo Hernández. **Opinion of the European Economic and Social Committee on 'Environmental, social and health claims in the single market'**. Official Journal of the European Union. 17.11.2015. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015IE0503&from=EN>>. Acesso em: 21/11/2021.

⁴⁶EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 52.

investimento, tornando o ambiente propício para a consolidação da cultura de investimento social. Para facilitar a visualização dos produtos financeiros de impacto social já existentes no Brasil, esta subseção será dividida em 4 (quatro) partes, cada qual tratando do respectivo instrumento financeiro.

4.2.1.1. FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES (FIP)

Os fundos de investimento em participação são regulados pela ICVM 578 e constituídos sob a forma de condomínio fechado, sendo definidos como uma comunhão de recursos destinada à aquisição de ações, bônus de subscrição, debêntures simples, outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, bem como títulos e valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas, que deve participar do processo decisório da sociedade investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão. Além disso, somente podem investir nos FIP os investidores qualificados⁴⁷.

Tendo em vista a definição prevista na regulação deste fundo de investimento, cabe expor, como exemplo, um dos FIP que já se dedicam aos investimentos de impacto social.

(a) VOX IMPACT INVESTING I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES MULTISTRATÉGIA

De acordo com o Regulamento deste FIP, os ativos alvo de sua carteira são ações, bônus de subscrição, debêntures simples, outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de “Companhias Alvo”. Estas, por sua vez, são companhias brasileiras, com registro ou não de companhia aberta perante a CVM, que (i) sirvam, direta e/ou indiretamente, à população de baixa renda, mediante o desenvolvimento de “Negócios com Impacto Social”, cujo objeto social seja, inclusive, mas não se limitando, a prestação de serviços nas áreas da educação, saúde, habitação,

⁴⁷BRASIL. Resolução CVM 30, de 11 de maio de 2021. “Art. 12. 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 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 de valores mobiliários, analistas de valores mobiliários 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.” Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol030.html>>. Acesso em: 25/07/2021.

serviços financeiros e de tecnologia aplicados às áreas mencionadas acima em todo o território nacional, (ii) que introduzam novidade ou aperfeiçoamento no ambiente produtivo ou social que resulte em novos produtos, processos ou serviços, conforme disposto no inciso IV do artigo 2º da Lei de Inovação⁴⁸, e (iii) que não estejam, de qualquer forma, direta ou indiretamente, envolvidas em quaisquer “Práticas Proibidas” previstas no Anexo VI do Regulamento do fundo.

O regulamento do fundo define, ainda, “Negócios com Impacto Social” como o investimento em empresas, projetos ou negócios economicamente sustentáveis, conforme o caso, que possam causar impacto social positivo com vistas à melhoria das condições de vida da população de baixa renda.

4.2.1.2. FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS (FIDC)

Os fundos de investimento em direitos creditórios são regulados pela ICVM 356⁴⁹, a qual os define como uma comunhão de recursos que destina mais de 50% (cinquenta por cento) do respectivo patrimônio líquido para a aplicação em direitos creditórios, ou seja, os direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, e os *warrants*, contratos e títulos referidos no parágrafo oitavo, do art. 40⁵⁰, da referida instrução. Além disso, os FIDC só poderão receber aplicações, bem como ter cotas negociadas no mercado secundário, quando o subscritor ou o adquirente das cotas for investidor qualificado.

⁴⁸BRASIL. Lei nº 10.973, de 02 de dezembro de 2004. “Art. 2º Para os efeitos desta Lei, considera-se: (...) IV - inovação: introdução de novidade ou aperfeiçoamento no ambiente produtivo e social que resulte em novos produtos, serviços ou processos ou que compreenda a agregação de novas funcionalidades ou características a produto, serviço ou processo já existente que possa resultar em melhorias e em efetivo ganho de qualidade ou desempenho;” Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2004-2006/2004/lei/L10.973compilado.htm>. Acesso em: 15/11/2021.

⁴⁹BRASIL. Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 356, de 17 de dezembro de 2001. “Art. 1º A presente Instrução dispõe sobre normas gerais que regem a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC e de Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - FICFIDC.” Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst356.html>>. Acesso em: 15/11/2021.

⁵⁰BRASIL. Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 356, de 17 de dezembro de 2001. “§8º As aplicações do fundo em warrants e em contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e/ou serviços para entrega ou prestação futura, bem como em títulos ou certificados representativos desses contratos devem, sem prejuízo do atendimento das disposições da Resolução CMN n o 2.801, de 7 de dezembro de 2000, e do disposto no § 4o deste artigo, contar com garantia de instituição financeira ou de sociedade seguradora, observada, nesse último caso, regulamentação específica da Superintendência de Seguros Privados – SUSEP, para fins de obtenção do registro automático previsto no §1o do art. 8o desta Instrução.” Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst356.html>>. Acesso em: 15/11/2021.

Com base em tal definição, cabe analisar um exemplo de FIDC que já direciona sua política de investimento com o propósito de impacto social no mercado brasileiro.

(a) YUNUS NEGÓCIOS SOCIAIS FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS

De acordo com o regulamento deste FIDC, tem-se “Negócio Social” definido como “todo negócio ou projeto que (i) se destina a atender necessidades sociais ou ambientais de maneira sustentável; e (ii) por imposição de seus atos societários, somente realizará distribuição de lucro ou dividendos aos seus acionistas ou sócios de acordo com a Política de Distribuição de Dividendos previamente aprovada pelo Cedente, de forma que o lucro adicional gerado por tal negócio ou projeto possa ser reinvestido para atingir objetivos sociais ou ambientais.”

Como condições da cessão, o regulamento determina que todos e quaisquer direitos creditórios oferecidos pela cedente ao FIDC em questão deverão observar, cumulativamente, as seguintes condições: (i) os direitos creditórios devem estar livres e desembaraçados de quaisquer ônus, gravames ou restrições de qualquer natureza na data da respectiva cessão ao FIDC; (ii) os direitos creditórios sejam devidos ao cedente pelas respectivas devedoras; e (iii) as devedoras mencionadas anteriormente devem ser Negócios Sociais, conforme definição acima apresentada.

Importante mencionar, ainda, o disposto no “Anexo I” do regulamento deste FIDC, o qual apresenta a política de concessão de crédito e de cobrança da cedente. De forma resumida, há uma análise prévia em que se busca verificar se o negócio social demonstra (i) robustez do seu modelo de negócio e sustentabilidade econômico-financeira, (ii) empreendedor capacitado e comprometido com o negócio, (iii) impacto social claro e mensurável, e (iv) solução criada com bom potencial de escalabilidade ou replicabilidade. Em seguida, há três etapas de análise e, uma vez vencidas estas três etapas do processo de investimento, o crédito é concedido ao negócio social.

4.2.1.3. CONTRATOS DE IMPACTO SOCIAL (CIS)

O “Contrato de Impacto Social (CIS)” é um novo mecanismo de pagamento por resultados sociais, através de uma contratação pública de investimentos privados para execução de serviços sociais (“Contrato de Impacto Social”). Esse mecanismo atrela o retorno financeiro ao alcance de resultados sociais positivos: o governo se compromete a

pagar os investidores, com uma taxa de retorno, somente se as metas estabelecidas para uma população definida sejam atingidas. Dessa forma, o risco financeiro de insucesso do programa é assumido pelo investidor, retirando do setor público o ônus por soluções ineficazes.⁵¹

Os papéis de cada agente neste produto financeiro se resumem, basicamente, da seguinte forma: (i) o governo contrata serviços e remunera os investidores baseado em resultados sociais; (ii) os investidores financiam a solução para o problema social identificado; (iii) os intermediários analisam e quantificam os desafios e as oportunidades, bem como recomendam estruturas e soluções; (iv) os operadores prestam serviços aos beneficiários do programa; e (v) o avaliador independente analisa e valida os dados administrativos e dos grupos comparáveis.

De forma resumida, os investimentos em contratos de impacto social ocorrem, resumidamente, com os seguintes passos: em primeiro lugar, identifica-se o problema social; em seguida, uma ONG, por exemplo, tem uma solução para este problema; paralelamente, o governo municipal ou estadual quer pagar por resultados, de forma que os intermediários estruturam e acompanham a operação e seu desempenho; adicionalmente, tem-se a presença dos investidores financiando a solução apresentada, possibilitando que a ONG inicie os trabalhos; uma vez concluídos os trabalhos, um avaliador independente mede o resultado e avalia se a solução foi atingida; caso os resultados sejam atingidos, o governo paga o intermediário e o investidor recebe o retorno do principal mais uma taxa de retorno.⁵²

A principal entidade atuante neste ramo é a SITAWI⁵³ e, na sua esfera de atuação com contratos de impacto social, foram celebrados três contratos – um com o governo do Ceará, um com o governo de São Paulo e um no âmbito federal. No caso do Ceará, o problema abordado, com apoio da SITAWI, foi a desospitalização de pacientes crônicos de longa permanência, um custo que representava mais de 60% (sessenta por cento) dos custos de internação. Já o governo de São Paulo iniciou estudos para criar metas de diminuir a evasão escolar no ensino médio.

⁵¹SITAWI. **Entenda a Lógica do Contrato de Impacto Social**. Contratos de Impacto Social. Disponível em: <<https://www.sitawigov.org.br/entenda>>. Acesso em: 21/11/2021.

⁵²Id. n. 36.

⁵³SITAWI. **Contratos de Impacto Social: estado atual e caminhos para inovação na contratação pública no Brasil**. Disponível em: <<https://www.sitawigov.org.br/blog/contratos-de-impacto-social-estado-atual-e-caminhos-para-inovacao-na>>. Acesso em: 15/09/2021.

Já no âmbito federal, em 2019 o Ministério da Economia desenvolveu o primeiro “Contrato de Pagamento por Resultado”, sendo este uma versão simplificada do “Contrato Impacto Social”, por não prever a alocação do risco financeiro a um investidor, mas sim diretamente ao operador do programa, no tema da empregabilidade. Para isso foi lançado um edital buscando uma instituição para promover a qualificação profissional de, ao menos, 800 (oitocentos) jovens de 18 (dezoito) a 29 (vinte e nove) anos e colaborar para que consigam empregos com duração de quatro meses ou mais, prevendo um grupo de 1,2 (um vírgula dois) mil jovens, como uma base comparativa. O pagamento seria realizado caso o resultado do trabalho atingisse um patamar no mínimo 8% (oito por cento) superior ao grupo de controle. Uma empresa foi selecionada por via de pregão eletrônico, porém com o início da pandemia, o projeto foi suspenso e até o momento não retornou.⁵⁴

Além disso, de acordo com o *website* da SITAWI, outro projeto de 2019 foi a iniciativa da “1ª Chamada SITAWI de Contratos de Impacto Social”, apoiada pela FAPERJ e Instituto Sabin, que tinha como objetivo buscar no setor público projetos de alto potencial, adequados à implementação como Contrato de Impacto Social. Os dois projetos vencedores abordaram os desafios para empregabilidade em seus contextos locais e foram premiados com a análise de aderência do problema social ao modelo de Contrato de Impacto Social através de metodologia própria desenvolvida pela “SITAWI Finanças do Bem”, processo que se encontra em andamento.

4.2.1.4. SOCIAL BONDS

Conforme já definido em capítulo anterior no presente trabalho, de acordo com a definição da ICMA, *social bonds* são qualquer tipo de título de dívida em que os recursos ou uma quantia considerável dos resultados são aplicados exclusivamente para financiar ou refinar projetos sociais novos e/ou já existentes e que estejam alinhados com os quatro componentes principais dos princípios dos *social bonds*. De acordo com o “*Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds*”⁵⁵, de junho de 2021, da ICMA, tem-se que: “*the four core components for alignment with the Social Bond Principles are:*

⁵⁴Id. n. 51.

⁵⁵INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION. **Social Bond Principles Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds June 2021**. Disponível em: <<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Social-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>>. Acesso em: 10/10/2021.

1. Use of Proceeds; 2. Process for Project Evaluation and Selection; 3. Management of Proceeds; 4. Reporting”.

Tendo em vista esta definição, cabe apresentar, apenas a título de exemplo, alguns dos casos de emissão de *social bonds* no Brasil.

(a) GRUPO FLEURY

De acordo com o comunicado ao mercado⁵⁶ divulgado pela Fleury S.A. (“Grupo Fleury”) em 12 de julho de 2021, foram emitidas 1.000.000 (um milhão) de debêntures, com valor nominal unitário de R\$ 1.000,00 (mil reais), totalizando R\$ 1.000.000.000,00 (um bilhão de reais), divididas em três séries, sendo a primeira série de R\$ 250 (duzentos e cinquenta) milhões, a segunda de R\$ 375 (trezentos e setenta e cinco) milhões e a terceira de R\$ 375 (trezentos e setenta e cinco) milhões, com vencimentos em 08 de julho de 2025, 08 de julho de 2026 e 08 de julho de 2028, respectivamente.

Ainda, trata-se da primeira emissão de debêntures de uma empresa do setor de saúde no Brasil com metas ESG, estando conectada à estratégia de aceleração do crescimento do Grupo Fleury e à ambição de construir um ecossistema sustentável de saúde com soluções integradas em benefício de pacientes, médicos, operadoras e da sociedade em geral, em linha com as melhores práticas de ESG, ao foco em conservação o meio ambiente, desenvolvimento sustentável e democratização da saúde. Referida captação contou com um parecer elaborado pela “SITAWI Finanças do Bem”, e teve como objetivo assegurar o enquadramento da Emissão como Títulos Vinculados a Desempenho ESG (“*Sustainability-Linked Bond*”), seguindo os *Sustainability-Linked Bond Principles* da ICMA.

Por fim, o objetivo dessa emissão era atingir duas metas, quais sejam: (i) reduzir o índice de geração de resíduos biológicos para 0,0115 kg/exame até dezembro de 2023 em 14,12% (quatorze vírgula doze por cento) e para 0,0107 kg/exame até dezembro de 2025 em 20,54% (vinte vírgula cinquenta e quatro por cento); e (ii) proporcionar o acesso à saúde por meio da “Saúde iD” para 250.000 (duzentos e cinquenta mil) clientes das classes sociais C, D e E até junho de 2024 e um total de 1.000.000 (um milhão) de clientes das classes sociais C, D e E até junho de 2026.

⁵⁶GRUPO FLEURY. **Comunicado ao Mercado: Sexta Emissão de Debêntures do Grupo Fleury.** Disponível em: <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/fmExibirArquivoIPEEexterno.aspx?NumeroProtocoloEntrega=883265>. Acesso em: 10/10/2021.

(b) **TIM S.A. (“TIM”)**

Outro exemplo de *social bond* no mercado brasileiro é o das debêntures emitidas pela TIM em junho de 2021. Nesse sentido, no comunicado ao mercado⁵⁷ do dia 15 de junho de 2021, a TIM informou que as debêntures da emissão contariam com um componente sustentável, permitindo sua qualificação como *sustainability-linked*, de acordo com os princípios estabelecidos pela ICMA.

Ainda de acordo com o comunicado ao mercado, as metas ESG determinadas pela emissão possuem um impacto relevante para sociedade e para o meio ambiente, sendo elas: (i) chegar a 100% (cem por cento) de presença 4G nos municípios brasileiros até dezembro de 2023; e (ii) aumentar em 80% (oitenta por cento) ou mais a “Eco” eficiência (bit/joule) no tráfego de dados até dezembro de 2025, em relação ao ano base de 2019.

(c) **DEMAIS EMISSÕES**

Além dos casos acima expostos, houve outras emissões de *social bonds* no mercado brasileiro. Em reportagem⁵⁸ publicada em agosto de 2021 pelo Valor Econômico, outras sete emissões de debêntures de impacto social foram realizadas, conforme imagem abaixo também disponibilizada pela reportagem:

Com propósito

Emissões de dívida atrelada a projetos de impacto social ganham espaço

■ Títulos sociais emitidos no país

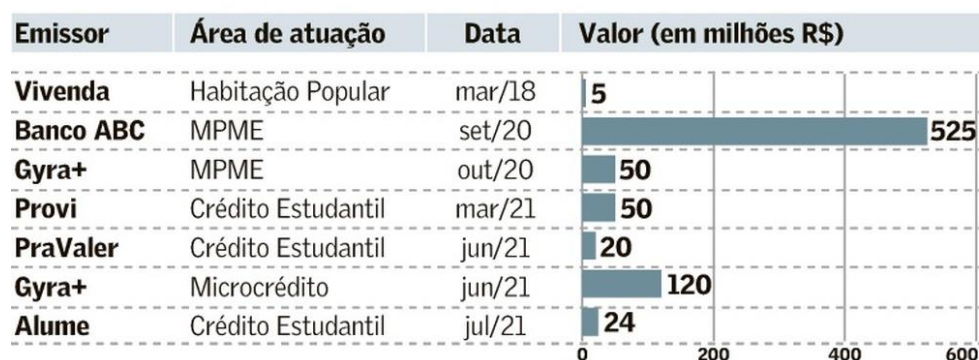


Imagem 1

⁵⁷TIM S.A.. **Comunicado ao Mercado: 2ª Emissão de Debêntures da TIM S.A.**. Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/4c4aa51f-1235-4aa1-8b83-adc92e8dacc3/a0626858-c768-3b0c-4eda-3fa7f8dd246c?origin=2>>. Acesso em: 21/11/2021.

⁵⁸AZEVEDO, Rita. **Títulos com Impacto Social Ganham Espaço**. Valor Econômico. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/08/10/titulos-com-impacto-social-ganham-espaco.ghtml>>. Acesso em: 21/11/2021.

4.3. ASPECTO TRÊS – RESULTADOS ALCANÇADOS

Como terceiro aspecto a ser analisado para responder à pergunta principal, tem-se os resultados já alcançados com os investimentos. Tendo em vista o exposto, o Brasil é um país marcado pela desigualdade social, de forma que a devida regulação, ao garantir a segurança do investidor, assegurará o caráter social do investimento e, conseqüentemente, que os recursos serão destinados a projetos sociais. Conforme será demonstrado, os resultados alcançados por estes projetos podem ajudar a reduzir o nível de desigualdade existente no país, uma vez que, de fato, “fazem a diferença” e não dependem dos entes governamentais para serem implementados.

Dessa forma, serão expostos, nesta parte, os resultados dos investimentos de impacto social já realizados no Brasil, a partir dos relatórios e dados divulgados pelos agentes atuantes e que promovem estes investimentos. Neste sentido, os participantes serão apresentados e em seguida, será analisada a forma de atuação destes e os respectivos resultados de seus projetos sociais.

(a) VOX CAPITAL

A Vox Capital, de acordo com o formulário de referência⁵⁹ disponibilizado no *website* da CVM, foi fundada em janeiro de 2009 como a primeira gestora brasileira de investimentos de impacto, com o objetivo de investir em empresas inovadoras que desenvolvem soluções para problemas da população de baixa renda no país. Além disso, aporta aconselhamento estratégico e apoio a gestão de empresas nascentes e com alto potencial de crescimento, visando alavancar seus resultados financeiros e impacto socioambiental.

De acordo com publicações no *website* da Vox Capital, o objetivo de investimento desta se resume em:

*A nossa tese de investimento busca identificar **problemas sociais reais enfrentados pela população brasileira de baixa renda, que podem ser enfrentados por meio de modelos de negócios inovadores. Buscamos empresas que atuem com soluções inovadoras direta ou indiretamente nos setores de educação, saúde e serviços financeiros, e que contribuam para a redução de desigualdades sociais entre as classes de mais alta renda e as classes C, D e E no Brasil. As nossas empresas investidas trabalham especialmente com os 64% da população brasileira que possuem renda familiar abaixo da mínima necessária, de***

⁵⁹COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Central de Sistemas**. Disponível em: <<https://sistemas.cvm.gov.br/?CadGeral>>. Acesso em: 21/11/2021.

aproximadamente R\$ 4.482,00, para acessar o que o salário-mínimo busca garantir.⁶⁰ (grifos nossos)

Ademais, foi possível identificar os produtos financeiros geridos/administrados pela VOX Capital, bem como seus objetivos, sendo dois FIP e um FIC-FIM. Quanto aos FIP, VOX Impact Investing I (“Fundo I”) e VOX Impact Investing II (“Fundo II”), de venture capital, objetivam alcançar setores com demanda permanente por serviços de saúde, educação e acesso a serviços financeiros. Já em relação ao FIC-FIM, Empírica VOX Impacto (“Fundo III”), objetiva-se oferecer uma opção de investimento em crédito privado, que viabiliza a inclusão financeira da população.

Ainda, foi possível extrair do “Relatório de 2020” alguns dados sobre o portfólio da Vox Capital, de forma a verificar se de fato as sociedades empresárias investidas têm um cunho social de atuação. Nesse sentido, o relatório mencionado divulgou algumas informações sobre 16 (dezesesseis) empresas do portfólio, cada qual identificada por uma área de atuação social. Em se tratando de inclusão financeira, há 8 (oito) empresas, sendo estas: (i) a Avante, (ii) a Grão, (iii) a Empresta Capital, (iv) a Cred Popular, (v) a Celcoin, (vi) a VirtusPay, (vii) o Banco Pérola e a (viii) Biz Capital. No setor de maximização da qualidade de vida e bem-estar, encontram-se as seguintes empresas: (i) Wecancer, (ii) Bem-care, (iii) ToLife, (iv) Sanar, (v) Proradis, e (vi) Magnamed. Por fim, no setor de energia limpa e renovável, a Insole.

Para verificar o verdadeiro impacto do investimento nesses produtos financeiros foi preciso analisar o relatório de resultados disponibilizados pela VOX Capital referente ao ano de 2020⁶¹. Dessa forma, analisando unicamente os resultados sob o ponto de vista de impacto e não de performance do fundo, tem-se como resultados: (a) em relação ao Fundo I: (i) 20,6 (vinte vírgula seis) mil pessoas com acesso a serviços financeiros; (ii) R\$ 73 (setenta e três) milhões de crédito concedido; (iii) 60 (sessenta) mil pessoas com acesso à saúde privada; (iv) 5,6 (cinco vírgula seis) mil ambulâncias e hospitais equipados; (v) 9,2 (nove vírgula dois) milhões de pessoas atendidas no setor da saúde; (b) em relação ao Fundo II: (i) 22 (vinte e dois) milhões de pessoas com acesso a serviços financeiros; (ii) R\$ 3,3 (três vírgula três) milhões de incremento de renda de agentes bancários; (iii) R\$ 12 (doze) milhões de crédito concedido; (iv) R\$ 24,5 (vinte e quatro

⁶⁰VOX CAPITAL. Disponível em: <<https://www.voxcapital.com.br/>>. Acesso em: 21/11/2021.

⁶¹VOX CAPITAL. **Relatório VOX 2020**. Disponível em: <https://c7a1df3e-ae37-4ab6-b81bcb38c1c0f333.filesusr.com/ugd/6421d2_435cf33e620f4a098fa163da96188fbb.pdf>. Acesso em: 21/11/2021.

vírgula cinco) milhões de crédito estudantil concedido por uma das empresas investidas; (v) 420 (quatrocentos e vinte) mil profissionais de saúde capacitados; e, por fim, (c) em relação ao Fundo III: (i) 31,5 (trinta e um vírgula cinco) mil pessoas atendidas; e (ii) R\$ 325 (trezentos e vinte e cinco) milhões de crédito concedido.

Diante disso, é inegável que os projetos sociais alcançaram resultados positivos, demonstrando que essa modalidade de investimento pode, de fato, contribuir para a redução dos problemas de desigualdade social no Brasil.

(b) KAETÉ INVESTIMENTOS

De acordo com informações disponibilizadas no *website* da Kaeté Investimentos (“Kaeté”), bem como no formulário de referência disponibilizado no website da CVM, trata-se de uma empresa de *private equity*, cujo principal objetivo é realizar investimentos em negócios de médio porte com potencial de crescimento que (i) tenham consumidores de baixa renda como público alvo, (ii) tenham impacto econômico e social relevante nas famílias de baixa renda e nas cooperativas localizadas em comunidades com limitação de acesso a empregos e atividades empreendedoras, e/ou (iii) promovam um uso melhor e mais sustentável dos recursos naturais.⁶²

De acordo com a descrição de atuação no *website*, tem-se que:

*Focamos em regiões fora dos principais centros de desenvolvimento do Brasil e em projetos que incentivem a utilização mais eficiente dos recursos naturais ou que tenham impacto social e econômico relevante nas famílias de renda mais baixa. Nossos investimentos **promovem o crescimento econômico e geração de emprego em regiões com baixa disponibilidade de capital para investimentos. Os investimentos nestas regiões criam oportunidades inovadoras, ajudam a diminuir a desigualdade e promovem o desenvolvimento sustentável.*** (grifos nossos)

Também no *website* da Kaeté é possível verificar os investimentos realizados, bem como o impacto que estes investimentos vêm causando no cenário brasileiro. Nesse sentido, cabe analisar as quatro projetos divulgados e seus respectivos resultados.

O primeiro investimento realizado pela Kaeté ocorreu em 2009, com um total de R\$ 3 (três) milhões investidos no setor imobiliário, na cidade de São Paulo. Trata-se do projeto “Torres Engenharia”, que consistiu na incorporação e construção residencial para

⁶²KAETÉ INVESTIMENTOS. **Sobre a Kaeté.** Disponível em: <<http://www.kaeteinvestimentos.com.br/sobre-a-kaete/>>. Acesso em: 21/11/2021.

baixa renda. De acordo com as informações disponibilizadas no *website*, o desafio social e a inovação que se objetivava com o investimento deste projeto era o que segue:

O déficit habitacional brasileiro em 2009 era de 5,7 milhões de moradias (de um total de 58,7 milhões de moradias existentes). O déficit habitacional é majoritariamente urbano (85% do total) e concentrado nas faixas mais baixas de renda até cinco salários-mínimos (sendo 71% na faixa abaixo de 3 s.m. e 13,5% na faixa entre 3 e 5 s.m.). A dimensão do problema é visível, seja nos grandes centros urbanos, com seus contingentes elevados de população vivendo em favelas, seja nas regiões mais pobres do interior do país, onde a precariedade da estrutura das moradias é fator agravante na questão da pobreza.

Em 2009, o governo federal criou o programa “Minha Casa, Minha Vida” com o objetivo de redução deste déficit, com a construção de 1 milhão de moradias populares em sua 1ª fase, além de geração de empregos e renda nos setores de construção civil e imobiliário.

A Torres Engenharia é uma incorporadora e construtora imobiliária de pequeno porte focada em projetos de baixa e média renda. Apesar da longa experiência de seus sócios no setor, a Torres Engenharia em 2009 tinha lançado apenas um edifício residencial com 42 apartamentos em Santo André, SP, mas queria crescer ocupando o segmento imobiliário focado em baixa renda em cidades do interior do estado São Paulo lançando projetos dentro do programa “Minha Casa, Minha Vida”, criado 6 meses antes.⁶³

Ainda, mencionado projeto obteve resultados positivos a partir do investimento, sendo possível verificar o impacto social decorrente dos recursos investidos. Nesse sentido, estes permitiram que a empresa se estruturasse na parte de gestão e pudesse alocar capital próprio para iniciar as obras de dois projetos iniciais compostos por 350 (trezentos e cinquenta) apartamentos para famílias de baixa renda nos municípios de Osasco e Rio Claro. Com os recursos gerados com estes primeiros projetos, a empresa pôde lançar e entregar cerca de 2.800 (duas mil e oitocentas) unidades (apartamentos e casas), sendo 1.420 (mil quatrocentos e vinte) para famílias com renda de até R\$ 1.600/mês (US\$ 500/mês) e 1.357 (mil trezentos e cinquenta e sete) para famílias com renda de até R\$ 3.200/mês (US\$ 1.000/mês), nos últimos 5 (cinco) anos em outros municípios como Caçapava, Itapira, São José dos Campos e Nova Odessa.⁶⁴

O segundo projeto, denominado “Peixes da Amazônia”, contou com um investimento da Kaeté de R\$ 15 (quinze) milhões em 2013. O projeto consiste em um complexo de piscicultura dedicado a reprodução e processamento de peixes nativos da

⁶³KAETÉ INVESTIMENTOS. **Torres Engenharia.** Disponível em: <<http://www.kaeteinvestimentos.com.br/portfolio-items/torres-engenharia/>>. Acesso em: 21/11/2021.

⁶⁴Id. n. 51.

Amazônia. De acordo com a Kaeté, o desafio estava relacionado com o desenvolvimento da cadeia produtiva da piscicultura, conforme segue:

A cadeia produtiva da piscicultura representa historicamente uma atividade relevante e tradicional no estado do Acre, onde está localizada a Peixes da Amazônia S.A. Ao longo das últimas décadas várias iniciativas de apoio a estruturação desse setor foram desenvolvidas no estado tais como construção de tanques escavados nas propriedades da agricultura familiar, treinamento e disseminação de técnicas para diversas comunidades, associações e cooperativas.

Entretanto o pleno desenvolvimento dessa cadeia produtiva sempre esbarrava nos limites da comercialização e agregação de valor do peixe produzido. Desta forma, essa cadeia produtiva acabou se caracterizando como uma atividade sazonal cujo foco concentrava-se na produção de peixes de menor valor para serem comercializados em datas específicas e especialmente durante a Semana Santa sem agregação de valor. Isso limitava o pleno desenvolvimento desse setor e a renda do produtor, não proporcionava escala de produção e não garantia a qualidade do produto produzido.

Ficou claro que uma estrutura agroindustrial que servisse de âncora para essa cadeia produtiva era necessária para consolidar e dar relevância para essa atividade no estado.⁶⁵

Com o investimento realizado pela Kaeté, o setor alvo pôde observar mudanças, sendo possível verificar os impactos gerados:

A estruturação do complexo agroindustrial da Peixes da Amazônia S.A. vem consolidando o setor no Acre desde que empresa iniciou suas operações em abril de 2015. O custo dos alevinos e ração para peixes caíram até 30% em relação aos custos existentes anteriormente (quando eram comprados fora do estado do Acre), mesmo mantendo margens interessantes para a empresa.

A perspectiva é de um grande impacto em termos de geração de renda. A Cooperativa Central dos Piscicultores do Acre representa 2.500 famílias de agricultores familiares com potencial de serem integrados à cadeia produtiva da piscicultura. Estudos apontam para um potencial de geração de renda de R\$ 11.000 por ano para produtores da menor escala de produção (1 ha de lâmina d'água).

Há a expectativa de que a cadeia produtiva da piscicultura, uma vez estruturada, contribua de forma significativa para a redução nas taxas de desmatamento do estado uma vez que a piscicultura é altamente concentrada em termos de ocupação de área, não exige novos desmatamentos e proporciona uma renda significativa, especialmente para a agricultura familiar que desincentiva a realização de novos desmatamentos para o desenvolvimento de outras atividades produtivas.⁶⁶

⁶⁵KAETÉ INVESTIMENTOS. **Peixes da Amazonia.** Disponível em: <<http://www.kaeteinvestimentos.com.br/portfolio-items/peixes-da-amazonia/>>. Acesso em: 21/11/2021.

⁶⁶Id. n. 52.

O terceiro investimento, por sua vez, diz respeito ao projeto “Dom Porquito”, o qual foi realizado no Acre, em 2015, com o total investido de R\$ 15 (quinze) milhões pela Kaeté. Este projeto consiste na produção de suínos em parceria com pequenos e médios produtores rurais integrados.

Quanto ao impacto social gerado através deste investimento, a Kaeté informa que:

Atualmente os integrados da empresa que possuem granjas para engorda dos animais têm uma renda acima de R\$ 3.000/mês (US\$ 1,000/mês). Os benefícios para esse grupo de agricultores serão ampliados com a participação acionária da Cooperativa dos Suinocultores na Dom Porquito S.A. uma vez que rentabilidade do negócio, gerada pela agregação de valor dos produtos processados, será também revertida para os produtores.

A expansão da criação de suínos tem ajudado a ampliação e consolidação da cadeia produtiva do milho, gerando outra alternativa de renda para os produtores rurais do estado, seja de grande e de pequeno porte. Espera-se também que haja um efeito positivo dessa atividade para a preservação da floresta nativa, uma vez que a geração de renda significativa dessa atividade e a concentração da mesma numa área muito restrita da propriedade rural devem desincentivar a abertura de novas áreas da floresta para expansão de atividades pouco intensivas (pecuária de corte extensiva e roças para agricultura de baixa tecnificação).

Por fim, a empresa deve não apenas abastecer o mercado local mas também exportar parcela significativa de sua produção para os países Andinos, garantindo um fluxo de dólares para o Acre e acelerando a economia local, a qual historicamente é pouco diversificada e muito dependente do setor público.⁶⁷

Por fim, tomando como base as informações acima, pode-se dizer que os investimentos realizados pela Kaeté geraram impacto social, agregando de forma positiva no desenvolvimento dos setores das empresas investidas.

(c) YUNUS NEGÓCIOS SOCIAIS BRASIL

A Yunus Negócios Sociais Brasil (“Yunus”) faz parte do grupo “Yunus Social Business Global Initiatives”, esta fundada em 2011 com o objetivo de expandir o sucesso dos negócios sociais realizados em Bangladesh para o mundo. De acordo com dados do *website*⁶⁸, os fundos de investimento de impacto fomentam negócios locais que

⁶⁷KAETÉ INVESTIMENTOS. **Dom Porquito.** Disponível em: <<http://www.kaeteinvestimentos.com.br/portfolio-items/domporquito/>>. Acesso em: 21/11/2021.

⁶⁸YUNUS NEGÓCIOS SOCIAIS. **Quem Somos.** Disponível em: <<https://www.yunusnegociossociais.com.br/quem-somos>>. Acesso em: 21/11/2021.

promovem emprego, educação, saúde, água e energia limpa para mais de 5 (cinco) milhões de pessoas no leste da África, América Latina e Índia.

Quanto a Yunus (brasileira), sua atuação em negócios sociais se dá a partir da construção de uma ponte entre empresas e o setor de filantropia, uma alternativa sustentável concretizada por empreendedores, investidores e grandes corporações comprometidas com negócios sociais.

Nesse sentido, em números, os resultados da Yunus consistem em 8 (oito) negócios sociais investidos, gerando 800 (oitocentos) empregos, apoio a 120 (cento e vinte) empreendedores e 900.000 (novecentas mil) vidas impactadas.

Os resultados acima mencionados decorrem dos investimentos realizados pela Yunus em oito negócios sociais. Cabe, portanto, analisar brevemente alguns⁶⁹ destes negócios sociais e seus respectivos resultados.

O primeiro negócio social investido atua no setor de moradia de pessoas de baixa renda. O problema social identificado foi o fato de que, no Brasil, mais de 11 (onze) milhões de pessoas moram em locais inapropriados, com condições sanitárias precárias, alta umidade e falta de ventilação, podendo prejudicar a saúde dos moradores. A solução encontrada para ajudar a solucionar este problema – ou parte dele – decorreu da empresa Moradigna, a qual oferece serviços de reforma expressa a baixo custo, fazendo o diagnóstico do problema da residência e transformando o ambiente para adequá-lo às condições de saúde recomendadas. Assim, os moradores passam a ter melhores condições de higiene e de saúde. O impacto social gerado alcançou mais de 1.200 (mil e duzentas) pessoas que se encontravam nessa situação.⁷⁰

Outro negócio social investido é o “Instituto Muda”, o qual promove práticas sustentáveis de coleta de resíduos em moradias de São Paulo beneficiando famílias de baixa renda em cooperativas. O problema social identificado por este projeto foi de que apenas 5% (cinco por cento) dos condomínios residenciais de São Paulo possuem coleta de reciclagem pela prefeitura e 67% (sessenta e sete por cento) dos moradores de ruas do país tem como principal atividade econômica a coleta de resíduos sólidos, sendo seu primeiro passo para gerar renda, recuperar a dignidade e sair das ruas. Para ajudar a solucionar este problema, o Instituto Muda promove práticas sustentáveis nos

⁶⁹Serão apresentados 3 (três) negócios sociais investidos pela Yunus. Os demais projetos podem ser analisados no *website*, através do link: <<https://www.yunusnegociossociais.com.br/nosso-portfolio>>.

⁷⁰YUNUS NEGÓCIOS SOCIAIS. **Moradigna**. Disponível em: <<https://www.yunusnegociossociais.com.br/moradigna>>. Acesso em: 21/11/2021.

condomínios residenciais da cidade de São Paulo através da gestão de resíduos, bem como doa 100% (cem por cento) dos materiais coletados para cooperativas locais, criando uma cadeia que, além de prover uma solução ambiental, gera empregos na base da pirâmide. O impacto social decorrente desta iniciativa contou, em 2018, com 1.500 (mil e quinhentas) toneladas de resíduos coletadas, gerando renda para cerca de 400 (quatrocentos) cooperados.⁷¹

O último negócio de impacto social a ser aqui exposto no âmbito de atuação da Yunus é o projeto “Escola do Mecânico”, o qual promove a empregabilidade com a qualificação de pessoas de baixa renda como mecânicos de automóveis e motos. O problema social identificado decorre do fato de que o desemprego atingiu seu auge no Brasil, em 2020, por conta da pandemia. O objetivo é que os alunos possam trabalhar na indústria ou empreender por meio de seus próprios negócios. O impacto social gerado resultou em mais de 30.000 (trinta mil) alunos formados, bem como no oferecimento de diversas bolsas de estudos para incentivar os alunos a concluírem os cursos oferecidos.⁷²

(d) GYRA+

Outra empresa participante que já atua promovendo negócios de impacto social no mercado brasileiro é a GYRA+, uma startup que sustenta o compromisso com as finanças inclusivas e reforça o propósito de democratizar e simplificar o crédito para micro, pequenas e médias empresas em todo o Brasil, a partir de emissões de debêntures rotuladas como título social (ESG), com parecer elaborado pela Sitawi.⁷³

De acordo com uma reportagem⁷⁴ do Valor Econômico, de junho de 2021, a GYRA+ já realizou duas emissões de debêntures sociais. Em ambas as emissões de debêntures foram certificadas pela Sitawi. A primeira emissão ocorreu em outubro de 2020 e a GYRA+ levantou em oferta pública R\$ 50 (cinquenta) milhões, vendidos a CDI + 7% ao ano. A segunda emissão, por sua vez, somou R\$ 120 (cento e vinte) milhões,

⁷¹YUNUS NEGÓCIOS SOCIAIS. **Instituto Muda**. Disponível em: <<https://www.yunusnegociossociais.com.br/instituto-muda>>. Acesso em: 21/11/2021.

⁷²YUNUS NEGÓCIOS SOCIAIS. **Escola do Mecânico**. Disponível em: <<https://www.yunusnegociossociais.com.br/escola-do-mecanico>>. Acesso em: 21/11/2021.

⁷³GYRA MAIS. **Quem Somos**. Disponível em: <<https://gyramais.com.br/quem-somos>>. Acesso em: 21/11/2021.

⁷⁴RAGAZZI, Ana Paula. **Gyra+ levanta R\$ 120 milhões com debêntures de impacto social**. Valor Econômico. 30 de junho de 2021. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/06/30/gyra-levanta-r-120-milhoes-com-debentures-de-impacto-social.ghtml>>. Acesso em: 21/11/2021.

tendo as debêntures prazo de 3 (três) anos e taxa CDI + 6% ao ano. Ainda segundo a reportagem, a demanda pelas debêntures sociais superou a oferta em duas vezes.

Por fim, concessão de crédito ocorre para o setor dos pequenos negócios, como mercearias, padarias, mercadinhos, restaurantes, salões de beleza e pousadas, principalmente durante a pandemia. Como resultados e o impacto gerado, tem-se mais de R\$ 5 (cinco) bilhões em solicitações, mais de 10.000 (dez mil) beneficiados com créditos concedidos e mais de 1,5 (um vírgula cinco) mil cidades atendidas.⁷⁵

(e) SITAWI FINANÇAS DO BEM

No Brasil, a SITAWI é pioneira no modelo de investimento de impacto social e ambiental, atuando em diversos ramos no tocante a este tipo de investimento. Dentre suas atuações, destaca-se a de consultoria em finanças sustentáveis, através da elaboração de pareceres para emissões de *social bonds*, atestando que os títulos emitidos estão de acordo com os princípios internacionais da ICMA, bem como investidor em negócios de impacto social.

Dos resultados divulgados no *website* da SITAWI, desde sua fundação, a área de investimento de impacto mobilizou mais de R\$ 12 (doze) milhões, investiu em mais de 40 (quarenta) organizações e já criou uma rede de mais de 300 (trezentos) investidores de impacto, com base em dados atualizados em dezembro de 2020.⁷⁶

5. ANÁLISE E RESPOSTA FINAL

O conteúdo exposto até aqui buscou desenvolver a temática dos investimentos de impacto social sob diferentes aspectos, de forma a facilitar a compreensão do tema a partir de uma perspectiva mais ampla. Uma vez compreendido, passa-se a análise deste conteúdo para desenvolver a resposta à pergunta principal do presente trabalho.

O objetivo deste trabalho é demonstrar que, com a devida regulação, os investimentos de impacto social podem ser uma alternativa de solução para os problemas de desigualdade social no Brasil. Conforme visto no capítulo anterior, três aspectos devem ser levados em consideração, quais sejam: (i) a segurança ao investidor proporcionada pela regulação, (ii) o fato de já existirem produtos financeiros de caráter social no Brasil, e (iii) os resultados já alcançados por estes investimentos.

⁷⁵GYRA MAIS. Disponível em: <<https://gyramais.com.br/>>. Acesso em: 21/11/2021.

⁷⁶SITAWI. **Investimento de Impacto**. Disponível em: <<https://www.sitawi.net/investimento-de-impacto/>>. Acesso em: 21/11/2021.

Conforme mencionado anteriormente, a necessidade de haver a devida regulação pela CVM se deve, principalmente, pela proteção ao investidor. De acordo com Eizirik:

O objetivo mais apontado como o fundamental na regulação do mercado de capitais é o da proteção aos investidores. Com efeito, em praticamente todas as legislações, o objetivo essencial da regulação do mercado de capitais consiste na tutela dos investidores, aqueles que aplicam seus recursos financeiros nos valores mobiliários emitidos publicamente e negociados no mercado.⁷⁷

Nesse sentido, em relação ao aspecto regulatório, os investimentos de impacto social deveriam ser regulados por uma instrução da CVM específica, a qual dispusesse sobre as formas e diferentes tipos de investimento de impacto social, sobre os requisitos a serem observados pelos agentes do mercado na emissão deste produto, bem como da obrigatoriedade de se contratar o parecer de uma empresa especializada para atestar o caráter social do produto ofertado. A regulação se mostra fundamental, tendo em vista a segurança proporcionada ao investidor, princípio basilar da regulação do mercado de capitais brasileiro.

Convém esclarecer que, diante da existência de outros títulos/investimentos temáticos, a proposta de regulação específica aqui mencionada não se limita a uma instrução da CVM unicamente para os investimentos de impacto social, podendo abranger os demais investimentos temáticos, desde que tratados em capítulos distintos na referida norma. O aspecto principal desta sistemática regulatória é ter os valores mobiliários sociais tratados com especificidade e diferenças frente aos demais valores mobiliários não temáticos.

Ainda, a emissão de títulos rotulados pode ser vantajosa para incentivar o investidor não-institucional a apoiar o investimento em projetos sociais. Os valores mobiliários sociais emitidos na forma da ICVM 400 pode aproximar do mercado de capitais as pessoas físicas que nunca investiram em títulos e possuem afinidade com as causas sociais. Sobre esse aspecto de aproximar pessoas físicas a estes investimentos, a regulação aqui proposta poderia criar exceções para os valores mobiliários sociais – como exemplo, poderia permitir o investimento em cotas de FIP (social) e de FIDC (social) por investidores não qualificados.

⁷⁷EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 51.

Além do parecer de empresa especializada assegurando o caráter social do investimento, a instrução da CVM proposta deveria abordar os princípios a serem observados pelos agentes do mercado na caracterização e negociação destes valores mobiliários como sociais. O padrão internacional, conforme exposto no capítulo anterior, é a observância dos princípios de adesão voluntária elaborados pela ICMA. A CVM, portanto, poderia se pautar nestes princípios e indicá-los na instrução, sendo estes: (i) o uso dos recursos, de forma que o projeto elegível seja apresentado com transparência ao investidor, devendo o emissor incluir no instrumento jurídico de emissão do valor mobiliário social a destinação que será dada aos recursos; (ii) o processo de avaliação e seleção de projetos, devendo o emissor esclarecer aos investidores os objetivos sociais e como o projeto social visado se enquadra nas categorias de projetos sociais; (iii) gestão dos recursos, devendo o emissor comprovar a destinação dos recursos obtidos através de demonstrações contábeis que possibilitem fazer o vínculo entre os valores obtidos pela emissão e os valores destinados ao projeto social; e, (iv) a disponibilização de relatórios sobre a destinação dos recursos e o andamento dos projetos sociais.

Sob a perspectiva de garantir maior segurança ao investidor através de norma reguladora, a CVM também poderia prever a possibilidade de inclusão de cláusula de vencimento antecipado de todas as obrigações contidas no título ou valor mobiliário, na hipótese de o emissor aplicar os recursos obtidos na emissão em finalidade distinta da informada.

O segundo aspecto, por sua vez, demonstra que já existe demanda no Brasil por investimentos de impacto social. Não obstante a inexistência de uma regulação específica, valores mobiliários como cotas de FIP, cotas de FIDC e debêntures já se encontram em negociação no mercado, garantindo o desenvolvimento de projetos sociais a partir da realização de investimentos. Somado a isso, as iniciativas por parte do poder público no tocante a esta temática também evidenciam que há uma demanda por parte dos próprios agentes públicos em tratar dos investimentos de impacto social na legislação brasileira, seja através de projetos de lei, seja pela edição de decretos e leis estaduais, bem como da própria CVM ao firmar acordo de cooperação com o IBGC para desenvolver projetos e atividades voltados à temática ESG e na organização de grupos de trabalho para desenvolverem estudos sobre o tema. Em conjunto, essas iniciativas contribuem para tornar o mercado brasileiro um ambiente propício e favorável aos investimentos de impacto social.

Diante disso, é notável o interesse dos setores público e privado em incentivar os investimentos de impacto social negociados no Brasil. Essa prática será essencial para suprir a escassez de recursos governamentais frente a desigualdade social brasileira. Os investidores poderão assumir um papel de extrema relevância na sociedade através da emissão de valores mobiliários com a adicionalidade social, além de se beneficiarem financeiramente pela potencial alta demanda de investidores por esse tipo de investimento.

Quanto ao terceiro aspecto, é inegável o potencial que essa modalidade de investimento possui para enfrentar os problemas sociais existentes. Conforme exposto na seção 4.3. acima, diversos projetos já foram implementados no Brasil e alcançaram resultados promissores de cunho social. Moradias acessíveis, pequenos empreendedores, acesso à educação, suporte a famílias desamparadas, acesso a microcrédito e acesso a saúde são apenas alguns dos resultados obtidos através dos projetos sociais investidos pelos produtos até então ofertados no mercado brasileiro. A relevância deste terceiro aspecto se deve pela comprovação do caráter social dos investimentos, demonstrando que é possível atribuir um propósito que vai além do retorno financeiro.

Ainda, pode-se dizer que seja pela economia popular ou por investidores institucionais, o governo brasileiro precisa complementar as atuais fontes destinadas a projetos sociais, de forma a reduzir o nível de desigualdade e criar oportunidades para toda a sociedade. Dessa forma, os valores mobiliários sociais são instrumentos que se ajustam solidamente nessa proposta por atraírem investidores públicos e privados, gerarem retornos financeiros satisfatórios e incentivarem projetos benéficos para a sociedade.⁷⁸

Portanto, em resposta à pergunta central deste trabalho – *de que forma a regulação dos investimentos de impacto social no mercado de capitais brasileiro contribuiria para a redução da desigualdade social existente no Brasil?* -, é possível afirmar que a regulação dos investimentos de impacto social no mercado brasileiro (i) garantiria a proteção ao investidor, incentivando a escolha deste por investimentos em valores mobiliários sociais, (ii) o fato de já haver produtos financeiros de impacto social no mercado brasileiro, bem como iniciativas do próprio setor público demonstra que há demanda por esta modalidade de investimento, e (iii) os resultados alcançados pelos

⁷⁸SCOGNAMILLO, Lucca Elmôr Rizzo. **Green Bonds: títulos de dívida sustentáveis para financiamento de projetos**. Monografia de Final de Curso (Orientador: Francisco Antunes Maciel Müssnich). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro - Departamento de Direito. Dezembro, 2017.

projetos sociais desenvolvidos mostram o potencial que esses investimentos têm como instrumento alternativo de redução da desigualdade social brasileira.

6. CONCLUSÃO

O presente trabalho apresentou, inicialmente, o contexto brasileiro sob a perspectiva constitucional de direitos e garantias fundamentais, expondo dados que, ao contrário do que é previsto constitucionalmente, demonstram que tais direitos são garantidos apenas a parcela da população.

Em seguida, foi demonstrado que o governo brasileiro, por si só, não é capaz de solucionar os problemas sociais. Por outro lado, demonstrou-se que, em conjunto com o setor privado, é possível desenvolver projetos sociais capazes de gerar resultados promissores em meio aos problemas sociais existentes. Posteriormente, abordou-se breve histórico e definição dos investimentos de impacto social, permitindo ao leitor uma compreensão mais ampla sobre esta temática.

Já no terceiro capítulo, buscou-se apresentar os resultados internacionais dos investimentos de impacto social, tratando da perspectiva estrangeira sobre esta modalidade de investimento. Foi possível verificar que as emissões realizadas geraram impactos sociais devidamente comprovados. Principalmente nos casos exemplificados – Canadá, Estados Unidos e Equador -, em que as emissões foram realizadas pelo próprio setor público. Isso apenas contribui para demonstrar que é possível reduzir o nível de desigualdade de um país a partir da iniciativa privada, e de parcerias entre o setores público e privado, sem necessariamente esperar pela atuação dos entes governamentais para soluções nunca dadas anteriormente.

O quarto capítulo, por sua vez, tratou do contexto dos investimentos de impacto social no cenário brasileiro. Demonstrou-se que a legislação não é omissa nesta temática, tendo em vista as leis estaduais, o decreto federal e os projetos de lei existentes. Em conjunto com a legislação, as iniciativas do ENIMPACTO e suas ações estratégicas demonstram que há uma demanda do próprio setor público pela implementação e necessidade de tornar o mercado brasileiro um ambiente adequado para o desenvolvimento dos investimentos de impacto social.

Também foi possível observar os resultados decorrentes de projetos sociais frutos de valores mobiliários de impacto social. Tais resultados evidenciam o alcance que estes instrumentos financeiros podem ter. Como mostrado anteriormente, não se trata de uma

atuação isolada do setor público ou do setor privado, mas de uma atuação conjunta no sentido de que ou o setor público realiza emissões e o setor privado investe nestes valores mobiliários, ou o setor público cria o ambiente regulatório e legislativo propício para que o setor privado possa desenvolver e consolidar uma cultura de investimentos de impacto social.

Por fim, o quinto capítulo analisou as considerações e dados apresentados no decorrer do trabalho, sugerindo de que forma a CVM poderia criar o ambiente regulatório adequado para tais instrumentos financeiros. Além disso, foi possível verificar que a proteção ao investidor e, conseqüentemente, a segurança proporcionada pela CVM são fundamentais para o desenvolvimento do mercado de capitais.

Portanto, do presente trabalho é possível extrair que: (a) o Brasil é um país marcado pela desigualdade social e que apenas pequeno percentual da população tem acesso a serviços de qualidade pelo setor privado; (b) apesar de esforços governamentais na implementação de projetos sociais, o Estado por si só não é capaz de garantir os direitos previstos constitucionalmente, de forma que a maior parte da população não tem condições dignas de sobrevivência; (c) em paralelo a este cenário, outros dois: (i) pesquisas demonstraram que há cada vez mais investidores pessoas físicas no mercado, e (ii) as grandes empresas brasileiras têm se atentado ao papel que ocupam na sociedade, promovendo projetos sociais e assumindo-os como de responsabilidade própria; (d) em meio ao debate de questões ESG, os investimentos de impacto social têm proporcionado resultados internacionais significativos para os projetos sociais investidos e a perspectiva das associações internacionais de mercado de capitais é de que esta modalidade de investimento tende apenas a crescer e se adequar a cada realidade social ao redor do mundo, reduzindo a desigualdade nos locais investidos e sendo instrumento financeiro promissor para os setores público e privado; (e) mesmo sem uma regulação específica, já há, no Brasil, investimentos de impacto social; (f) a legislação brasileira não é omissa nesta temática e conta com decreto federal, leis estaduais e projetos de lei incentivando o desenvolvimento deste instrumento financeiro no Brasil; e (g) os resultados obtidos através dos investimentos de impacto social comprovam que essa modalidade de investimento pode ajudar a reduzir a desigualdade social brasileira.

Logo, resta claro que as condições, no Brasil, são favoráveis para o desenvolvimento de uma cultura de investimentos de impacto social. Fica pendente, apenas, a regulação específica da CVM para garantir a proteção aos investidores e proporcionar especificidades aos valores mobiliários de cunho social, incentivando e

atraindo investidores para esta modalidade de investimento tão importante na realidade brasileira.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANBIMA. **Administração de Recursos de Terceiros**. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/codigos/administracao-de-recursos-de-terceiros.htm>. Acesso em: 21/10/2021.

ANBIMA. **Código de Administração de Recursos de Terceiros entra em audiência pública**. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/codigo-de-administracao-de-recursos-de-terceiros-entra-em-audiencia-publica.htm>. Acesso em: 20/10/2021.

AUSTRALIAN GOVERNMENT. **Social Impact Investing Discussion Paper**. Janeiro, 2017.

AZEMATI, Hanna; BELINSKY, Michael; GILLETTE, Ryan; LIEBMAN, Joffrey; SELLMAN, Alina. **Social Impact Bonds: Lessons Learned So Far**. Federal Reserve Bank of San Francisco. Disponível em: <<https://www.frbsf.org/community-development/files/social-impact-bonds-lessons-learned.pdf>>. Acesso em: 15/12/2021.

AZEVEDO, Rita. **Títulos com Impacto Social Ganham Espaço**. Valor Econômico. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/08/10/titulos-com-impacto-social-ganham-espaco.ghtml>>. Acesso em: 21/11/2021.

BATALLER, Bernardo Hernández. **Opinion of the European Economic and Social Committee on ‘Environmental, social and health claims in the single market’**. Official Journal of the European Union. 17.11.2015. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015IE0503&from=EN>>. Acesso em: 21/11/2021.

BID INVEST. **Financiando a Sustentabilidade por meio dos Mercados de Capitais: Guia Prático para Emissores de Títulos Temáticos**. p. 30. Disponível em: <<https://www.anbima.com.br/data/files/36/80/0C/B2/2B33A710455571A7882BA2A8/Guia%20Pratico%20para%20Emissores%20de%20Titulos%20Tematicos.pdf>>. Acesso em: 21/11/2021.

BLOCK, Joern H.; HIRSCHMANN, Mirko; FISCH, Christian. **Which criteria matter when impact investors screen social enterprises?.** Journal of Corporate Finance 66 (2021) 101813.

BRASIL. Lei Distrital nº 6.832, de 26 de abril de 2021. Disponível em: <<https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=413323>>. Acesso em: 08/08/2021.

BRASIL. Lei Estadual nº 10.483, de 04 de fevereiro de 2019. Disponível em: <http://diariooficial.rn.gov.br/dei/dorn3/docview.aspx?id_jor=00000001&data=20190205&id_doc=635225>. Acesso em: 08/08/2021.

BRASIL. Lei Estadual nº 8.571, de 16 de outubro de 2019. Disponível em: <<https://gov-rj.jusbrasil.com.br/legislacao/770187750/lei-8571-19-rio-de-janeiro-rj>>. Acesso em: 08/08/2021.

BRASIL. Lei Estadual nº 23.672, de 03 de julho de 2020. Disponível em: <<https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=398077>>. Acesso em: 08/08/2021.

BRASIL. Lei Estadual nº 17.271, de 21 de maio de 2021. Disponível em: <<https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=414729>>. Acesso em: 08/08/2021.

CARÈ, Roselle. **Developing Social Impact Bonds to Tackle Emerging Social Needs and Promote Social Welfare.** [2021]. Disponível em: <<https://www.adb.org/sites/default/files/institutional-document/691951/ado2021bn-developing-social-impact-bonds.pdf>>. Acesso em: 15/12/2021.

CAUTI, Caio. **Número de pessoas físicas na Bolsa de Valores cresce 92% em 2020.** Suno Notícias. 05/01/2021. Disponível em: <<https://www.suno.com.br/noticias/numero-pessoas-fisicas-bolsa-cresce-2020/>>. Acesso em: 25/07/2021.

CITY OF TORONTO. **City of Toronto Social Bond Newsletter June 2021.** Junho, 2021. Disponível em: <<https://www.toronto.ca/wp-content/uploads/2021/06/902f-SocialBondNewsletterJune2021-final.pdf>>. Acesso em: 20/11/2021.

CITY OF TORONTO. **Social Debenture Program.** Disponível em: <<https://www.toronto.ca/city-government/budget-finances/city-finance/investor-relations/social-debenture-program/>>. Acesso em: 20/11/2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM; BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO – BID. **Tendências e Oportunidades no Mercado de Títulos Temáticos para o Brasil**. Laboratório de Inovação Financeira. Outubro, 2020. Disponível em: <<http://www.labinovacaofinanceira.com/wp-content/uploads/2020/10/Tend%C3%A2ncias-e-Oportunidades-no-Mercado-de-T%C3%ADtulos-Tem%C3%A1ticos-para-o-Brasil.pdf>>. Acesso em: 30/07/2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 1. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

FALKOWSKI, Michal; WIŚNIEWSKI, Piotr. **Impact Investment as a New Investment Class**. Review of Business and Economics Studies. Volume 1, Number 1, 2013.

FINKELMAN, Jeff; HUNTINGTON, Kate. **Impact Investing: History & Opportunity**. Athena Capital Advisors LLC. Janeiro, 2017.

GLOBAL IMPACT INVESTING NETWORK – GIIN. **What you need to know about impact investing**. Disponível em: <<https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing>>. Acesso em: 30/07/2021.

GOMES, Rafael de Araújo; PORTO, Lorena Vasconcelos; ALVARENGA, Rúbia Zanutelli de; FARIA, Thaís Dumê. **A Responsabilidade Social das Instituições Financeiras e a Garantia dos Direitos Humanos**. Belo Horizonte: Fórum, 2018. p. 12.

GOVERNO DO BRASIL. **Estratégia Nacional de Investimentos e Negócios de Impacto – ENIMPACTO**. Junho, 2021. Disponível em: <<https://www.gov.br/produtividade-e-comercio-exterior/pt-br/assuntos/inovacao/enimpacto/DocumentoBaseEnimpactoversorevisada17.06.2021.pdf>>. Acesso em: 30/07/2021.

GUSTAFSSON-WRIGHT, Emily; GARDINER, Sophie; PUTCHA, Vidya. **The Potential and Limitations of Impact Bonds: Lessons From The First Five Years of Experience Worldwide**. Global Economy and Development Program – BROOKINGS. Julho, 2015. Setembro, 2017.

GUSTAFSSON-WRIGHT, Emily; BOGGILD-JONES, IZZY; SEGELL, Dean; DURLAND, Justice. **Impact Bonds in Developing Countries**.

HSBC. **HSBC Green Bonds Report**. Outubro, 2020.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – IBGE. **Síntese de Indicadores Sociais: Uma Análise das Condições de Vida da População Brasileira**. Rio de Janeiro: IBGE, 2020. Disponível em: <<https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/livros/liv101760.pdf>> Acesso em: 25/07/2021.

INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION. **Working Towards a Harmonized Framework for Impact Reporting for Social Bonds**. Junho, 2020. Disponível em: <<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/June-2020/Harmonized-Framework-for-Impact-Reporting-for-Social-BondsJune-2020-090620.pdf>>. Acesso em: 30/07/2021.

_____. **Social Bond Principles: Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds June 2021**. Disponível em: <<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Social-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>>. Acesso em: 21/11/2021.

_____. **Sustainable bonds database**. Disponível em: <<https://www.icmaxcgroup.org/sustainable-finance/green-social-and-sustainability-bonds-database/#HomeContent>>. Acesso em: 15/11/2021.

INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION WORLD BANK GROUP – IFC. **Creating Impact: The Promise of Impact Investing**. Abril, 2019.

_____. **Social Bond Impact Report: Financial Year 2020**. Disponível em: <<https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/7598248b-5395-4cf3-b202->

[2b9408938a33/IFC_Social+Bond+Impact+Report_FY20_FINAL.pdf?MOD=AJPERES&CVID=nuct3k4](https://www.fgv.br/direito/riodoc/2b9408938a33/IFC_Social+Bond+Impact+Report_FY20_FINAL.pdf?MOD=AJPERES&CVID=nuct3k4)>. Acesso em: 30/07/2021.

JORDÃO, Júlia Garone. **Investimentos de Impacto: Negócios Sociais Como Opção de Aplicação Financeira**. Monografia de Final de Curso (Orientador: Fabrício Mello Rodrigues da Silva). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro- Departamento de Economia. Dezembro, 2013.

KAETÉ INVESTIMENTOS. **Sobre a Kaeté**. Disponível em: <<http://www.kaeteinvestimentos.com.br/sobre-a-kaete/>>. Acesso em: 21/11/2021.

KAETÉ INVESTIMENTOS. **Torres Engenharia**. Disponível em: <<http://www.kaeteinvestimentos.com.br/portfolio-items/torres-engenharia/>>. Acesso em: 21/11/2021.

KAETÉ INVESTIMENTOS. **Peixes da Amazonia**. Disponível em: <<http://www.kaeteinvestimentos.com.br/portfolio-items/peixes-da-amazonia/>>. Acesso em: 21/11/2021.

KPMG INTERNATIONAL. **Understanding Impact Investing: Common Terms and What They Mean**. 2018. Disponível em: <<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2017/11/impacting-investment-lexicon.pdf>>. Acesso em: 30/07/2021.

LANZ, Luciano Quinto; MACEDO, Rafael Veneza Quimas; DAMASCENO, Patrícia do Amaral Moreira. **Títulos e garantias de impacto social: adaptação do modelo para o Brasil**. Revista do BNDES 46. Dezembro, 2016.

LIEBMAN, Jeffrey B. **Social Impact Bonds: a promising new financing model to accelerate social innovation and improve government performance**. Fevereiro, 2011. Disponível em: <https://cdn.americanprogress.org/wp-content/uploads/issues/2011/02/pdf/social_impact_bonds.pdf>. Acesso em: 15/12/2021.

MARIZ, Frederic de; SOUTO, Estela; MENEZES, Aline; PATRIARCA, Roberto. **Investindo em Impacto Social**. UBS. Novembro, 2016. Disponível em: <https://www.sitawi.net/wp-content/uploads/2017/05/Investindo-em-Impacto-Social_Contratos-de-Impacto-Social_Perspectivas-para-

[oBrasil.pdf?utm_campaign=resposta_automatica_da_landing_page_sibhub_investindo_em_impacto_social_contratos_de_impacto_social_e_as_perspectivas_para_o_brasil&utm_medium=email&utm_source=RD+Station](#)>. Acesso em: 30/07/2021.

OECD. **Understanding Social Impact Bond**. LEED Building More and Better Jobs. 2016.

OLMSTED, Paige. **Social Impact Investing and the changing face of conservation finance**. Institute for Resources, Environment & Sustainability University of British Columbia. Julho, 2016.

PEÑA, Ines de la. **A Primer On Social Impact Bonds**. Economic Development Division, Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC). Disponível em: <https://www.cepal.org/sites/default/files/news/files/wp_pena_2.pdf>. Acesso em: 15/12/2021.

PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT. **About the PRI**. Disponível em: <<https://www.unpri.org/pri/about-the-pri>>. Acesso em: 30/07/2021.

PUE, Kristen. **Social Impact Bonds: Reflecting on Emerging Global Practice**. Setembro, 2016.

RAGAZZI, Ana Paula. **Gyra+ levanta R\$ 120 milhões com debêntures de impacto social**. Valor Econômico. 30 de junho de 2021. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/06/30/gyra-levanta-r-120-milhoes-com-debentures-de-impacto-social.ghtml>>. Acesso em; 21/11/2021.

ROSS, Ulrik. **Social Bonds**. HSBC. [2015].

SCOGNAMILLO, Lucca Elmôr Rizzo. **Green Bonds: títulos de dívida sustentáveis para financiamento de projetos**. Monografia de Final de Curso (Orientador: Francisco Antunes Maciel Müssnich). Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro - Departamento de Direito. Dezembro, 2017.

SEBRAE. **Negócios de Impacto Social: Guia Sobre Oferta de Capital para Negócios de Impacto Social**. 2017.

SITAWI. **Contratos de Impacto Social: estado atual e caminhos para inovação na contratação pública no Brasil.** Disponível em: <<https://www.sitawigov.org.br/blog/contratos-de-impacto-social-estado-atual-e-caminhos-para-inovacao-na>>. Acesso em: 15/09/2021.

_____. **Entenda a Lógica do Contrato de Impacto Social.** Contratos de Impacto Social. Disponível em: <<https://www.sitawigov.org.br/entenda>>. Acesso em: 21/11/2021.

_____. **Investimento de Impacto.** Disponível em: <<https://www.sitawi.net/investimento-de-impacto/>>. Acesso em: 21/11/2021.

THORNLEY, Ben; WOOD, David; GRACE, Katie; SULLIVANT, Sarah. **Impact Investing A Framework for Policy Design and Analysis.** The Rockefeller Foundation. Janeiro, 2011.

TRELSTAD, Brian. **Impact Investing: A Brief History.** Capitalism and Society: Vol. 11: Iss. 2, Article 4. 2016.

OECD. **Understanding Social Impact Bonds.** LEED Building more and batter jobs.

VOX CAPITAL. **Relatório VOX 2020.** Disponível em: <https://c7a1df3e-ae37-4ab6-b81bcb38c1c0f333.filesusr.com/ugd/6421d2_435cf33e620f4a098fa163da96188fbb.pdf>. Acesso em: 21/11/2021.