



MAPA DO SETOR DE INVESTIMENTO DE IMPACTO NO BRASIL

Resumo das Conclusões
Maio de 2014

Execução



LGT Venture Philanthropy



Colaboração



University of St.Gallen

Apoio tradução



LGT Venture Philanthropy

Fundada em 2007, LGT Venture Philanthropy (LGT VP) é um investidor de impacto global em organizações com excelente impacto social e ambiental. Com sede em Zurique e com equipes locais na América Latina, África, Europa, Índia, Sudeste Asiático e China, LGT VP está empenhada em melhorar a qualidade de vida das pessoas menos favorecidas em emergentes países e em desenvolvimento. A LGT VP investe em organizações o sob a forma de doações, dívida e equity, com apoio na troca de know-how em de negócios e gestão e acesso às redes relevantes. Até o momento, LGT VP investiu e doou mais de US\$ 32 milhões em 39 organizações que melhoraram as vidas de mais de cinco milhões de pessoas. A organização trabalha com clientes institucionais e individuais que se beneficiam da experiência, sistemas, processos e redes construídas através da atuação filantrópica envolvimento do fundador da LGT VP, a Família Real de Liechtenstein/ Grupo LGT.

Quintessa Partners

QUINTESSA PARTNERS foi fundada por profissionais do mercado financeiro com o objetivo de incorporar os capitais natural, social, humano, manufatureiro e governança (ESG - Enviromental, Social and Governance) nas metodologias de análise de investimento (Riscos, Oportunidade e Impacto). A QP acredita que são experiências relacionadas ao capital humano e social que serão capazes de promover o impacto positivo na sociedade resignificando a palavra investir.

Aspen Network of Development Entrepreneurs (ANDE)

A Aspen Network of Development Entrepreneurs (ANDE) é uma rede global de organizações que incentivam o empreendedorismo nos mercados emergentes. Os membros da ANDE oferecem serviços essenciais de apoio financeiro, educacional e de negócios a Pequenos Negócios em Crescimento (SGBs, na sigla em inglês)¹ por acreditar que eles criarão empregos, estimularão o crescimento econômico continuado e produzirão benefícios econômicos e sociais. Em última análise, acreditamos que os SGBs podem ajudar a tirar os países da pobreza. Os membros da ANDE são fundos de investimento, prestadores de desenvolvimento de capacidades, de instituições de pesquisa, acadêmicas ou de desenvolvimento financeiro e corporações de todo o mundo. Fundada com 34 membros, em 2009, ANDE compreende agora mais de 200 membros que operam em mais de 150 países.

University of St. Gallen Hub São Paulo

Estabelecido em julho de 2010 em São Paulo, o hub da Universidade de St. Gallen (Suíça) para a América Latina busca fortalecer os laços e promover a troca de conhecimentos entre a Universidade e suas organizações parceiras na região. Isto é feito por meio de viagens acadêmicas, intercâmbio de estudantes e professores, pesquisas conjuntas e educação executiva. Além disso, o Hub São Paulo da Universidade de St. Gallen tem o objetivo de promover pesquisas de base e estudos de caso nas áreas do Investimento de Impacto, Negócios Inclusivos e Gestão Intercultural, e está incubando a plataforma de pesquisas IILA (Investimento de Impacto na América Latina, na sigla em inglês). Por fim, o Hub apóia o desenvolvimento de comportamentos empreendedores e uma melhor compreensão das diferentes culturas de negócio, por meio de vários estágios práticos orientados em Pequenas e Médias Empresas (PMEs) na América Latina.

¹ Small and Growing Businesses (SGBs) é uma categoria definida pela própria ANDE que define negócios comercialmente viáveis que tenham entre cinco e 250 empregados e que possuam potencial e ambição significativos de crescimento.

ÍNDICE

- 1 Resumo Executivo
- 2 Introdução
- 3 Panorama geral do estudo
- 4 Organizações que participaram da pesquisa
- 5 Observações analíticas
- 6 O mercado do investimento de impacto no Brasil. Resultados do estudo de mercado
 - a. Panorama geral dos atores no Brasil
 - b. Mercado (ativos sob gestão) e capital investido
 - c. Ambiente de investimentos
- 7 Principais aprendizados: o investimento de impacto no Brasil hoje
- 8 O futuro do investimento de impacto no Brasil
- 9 Previsão do cenário para os próximos cinco anos
- 10 Limitações e recomendações
- 11 Agradecimentos
- 12 Equipe de pesquisa e informações de contato
- 13 Anexo A: mapa do investimento de impacto

1

Resumo Executivo

2

Introdução

3

Panorama geral do estudo

4

Organizações que participaram da pesquisa

5

Observações analíticas

6

O mercado do investimento de impacto no Brasil.
Resultados do estudo de mercado

- a.** Panorama geral dos atores no Brasil
- b.** Mercado (ativos sob gestão) e capital investido
- c.** Ambiente de investimentos

1. Resumo Executivo

Nos últimos 10 anos do investimento de impacto no Brasil, temos observado um desenvolvimento significativo do tema. Cinco anos atrás, apenas poucos atores identificavam-se como investidores de impacto, muito poucas organizações do setor social estavam prontas para se relacionarem com investidores, e praticamente não havia oportunidade de co-investimento. Um forte aumento no número de investidores e na quantidade de capital, uma maior coordenação entre os atores e uma força de trabalho mais profissional no setor, facilitaram o desenvolvimento do investimento de impacto. Este estudo do setor no Brasil revela um significativo crescimento do mercado. Dezenove dos maiores investidores de impacto brasileiros pesquisados, incluindo gestores de fundos, bancos, fundações, empresas familiares e outros, esperam dedicar 40% a 50% mais capital ao investimento de impacto em 2014, em comparação com 2013.

Entre os principais destaques deste estudo estão:

- A entrada de 15 novos investidores de impacto entre 2012 e 2013 indica um interesse e crescimento significativos no mercado.
- Uma ambiciosa meta de captar US\$ 150 milhões em fundos é projetada pelos gestores de fundos para 2014/15, comparado

com um total de US\$ 177 milhões ao longo dos últimos 10 anos.

- Projeção de acordos entre US\$ 89 milhões e US\$ 127 milhões para serem fechados em 2014.
- Espera-se que o número de transações aumente em 100%, de 68 para 136 negócios em 2014.
- As áreas prioritárias incluem os setores de educação, inclusão financeira e saúde, seguidos por habitação, prevenção de poluição, gestão de resíduos e energia renovável.
- Muitos investidores estão interessados em expandir seu alcance geográfico no Brasil, particularmente no Nordeste.
- A expectativa de retorno financeiro varia entre 10% e 35%.
- 90% dos respondentes relataram usar métricas para avaliar o impacto social e/ou ambiental de seus investimentos.
- 100% dos respondentes relataram escolher seus investimentos com base em seu impacto social, seguido pela sustentabilidade administrativa (60%) e financeira (55%).

Este relatório encontrou um consenso entre os investidores de impacto de que o mercado continuará a crescer e de que há muitas razões para ser otimista sobre o futuro. Uma delas é que o mercado brasileiro é em si uma grande oportunidade: não apenas 45 milhões de pessoas ingressaram na classe média nos últimos 10 anos, mas também há uma demanda de mercado não atendida por serviços e produtos que atendam à base da pirâmide (BOP, na sigla em inglês). No entanto, a capacidade de se demonstrar que os retornos financeiros e sociais podem ser combinados é um fator chave que determinará o ritmo do desenvolvimento do mercado. Estes exemplos de sucesso têm o potencial de atrair empreendedores talentosos, que por sua vez trarão investidores tradicionais e novos potenciais empreendedores, em um ciclo virtuoso.



2. Introdução

O crescimento econômico contínuo ao longo da última década, deu ao Brasil melhores condições para enfrentar os problemas sociais. Embora avanços importantes tenham sido feitos na redução da pobreza e melhoria da distribuição de renda, a desigualdade social no país continua uma das mais altas do mundo. Hoje, o Brasil é uma das 15 economias mais desiguais do mundo (dados da OCDE, 2012), tornando a justiça social uma prioridade para o desenvolvimento de longo prazo do país. Alguns dos complexos desafios a serem enfrentados incluem:

- **80% da população das classes de baixa-renda, ganhando menos de US\$ 9/dia².**
- **Indicadores sociais mostram que de 13,3 milhões de crianças com idades entre 11 e 14 anos, apenas 3,5 milhões continuarão a frequentar a escola, o que equivale a uma taxa de evasão escolar de 73,1%. Em outras palavras, apenas um de cada cinco jovens chegará à educação superior. Em comparação, no ano de 2007 a taxa de evasão escolar nos EUA foi de 8,7%, e na Europa a taxa média foi de 14,8%.**
- **75% da população não possui seguro de saúde particular, dependendo completamente do sistema público de saúde, que é gerido de maneira ineficiente, recebe poucos recursos e é com dificuldades de oferecer serviços de saúde³ de qualidade. Além disso, o tempo de espera por exames pode chegar a 8 meses.**

- **Mais de 64% da população não tem acesso a serviços bancários⁴.**

Reduzir a desigualdade de renda, melhorar a qualidade dos serviços públicos, assim como promover a diversificação da economia para além da exportação de produtos primários são ações necessárias para levar o Brasil ao próximo estágio de desenvolvimento social e econômico. O investimento de impacto tem o potencial de ajudar a enfrentar esses desafios ao apoiar soluções de mercado mensuráveis e com potencial de escala que criam impactos sociais e ambientais positivos, ao mesmo tempo em que geram retornos financeiros.

No Brasil, o investimento de impacto ainda é um mercado nascente, com uma oferta limitada de informações disponíveis sobre seu tamanho e tendências. Para aprofundar o conhecimento e a conscientização sobre este setor a Aspen Network of Development Entrepreneurs (ANDE), a LGT Venture Philanthropy, a Quintessa Partners e a University of St. Gallen decidiram conduzir um estudo do mercado brasileiro de investimento de impacto. Esta análise é baseada em dados quantitativos e qualitativos coletados entre um grupo abrangente de investidores de impacto nacionais e internacionais ativos no Brasil.

² PNAD, IBGE, 2011.

³ Dados SUS, 2012.

⁴ INEP, 2012.

3. Panorama geral do estudo

🎯 Objetivos

O propósito deste estudo de mercado é mapear o setor de investimento de impacto no Brasil. Portanto, seus objetivos são analisar o tamanho do mercado, entender os tipos de investimentos disponíveis, e oferecer informações sobre seus principais atores e tendências futuras. O estudo se baseou em uma combinação de pesquisas quantitativas e qualitativas. A parte quantitativa é composta de um questionário com 40 perguntas, e a dimensão qualitativa inclui entrevistas semi-estruturadas conduzidas com 13 representantes dos principais públicos de interesse do mercado, que coletivamente aprofundam o entendimento sobre como o setor deve evoluir ao longo dos próximos anos.

🎯 Escopo

As informações apresentadas aqui se referem a organizações nacionais e internacionais ativas no Brasil e que investem diretamente em negócios de impacto. Fundo de Fundos (FoF, na sigla em inglês) ou investimentos de segundo nível não foram considerados. Além disto, o estudo foca em investidores que esperam obter retornos financeiros ao mesmo tempo em que geram um impacto social positivo. Como resultado, fundações convencionais e outros investidores que concedem doações sem expectativas de retornos financeiros não foram incluídos. Os participantes deste estudo foram selecionados com base nos três seguintes fatores:

1

Investem com o propósito de gerar impactos sociais e/ou ambientais

2

Ticket mínimo de US\$ 25.000 por investimento

3

Esperam obter um retorno financeiro dentro de um determinado período de tempo

Abordagem

Este estudo de mercado foi conduzido em três fases:

FASE I

Identificando os atores principais

Durante a fase de triagem para identificar os potenciais investidores de impacto no Brasil, um total de 28 investidores nacionais e internacionais foram convidados a participar neste estudo. A seleção foi baseada nos bancos de dados da ANDE e da LGT VP, com o apoio de indicações da rede de parceiros e de outros participantes.

FASE II

Questionários

Dos 28 atendiam aos critérios de seleção, 22 (79%) responderam um questionário contendo 40 questões abertas e fechadas sobre tendências de investimentos, ativos sob gestão e alocação de capital, assim como a questões abertas sobre os desafios e oportunidades do setor.

FASE III

Entrevistas abertas

A análise qualitativa é baseada em entrevistas semi-estruturadas conduzidas com 13 investidores qualificados e participantes do ecossistema de investimentos. As questões se focaram nos principais desafios e tendências para o setor do investimento de impacto no Brasil.

4. Investidores que participaram da pesquisa



LGT Venture Philanthropy

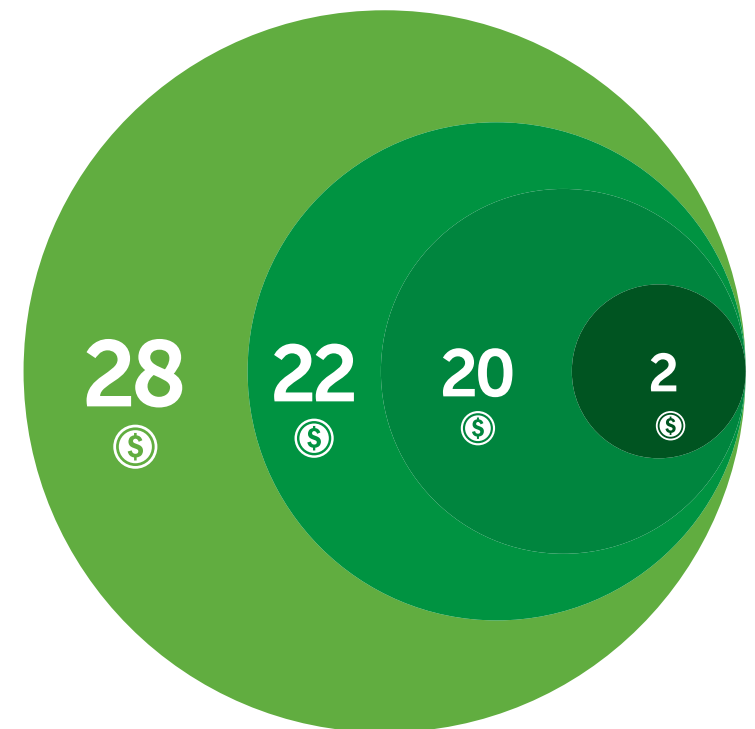


5. Notas analíticas

Este estudo identificou um grande número de potenciais investidores de impacto, dos quais 28 atendiam aos critérios de seleção. Desses, 22 participaram no estudo de mercado, o que corresponde a uma taxa de resposta de 79%.

Nem todas as perguntas do questionário foram respondidas pelos 22 participantes do estudo de mercado. A maior parte da análise quantitativa foi conduzida com 19 respondentes, 86,4% do total.

A International Finance Corporation (IFC), por meio de seu Inclusive Business Models Group, onde ela opera desde 2005, faz parte da relação de atores no Brasil, assim como no mapa de impacto (Anexo A). No entanto, devido à natureza e grande volume de seus investimentos no Brasil, ela não foi considerada na análise quantitativa.



investidores⁵

- 28: investidores atendiam aos critérios
- 22: investidores participaram do estudo
- 20: investidores já estão em operação
- 2: investidores iniciarão atividades em 2014

⁵ O número de respondentes varia ao longo do estudo porque nem todas as questões foram respondidas por todos os 22 investidores de impacto entrevistados.

6. O mercado de investimento de impacto no Brasil: dados-chave

A. PANORAMA GERA DOS INVESTIDORES NO BRASIL

Este estudo de mercado identificou 22 investidores no mercado de investimento de impacto brasileiro. Dentre eles, 20 estavam ativos em dezembro de 2013 e dois planejavam entrar no mercado em 2014.

As três principais conclusões deste levantamento foram:

Entre 2003 e 2009 o setor desenvolveu-se gradualmente, com sete principais atores no mercado

Em 2003, a Oikocredit, um fundo de microcrédito com sede na Holanda, foi um primeiro gestor de fundos de impacto a entrar no mercado brasileiro. A International Finance Corporation (IFC) iniciou investimentos em negócios sociais em 2005, por meio de seu Inclusive Business Models Group. Seguido do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), com seu programa Oportunidades para a Maioria, em 2007, trazendo um forte foco em negócios que atendem à base da pirâmide. A SITAWI Finanças do Bem e a MOV Investimentos (anteriormente chamada PRAGMA), ambos nacionais, começaram a explorar oportunidades de investimentos de impacto em 2008. Somente em 2009, a Vox Capital surgiu como o primeiro fundo fechado nacional de investimento de impacto, seguida pela LGT Venture Philanthropy, uma fundação internacional com investimentos de impacto, baseada na Suíça.

Desde 2012, o mercado tem evoluído rapidamente, com um número significativo de investidores entrando no mercado

Entre 2012 e 2013, o número de novos investidores triplicou, passando de 7 para 20 investidores até dezembro de 2013. O mercado está crescendo significativamente - no entanto, o setor ainda é incipiente, com um histórico registrado de dois a três anos, em média.

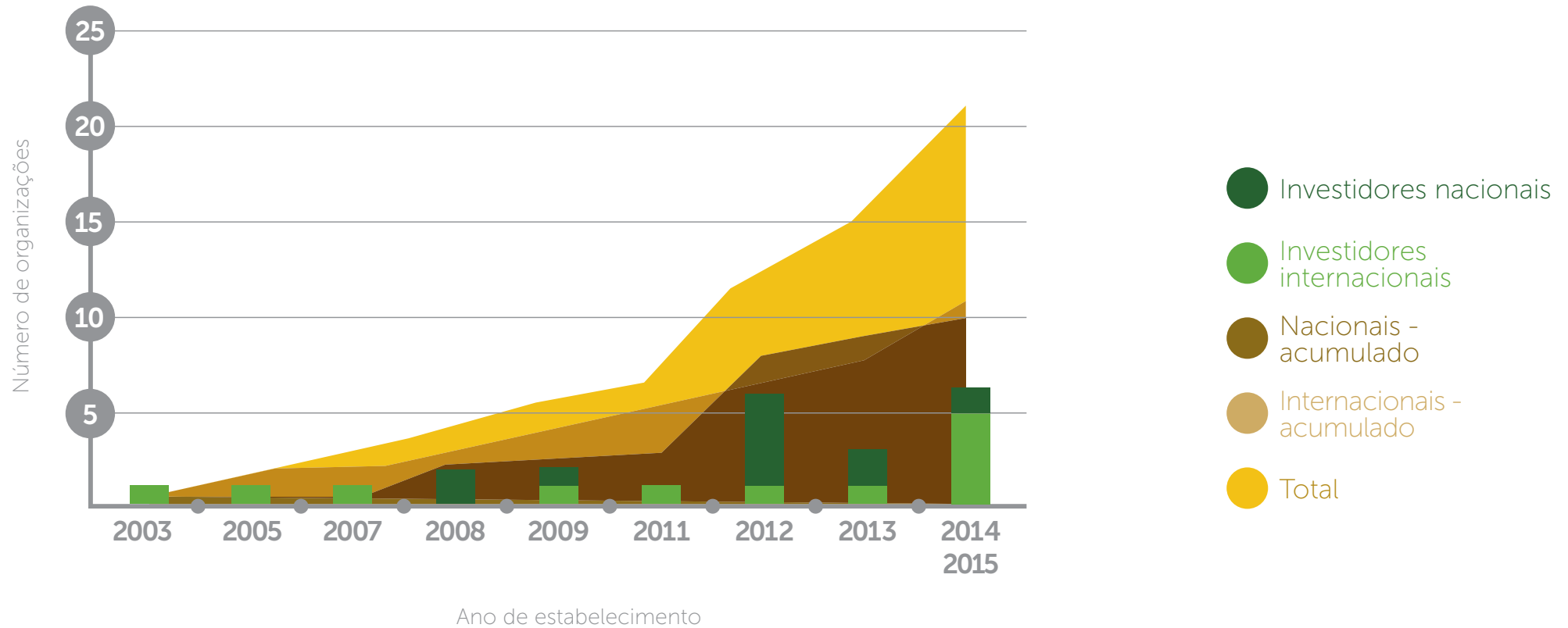
Há uma divisão igualitária entre investidores de impacto internacionais e nacionais

Dentre os 20 investidores ativos hoje no Brasil, 11 são internacionais e 9 são nacionais, o que resulta em um ambiente equilibrado entre atores locais e estrangeiros. O interesse dos investidores de impacto e fundações internacionais no Brasil é ilustrativo da atratividade deste mercado em relação a outros mercados emergentes. Seis dos onze investidores internacionais possuem escritórios com representantes locais, o que mostra a importância que esses atores atribuem à representação local. A Figura 1 mostra a evolução dos investidores de impacto no Brasil, mostrando tanto investidores nacionais quanto internacionais.

A. PANORAMA GERA DOS INVESTIDORES NO BRASIL

O mercado de investimento de impacto no Brasil: dados-chave

ANO DO ESTABELECIMENTO DOS INVESTIDORES NO BRASIL



TIPOS DE INVESTIDORES IDENTIFICADOS

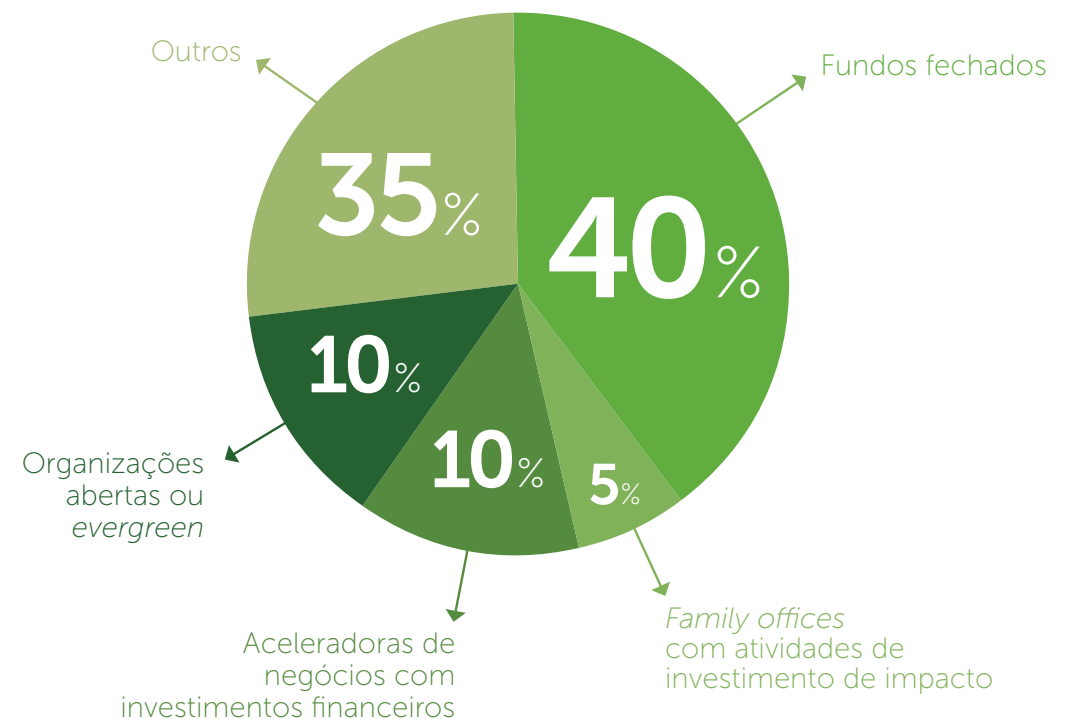
40% dos investidores são fundos fechados

Nesta análise, as categorias de investidores foram estabelecidas de acordo com a metodologia empregada pela Aspen Network of Development Entrepreneurs (ANDE). De acordo com a mesma, a maioria dos investidores são fundos fechados (40%), seguidos pelas aceleradoras de negócios com investimentos financeiros (10%), organizações abertas ou *evergreen*⁶ (10%) e *family offices* (5%). Os outros 35% são divididos em categorias diferentes como firmas filantrópicas de investimentos, fundações, incubadoras de negócios, fundos abertos com organizações sem fins lucrativos ou bancos de desenvolvimento.

O número de *family offices* realizando exclusivamente investimentos de impacto ainda é pequeno. No entanto, entrevistas indicam que há um número crescente deles considerando o investimento de impacto como parte de seu portfólio para os próximos 3-5 anos.

⁶ Organizações que levantam fundos continuamente, sem limite de capitalização.

TIPO DE ORGANIZAÇÃO



TAMANHO DO MERCADO

Os oito fundos sediados no Brasil gerem um capital de aproximadamente US\$ 177 milhões⁷

Isto representa menos de 0,4% dos ativos globais de investimentos de impacto sob gestão, estimados em um valor de US\$ 46 bilhões⁸. No entanto, este valor precisa ser considerado com cuidado, uma vez que ele não inclui os US\$ 3 bilhões em fundos geridos pelos outros onze investidores internacionais ativos no Brasil. Embora não seja possível especificar quanto do capital internacional é alocado especificamente para o Brasil, isto aumentaria significativamente o valor total dos ativos.



⁷ Dados de dezembro de 2013, compostos de seis fundos fechados e dois outros investidores nacionais.

⁸ GIIN, JPMorgan, 2014.

EXPECTATIVA DE CAPTAÇÃO DOS INVESTIDORES NACIONAIS

Aumento da meta de captação ente os gestores de fundos: total estimado de US\$ 150 milhões para 2014/15, em comparação com os US\$ 177 milhões do total levantado ao longos dos últimos 10 anos

Cinco dos nove investidores nacionais responderam que em 2014 estimam arrecadar até US\$ 150 milhões no Brasil e no exterior. Isto representaria um aumento de 45% nos ativos, passando de US\$ 177 milhões para US\$ 327 milhões até 2015.



CAPITAL INVESTIDO DESDE 2003

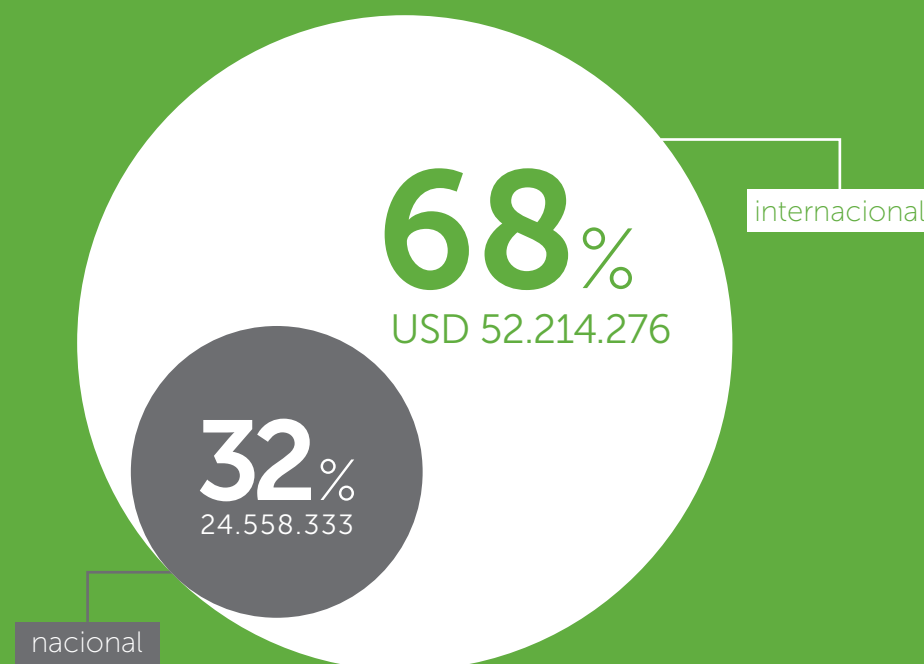
Desde 2003, um total de US\$ 76,4 milhões foi investido em 68 negócios de impacto⁹

De acordo com nossa pesquisa, o ticket médio dos investimentos de impacto foi de ~US\$ 1,1 milhão. É interessante observar que os valores de ticket médio dos investimentos de impacto equivalem à metade daqueles encontrados no setor de Venture Capital (VC). Desde 2008, 50 organizações completaram 153 transações no valor de US\$ 229 milhões no mercado de VC.

68% desses investimentos foram executados por investidores internacionais. O Oikocredit e o programa Oportunidades para a Maioria/BID lideram o ranking dos valores totais investidos, já que representam 58% ou US\$ 44,3 milhões dos investimentos alocados nos últimos 10 anos. O capital total investido no Brasil pelos investidores, levantado até 2013, foi de US\$ 76,7 milhões.

Dos 68 investimentos, 37 (55%) vêm de investidores nacionais e 31 (45%) de investidores internacionais, o que sugere que os investidores nacionais investem em um número maior de empresas, mas com um valor menor de investimento em cada uma.

FONTE DO CAPITAL ALOCADO EM NEGÓCIOS DE IMPACTO NO BRASIL



⁹ O Inclusive Business Models Group da IFC foi excluído da análise quantitativa, já que isto causaria uma distorção no mercado devido a seus investimentos de impacto da ordem de US\$ 894 milhões em 32 negócios desde 2005.

CAPITAL INVESTIDO DESDE 2003

2014 provavelmente trará um grande aumento na alocação de capital

Os 19 respondentes declararam que planejam investir entre US\$ 89 milhões e US\$ 127 milhões em 2014. Nota-se que os investidores estão preparados para expandir seus portfólios - o aumento nas metas de levantamento de capital e uma forte confiança nos projetos que receberão os futuros investimentos são os direcionadores dessa estratégia. Quatro respondentes afirmaram que estão planejando aplicar seu primeiro investimento em 2014. No entanto, ainda não está claro se haverá oportunidades de investimento suficientes para absorver este capital.



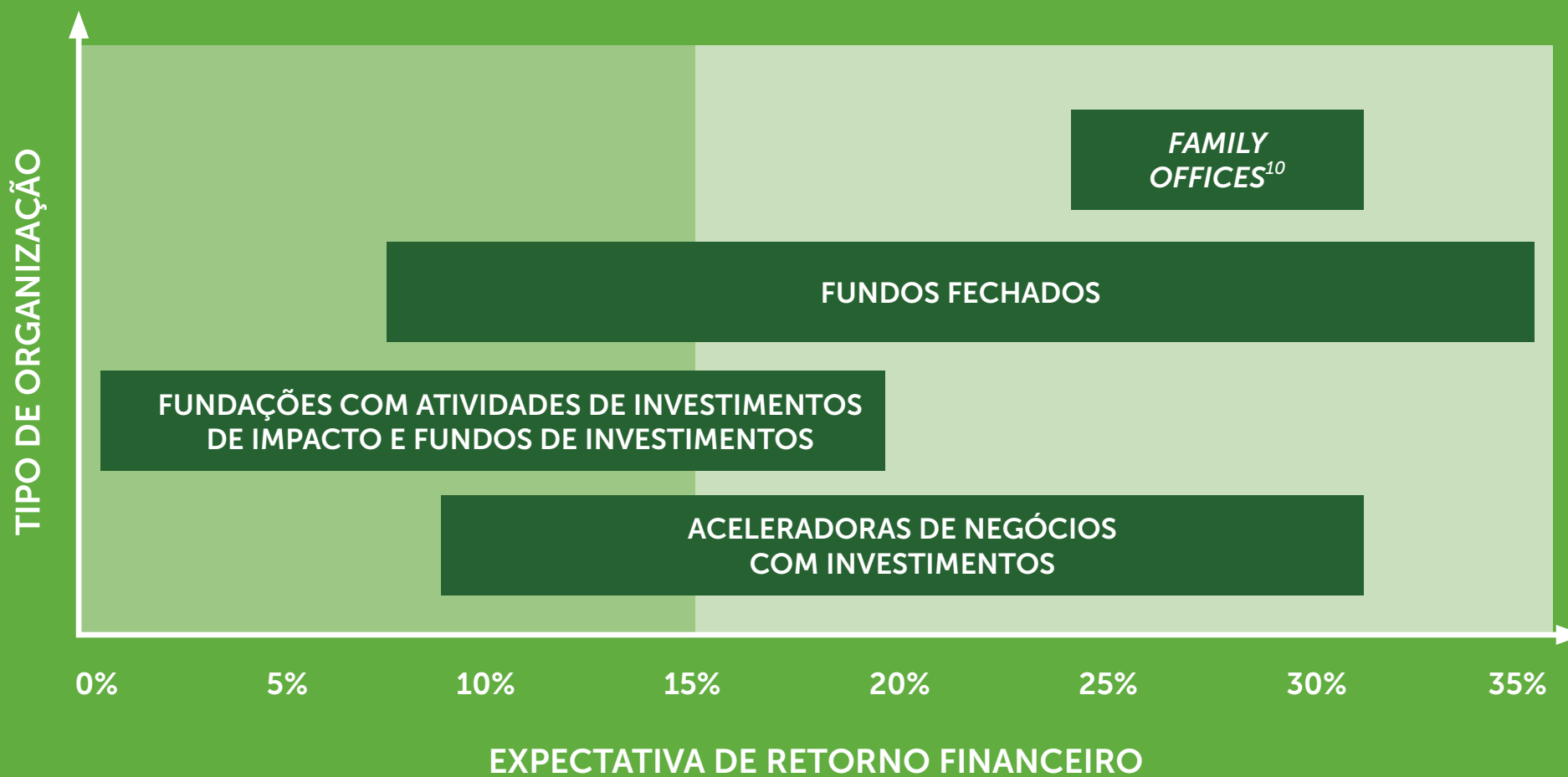
EXPECTATIVA DE RETORNO FINANCEIRO

As expectativas de retorno financeiro podem ser tão altas quanto aquelas verificadas nos setores tradicionais de Private Equity e Venture Capital. Expectativas mais baixas são observadas em investidores com missões sociais mais fortes ou que possuem uma abordagem filantrópica

As expectativas de retorno financeiro variam entre 0 e 35%. Conforme mostra a Figura 4, parte superior, os fundos fechados buscam retornos financeiros entre 10% e 35%. Cinquenta e seis por cento dos investidores nacionais procuram retornos financeiros comparáveis aos retornos convencionais observados nos setores de Private Equity e Venture Capital, que variam entre 20% e 35%.

No nível inferior da figura, as fundações responderam que possuem expectativas financeiras bastante moderadas, variando entre 0% e 20%. Isto é consistente com sua abordagem predominantemente social ou filantrópica. Quarenta e quatro por cento dos fundos fechados nacionais também esperam retornos financeiros abaixo de 20%.

EXPECTATIVA DE RETORNO FINANCEIRO



¹⁰ Este dado é baseado nas respostas, mas acreditamos que este retorno deve ser maior.

SETORES FOCO

Os setores de maior foco são: educação, inclusão financeira e serviços de saúde

Educação, inclusão financeira e serviços de saúde são os setores onde os investidores¹¹ mais concentram esforços no Brasil. Isto coincide com as áreas onde o Brasil atualmente enfrenta seus maiores desafios e ainda possui enorme potencial de melhoria em termos de produtos e serviços para a população de menor renda.

Como mostrado na Figura 5, há muitas outras áreas de considerável interesse para oportunidades de investimentos como energia renovável (53%), habitação (47%), gestão de resíduos (47%), água e saneamento (47%) e agricultura (42%).

¹¹ 19 respondentes



FOCO GEOGRÁFICO REGIONAL

O ambiente de investimentos de impacto está fortemente concentrado na região Sudeste do Brasil

No entanto, um número crescente de respondentes planeja aumentar a porcentagem de seus portfólios dedicada a investimentos na região Nordeste do país.

Embora 95% dos investidores¹² não possuam uma preferência geográfica específica, 45% ainda não fizeram investimentos fora do Sudeste, em parte por conta de uma maior disponibilidade de oportunidades nesta região. Parece haver um alto interesse e uma crescente tendência a buscar oportunidades de investimentos em outros lugares do Brasil, apesar do desafio de expandir para além de grandes centros urbanos. Foi identificado apenas um investidor nacional com foco na região amazônica.

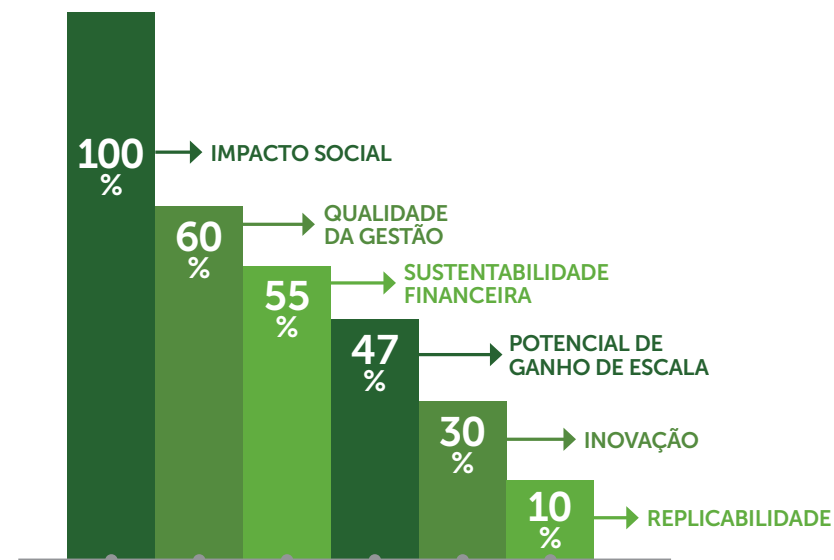
¹² 19 respondentes

CRITÉRIOS DE INVESTIMENTOS¹³

100% dos respondentes declararam que suas decisões de investimentos são guiadas primeiramente pelo impacto, seguido pela gestão (60%) e sustentabilidade financeira (55%)

O impacto social é o critério de investimento chave para todos os 19 investidores pesquisados, seguido da qualidade da gestão, com 60%, e a sustentabilidade financeira, com 55% - com apenas 30% escolhendo a inovação. Este fator parece ser particularmente atrativo para aceleradoras de negócios, mas não para fundos fechados.

PRINCIPAIS CRITÉRIOS CONSIDERADOS NA SELEÇÃO DE INVESTIMENTOS



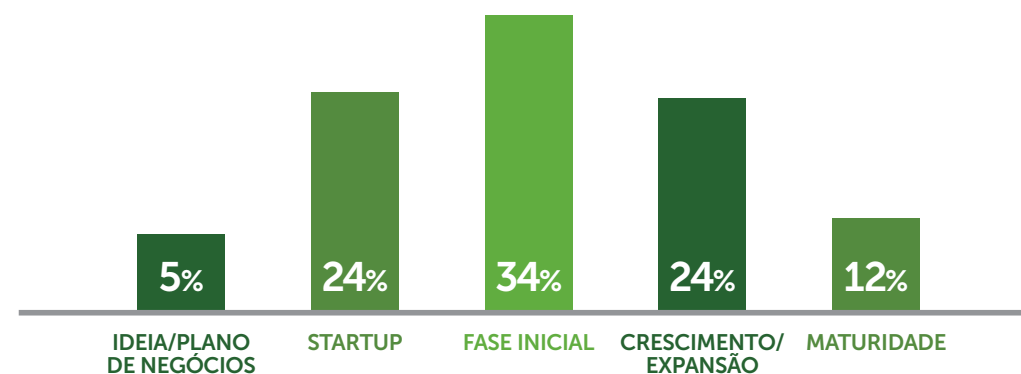
¹³ Os critérios de investimentos foram coletados a partir de uma questão aberta onde os investidores listaram diferentes fatores considerados em uma decisão de investimentos. Apenas critérios mencionados por vários investidores estão apresentados aqui.

ESTÁGIO DE DESENVOLVIMENTO DO NEGÓCIO

Devido à falta de negócios em fase de crescimento¹⁴, os investimentos em negócios em fase inicial compreendem 82% de todas as transações conduzidas por investidores de impacto no Brasil.

A evolução do ecossistema de startups ao longo dos próximos anos garantirá um fluxo de oportunidades de investimentos em empreendimentos em fases mais avançadas. Como mostrado na Figura 7, a maioria dos investidores de impacto procura por negócios em seus estágios iniciais. Startups e negócios em fase avançada de crescimento atraem um número equivalente de investidores. Observa-se que o ecossistema de empreendedorismo brasileiro é incipiente, com um número limitado de oportunidades de investimento em fases de crescimento posteriores. O posicionamento dos investidores individuais de acordo com o foco do segmento e o ticket médio dos investimentos é mostrado no ANEXO A.

INVESTIMENTOS POR ESTÁGIO DO NEGÓCIO



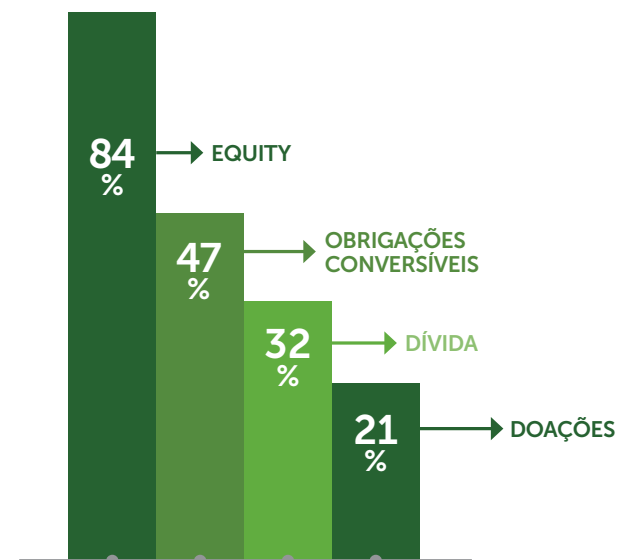
¹⁴ Negócios em fase de crescimento são definidos como empreendimentos com 3-5 anos de experiência de mercado e um modelo de negócios comprovado que esteja preparado para ganhar escala.

INSTRUMENTO FINANCEIRO

O equity é o veículo de investimento dominante utilizado por 84% dos investidores, seguido pelas obrigações conversíveis, utilizadas por 47% dos investidores (n=19)

Aceleradoras de negócios usam tanto obrigações conversíveis quanto equity. Investidores abertos, firmas de investimentos filantrópicos e fundações também oferecem doações, além de outros instrumentos financeiros com expectativas de retorno.

INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO





O mercado de investimento de impacto no Brasil: dados-chave

RELATÓRIO DE IMPACTO

75% dos respondentes afirmaram usar métricas para avaliar o impacto social e/ou ambiental de seus investimentos

Quinze dos 20 respondentes mensuram e relatam seus impactos sociais regularmente. Dos cinco investidores que não medem o impacto, três estão desenvolvendo seu próprio sistema de avaliação e dois não medem o impacto social de nenhuma maneira.

Hoje, apenas três investidores utilizam a metodologia GIIRS ou IRIS. Cinco desenvolveram seu próprio sistema de mensuração, enquanto outros relatam seu impacto social por meio de relatórios de gestão periódicos, combinando métricas operacionais e sociais.

INVESTIMENTOS FUTUROS

Inclusão financeira, educação e serviços de saúde continuarão a dominar o ambiente de investimentos em 2014

No total, 68 investimentos estão previstos para 2014¹⁵. Isto significa que, em média a maior parte dos investidores planeja investir em um a três projetos cada. No entanto, deve-se observar que aceleradoras de negócios têm adotado uma abordagem semelhante a do Vale do Silício, investindo em até dez negócios por ano.

Em termos de foco do setor, 89% dos investidores continuarão a focar em inclusão financeira, seguidos por 84% em educação e 63% em saúde. Os investidores estão menos focados no turismo, como mostrado na página 20.

¹⁵ 19 respondentes

No Brasil, como reflexo das preferências gerais dos investidores, os mesmos têm investido em múltiplos setores, mas, refletindo o setor de maior foco, 19% investiram no segmento de educação, seguidos pelo setor de saúde, com 11%, e pela inclusão financeira, com 9%. Investimentos em cultura, ecossistema de empreendedorismo e alguns projetos diversificados foram classificados como "Outros". Nenhum dos investidores pesquisados investiu nos setores de turismo, artesanato ou desenvolvimento de capacidades ainda.

ATUAL FOCO DE INVESTIMENTOS NO BRASIL



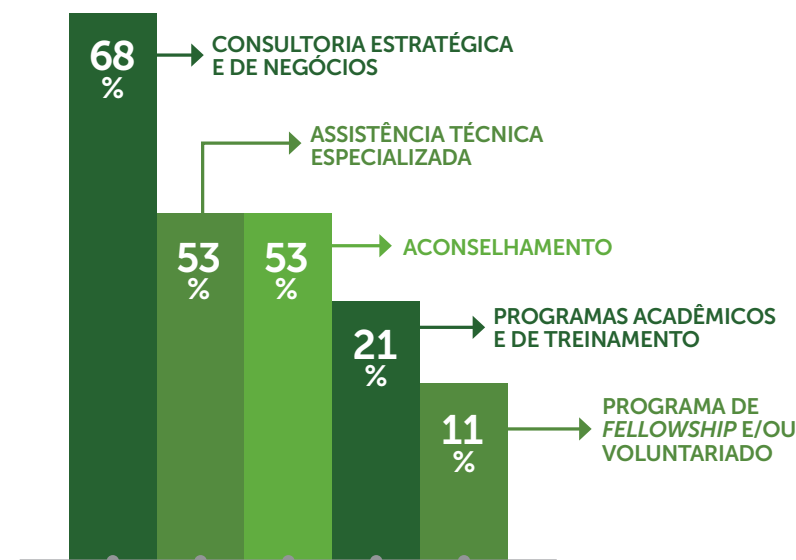
ASSISTÊNCIA TÉCNICA OFERECIDA

O investimento de impacto com frequência requer uma parceria verdadeiramente colaborativa, onde o aconselhamento aos altos gestores, a consultoria estratégica de negócios ou a assistência técnica especializada são bem-vindos e valorizados

Treze investidores oferecem capital intelectual na forma de serviços de consultoria estratégica de negócios. O aconselhamento e a assistência técnica especializada são oferecidos por 10 dos 20 investidores já ativos no Brasil¹⁶. Programas de *fellowship*, voluntariado e outros programas de treinamento não são comuns, sendo mais comumente relatados por grandes investidores internacionais.

O apoio na linha de frente também parece ser um modo eficaz de mitigar os riscos em situações críticas, principalmente em empresas em seus estágios iniciais. Par alavancar o capital intelectual, os investidores dedicam tempo no apoio à operação na fase pós-investimentos. Além disso, as dificuldades em gestão de equipes e relatórios financeiros são os desafios mais frequentemente relatados.

ASSISTÊNCIA TÉCNICA OFERECIDAS AOS INVESTIDOS



¹⁶ Intermediários como Ashoka, Avina e Endeavor, que oferecem assistência técnica ou programas de *mentoring*, não foram mapeados aqui.

- 7 Principais aprendizados: o investimento de impacto no Brasil hoje
- 8 O futuro do investimento de impacto no Brasil
- 9 Previsão do cenário para os próximos cinco anos
- 10 Limitações e recomendações

7. Principais aprendizados: o investimento de impacto no Brasil hoje

As conclusões deste estudo de mercado jogam luz sobre um setor nascente, mas em rápida evolução, do investimento de impacto. Um aumento acentuado no número de investidores e capital alocado, uma maior articulação entre os atores e uma força de trabalho mais profissional em atividade no setor hoje facilitaram o desenvolvimento do ambiente de investimentos de impacto.

Uma visão histórica do número de investidores envolvidos em investimentos de impacto no Brasil ilustra o forte ritmo do desenvolvimento deste setor. Em 2009, seis organizações estavam em atividade no tema. Em dezembro de 2013, 20 investidores buscavam ativamente por oportunidades de investimentos de impacto no Brasil. O crescimento do interesse dos investidores é exemplificado por investidores de impacto internacionais que recentemente iniciaram operações no Brasil, como a Bamboo Finance e a Omidyar Network, por organizações multilaterais tornando-se ativas neste campo (ex: IFC, BID) e por um crescente número de indivíduos ricos e/ou filantropos com expresso interesse em combinar uma missão social com retornos financeiros.

O mercado brasileiro de investimento de impacto permanece modesto quando comparado a outros mercados de capitais, como o setor tradicional de PE/VC, que atualmente maneja aproximadamente US\$ 44 bilhões em ativos¹⁷. O tamanho do

mercado nacional (baseado nas contas de 8 dos 9 investidores nacionais) é estimado em US\$ 177 milhões em ativos sob gestão (AUM, na sigla em inglês). Isto exclui os ativos geridos por investidores internacionais. Como discutido nas conclusões, 97% desses recursos são geridos por fundos fechados nacionais.

Este estudo de mercado aponta para um conjunto de atores incrivelmente diversificado. O ambiente heterogêneo dos investidores de impacto inclui aceleradoras de negócios que fazem investimentos financeiros, *family offices*, fundos abertos ou *evergreen*, fundos fechados, incubadoras de negócios com investimentos financeiros, fundações, bancos multilaterais de desenvolvimento e fundo de investimentos filantrópico. Estes investidores se caracterizam por diferentes tamanhos de equipes, focos de investimentos e AUM. Ainda mais importante, cada investidor traz uma experiência diferente. Uma vez que a maior parte dos investidores nacionais foi estabelecida recentemente, há uma disparidade entre os investidores nacionais e internacionais em termos de registros históricos. Para o ecossistema brasileiro de investimentos de impacto como um todo, esta diversidade é positiva, uma vez que traz à mesma mesa diferentes tipos de conhecimentos. Isto tem sido elogiado por alguns públicos de interesse como uma das razões pelas quais este se tornou um setor mais colaborativo para oportunidades de co-investimentos.

¹⁷ KPMG, ABVCap, 2014.



1. Os investidores possuem um histórico limitado no Brasil

Apesar do rápido crescimento no número de atores neste mercado nos últimos anos, o volume e número de transações permanece relativamente baixo. Desde 2003, apenas 68 transações foram completadas no Brasil, representando US\$ 76,4 milhões em capital investido – um lembrete aos observadores de que o investimento de impacto ainda é um setor nascente. No entanto, os investidores permanecem otimistas, declarando sua intenção de investir em 68 transações em 2014, investindo um total estimado entre US\$ 89 milhões e US\$ 127 milhões nos negócios de impacto este ano.

2. Investidores vêem o investimento de impacto como uma solução intermediária entre a filantropia e o venture capital

De acordo com representantes chave de alguns públicos de interesse, a origem da maior parte do capital dos investimentos de impacto continua fortemente relacionada à filantropia. Uma vez que os investimentos de impacto são vistos como uma solução que fica entre a filantropia e o VC tradicional, esses representantes observam que o conceito de investimento de impacto e sua diferenciação da filantropia ainda não estão claros para muitos investidores. Na prática, os investidores ainda não vêem o investimento de impacto como uma estratégia de diversificação do portfólio, focando antes na promessa de retornos sociais sobre os investimentos.

Os pioneiros da proposta de valor do investimento de impacto no Brasil foram principalmente indivíduos ricos e famílias com tradição filantrópica. Muitos investidores individuais que escolheram investir neste setor estão cansados do modo tradicional de se fazer filantropia (falta de profissionalismo, ausência de relatos de desempenho, baixas perspectivas de crescimento e ganho de escala). Esta proposta é particularmente atraente para as gerações mais jovens e executivos de sucesso que buscam por modelos de impacto orientados a resultados que possam apoiar.



3. Os investimentos estão sendo feitos em um conjunto diverso de empreendimentos que geram algum impacto positivo para a comunidade ou para o meio ambiente

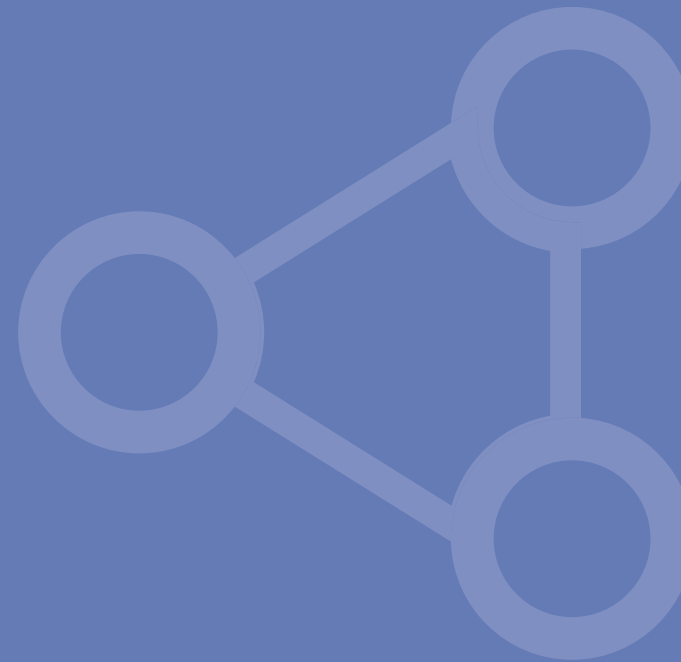
A falta de uma definição clara de “negócios de impacto” implica que os investidores investem em uma grande variedade de negócios que oferecem algum tipo de impacto social e/ou ambiental positivo. A ideia de “impacto social” geralmente foca em organizações que oferecem produtos/serviços para a Base da Pirâmide (BoP, na sigla em inglês), mitigação da pobreza ou medidas que a reduzem. Alguns investidores se focam mais em negócios potencialmente disruptivos/inovadores que atender à população em geral, enquanto outras se focam mais exclusivamente em negócios que oferecem serviços à BoP.





4. A escala continental do Brasil representa um desafio à busca por oportunidades de negócios

A busca por um fluxo de oportunidades de investimentos de impacto no Brasil permanece um desafio, uma vez que os investidores têm dificuldades em identificar potenciais empresas que atendem a seus critérios de investimentos. Esses recursos são investidos em uma grande variedade de setores, mas são concentrados primordialmente em três áreas: educação, saúde e inclusão financeira. O fluxo constante de oportunidades de investimentos continuamente fortemente concentrado em poucos estados onde o empreendedorismo é mais desenvolvido, como São Paulo, Rio de Janeiro e Minas Gerais. Regiões mais afastadas no Nordeste começam a ser exploradas, com algumas aceleradoras estabelecendo escritórios nesta região.





5. O acesso ao financiamento de capital semente é escasso

A maioria dos investidores foca em companhias em seu estágio inicial ou em fase de expansão. Dadas estas circunstâncias, o acesso ao capital semente ainda é difícil aos empreendedores, com poucos atores dedicando capital a startups e a negócios em fase de idealização ou plano de negócios. No entanto, esta lacuna no financiamento já foi percebida, e pelos menos dois investidores estão desenvolvendo instrumentos de empréstimos ou obrigações conversíveis para empresas em seus estágios iniciais em 2014. O acesso ao capital semente é um desafio chave para o desenvolvimento do ambiente de empreendedorismo social e para garantir um fluxo crescente de negócios mais maduros para investimentos.



8. O Futuro do Investimento de impacto no Brasil

Para entender melhor como este setor continuará a evoluir perguntamos a representantes dos públicos de interesse que fazem parte deste ecossistema: "onde estará o setor em cinco anos?". As respostas obtidas variaram significativamente, com alguns desses representantes demonstrando mais otimismo a respeito do setor que outros. No entanto, houve um consenso de que o setor continuará crescendo. Este mercado tem recebido atenção considerável de potenciais investidores e empreendedores, e se um número suficiente de casos de sucesso vier à luz dentro dos próximos cinco anos, o número de atores em atuação no setor tende a aumentar, com o capital vindo de uma maior variedade de fontes. As seguintes oportunidades foram identificadas:

O crescimento do mercado da Base da Pirâmide (BoP) no Brasil

Na década passada, o Brasil experimentou um forte crescimento econômico, apoiado pela distribuição de renda, que resultou em um aumento da classe média em 45 milhões de pessoas. Além disso, os consumidores de baixa renda continuam a demandar produtos e serviços que não são oferecidos a contento pelo setor público, como educação e saúde. Uma maior eficiência, profissionalismo e transparência são pré-condições cruciais para se atingir o desenvolvimento sustentável. O governo tem destacados áreas chave de prioridade para os investimentos, que incluem a educação e a saúde. A adoção por parte do governo de tecnologias e soluções inovadoras oferece uma oportunidade para empreendedores sociais entrarem nesses mercados.

Aumento no número de investidores

O aumento no interesse dos investidores, tanto nacionais quanto internacionais, é uma boa razão para sermos otimistas a respeito deste setor. O mercado brasileiro experimentou um rápido crescimento no número de atores ativos deste 2012. De 2014 em diante, múltiplos atores têm demonstrado interesse em fazer negócios no país, incluindo aqueles focados no financiamento de capital semente, onde uma lacuna de financiamento foi identificada.

O aumento da atratividade do setor

O governo (ex: Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social, BNDES) tem demonstrado um crescente interesse no investimento de impacto. Mais investidores tradicionais estão se interessando na temática de retorno financeiro e retorno social dos investimentos. Além disso, os investidores de impacto também tem notado um maior engajamento de corporações e universidades locais com o tema.

O ambiente de empreendedorismo em expansão

Completando este ciclo virtuoso, um crescente interesse pelo empreendedorismo com impacto social foi identificado. Isto envolve tanto empreendedores experientes e talentosos que buscam mudar seu foco de carreira quando uma nova geração cada vez mais interessada no empreendedorismo de modo geral. Um número crescente de cursos universitários focados em negócios sociais ou de impacto também tem contribuído para esta “massa crítica” de empreendedores potenciais. O trabalho das fundações que investem em intermediários para o fomento ao empreendedorismo social também contribui para este ecossistema.

Em paralelo, alguns representantes dos públicos de interesse consultados apresentaram argumentos que revelam um olhar mais cauteloso sobre o futuro do setor dos investimentos de impacto. Estes argumentos são apresentados abaixo:

1. Os empreendedores sociais não estão prontos para receberem investimentos

A despeito do crescente interesse no empreendedorismo com impacto social e da relativa melhoria na qualidade dos empreendedores, ainda é difícil encontrar oportunidades de investimento de alta qualidade. A maioria dos empreendedores não está pronta para receber investimentos. Foi observado que muitos empreendedores temem lidar com transações que envolvem dívidas, o que torna difícil investir em companhias em seus estágios mais precoces, onde os instrumentos financeiros preferidos dos investidores são empréstimos e obrigações conversíveis.

2. O Brasil ainda não possui grandes casos locais de sucesso que possam comprovar a tese do investimento de impacto

Atualmente, a ausência de casos de sucesso de negócios de impacto que gerem tanto retorno financeiro aos investidores quando um impacto social significativo – isto é, negócios que conseguiram alcançar escala e oferecer uma saída atrativa aos seus investidores – é um desafio à evolução deste setor. No entanto, os públicos de interesse estão otimistas de que haverá casos assim no mercado dentro de cinco anos, atraindo então novos investidores e atores para receber investimentos. Mais importante, tais exemplos comprovariam que é possível combinar retornos financeiros e sociais nos investimentos.

3. Isolamento do setor

Os representantes dos públicos de interesse observaram que o setor de investimento de impacto no Brasil age de forma relativamente isolada dos outros mercados (ex: terceiro setor e o mercado tradicional de VC). Este isolamento é alimentado principalmente por uma tendência à utilização de termos específicos do setor de impacto do que por uma relutância contra a colaboração com outros atores. No entanto isto é visto como uma desvantagem, uma vez que os atores envolvidos no mercado tradicional de VC investem em negócios de qualidade que também possuem um impacto positivo na sociedade.

9. Cenário projetado para os próximos cinco anos

Baseados nas entrevistas com os públicos de interesse mais importantes, prevemos um crescimento constante mas modesto ao longo dos próximos cinco anos, com novos atores entrando no mercado e uma melhoria geral do ambiente de negócios. Um número crescente de aceleradoras de negócios e iniciativas de apoio em capital intelectual podem ser observadas e são responsáveis pelo fortalecimento do ambiente de negócios. Além disso, vários eventos chave e redes/plataformas ativas de investidores facilitam uma maior articulação e transferência de aprendizados entre os públicos de interesse.

A existência de alguns casos de sucesso deve atrair um grupo diverso de investidores, que vão de *family offices* até atores governamentais, diversificando a origem do capital, que poderá ter mais recursos investidos com o propósito de gerar retornos financeiros – menos ligados à filantropia. Ainda assim, os investimentos de impacto continuarão a ser uma opção de portfólio para recursos de capital de longo prazo. Apesar de um aumento observado na quantidade de oportunidades de negócios para investimentos, identificar as oportunidades de alto potencial continuará sendo tão difícil quanto hoje.

10. Limitações e recomendações

Este estudo procura ser uma primeira análise do ecossistema do investimento de impacto, a partir do ponto de vista da oferta de capital. O estudo explorou um número relativamente pequeno de questões, e esforços futuros de mapeamento poderiam explorar com profundidade outros aspectos dos investimentos de impacto, como:

- Alocação de capital de acordo com o tipo de negócio, instrumentos financeiros, estágio de desenvolvimento do negócio, setor e geografia
- Detalhamento das origens do capital
- Retornos financeiros reais versus esperados
- Retornos sociais dos investimentos
- Principais desafios enfrentados ao longo da fase de investimentos
- Atitudes of institutional investors towards impact investing

Além destes, mais estudos podem ser conduzidos para identificar o ambiente do empreendedorismo com impacto social, aceleradoras e outros intermediários, de modo a oferecer uma visão mais abrangente do ecossistema dos investimentos de impacto.

Recomendamos que esta base de dados seja atualizada regularmente para acompanhar o desenvolvimento do setor no Brasil, e apoiamos iniciativas que levem este exercício a um nível de entendimento mais profundo acerca do ecossistema dos investimentos de impacto no Brasil.

11

Agradecimentos

12

Equipe de pesquisa e contatos

11. Agradecimentos

Agradecemos a todos os investidores que participaram deste estudo de mercado:

Accion
AMP
ARTEMISIA
Bamboo Finance
Developing World Markets
First Impact
GAG Investimentos
Grid Investments
Oportunidades para a Maioria/IDB
International Finance Corporation (IFC)
Kaeté Investimentos
LGT Venture Philanthropy
Mov Investimentos
Oiko Credit
Omidyar Network
Pipa
SITAWI Finanças do Bem
Village Capital
Virtuose
Vox Capital
World Transforming Technologies (WTT)
Yunus Social Business

Além deles, agradecemos também aos seguintes representantes dos públicos de interesse, que ofereceram contribuições importantes para este relatório:

Antônio Ermírio de Moraes Neto, Vox Capital
Beto Scretas, ICE
Carolina Aranha, Impactix
Célia Cruz, ICE
Daniel Izzo, Vox Capital
Dhaval Chadha, Pipa
Eduardo Grytz, Performa Investimentos / ABVCap
Leonardo Letelier, SITAWI
Marcela Zingerevitz, Mov Investimentos
Renato Kyiama, ARTEMISIA
Vivianne Naigeborin, Potencia Ventures

12. Equipe de pesquisa e contatos

Andrea Piazza

Frederic Kuonen, University of St. Gallen

Gustavo Alves

Johannes Boch, University of St. Gallen

Juan Carlos Moreno, LGT Venture Philanthropy

Rebeca Rocha, Aspen Network of Development

Entrepreneurs

Contatos para questões e comentários:

Rebeca Rocha: rebeca.rocha@aspennet.org

Juan Carlos Moreno: juancarlos.moreno@lgtvp.com

13

Anexo A: mapa dos investimentos de impacto

• INVESTIMENTOS DE IMPACTO NO BRASIL: MAPA •

Investimentos que buscam gerar impactos para além dos retornos financeiros

ESTÁGIO DE DESENVOLVIMENTO DO EMPREENDEDOR

IDEIA/PLANO DE NEGÓCIOS

STARTUP

FASE INICIAL

EXPANSÃO

MATURIDADE

Valor do investimento (USD '000)

*taxa de câmbio = R\$ 2,40

0

25

50

100

200

300

500

1.000

2.000

5.000

10.000



Artemisia
Ativo no Brasil desde 2013
1 investimento de impacto no Brasil
País de origem: Brasil



Village Capital
Ativo no Brasil desde 2011
0 investimento de impacto no Brasil
País de origem: EUA



GAG Investments
Ativo no Brasil desde 2013
2 investimentos de impacto no Brasil
País de origem: Brasil



Pipa
Ativo no Brasil desde 2013
0 investimento de impacto no Brasil
País de origem: Brasil



Accion International Venture Lab
Ativo no Brasil desde 2014
0 investimento de impacto no Brasil
País de origem: EUA



Grid Investments
Ativo no Brasil desde 2012
0 investimento de impacto no Brasil
País de origem: Brasil



World Transforming Technologies
Ativo no Brasil desde 2013
1 investimento de impacto no Brasil
País de origem: Panamá ★



Vox Capital
Ativo no Brasil desde 2009
12 investimentos de impacto no Brasil
País de origem: Brasil



MOV Investimentos
Ativo no Brasil desde 2008
5 investimentos de impacto no Brasil
País de origem: Brasil



Kaeté Investimentos
Ativo no Brasil desde 2013
1 investimento de impacto no Brasil
País de origem: Brasil



LEGENDA

INSTRUMENTOS FINANCEIROS

Empréstimo

Equity

Doação

Com previsão de início dos investimentos em 2014

★ Organizações internacionais com representação no Brasil

FOCO DO SETOR

- Agricultura
- Energia Renovável
- Educação
- Habitação
- Saúde
- Água e Saneamento

- Inclusão financeira
- Serviços de assistência técnica
- Desenvolvimento comunitário
- Artesanato
- Manejo florestal
- Conservação da biodiversidade

- Tecnologia da Informação e Comunicações (TIC)
- Subsistência sustentável
- Desenvolvimento de capacidades
- Prevenção da poluição e gestão de resíduos
- Turismo
- Softwares de sustentabilidade
- Todos os setores

• INVESTIMENTOS DE IMPACTO NO BRASIL: MAPA •

Investimentos que buscam gerar impactos para além dos retornos financeiros

ESTÁGIO DE DESENVOLVIMENTO DO EMPREENDEDOR

IDEIA/PLANO DE NEGÓCIOS

STARTUP

FASE INICIAL

EXPANSÃO

MATURIDADE

Valor do investimento (USD '000)

*taxa de câmbio = R\$ 2,40

0

25

50

100

200

300

500

1.000

2.000

5.000

10.000

OMIDYAR NETWORK™

Omidyar Network
Ativo no Brasil desde 2012
3 investimentos de impacto no Brasil
País de origem: EUA



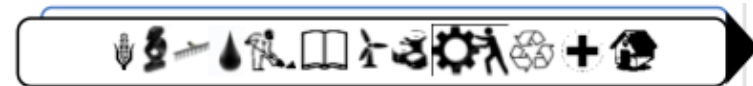
LGT Venture Philanthropy

LGT Venture Philanthropy
Ativo no Brasil desde 2009
2 investimentos de impacto no Brasil
País de origem: Suíça ★



OIKO CREDIT
Investing in people

Oikocredit
Ativo no Brasil desde 2001
21 investimentos de impacto no Brasil
País de origem: Holanda ★



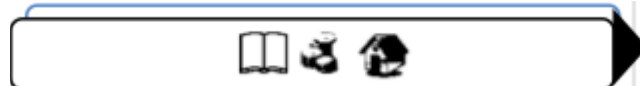
IFC International Finance Corporation
World Bank Group

Inclusive Business Models Group (IFC)
Ativo no Brasil desde 2005
32 investimentos de impacto no Brasil
País de origem: EUA ★



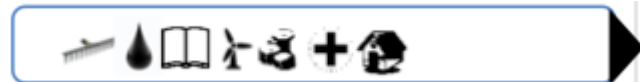
DEVELOPING WORLD MARKETS

Developing World Markets
Ativo no Brasil desde 2010
2 investimentos de impacto no Brasil
País de origem: EUA



BAMBOO FINANCE

Bamboo Finance
Ativo no Brasil desde 2012
1 investimento de impacto no Brasil
País de origem: Suíça



IDB Opportunities for the Majority

Opportunities for the Majority (IDB)
Ativo no Brasil desde 2010
4 investimentos de impacto no Brasil
País de origem: EUA ★



FIRST

FIRST
Ativo no Brasil desde 2014
0 investimento de impacto no Brasil
País de origem: Brasil



SITAWI FINANÇAS DO BEM

SITAWI
Ativo no Brasil desde 2009
15 investimentos de impacto no Brasil
País de origem: Brasil



YUNUS socialbusiness
GLOBAL INITIATIVES

Yunus Social Business
Ativo no Brasil desde 2014
0 investimento de impacto no Brasil
País de origem: Alemanha ★



LEGENDA

INSTRUMENTOS FINANCEIROS

Empréstimo

Equity

Doação

Com previsão de início dos investimentos em 2014

★ Organizações internacionais com representação no Brasil

FOCO DO SETOR

- Agricultura
- Energia Renovável
- Educação
- Habitação
- Saúde
- Água e Saneamento

- Inclusão financeira
- Serviços de assistência técnica
- Desenvolvimento comunitário
- Artesanato
- Manejo florestal
- Conservação da biodiversidade

- Tecnologia da Informação e Comunicações (TIC)
- Sustentabilidade
- Desenvolvimento de capacidades
- Prevenção da poluição e gestão de resíduos
- Turismo
- Softwares de sustentabilidade
- Todos os setores

INVESTIMENTOS COM EXPECTATIVA DE RETORNO FINANCEIRO

INVESTIMENTOS COM EXPECTATIVA DE RECUPERAÇÃO DO VALOR INVESTIDO

Produzido por Aspen Network of Development Entrepreneurs,
LGT Venture Philanthropy,
Quintessa Partners and University of St. Gallen © 2014.

Tradução patrocinada pelo
Instituto de Cidadania Empresarial (ICE).