

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

ERICK BARATTA KLEEBANK

***VENTURE CAPITAL*: UM ESTUDO SOBRE O USO DE CRITÉRIOS *ESG* POR
GESTORAS DE INVESTIMENTOS NO BRASIL**

Porto Alegre

2023

ERICK BARATTA KLEEBANK

***VENTURE CAPITAL: UM ESTUDO SOBRE O USO DE CRITÉRIOS ESG POR
GESTORAS DE INVESTIMENTOS NO BRASIL***

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Carlos Eduardo Schonerwald da Silva

Porto Alegre

2023

CIP - Catalogação na Publicação

Kleebank, Erick Baratta

Venture Capital: um estudo sobre o uso de critérios ESG por gestoras de investimentos no Brasil / Erick Baratta Kleebank. -- 2023.

69 f.

Orientador: Carlos Eduardo Schonerwald da Silva.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade
de Ciências Econômicas, Curso de Ciências Econômicas,
Porto Alegre, BR-RS, 2023.

1. Venture Capital. 2. ESG. 3. Inovação. 4.
Startup. 5. Investimento Responsável. I. Silva, Carlos
Eduardo Schonerwald da, orient. II. Título.

ERICK BARATTA KLEEBANK

***VENTURE CAPITAL: UM ESTUDO SOBRE O USO DE CRITÉRIOS ESG POR
GESTORAS DE INVESTIMENTOS NO BRASIL***

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Aprovado em: Porto Alegre, 3 de abril de 2023.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Carlos Eduardo Schonerwald da Silva – Orientador

UFRGS

Prof. Dr. Sabino da Silva Porto Júnior

UFRGS

Profa. Dra. Letícia de Oliveira

UFRGS

“The consideration of material social and environmental issues should be part of every financial analyst’s normal work. Not only does this make sense from an investment risk perspective; institutional clients are increasingly asking for better integration in fund management.” (UN; SDFI, 2004, p. 21).

RESUMO

A preocupação com problemas ambientais, sociais e de governança (ESG) tem influenciado nas decisões de investimento em todo o mundo. Em 2006, a ONU lançou os Princípios para Investimento Responsável, onde governos, organizações sem fins lucrativos, fundos de pensão, empresas, educadores, gestores de fundos, entre outros signatários comprometeram-se a incorporar critérios ESG na análise de investimentos, divulgar, promover e incentivar as questões ESG nas entidades investidas. As gestoras de Venture Capital são importantes intermediários financeiros para empresas emergentes que normalmente estão desenvolvendo seu modelo de negócio e apresentam muitas incertezas, acarretando num risco maior para os investimentos, assim como uma elevada expectativa de retorno. Essas gestoras têm a característica de promover capital financeiro e humano para suas investidas, potencializando o crescimento dessas empresas, influenciando diretamente na gestão, cultura e resultado do negócio. No Brasil, a indústria de Venture Capital atingiu o marco de R\$46,5 bilhões investidos em 2021. A fim de analisar como as gestoras de Venture Capital brasileiras aplicam os critérios ESG no processo de investimento, realizou-se uma análise qualitativa, através da revisão de literatura sobre investimento responsável e Venture Capital e uma análise quantitativa, por meio de um estudo comparado sobre o uso de critérios ESG por gestoras brasileiras e europeias. Concluiu-se que 64% das gestoras de investimento brasileiras utilizam critérios ESG e tendem a concentrar a aplicação na etapa de pré-investimento. A estratégia de filtro negativo é a forma mais prática de implementar práticas ESG, contudo no caso brasileiro, percebeu-se que as gestoras têm uma preferência pelo filtro positivo. No Brasil são poucas as gestoras que apresentam um especialista ou consultor à avaliação de critérios ESG (18%) e somente 24% das gestoras elaboram relatórios ESG para seus limited partners. Foi visto que 70% dos gestores brasileiros que não usam critérios ESG estão interessados em implementar e 81% das que usam tem uma metodologia própria, não havendo uma padronização entre as gestoras.

Palavras-chave: Venture Capital. ESG. Inovação. Startup. Investimento Responsável.

ABSTRACT

The concern for environmental, social, and governance (ESG) issues has influenced investment decisions worldwide. In 2006, the United Nations launched the Principles for Responsible Investment, where governments, non-profit organizations, pension funds, companies, educators, fund managers, and other signatories committed to incorporating ESG criteria in investment analysis, disclosing, promoting, and encouraging ESG issues in invested entities. Venture Capital firms are important financial intermediaries for early-stage companies that are typically developing their business models and facing many uncertainties, resulting in higher investment risks but also high expectations for returns. These Venture Capital firms have the characteristic of providing financial and human capital to their investees, enhancing the growth of these companies and directly influencing their management, culture, and performance. In Brazil, the Venture Capital industry reached a milestone of R\$46.5 billion invested in 2021. In order to analyze how Brazilian Venture Capital firms apply ESG criteria in the investment process, a qualitative analysis was conducted through literature review on responsible investment and Venture Capital, and a quantitative analysis through a comparative study on the use of ESG criteria by Brazilian and European Venture Capital firms. It was concluded that 64% of Brazilian investment managers use ESG criteria and tend to concentrate their application in the pre-investment stage. The negative screening strategy is the most common way to implement ESG practices, although in Brazilian case it was observed that Venture Capital firms have a preference for positive screening. Few Brazilian firms (18%) have a dedicated ESG specialist or consultant for evaluation, and only 24% of firms prepare ESG reports for their limited partners. It was found that 70% of Brazilian managers who do not use ESG criteria are interested in implementing them, and 81% of those who use ESG criteria have their own methodology, indicating a lack of standardization among Venture Capital firms.

Keywords: Venture Capital. ESG. Innovation. Startup. Responsible Investment.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Principais recomendações para os atores do mercado integrarem critérios ESG.....	16
Figura 2 - Os PRI cresceram consistentemente desde seu início em 2006	17
Figura 3 - Objetivos de Desenvolvimento Sustentável – Agenda 2030	18
Figura 4 - Os estágios de vida da Startup.....	22
Figura 5 - Estágios do Ciclo de Vida de uma Empresa Inovadora.....	23
Figura 6 - Estágios da empresa e fontes de recursos .Erro! Indicador não definido.	
Figura 7 - Evolução do capital dry powder na indústria de <i>Private Equity</i> , por tipo de fundo (U\$ trilhões)	34
Figura 8 - Evolução do capital levantado na indústria de <i>Private Equity</i> , por tipo de fundo (U\$ bilhões).....	35
Figura 9 - Ciclo de Investimento Capital de Risco Erro! Indicador não definido.	
Figura 10 - Número de Gestoras de Venture Capital e <i>Private Equity</i> no Brasil.....	41
Figura 11 - Investimento por modalidade (em R\$ bilhões).....	41
Figura 12 - Atores, relações e fluxos do segmento Capital de Risco	42
Figura 13 - Evolução da importância do ESG no Ecossistema de Venture Capital.....	45
Figura 14 - Critérios-chave ESG do MSCI	46
Figura 15 - Percentual de gestoras que usam critérios ESG no processo de investimento – por tamanho do VC (AUM).....	48
Figura 16 - Motivação dos GPs para integração do ESG.....	50
Figura 17 - Quem é responsável por avaliar critérios ESG nas gestoras	51
Figura 18 - Razões das gestoras a não utilizarem critérios ESG	52
Figura 19 - Monitoramento de performance ESG das investidas – por tamanho do VC (AUM).....	53
Figura 20 - Gestoras que entregam relatórios ESG para seus LPs - por tamanho da gestora (AUM).....	55

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABCR	Associação Brasileira de Capital de Risco
ABDI	Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial
ABVCAP	Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital
ARD	<i>American Research and Development</i>
AUM	<i>Assets Under Management</i>
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CMMAD	Comissão Mundial sobre o Meio Ambiente e Desenvolvimento
CVC	<i>Corporate Venture Capital</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
ESG	<i>Environmental, Social and Governance</i>
FINEP	Financiadora de Estudos e Projetos
GSIA	Global Sustainable Investment Alliance
GP	<i>General Partners</i>
ICP	<i>Ideal Customer Profile</i>
IPO	<i>Inicial Public Offer</i>
ISR	Investimento Socialmente Responsável
LP	<i>Limited Partners</i>
MVP	Mínimo Produto Viável
MSCI	Morgan Stanley Capital International
ODS	Objetivos de Desenvolvimento Sustentável
ONU	Organização das Nações Unidas
PE	<i>Private Equity</i>
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
PRI	Princípios para Investimento Responsável
SDFA	Swiss Department of Foreign Affairs
UN	United Nations
UNEPFI	United Nations Environment Programme Finance Initiative
UNGC	United Nations Global Compact
VC	<i>Venture Capital</i>

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	9
2	INVESTIMENTO RESPONSÁVEL E STARTUPS	12
2.1	INVESTIMENTO RESPONSÁVEL	13
2.2	<i>STARTUPS</i>	19
2.2.1	Conceito de <i>startup</i>	19
2.2.2	Estágios de maturação das <i>startups</i>	21
3	A INDÚSTRIA DE <i>VENTURE CAPITAL</i>	25
3.1	FONTES DE FINANCIAMENTO PARA <i>STARTUPS</i>	25
3.1.1	Investimento anjo	27
3.1.2	Aceleradoras	28
3.1.3	Plataformas de <i>Crowdfunding</i>	29
3.1.4	<i>Corporate Venture Capital</i>	30
3.1.5	Fundos de Capital de Risco	31
3.2	ORIGEM E DESENVOLVIMENTO DO <i>VENTURE CAPITAL</i>	31
3.3	PROCESSO DE INVESTIMENTO.....	35
3.4	<i>VENTURE CAPITAL</i> NO BRASIL.....	39
4	INVESTIMENTO RESPONSÁVEL NO <i>VENTURE CAPITAL</i>: ESTUDO COMPARADO	43
4.1	ESTUDO COMPARADO ENTRE COMPANHIAS DE <i>VENTURE CAPITAL</i> BRASILEIRAS E EUROPEIAS	46
4.1.1	Análise de Investimentos	47
4.1.2	Gestão de Portfólio	52
4.1.3	Políticas <i>ESG</i> Internas das Gestoras	54
5	CONCLUSÃO	56
	REFERÊNCIAS	59
	ANEXO A – PRINCIPAIS DIFERENÇAS ENTRE <i>VENTURE CAPITAL</i> E <i>BUYOUT</i> ...	67
	ANEXO B – OS TIPOS DE SIGNATÁRIOS DOS <i>PRI</i>	68
	ANEXO C – RECOMENDAÇÕES PRÁTICAS PARA INTEGRAR O <i>ESG</i> NO CICLO DE INVESTIMENTO	69

1 INTRODUÇÃO

A partir da segunda metade do século XX, as questões ambientais, sociais e de governança começaram a ter importância no âmbito global. Em 1960 o interesse do mercado financeiro já havia aflorado, porém, as pautas de sustentabilidade foram incorporadas apenas no início deste milênio, ressaltando investimentos socialmente responsáveis (ISR) (CRISTÓFALO *et al.*, 2016). Tais investimentos são aqueles que levam em conta não somente as tradicionais análises econômico-financeiras, mas também questões sociais, ambientais e de governança corporativa (SPARKES; COWTON, 2004). De acordo com Cristófalo *et al.* (2016, p. 287) após a Rio-92 surgiram ações concretas para combater o aquecimento global, estava evidente que as corporações precisariam ajustar o modelo de gestão – avaliação de empresas deixa de apenas considerar a performance econômica, mas também inclui a performance ambiental e social da companhia.

Em abril de 2006 a Organização das Nações Unidas lançou os Princípios para Investimento Responsável (PRI), promovendo a incorporação de fatores ambientais, sociais e de governança corporativa (*ESG*) para a decisão de investimentos. Esses fatores também são considerados como indicadores de performance não-financeiros usados para identificar problemas em relação a ética, responsabilidade social e governança nas empresas.

A crescente preocupação com questões *ESG* tem influenciado as decisões de investimento em todo o mundo. No setor de *Venture Capital* (*VC*, capital de risco), onde o foco principal é o investimento em empresas emergentes com potencial de crescimento, a consideração de fatores *ESG* pode ter um papel fundamental para avaliar as oportunidades de investimento e para aumentar a resiliência das empresas diante de riscos e desafios futuros.

Olhando para o cenário brasileiro, a indústria de *Venture Capital* tem crescido consideravelmente a partir do final da década de 1990. De acordo com a Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital - ABVCAP (2021), o investimento em *Venture Capital* em 2015 foi de R\$ 1,2 bilhão e em 2021 chegou a R\$ 46,5 bilhões, um crescimento de 38 vezes em 6 anos. Em números de rodadas de investimento, em 2015

foram realizadas 96 rodadas contra 319 em 2021. Os capitalistas de risco buscam um crescimento acelerado nas empresas investidas, mirando altas taxas de retorno sob o investimento – 30% ao ano (DAVILA; FOSTER; GUPTA, 2000). Essas empresas, as chamadas de *Startups*, costumam apresentar um alto risco inerente ao modelo de negócio e os fundos de *Venture Capital* executam um processo de investimento que leva em conta não somente indicadores financeiros (como margem bruta e líquida de contribuição), mas também uma série de outros fatores não-financeiros, como, por exemplo, o histórico dos empreendedores, equipe, proposta de valor, tamanho de mercado etc., e mais recentemente questões *ESG*. Contudo, há pouca literatura sobre integração de critérios *ESG* na análise e monitoramento de *startups* por gestoras de *Venture Capital*, no Brasil e mundo. Nesse contexto, o presente trabalho tem como objetivo analisar o uso de critérios *ESG* no processo de investimento em companhias de *Venture Capital* brasileiras, explorando as principais estratégias *ESG* utilizadas pelos fundos de capital de risco brasileiros e comparando com a região do mundo mais avançada na implementação de práticas de investimento responsável, a Europa.

Como procedimento metodológico, foi realizada uma análise qualitativa, sendo considerado a visão do autor referente aos temas estudados neste trabalho, e análise quantitativa, na qual foram utilizadas diferentes técnicas estatísticas para quantificar informações para o determinado estudo. Na análise qualitativa, foi realizada uma revisão bibliográfica sobre os temas de investimento responsável, *ESG*, *startups* e *Venture Capital*. Para o estudo comparado, que corresponde ao capítulo três deste trabalho, utilizou-se a pesquisa realizada pela Botsari e Lang (2020) e pelo Emerging Venture Capital Fellows – EVCF (2022), onde o autor do presente trabalho obteve acesso aos dados dessa última pesquisa; sendo utilizado exclusivamente para a elaboração do estudo comparado deste presente trabalho.

O primeiro capítulo intitulado “Investimento responsável e *startups*” apresenta o conceito de *ESG* e aprofunda a origem e o desenvolvimento do investimento responsável, passando pelos principais documentos e organizações que corroboraram para a disseminação do tema para o mundo. Tendo em vista que as *startups* têm um papel fundamental no processo de inovação e são objeto de análise dos fundos de *Venture*

Capital, investigou-se o conceito de *startup* e os estágios do ciclo de desenvolvimento destas empresas inovadoras.

No segundo capítulo intitulado “A indústria de *Venture Capital*” é realizado uma revisão bibliográfica sobre as fontes de financiamento para *startups*, a origem e evolução da indústria de *Venture Capital*, como funciona o processo de investimento de uma gestora e como se desenvolveu esta indústria no Brasil.

Avançando para o terceiro capítulo intitulado “Investimento responsável no *Venture Capital*: estudo comparado”, investigou-se como o investimento responsável está associado ao *Venture Capital* e quais as estratégias de Investimento Responsável que são mais utilizadas no setor. A fim de comparar e posicionar o Brasil frente o mercado internacional, foi realizado um estudo comparativo entre Brasil e Europa sobre o uso de critérios *ESG* para decisões de investimento.

2 INVESTIMENTO RESPONSÁVEL E STARTUPS

Segundo Dallari (2017a), o início da globalização foi motivado pela compreensão de que os desafios enfrentados pela humanidade requerem soluções globais, já que soluções locais isoladas não são suficientes. Isso ocorre porque muitos problemas estão interconectados e não podem ser resolvidos pontualmente. Pode-se identificar sua origem no final do século XIX, quando os avanços científicos e tecnológicos passaram a exigir um tratamento generalizado para áreas como: economia internacional, segurança internacional, direitos humanos e, nos últimos 50 anos, meio ambiente.

Os conflitos armados no século XIX começaram a assumir proporções com potencial destrutivo cada vez maior, consumindo o orçamento dos países e geraram um primeiro Acordo de Paz em 1899. Com o intuito de conter os conflitos mundiais, se realizaram outras conferências, como a de Paris em 1919 e a de São Francisco em 1945, que originou a Organização das Nações Unidas (ONU). O impulso inicial para a globalização surgiu da urgência em prevenir conflitos bélicos (DALLARI, 2017a).

A necessidade de tratar dos grandes problemas econômicos foi o segundo movimento, a partir da década de 1930, já o tema dos direitos humanos fora tratado a partir da década de 1940. Por fim, o quarto movimento da globalização originou-se da identificação do risco atrelado a degradação do meio ambiente – a primeira conferência do meio ambiente foi realizada em Estocolmo em 1972, onde o tema foi encarado como essencial. Por mais rico que um país seja, ele não vai conseguir lidar com os efeitos do aquecimento global se não houver uma atuação global (DALLARI, 2017b).

No Brasil, a realização do Earth Summit – ECO 92 trouxe importantes tratados sobre mudança climática, assim como a convenção sobre biodiversidade. Temas relacionados a aquecimento global, defesa de espécies nativas e poluição do mar passaram a ser objetos de tratamento global, onde os países, de uma maneira geral, buscam alinhar as regras nacionais com os objetivos internacionais (DALLARI, 2017b).

2.1 INVESTIMENTO RESPONSÁVEL

A partir da década de 1950, como visto por Cristófaló *et al.* (2016) e Dallari (2017a, 2017b), o conceito de sustentabilidade se difundiu por conferências, protocolos internacionais e fez com que o mundo corporativo fosse ao encontro de considerar critérios não-financeiros, como fatores ambientais, sociais e de governança corporativa para avaliação de performance (ELKINGTON, 1997, SGRILLO, 2021).

De acordo com o documento *Our Common Future* (COMISSÃO MUNDIAL SOBRE O MEIO AMBIENTE E DESENVOLVIMENTO – CMMAD, 1987, p. [16]), o desenvolvimento sustentável é “[...] um processo de mudança em que a exploração de recursos, a direção dos investimentos, do desenvolvimento tecnológico e mudanças institucionais sejam feitas considerando as necessidades futuras e atuais”. Cristófaló *et al.* (2016) traz que este documento apresentado na CMMAD se tornou o ponto de partida para as discussões modernas sobre sustentabilidade.

O primeiro termo cunhado para se falar de investimento socialmente responsável (ISR) fora *ethical investment* (investimento ético), por organizações de investimentos da igreja, que consideravam mecanismos de caráter ético, moral, religioso ou político para avaliar onde investiriam seu capital de acordo com seus princípios (MILLER, 1992, p. 248)¹ *apud* (SPARKES; COWTON, 2004, p. 47). Inicialmente utilizavam critérios negativos para exclusão de investimentos antiéticos. Contudo, percebeu-se que não incentivar bons negócios, produtos apenas por fatores negativos era ambíguo e alguns fundos de ISR acoplaram critérios positivos, como doações para caridade, empregabilidade de minoridades étnicas etc. apesar da dificuldade de mensurá-los (SPARKES; COWTON, 2004).

A partir do fim do século XX, o investimento socialmente responsável apresentou uma expansão significativa (CRISTÓFALO *et al.*, 2016) e seu desenvolvimento trouxe mudanças para as práticas de investimento tradicionais da indústria financeira, começando com a responsabilidade social corporativa (SPARKES; COWTON, 2004). Como visto por Sparkes e Cowton (2004), o crescimento de fundos de pensões que

¹ Miller, A.: 1992, 'Green Investment', in D. Owen (ed.), *Green Reporting: Accountancy and the Challenge of the Nineties* (Chapman and Hall, London), pp. 242–255.

aderiram ao ISR ocasionaram em mudanças estruturais das empresas as quais eram sócios majoritários, como instruir os diretores das companhias a incluírem pautas sociais e ambientais. A partir de então, a indústria financeira sofreu um fenômeno *consumer-driven*, com o aumento significativo de investidores institucionais, acionistas ativistas², organizações não governamentais envolvendo abordagens de impacto positivo, investimentos sustentáveis e comunitários (CAMILLERI, 2017).

Em 2004, o conceito do *Environmental, Social and Governance (ESG)* foi apresentado no relatório *Who Cares Wins*, impactando em nível global grandes empresas a incorporarem preocupações com o meio ambiente, questões sociais e de governança, não somente pelo impacto positivo que teria para a sociedade, mas pelos possíveis ganhos econômicos (COSTA, 2022). De acordo com o CFAUK (2021, p. 3)³, o *ESG* deixou de ser uma preocupação de um grupo seletivo de investidores éticos ou socialmente responsáveis para se tornar parte integrante da gestão de investimentos. Proprietários de ativos e gestores de investimentos estão desenvolvendo maneiras de incorporar critérios *ESG* na análise de investimentos e nos processos de tomada de decisão.

O relatório *Who Cares Wins* (UNITED NATIONS – UN; SWISS DEPARTMENT OF FOREIGN AFFAIRS – SDFA, 2004) foi uma iniciativa do Pacto Global da Organização das Nações Unidas e teve a participação de 18 instituições financeiras, que somadas apresentavam na época um total de *assets under management* (AUM, ativos sob gestão) superior a U\$ 6 trilhões. Essas instituições entendem que em um mundo globalizado, integrado e competitivo, as companhias que utilizam os critérios *ESG* podem gerar mais valor ao seu acionista, gerindo riscos adequadamente, antecipando ações regulatórias, acessando novos mercados ao passo que contribuem para um desenvolvimento sustentável. A adoção destes critérios também propicia um valor intangível de reputação e marca, aumentando o valor da empresa. O relatório traz recomendações para os diferentes atores do ecossistema, onde as principais foram compiladas na Figura 1.

Uma série de problemas relacionados ao *ESG* impactam diretamente no valor das empresas e, por conseguinte, nas decisões de investimento. Apesar de regiões e setores

² São acionistas que usam seus direitos de voto numa companhia para realizar mudanças financeiras e não-financeiras.

³ CFA SOCIETY UNITED KINGDOM. ESG investing official training manual. 3rd. ed. 2021. Disponível em: <https://www.cfauk.org/study/start-your-esg-journey#gsc.tab=0>

terem algumas peculiaridades sobre que tipos de problemas *ESG* o investidor deve avaliar, pode-se citar alguns que impactam grande parte das empresas (UN; SDFA, 2004, p. 6, tradução nossa):

- a) **problemas ambientais** – mudanças climáticas e riscos relacionados; a necessidade de reduzir emissões e resíduos tóxicos; nova regulamentação expandindo os limites da responsabilidade ambiental em relação a produtos e serviços; aumento da pressão da sociedade civil para melhorar o desempenho, a transparência e a responsabilidade, levando a riscos reputacionais se não forem gerenciados adequadamente; mercados emergentes para serviços ambientais e produtos ecológicos;
- b) **problemas sociais** – saúde e segurança no trabalho; relações com a comunidade; questões de direitos humanos nas instalações da empresa e de fornecedores/contratados; relações com o governo e a comunidade no contexto de operações em países em desenvolvimento;
- c) **problemas de governança corporativa** – estrutura e responsabilidade do conselho; práticas de contabilidade e divulgação; estrutura do comitê de auditoria e independência dos auditores; remuneração executiva; gestão de questões de corrupção e suborno.

Em 2005, a Secretaria Geral das Nações Unidas convidou 20 das maiores instituições de investimento globais para participar do desenvolvimento dos *Principles for Responsible Investment* (PRI, Princípios para Investimento Responsável), que resultou num conjunto de diretrizes comuns para que investidores individuais e institucionais possam utilizar para avaliar riscos e oportunidades plenamente (UNITED NATIONS GLOBAL COMPACT – UNGC; UNITED NATIONS ENVIRONMENT PROGRAMME FINANCE INICIATIVE – UNEPFI, 2006, tradução nossa). Os Princípios são voluntários e aspiracionais. Representam os valores fundamentais destas instituições que costumam olhar num horizonte de investimento maior e com portfólio geralmente mais diversificado. Eles não são prescritivos, mas fornecem um menu de ações possíveis para incorporar questões *ESG* nas decisões de investimento e nas práticas de gestão (UNGC; UNEPFI, 2006, tradução nossa).

Figura 1 - Principais recomendações para os atores do mercado integrarem critérios ESG



Fonte: UN e SDFA (2004, p. v).

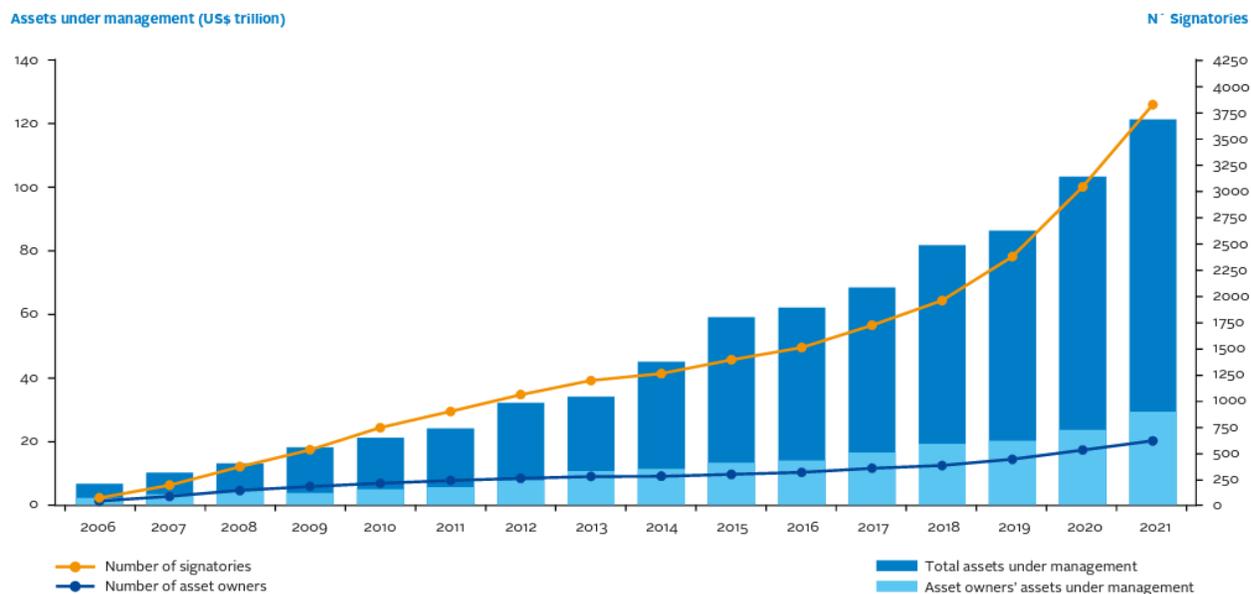
Seguem os seis princípios (UNGC; UNEPFI, 2006, tradução nossa):

- a) incorporaremos questões *ESG* na análise de investimentos e nos processos de tomada de decisão;
- b) seremos proprietários ativos e incorporaremos questões *ESG* em nossas políticas e práticas de propriedade;
- c) buscaremos divulgação apropriada sobre questões *ESG* pelas entidades nas quais investimos;
- d) promoveremos a aceitação e implementação dos Princípios na indústria de investimentos;

- e) trabalharemos juntos para aumentar nossa eficácia na implementação dos Princípios;
- f) cada um de nós relatará nossas atividades e o progresso na implementação dos Princípios.

Desde 2006, os PRI cresceram consistentemente, como mostra a Figura 2. Os PRI funcionam como uma rede internacional de signatários, hoje presente em mais de 60 países, que se comprometem a colocar os princípios em prática. Em 2021, constatou-se mais de quatro mil signatários, representando um total de AUM de U\$120 trilhões (UNGC, UNEPFI, 2021). Como visto no Anexo – B, os signatários são diversificados, havendo gestores de investimentos, provedores de serviços e *asset owners*⁴ (proprietários de ativos). De acordo com o *Global Sustainable Investment Review* (GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE – GSIA, 2020), a América do Norte, Europa, Austrália e Japão atingiram juntos U\$ 35,3 trilhões de AUM em investimentos sustentáveis em 2020.

Figura 2 - Os PRI cresceram consistentemente desde seu início em 2006



Fonte: UNGC e UNEPFI (2021)

⁴ Asset Owners são muitas vezes referenciados aos *Limited Partners (LPs)*, instituições ou pessoas que detêm o capital.

Em 2012, houve a Conferência de Desenvolvimento Sustentável das Nações Unidas (Rio+20) no Rio de Janeiro, onde foi apresentado o documento *The Future We Want* que mais tarde resultou, em 2015, na Agenda 2030 para o Desenvolvimento Sustentável, uma iniciativa colaborativa composta por dezessete Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), como mostra a Figura 3, adotada pelos membros da Organização das Nações Unidas (UN, [entre 2019 e 2023]).

Figura 3 - Objetivos de Desenvolvimento Sustentável – Agenda 2030



Fonte: United Nations (2015)

A Agenda 2030 por meio dos 17 ODS e suas respectivas metas (total de 169) propõe que todas as nações e atores envolvidos promovam ações que considerem as seguintes esferas (UN, 2015):

- a) pessoas – uma sociedade sem pobreza e fome, em todos os níveis;
- b) planeta – preocupação com a sustentabilidade do uso dos recursos naturais e mudanças climáticas;
- c) prosperidade – garantir uma vida digna a todas as pessoas;
- d) paz – propiciar segurança, justiça e instituições eficientes;
- e) parceria – as nações estão abertas a cooperarem entre si para que os objetivos sejam atingidos.

2.2 STARTUPS

A economia permite entender desde o comportamento de como uma família ou firma decidem e interagem entre si nos mercados, assim como mudanças econômicas no panorama internacional afetam as pessoas e empresas em uma economia aberta. Assim como outra ciência, a economia procura explicar e prever fenômenos observados (MANKIW, 2019). A microeconomia é responsável por compreender como e por que unidades econômicas individuais, tais como consumidores, trabalhadores, proprietários de terra, empreendedores e empresas tomam suas decisões. A teoria da empresa, por exemplo, tem como premissa que toda empresa procura maximizar seu lucro ou minimizar seus custos (PINDYCK; RUBINFELD, 2002). Contudo, há uma classificação de empresa – as chamadas *startups* – que parecem contrariar a maximização dos lucros, basilar na teoria da firma, ou seja, que apresentam outros critérios de sucesso em seus estágios iniciais de existência. Veremos que as *startups* necessitam captar recursos e os agentes que fazem isso nos estágios iniciais são muitas vezes familiares e amigos desses empreendedores, e do lado institucional, investidores anjos, aceleradoras, plataformas de *crowdfunding*, *Corporate Venture Capital* (CVC, capital de risco corporativo) e fundos de *Venture Capital* (DROVER *et al.*, 2017). Nesta seção, serão explorados o conceito de *startups*, o que as diferenciam de empresas tradicionais, qual o ciclo da vida e como funciona a captação de recursos destas empresas. Na sequência aprofundar-se-á sobre fundos de *Venture Capital*.

2.2.1 Conceito de *startup*

Blank (2010) define *startup* como “essencialmente uma organização à procura de um modelo de negócios repetível e escalável”, que trabalha em condições de extrema incerteza. Para Ries (2011, p. [12]) “[...] *startup* é uma instituição humana projetada para criar novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza.” – no início de uma *Startup*, é comum não saber quem é o cliente, que produto eles realmente querem ou como construir um negócio sustentável.

Pode-se perguntar qual a diferença de uma *startup* para um pequeno negócio tradicional. Uma diferença crítica é que quando um pequeno negócio tradicional emerge, como um restaurante ou um pequeno comércio, já se tem um modelo de negócio a se seguir como base – há uma necessidade de mercado conhecida, previsível, e o empreendedor tem o desafio da execução. Agora, uma *startup* tem o desafio de procurar desenvolver um modelo de negócio, apresentando um maior nível de incerteza, de risco, de inovação e escalabilidade do que um negócio tradicional (SEBRAE, 2019).

A primeira etapa do desenvolvimento de uma empresa é a validação de um modelo de negócio, que pode ser dividida em baixo grau de inovação e alto grau de inovação. O pequeno negócio tradicional procura entender qual a viabilidade financeira – criação de demonstrativos financeiros para entender o investimento inicial, ponto de equilíbrio, *payback*, retorno sob investimento – e mercadológica – proposta de valor, público-alvo, tamanho de mercado, produto. O segundo (*startup*) tem um desafio de identificar e validar um problema de mercado, avaliar possíveis soluções, definir uma proposta de valor para então validar um modelo de receita e, por fim, o modelo de negócio. O *Lean Startup Framework* é uma ferramenta prática para o empreendedor, apresentando contribuições de Eric Ries, Steve Blank, Osterwalder e Pigneur, entre outros (SHEPHERD; GRUBER, 2021) mostrando que uma *startup* deve passar por cinco etapas para aumentar sua chance de sucesso:

- a) encontrar e priorizar dentro do mercado uma oportunidade;
- b) estruturar um modelo de negócio, levantando hipóteses-chave;
- c) validar as hipóteses com o cliente/ mercado, de forma ágil;
- d) desenvolver o produto/serviço por meio da criação do mínimo produto viável (MVP);
- e) aprender com o MVP o que precisa melhorar, o que se deve manter e o que precisa pivotar. E mesmo assim, as chances de a *Startup* não vingar são enormes.

De acordo com a *Startup Failure Rate: How Many Startups Fail and Why?* 20% das *startups* vão a falência antes de fechar seu primeiro ano, 75% das *startups* que recebem investimento nunca darão retorno aos investidores. No fim, somente 10% das *startups* sobrevivem. Em uma pesquisa recente (CBINSIGHTS, 2021), foram analisadas

111 *startups* para identificar o porquê de elas terem falhado. O principal motivo, que representa 38% das falências, é a falta de caixa ou falha em levantar capital. Ficará claro mais à frente a importância desse tema quando for apresentado os estágios de maturação das empresas e quais as formas das empresas financiarem suas operações. Apesar de haver uma certa correlação entre todos os problemas – falta de capital pode acarretar a contratação de pessoas “erradas” (14%), que leva a empresa a desenvolver um produto de qualidade duvidosa ou que o mercado não tem necessidade de usar (35%) – e as estatísticas serem um tanto negativas, entender como evitar estes erros e tornar o processo de desenvolver uma *Startup* menos arriscado pode ser feito através da metodologia do *Lean Startup* (BLANK, 2013).

2.2.2 Estágios de maturação das *startups*

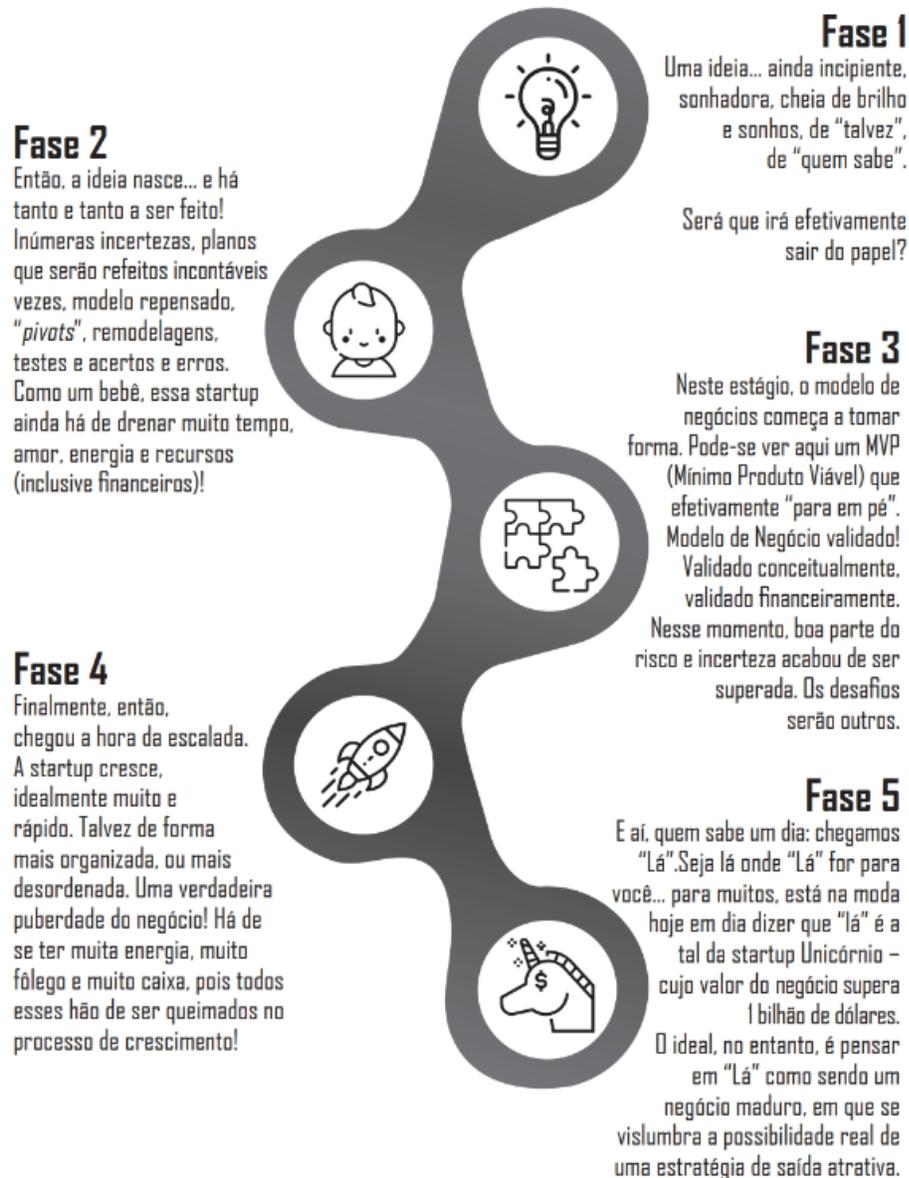
Em seu livro *Finanças para Startups*, Bruna Losada (2020) explica que as *startups* apresentam cinco fases de vida, como apresentado na Figura 4, e em cada uma dessas fases a empresa terá que tomar uma decisão de financiamento estratégica. Essa visão converge com a de outros autores.

Conforme Pavani (2003), as empresas têm um ciclo de vida que começa na:

- a) concepção ou criação – consiste na etapa em que o empreendedor está desenvolvendo o plano de negócios, realizando pesquisas iniciais de mercado. A empresa não tem receita, e os investimentos devem acontecer para tirar a ideia do papel e avançar para o próximo estágio;
- b) *startup* – a empresa está desenvolvendo o MVP, protótipos, compra de equipamentos, contratando os primeiros colaboradores e procurando obter receita com os primeiros clientes. Modelo de negócio está em desenvolvimento.
- c) estágio inicial – precisa-se investir na estruturação dos canais de vendas, aquisição de maquinário, desenvolvimento de produto para tracionar o faturamento do negócio;
- d) crescimento – a empresa atinge o ponto de equilíbrio, ampliando canais de distribuição e mantendo uma carteira de clientes robusta e investimentos entram para financiar atividades operacionais e acelerar o crescimento;

e) maturidade – Por fim, quanto a empresa atinge a maturidade, ela já apresenta um nível de complexidade em processos operacionais, de vendas, logística, financeiro etc. e procura desenvolver novos produtos, obter retorno sobre investimento por meio de fusões/aquisições ou abertura de capital na bolsa.

Figura 4 - Os estágios de vida da Startup



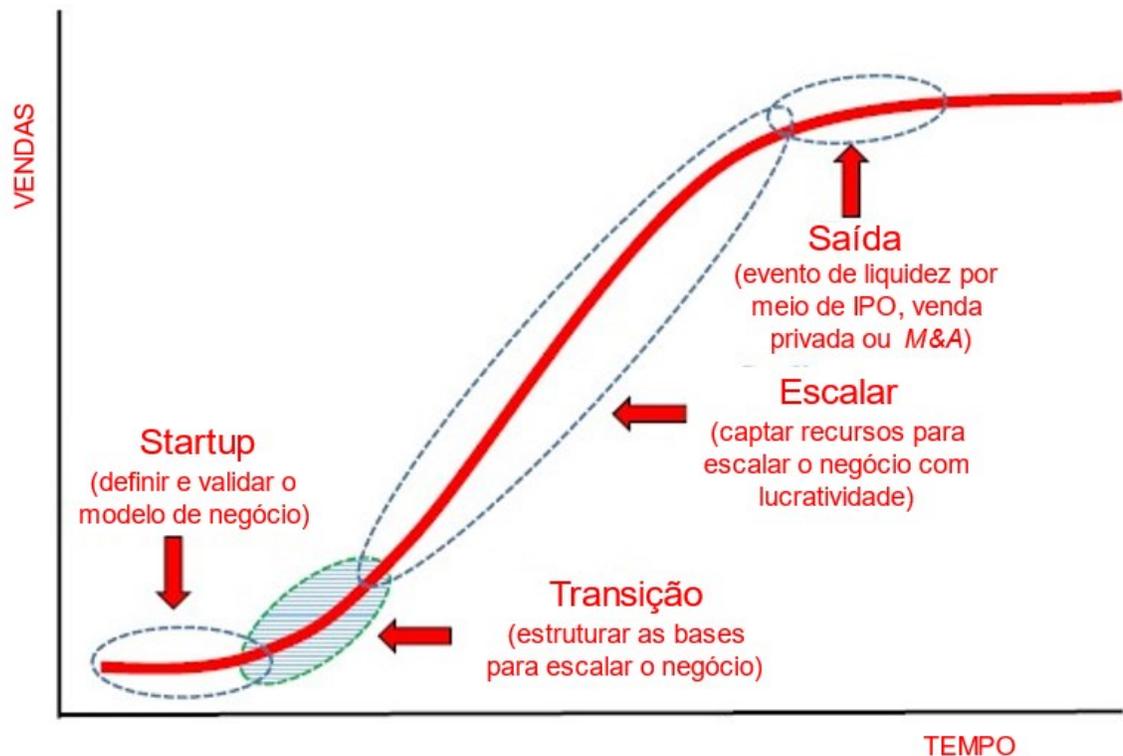
Fonte: Losada (2020).

Conforme Picken (2017) o ciclo de vida de uma empresa apresenta 4 estágios que são caracterizados pelos principais desafios que o time de fundadores precisa lidar. A metodologia do *lean startup* foca nos processos de desenvolvimento de um modelo de

negócio, contudo para se obter sucesso e escalabilidade da *empresa*, o time de fundadores precisa estruturar corretamente o conceito do negócio desde o início. Para Picken, o processo de inovação empresarial passa pelos quatro estágios da Figura 5.

Para Picken (2017), os desafios no estágio de *startup* convergem com as ideias de Eric Ries, Steve Blank, Osterwalder e Pigneur de definir e validar o modelo de negócio, avaliando a oportunidade de mercado, o *value proposition*, mas também estruturar uma estratégia de *go to market* para entregar a solução com credibilidade e lucratividade. O estágio de transição representa a formalização do negócio, que antes era informal, com pouca estrutura, em uma estrutura organizada com o desafio de estabelecer fundações sólidas para crescer rapidamente.

Figura 5 - Estágios do Ciclo de Vida de uma Empresa Inovadora



Fonte: Adaptado de Picken (2017, p. 2).

Picken (2017) afirma que esta é a fase de maior risco, pois precisa-se crescer o negócio com credibilidade nas entregas e legitimidade – os fundadores lidam com a frente estratégica do negócio, com o posicionamento de mercado, contratação de equipe, precisam gerir mais riscos. O negócio se torna mais complexo, os fundadores precisam

apresentar uma liderança ativa e se não bastasse, ainda necessitam captar recursos para financiar este crescimento. O terceiro estágio é da escala, onde o desafio é levantar recursos, padronizar os processos e fechar parcerias com o objetivo de crescimento acelerado, atingir uma escala competitiva e se consolidar como líder de mercado. Por fim, o *exit* ocorre por meio de uma oferta pública primária, fusão ou aquisição da empresa ou venda privada.

No próximo capítulo aprofundar-se-á as fontes de financiamento para *startups*, com ênfase na origem e o desenvolvimento do *Venture Capital*, o funcionamento do processo de investimento e evolução no Brasil. Na sequência, será abordado o tema do Investimento Responsável e como ele se relaciona com a Indústria de *Venture Capital*. Dessa forma, poderemos avaliar melhor como companhias de capital de risco brasileiras utilizam critérios *ESG* em seus processos de avaliação.

3 A INDÚSTRIA DE VENTURE CAPITAL

O empreendedorismo tem papel vital no desenvolvimento econômico e geração de empregos (KIM *et al.*, 2022). Schumpeter (1997) retrata no livro *Teoria do Desenvolvimento Econômico* que a inovação seja o principal fator de progresso econômico. Os empresários empreendedores, aqueles que tem sucesso na implementação de novos produtos, serviços, tecnologias, empresas e indústrias substituindo os existentes, e o crédito são fatores necessários para que se tenha inovação. Basicamente sua teoria de ciclos econômicos tem como premissa que o empresário empreendedor gera distúrbios no fluxo circular de equilíbrio ao introduzir uma inovação, acarretando num lucro extraordinário e um processo de difusão tecnológica.

Schumpeter (1997) destaca que o empresário necessita levantar capital com terceiros (capitalistas e instituições financeiras) para financiar sua inovação. Contudo, os empreendedores que estão em *startups*, como visto anteriormente, apresentam uma série de dificuldades e incertezas. Essas empresas de cunho tecnológico encaram inúmeros riscos (FORLANI; MULLINS, 2000), que são levados em conta pelos agentes credores ao avaliar a possibilidade de liberação de crédito, dificultando o acesso a um dos fatores mais importantes para seu desenvolvimento: recursos financeiros (GOMPERS; LERNER, 2004).

3.1 FONTES DE FINANCIAMENTO PARA *STARTUPS*

Retomando o ciclo de vida das empresas visto em Pavani (2003), é importante salientar que para cada estágio de maturação da empresa há um tipo de financiamento “ótimo”. A Figura 6 resume os estágios de crescimento e desenvolvimento das empresas e as fontes de recursos convencionais por estágio. São elas:

- a) lucros acumulados – quando o total de receita de um exercício supera o total de custos, a empresa gera recursos para financiar investimentos. Contudo, os lucros acumulados ocorrem normalmente nos últimos estágios de desenvolvimento;

- b) empréstimos bancários – os bancos realizam empréstimos financeiros à empresa que se compromete com a dívida – retornar o valor do principal com juros em um determinado prazo. A análise de crédito leva em consideração o histórico financeiro, os ativos da empresa e o potencial de geração de caixa da empresa;
- c) doações/ prêmios – programas como Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP) e Centelha, instituições de fomento financiam projetos a fundo perdido, apenas solicitam que se comprove os gastos com pesquisa e desenvolvimento;
- d) adiantamentos de clientes – a empresa recebe um adiantamento do cliente para utilizar no desenvolvimento do próprio produto/ serviço;
- e) créditos de fornecedores – quando se consegue carência do pagamento, parcelamento ou descontos;
- f) parceiros – recebe dinheiro de parceiros para investir em ações conjuntas;
- g) incentivos fiscais – quando há a redução ou isenção de impostos;
- h) venda de participações acionárias – os fundadores podem aportar capital para aumentar/ manter suas participações ou vendem ações para terceiros.
- i) recursos próprios – do empreendedor, da família ou de amigos

Segundo Corder e Salles Filho (2006), o capital para investimento em inovação dificilmente advém de linhas normais de crédito. De acordo com eles “[...] as necessidades financeiras em cada etapa do empreendimento inovador ou de um projeto de inovação são bem distintas e exigem recursos financeiros diferenciados quanto ao montante, aos prazos e às formas de aporte.” (CORDER; SALLES FILHO, 2006, p. 73).

Por fim, Drover *et al.* (2017) conclui que a capitalização das novas empresas é um dos problemas mais presentes para quem está empreendendo e procurando lançar uma *startup*. Assim, os investidores de *Venture Capital*, sendo eles capitalistas de risco, capitalistas de risco corporativo, investidores anjo e, mais recentemente, as aceleradoras e plataformas de *equity crowdfunding*, acabam sendo a principal forma de financiar a inovação e desenvolvimento desse tipo de empresa. Para entendermos melhor como a *startup* pode usufruir destas modalidades, serão investigadas cada uma destas fontes de recursos.

Figura 6 - Estágios da empresa e fontes de recursos

Fontes de recursos	Estágio de crescimento e desenvolvimento da empresa				
	Concepção/ Criação	<i>Start up</i>	Estágio inicial	Crescimento/ Expansão	Maturidade
Lucros acumulados				X	X
Clientes			X	X	X
Fornecedores		X	X	X	X
Parceiros		X	X	X	X
Governo (doações)	X	X	X	X	X
Incentivos fiscais			X	X	X
Recursos do próprio empreendedor ou de família e amigos	X	X			
Sócios - <i>Business angels</i>	X	X			
Sócios - Capital de risco		X	X	X	
Sócios - <i>Private equity</i>				X	X
Sócios - Emissões públicas					X
Financiamentos bancários			X	X	X

Fonte: Pavani (2003, p. 32)

3.1.1 Investimento anjo

Normalmente quando a empresa está iniciando, validando o modelo de negócio e precisa de capital (financeiro e/ou intelectual), um dos agentes que acaba aportando nessas empresas são os investidores anjos, comumente pessoas físicas. As *startups* cedem uma participação societária da empresa em troca de recursos financeiros, mas principalmente do *smart money*¹. Esse tipo de investidor apresenta três tipos, como bem-visto por Mason (2006)² *apud* Peteffi (2020, p. 22): anjos ativos, latentes e virgens – que

¹ *Smart money* faz referência aos investidores que aplicam seu capital intelectual, conhecimento especializado e networking para o desenvolvimento de determinado *business* (SEBRAE, 2022).

² MASON, Colin. Informal sources of venture finance. *In: The Life Cycle of Entrepreneurial Ventures*. Berlim: Springer, 2006. p. 259-299.

se diferem com base no nível de experiência e quando realizaram algum investimento. Coveney e Moore (1998)³ *apud* Peteffi (2020, p. 22) vão numa linha parecida, classificando os anjos em:

- a) empreendedores, que são “investidores experientes, com elevado patrimônio e portfólio grande de *startups* investidas. A satisfação pessoal é sua maior motivação [...]”;
- b) rentistas, investidores de setores que conhecem, menos ativos e apresentam um portfólio menor;
- c) maximizadores, que são aqueles que tem o retorno financeiro como principal motivação. Os anjos podem participar de redes/ grupos de investidores anjos, o que gera maior potencial de *smart money*, diluindo o risco do negócio de não dar certo – e oportuniza que se coinvista em mais negócios. Esses investidores, como visto em Ibrahim (2008), apresentam aspectos que vão além do retorno financeiro, como querer contribuir com o desenvolvimento do ecossistema empreendedor, compartilhando suas experiências com os empreendedores (RAMADANI, 2009) e permitindo que estes cometam falhas na trajetória e adotem modelos flexíveis de governança (DUTTA; FOLTA, 2016). Esse aspecto altruísta acaba favorecendo o financiamento das *startups* em seus estágios primários (fases 1 a 3, da Figura 4).

3.1.2 Aceleradoras

Como visto no Tópico 2.1, há um processo para se desenvolver negócios inovadores. As aceleradoras têm o papel de auxiliar os fundadores a estruturar o modelo de negócio, produtos e serviços iniciais, quem é o *Ideal Customer Profile (ICP)*⁴, ajudam na contratação de colaboradores ou mesmo apresentam possíveis sócios para o negócio e acabam aportando recursos financeiros em troca desse auxílio e participação do *equity*⁵ da empresa. Além disso, as aceleradoras podem conectar as empresas com *players*

³ COVENEY, Patrick; MOORE, Karl. **Business angels: Securing start up finance**. Wiley, 1998.

⁴ No universo de *startups* usualmente utilizam-se nomenclaturas em inglês, como é o caso de *ICPs* para se referenciar ao cliente ideal de determinado negócio – que apresenta maior potencial de receita ou penetração de mercado.

⁵ *Equity* é o valor atribuível aos sócios de um negócio (CFI, 2023).

relevantes, como investidores anjos, executivos, fundos de *Venture Capital* e *Corporate Venture Capital*. Este processo é realizado por meio de um programa com tempo limitado (COHEN, 2013), geralmente em torno de 3 a 6 meses. Acaba sendo um programa intenso, onde no fim é realizado um *Pitch*⁶ para investidores ou um grande público. Conforme Cohen e Hochberg (2014), as *startups* que entram em processo de aceleração não necessariamente estão necessitando do capital financeiro para se estruturar, contudo procuram de fato acelerar o processo de maturação – seja crescimento ou falência. As aceleradoras normalmente atuam nos mesmos estágios que os investidores anjo.

3.1.3 Plataformas de *Crowdfunding*

O *crowdfunding*, como uma fonte de financiamento alternativa para *startups* em estágio inicial, é projetado para coletar pequenas quantias de muitos apoiadores (Mollick *et al.* 2015⁷ *apud* RYU; KIM, 2016, tradução nossa). De acordo com Schwenk e Cosier (1980)⁸ há três métodos de tomada de decisão que acarretam em previsões, onde os especialistas costumam estar ancorados a certas crenças, confiantes demais em suas previsões e com viés emocionais (Shepherd *et al.*, 2003⁹; Zacharakis *et al.*, 2001¹⁰ *apud* RYU; KIM, 2016, tradução nossa) e a forma mais eficiente acaba sendo discussões em grupos que apresentam diversidade de pensamentos, pois remove o viés do indivíduo – especialista ou não. Essa modalidade tem crescido em nível global, a exemplo, desde

⁶ *Pitch* é uma apresentação rápida com o intuito de despertar o interesse do ouvinte em relação a uma ideia, modelo de negócio, comumente utilizado para empreendedores apresentarem suas *startups* a possíveis parceiros, sócios e investidores.

⁷ Mollick, E. R., and Nanda, R. 2015. "Wisdom or Madness? Comparing Crowds with Expert Evaluation in Funding the Arts," *Management Science* (Forthcoming).

⁸ Schwenk e Cosier (1980) examinam como diferentes métodos de tomada de decisão afetam a precisão das previsões em organizações. Os autores testam três métodos diferentes: o método do "especialista", onde apenas uma pessoa especializada em um determinado assunto faz a previsão; o método do "advogado do diabo", onde uma pessoa é designada para argumentar contra a opinião geral; e o método da "inquirição dialética", onde diferentes opiniões são discutidas e consideradas coletivamente. Os resultados mostram que o método da inquirição dialética é o mais eficaz na melhoria da precisão das previsões.

⁹ SHEPHERD, D. A., ZACHARAKIS, A., BARON, R. A. 2003. "VCs' decision processes: Evidence suggesting more experience may not always be better," *Journal of Business Venturing* (18:3), pp 381-401.

¹⁰ ZACHARAKIS, A. L., SHEPHERD, D. A. 2001. "The nature of information and overconfidence on venture capitalists' decision making," *Journal of Business Venturing* (16:4), pp 311-332.

sua fundação o Kickstarter, a principal plataforma de *crowdfunding* do mundo, arrecadou mais de 2 bilhões de dólares, espalhados por mais de 100.000 projetos, de mais de 10 milhões de apoiadores. Tradicionalmente, os investidores anjos, um grupo de investidores individuais especialistas, têm estado fortemente envolvidos em negociações de estágios iniciais (IBRAHIM, 2008). Os empreendedores utilizam as plataformas de *crowdfunding* de três formas, de acordo com Peteffi:

O primeiro modelo é de empréstimo, pelo qual os recursos são captados como financiamento com a expectativa que os recursos voltem aos investidores com alguma taxa de retorno acordada. O segundo modelo é o baseado em recompensa. Neste formato, os financiadores recebem algum benefício não monetário como receber produtos em desenvolvimento antes do lançamento no mercado ou em condições especiais. O terceiro modelo é de investimento, neste formato, os financiadores recebem participação acionária na empresa apoiada via plataforma. (PETEFFI, 2020, p. 30)

3.1.4 Corporate Venture Capital

Segundo um relatório da ACE Cortex (2022) o *Corporate Venture Capital* é um dos ferramentais da Inovação Aberta – que busca incentivar a inovação na empresa. A escolha do CVC como estratégia de inovação, pelo lado da companhia, precisa ter uma clareza de seu modelo de negócio e operação assim como a visão de longo prazo e quais os paradigmas científicos e tecnológicos do setor.

Dushnitsky e Lenox (2005a) enxergam o investimento em CVC como parte da estratégia de inovação ótima da empresa, na qual as empresas investem em participações minoritárias de novas empresas, de capital fechado que precisam de capital para continuar a operação. Assim como a Pesquisa e Desenvolvimento (P&D), o CVC pode ser entendido como um custo de capital que é facilmente observado e mensurado. O estudo conclui que P&D e o CVC são complementares e não excludentes. Além disso, as empresas que usam CVC como estratégia de inovação acabam tendo um retorno maior em nível de inovação comparado aos pares não investidores.

Para as *startups*, receber aporte de um CVC pode ser uma via de mão dupla (DUSHNITSKY; SHAVER. 2009). De um lado há uma série de benefícios, como prover capital, conhecimentos sobre a indústria, ativos complementares, acesso aos clientes e auxílio na estratégia (DROVER *et al.* 2017). Os CVCs tendem a procurar empresas do mesmo setor que apresentem bens substitutos à empresa investidora. Contudo, o

processo de investimento pode ser utilizado como forma de conhecer e aproveitar novas invenções – o maior ativo que a empresa detém no estágio de *startup* é justamente a inovação (DUSHNITSKY; LENOX, 2005b). Com receio de que o CVC possa agir de má fé, o empreendedor tenderia a buscar outras fontes de financiamento.

3.1.5 Fundos de Capital de Risco

A indústria de capital de risco é conhecida globalmente como indústria de *Private Equity (PE)* – de investimento privado em ações. Contudo, ela também é segmentada em *Private Equity* e *Venture Capital*. A atividade de *Private Equity* acaba aportando recursos em empresas de capital fechado, normalmente de médio ou grande porte, onde as empresas podem apresentar fluxo de caixa positivo. Já a modalidade de *Venture Capital* acaba aportando recursos em empresas menores, em seus estágios iniciais de crescimento (SCHIMITT JUNIOR, 2002). Por conseguinte, os fundos de *Venture Capital* que focam em empresas de maior risco e elevada expectativa de retorno acabam investindo nas *startups*. Outras diferenças entre os fundos de VC e PE (*buyout*) podem ser vistos no Anexo – A. Os fundos de *Venture Capital*, além do capital financeiro, entregam *smart money*, avaliando as perspectivas do setor que investem, treinando os empreendedores, fornecendo uma rede de contatos e recursos. Há evidências de que *startups* que receberam aportes de VCs tem um crescimento acelerado (DAVILA; FOSTER; GUPTA, 2000).

3.2 ORIGEM E DESENVOLVIMENTO DO VENTURE CAPITAL

Para Gompers e Lerner (2001) os fundos de *Venture Capital* representam intermediários importantes no mercado financeiro, pois promovem capital para empresas que normalmente são pequenas, desenvolvendo um modelo de negócio com muitas incertezas e, frequentemente, apresentam poucos ativos tangíveis – o que dificulta a atração dos financiamentos tradicionais. De acordo com Rossi (2010, p.5): “Capital de risco é o investimento realizado em capital próprio de empresas em diversas fases de

desenvolvimento, através da compra de quotas ou ações de empresas nascentes ou maduras.”

A indústria de *Venture Capital* começou nos Estados Unidos, logo após o término da Segunda Guerra Mundial, em 1946, com a criação do *American Research and Development (ARD)* pelo presidente do MIT Karl Compton, o ex-professor de Harvard Business School General Georges Doriot e empreendedores líderes da região. Considerada como a primeira gestora de capital de risco, o investimento inicial de U\$70 mil na Digital Equipment Company, em 1957, resultou num valor de U\$355 milhões. Quase metade do lucro da ARD durante 26 anos adveio desta única operação. O ARD e as organizações que surgiram depois foram estruturadas como *close-end funds*. Esse tipo de fundo capta recursos vendendo ações para investidores, que podem realizar a venda delas por meio de Bolsas Públicas e não havia obrigação para encerrar as operações. A estrutura de capital aberto mostrou uma série de desvantagens, abrindo portas para outro tipo de estrutura (GOMPERS; LERNER, 2001).

Em 1958 o governo norte-americano ratificou o *Small Business Investment Act*, possibilitando a criação das *Small Business Investment Companies (SBIC)* – viabilizava o investimento profissionalizante em empresas. No mesmo ano, surgiu o primeiro fundo privado com *limited partnerships*¹¹, The Draper partnership, tinha prazo para devolver os ativos aos seus investidores. Até o final da década de 1970, a indústria sofreu com ciclos de *boom and bust*. Na década de 1980 e 1990 houve um crescimento expressivo de gestoras (GOMPERS; LERNER, 2001).

Timmons e Bygrave (1986) compilaram diversos estudos da década de 1970 e concluíram que novas empresas que receberam investimento de companhias de capital de risco tem uma menor taxa de falência, entre 20% e 30%, do que as empresas em geral – 80% a 90%. Berger e Udell (1998, p. 614) comentam que “As espetaculares histórias de sucesso de empresas como Microsoft, a Genentech e a Federal Express incorporam a ideia de que a criação de novos empreendimentos é condição *sine qua non* para ganhos futuros de produtividade.” As contribuições dos fundos de *Venture Capital* vão além do capital financeiro e os caracterizam como propulsionadores de empresas de

¹¹ *Limited Partnership* é uma estrutura jurídica onde os sócios são os *General Partners (GPs)* e os *Limited Partners (LPs)*, onde os *GPs* são responsáveis pela gestão do negócio.

tecnologia e difusores de inovação e crescimento econômico nos Estados Unidos (TIMMONS; BYGRAVE, 1986).

Gompers e Lerner (2004) afirmam que 80% dos fundos de capital de risco são formados por *Limited Partnerships*, constituídas com prazo determinado de duração, que normalmente vai até 10 anos. Dessa forma, os capitalistas de risco têm a obrigação de liquidar e distribuir os investimentos dentro do prazo estipulado para seus *Limited Partners*¹². As empresas de capital de risco podem ter dois ou três fundos sobrepostos, cada um iniciando três a seis anos após o fundo anterior.

A indústria de *Venture Capital* baseia-se em reputação. Os fundos de VC tem uma vida finita e periodicamente precisam levantar capital, normalmente com novos LPs. Há estudos que mostram que o histórico de performance dos fundos de VC impactam diretamente a capacidade destes gestores levantarem recursos financeiros em novos fundos. Os gestores mais jovens tendem a querer levar suas investidas a Oferta Pública Inicial (*IPO*) mais rapidamente do que as gestoras com reputação consolidada, mesmo que isso acarrete numa perda de potencial de valoração da empresa – o ganho da taxa de administração de 2~3% acabam refletindo praticamente o mesmo retorno que a taxa de performance de 20% (GOMPERS, 1996).

Os capitalistas de risco buscam crescer rapidamente as empresas para que possam obter uma alta taxa de retorno de seu investimento. Davila *et al.* (2000) buscaram entender como as companhias de capital de risco afetam o crescimento de empresas em seus primeiros estágios de existência. Há razões para se esperar que as empresas investidas por VCs tenham taxas de crescimento acima da média. Os capitalistas de risco geralmente têm um conjunto de habilidades dentro do time de gestão mais ativo do que outros tipos de financiamento. Eles participam do conselho da empresa ativamente, monitorando a evolução da empresa e até mesmo lidando com questões mais sensíveis, como a remuneração dos executivos da empresa. Como essas companhias lidam com incertezas, assimetria de informação, riscos, elas investem seu próprio capital humano para auxiliar na estratégia do negócio e conectar com *stakeholders*.

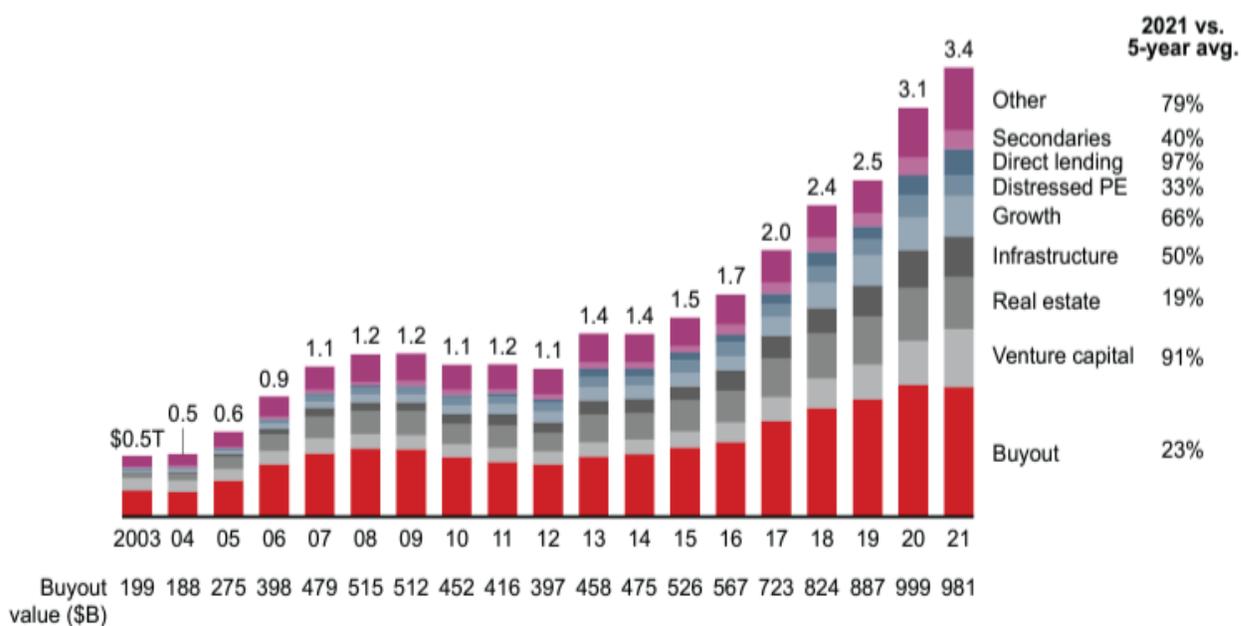
¹² Gompers (1996) comenta que os recursos dos LPs são limitados, o que pressiona as gestoras de fundos – principalmente os mais jovens – na hora captar recursos para um próximo fundo. Os LPs podem ser indivíduos com alto patrimônio líquido, fundos de pensões, *Family offices*, fundos soberanos, seguradoras entre outros.

Davila *et al.* (2000) concluíram que o investimento de companhias de capital de risco acelera o crescimento das *startups*, que crescimento histórico da *startup* serve como preditor de crescimento futuro e que existe um vínculo entre o aumento de colaboradores com o aumento do *valuation* do negócio em rodadas subsequentes de captação.

Nos Estados Unidos, aproximadamente 75% das empresas que fizeram *IPO*, desde 1995, tiveram rodadas de investimento com fundos de *Venture Capital*. Fica evidente o valor adicionado dos *asset managers* (gestores de ativos), eles podem ajudar as empresas a estabelecerem rotinas, cultura, valores e comportamentos positivos desde seus primeiros estágios de maturação (UNGC, UNEPFI, 2022a).

Quando se avalia a evolução da indústria de *Private Equity*, em nível global, o aumento de capital disponível (*dry powder*) em 2021 gerou uma pressão aos fundos a realizarem investimentos (BAIN COMPANY, 2022). No *Venture Capital*, as taxas de crescimento de capital disponível foram a segunda maior entre os tipos, atingindo 91% de taxa de crescimento acima da média dos últimos cinco anos, como visto na Figura 7.

Figura 7 - Evolução do capital disponível na indústria de *Private Equity*, por tipo de fundo (US\$ trilhões)

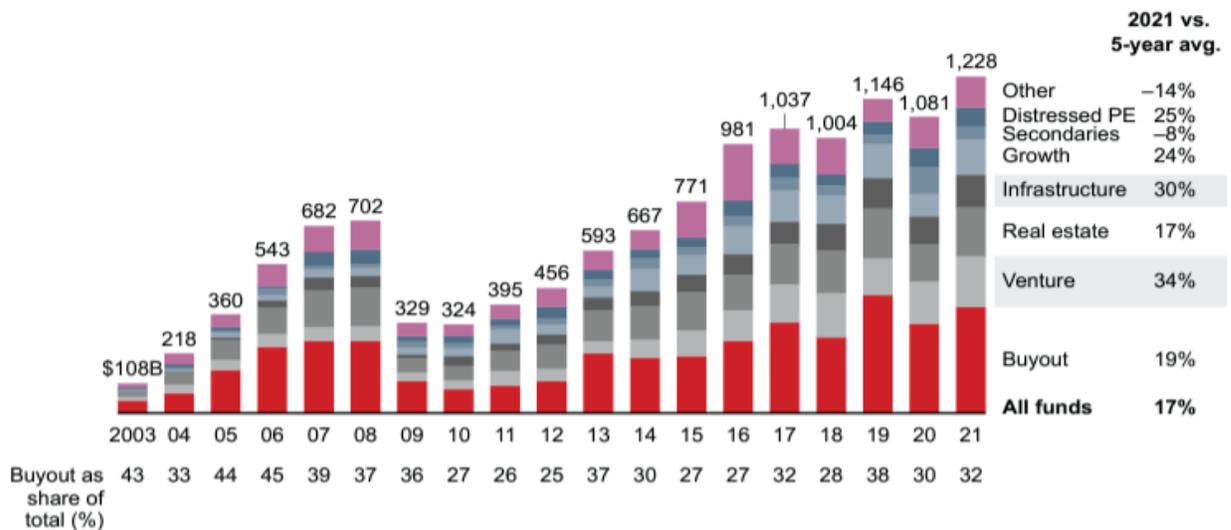


Fonte: Bain Company (2022, p. 9)

A Figura 8 mostra a relevância do *Venture Capital* no cenário global pela evolução da quantidade de capital levantado por tipo de fundo. Entre todos as classes de fundos,

o *Venture Capital* foi o que mais cresceu, atingindo um crescimento de 34% frente a média de crescimento dos últimos 5 anos. A Bain Company (2022, p. 24, tradução nossa) conclui que os fundos que têm um ângulo, especialmente um ângulo relacionado a tecnologia, são aqueles que mais arrecadam dinheiro. Os *LPs* estão cada vez mais sofisticados em como dividem sua alocação em *Private Equity*, procurando por soluções que se destaquem em termos de experiência, foco e performance.

Figura 8 - Evolução do capital levantado na indústria de *Private Equity*, por tipo de fundo (US\$ bilhões)



Fonte: Bain Company (2022, p. 21)

3.3 PROCESSO DE INVESTIMENTO

Antes de adentrar em como são utilizados os critérios *ESG* para avaliar *startups*, será feita uma revisão da literatura consolidada de como ocorre o processo de tomada de decisão de investir ou não em uma empresa. De Clercq *et al.* (2006) comentam que o ciclo de investimento do fundo de capital de risco apresenta três fases: pré-investimento, pós-investimento e saída. O fluxograma completo está refletido na Figura 9.

Os fundos de capital de risco procuram taxas de retorno anuais entre 30% e 60% e para as empresas serem selecionadas pelos *VCs* elas precisam apresentar uma oportunidade de negócio com grande potencial, uma estratégia de crescimento e marcos coerentes, proteção à propriedade intelectual de acordo com nível de maturação (MANN;

SAGER, 2007), plano de marketing, produto e financeiro integrados (SHANE, 2003¹³ *Apud* DE CLERCQ *et al.*, 2006). Os fundos usualmente buscam investir em empresas que já tenham validado seu modelo de negócio, financiando um plano de crescimento sustentável com a possibilidade de gerar um nível significativo de lucro absoluto (BERGER; UDELL, 1998; DE CLERCQ *et al.*, 2006).

Fundos de VCs buscam um time de fundadores e gestores que sejam honestos, confiáveis, apaixonados pelo seu negócio, com experiência no processo de criação de uma *startup*, com experiência na indústria a qual estão inseridos e capacidade de aprendizagem (DE CLERCQ *et al.*, 2006).

Tyebjee e Bruno (1984) definiram que os investimentos de capital de risco são metódicos e apresentam cinco fases: originação, triagem, avaliação, estruturação e atividades pós-investimento (FRIED; HISRICH, 1994).

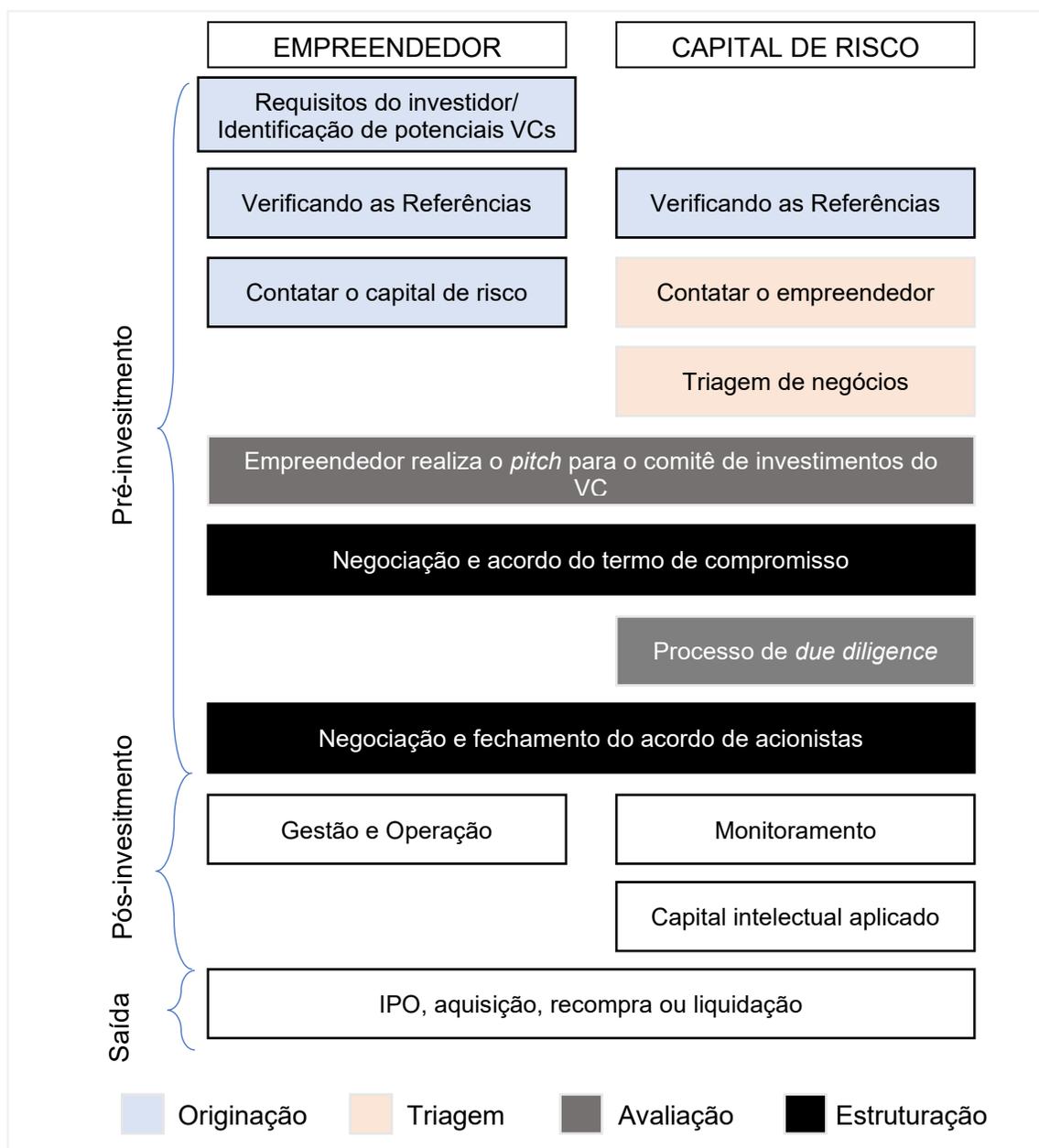
O contato inicial entre o empreendedor e o capitalista de risco ocorre na originação. Os VCs têm várias formas de se conectar com as empresas, mas concentram seus esforços no desenvolvimento e manutenção de relacionamento com *stakeholders*, como outro potencial investidor, que possam indicar negócios para eles (FRIED; HISRICH, 1994; DE CLERCQ, 2006).

Na triagem, a companhia de capital de risco já tem pré-estabelecido uma tese de investimento, que leva em consideração o tamanho da rodada, a indústria que se está avaliando, localização geográfica, estágio da empresa. O crucial dessa fase é cortar os negócios que não tem adequação a tese de investimento de uma forma prática e ágil (FRIED; HISRICH, 1994).

A fase de avaliação consiste em levantar diversas informações relevantes sobre o negócio, avaliando exaustivamente o produto/ serviço (cavalo), características do mercado alvo (corrida de cavalo), vantagens e potencial financeiro (critérios financeiros) e o empreendedor (jóquei) (MACMILLAN; NARASIMHA, 1986; PETTY; GRUBER, 2011).

¹³ Shane, S. 2003. A general theory of entrepreneurship: The individual-opportunity nexus. London: Edward Elgar.

Figura 9 - Ciclo de Investimento Capital de Risco



Fonte: Adaptado de De Clercq *et al.* (2006)

A fase de estruturação de acordo com Tyebee e Bruno (1984, p.1053) é a fase após o capitalista de risco decidir que o negócio é aceitável e se discutem uma série de acordos para posteriormente formalização do contrato de investimento. Negocia-se o valor da empresa para precificar a participação da empresa que o VC estaria comprando, uma cadeira no conselho consultivo ou mesmo deliberativo, *tag along*, *drag along*, preferência de liquidez, entre outros. Pela possibilidade de assimetria de informação,

Ibrahim (2008) comenta que os VCs usualmente colocam em contrato que o pagamento é realizado em trâmites, precisam de uma posição no conselho, direitos em momentos de liquidez. É comum negócios não se concretizarem por desalinhamento contratual. Para se evitar que o empreendedor e o capitalista de risco dispendam tempo e energia na diligência sem razão alguma, é usual que se negocie os termos gerais e os sumarizem no *term sheet* (DE CLERCQ, 2006, p.99).

As atividades que acontecem após o investimento por parte do capitalista de risco são fundamentalmente o monitoramento e adicionar valor agregado. Fried e Hisrich (1994) suportam que os fundos de VC são máquinas de gerar informações, eles operam com informação imperfeita, passam uma boa parte do tempo pesquisando e adquirindo informações e, além disso, eles são agentes tomadores de decisão. Como pontuado na fase de estruturação, os VCs buscam lidar com as incertezas das empresas mantendo uma proximidade e controle maior sobre o negócio. Pratch (2005)¹⁴ *apud* De Clercq *et al.* (2006) indicou que fundos de VC que provisionam valor agregado ao seu portfólio de investidas tem um retorno agregado de aproximadamente 70%, enquanto o investidor passivo teve apenas 8%. Peteffi (2020) comenta que “[...] a participação ativa do gestor permite que as *startups* se beneficiem de sua expertise, rede de contatos e reputação, que serve, muitas vezes, como uma certificação de qualidade para outros atores do ecossistema.” (PETEFFI, 2020, p.41). Por fim, De Clercq *et al.* (2006) concluem que uma relação mútua entre empreendedor e VC tem uma série de benefícios financeiros e não financeiros. Maximizar a relação é importante para que se aumente as chances das empresas obterem sucesso.

Os fundos de *Venture Capital* precisam se desfazer de suas participações ilíquidas das empresas investidas para realizarem seus lucros. Normalmente isso ocorre através de um processo de *IPO*, fusões e aquisições (GOMPERS; LERNER, 2001).

¹⁴ Pratch, L. 2005. Value-added investing: A framework for early-stage venture capital firms. *Journal of Private Equity*, 8(3): 13–29.

3.4 VENTURE CAPITAL NO BRASIL

De acordo com Pavani (2003), houve tentativas de criar uma indústria de *Venture Capital* na década de 1970 por iniciativas públicas e privadas. A autora separa a evolução em 3 fases, origem, estruturação e crescimento.

- a) **origem (1970 a 1980)** – o governo utilizou do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e da Financiadora de Estudos e Projetos (Finep) para viabilizar os projetos do II Plano Nacional de Desenvolvimento (PND), que previa a substituição de importações de bens de capital. A iniciativa privada era praticamente ausente;
- b) **estruturação (1981 a 1994)** – apesar do período de instabilidade econômica e altas taxas de juros, foram criadas nessa época iniciativas importantes para o desenvolvimento desta indústria no país. O BNDESPar surgiu em 1982 da unificação das 3 subsidiárias – Mecânica Brasileira S.A (Embramec), Insumos Básicos S.A. (Fibase) e Investimentos Brasileiros S.A. (Ibrasa) – do BNDES. Essa organização realizava investimentos diretos em companhias de capital de risco e através do Programa de Capitalização de Empresas de Base Tecnológicas (Contec). O Contec tinha como objetivo estimular o desenvolvimento tecnológico brasileiras por meio do investimento em pequenas e médias empresas. O programa investiu por meio da Pernambuco Participações S.A. e da CRP Companhia de Participações. A pioneira nessa indústria foi a Brasilpar, fundada em 1975, focou seus investimentos no setor de tecnologia da informação. Nessa época houve avanços iniciais na regulação de Sociedades de Capital de Risco, por meio de Decreto-lei, resoluções do Banco Central e a Instrução nº209 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM);
- c) **crescimento (1995 a 2002)** – ocorreu o crescimento substancial de fundos, investimento e operações. Foram identificados 53 fundos atuantes e mais de 250 operações. Outros programas e iniciativas foram criadas para consolidar a cultura financiamento para inovação, como a Associação Brasileira de Capital de Risco (ABCR) e o Programa de Apoio ao Setor de Software (Prosoft). De acordo com Pavani (2003), a indústria do *Venture Capital* no Brasil ainda é muito incipiente e

a fase de crescimento não se esgotou, apenas delimitou até 2002 visto que foi o último ano de dados coletados para sua obra.

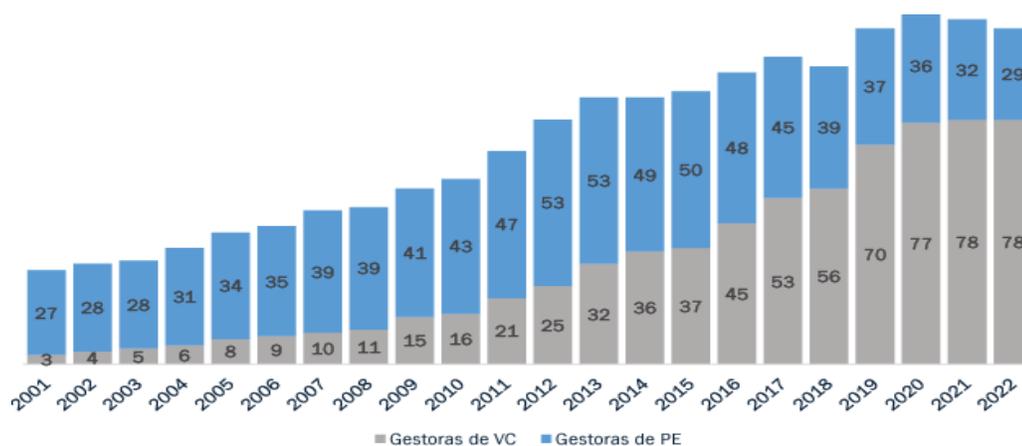
O período entre 2001 e 2003 foi complicado para a indústria: no âmbito internacional, com incertezas após a Bolha da Internet e o atentado terrorista de 11 de setembro (2001); no Brasil, vivia-se uma crise energética em 2001, com eleições presidenciais em 2002, que acarretaram a desvalorização do real, alta volatilidade nos mercados e um crescimento acelerado das taxas de juros. As gestoras internacionais e algumas nacionais encerraram suas operações neste período no Brasil. Em 2003, criou-se o Centro de Estudos em *Private Equity*, com o intuito de gerar informações confiáveis e a CVM publicou a Instrução 391 que possibilitou uma participação maior de fundos de pensão atuarem na indústria de *Private Equity* (AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL – ABDI, 2011).

Nos anos seguintes ocorreram os primeiros desinvestimentos de empresas por meio de *IPO*, houve a crise financeira de 2008 e o Brasil surgiu como uma das potências para o futuro, com fundamentos micro e macroeconômicos, com população em ascensão econômica e competitividade de indústrias como a agrícola e petrolífera emergindo (ABDI, 2011).

O número de gestoras de *Venture Capital* teve um crescimento contínuo de 2001 a 2021, ao passo que as gestoras de *Private Equity* diminuíram, como podemos ver na Figura 10. Desde 2015, a ABVCAP tem separado os dados de mercado sobre *Venture Capital* e *Private Equity*, e se percebe que entre 2015 e 2021 os investimentos de *Venture Capital* aumentaram em 39 vezes (atingindo R\$46,5 bilhões, considerando apenas rodadas com valores divulgados) enquanto o *Private Equity* segue o caminho oposto, saindo de R\$17,3 bilhões investidos em 2015 e R\$7,3 bilhões em 2021 (ABVCAP, 2021).

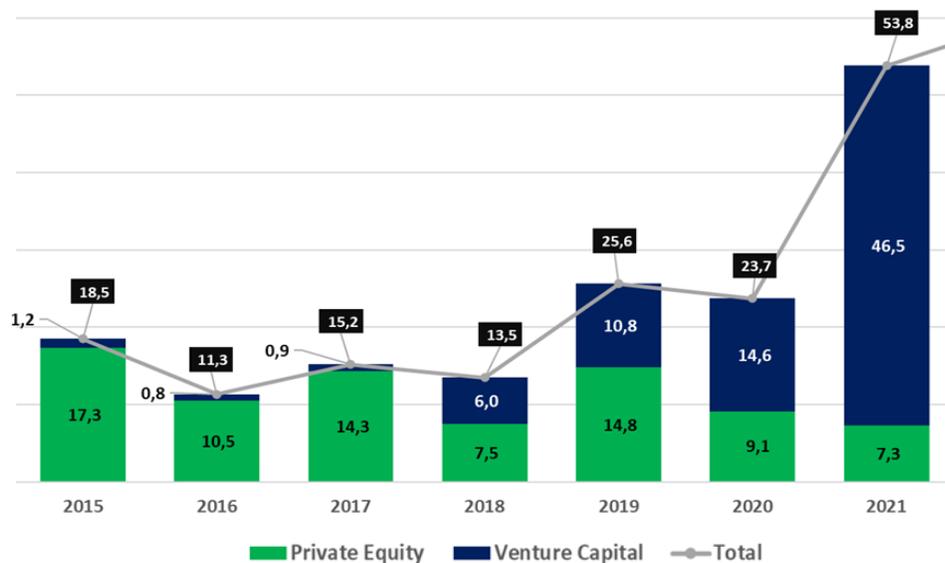
No *Venture Capital*, o investimento médio por rodada saiu de R\$12 milhões em 2015 para R\$146 milhões em 2021, como mostra a Figura 11. Em 2021, considerando 259 rodadas de investimento com o estágio divulgado, 47,1% das rodadas foram *Seed*, 27,8% - *Series A*, 9,3% - *Series B*, 8,5% *Series C*, 4,2% - *Series D*, 1,5% - *Series E*, 0,8% - *Series F* e 0,8% *Series G* (ABVCAP, 2021).

Figura 10 - Número de Gestoras de *Venture Capital* e *Private Equity* no Brasil



Fonte: ABVCAP (2022)

Figura 11 - Investimento por modalidade (em R\$ bilhões)

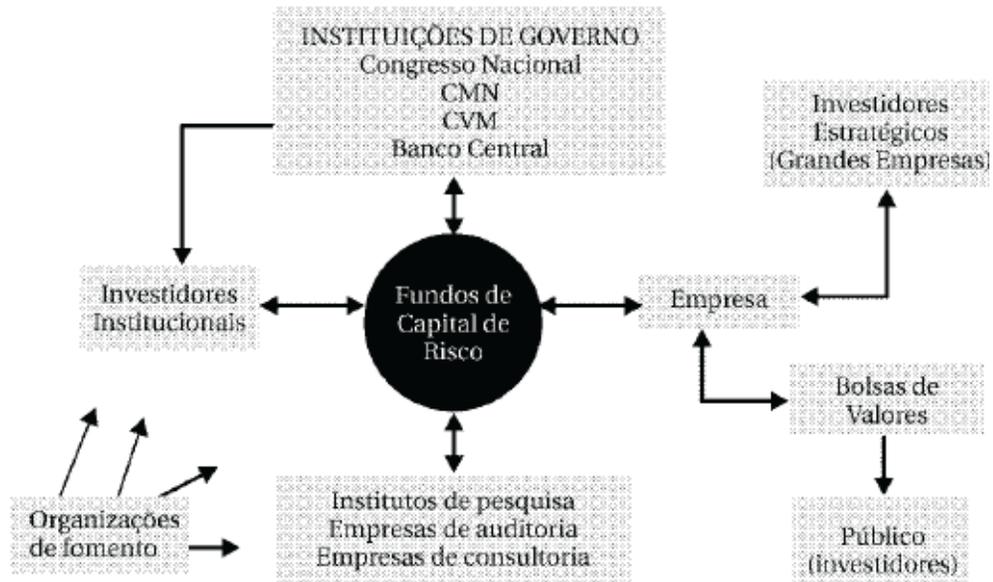


Fonte: ABVCAP e KPMG (2021)

O *Venture Capital* no Brasil apresenta uma série de atores envolvidos, como podemos ver na Figura 12: as instituições de governo, responsáveis pela formulação das leis, pelo controle e fiscalização; organizações de fomento, que estão conectadas com todos os atores e apoiam o propósito do *Venture Capital*; agentes de investimento, representado pelos fundos de capital de risco, *Private Equity* e por investidores anjos; empresas de consultoria e auditoria, as empresas tomadoras, que recebem o aporte de capital; investidores estratégicos, conhecidos como *Corporate Venture Capital*,

investidores institucionais, empresas, pessoas e fundações, que realizam os aportes nos fundos e as Bolsas de Valores e mercado de balcão organizado. Podemos agrupar os autores em Entidades de Apoio e Formato, Participantes *PE/VC* e Prestadores de Serviços (PAVANI, 2003; ABDI, 2011).

Figura 12 - Atores, relações e fluxos do segmento Capital de Risco



Fonte: Pavani (2003).

Este capítulo conclui a revisão de literatura sobre o investimento responsável, *startups* e a origem e desenvolvimento do *Venture Capital* no mundo e no Brasil. No próximo capítulo será realizado um estudo sobre o uso de investimento responsável por gestoras de *Venture Capital* e um comparativo entre o uso de critérios *ESG* por gestoras brasileiras e europeias.

4 INVESTIMENTO RESPONSÁVEL NO *VENTURE CAPITAL*: ESTUDO COMPARADO

Como visto anteriormente, o fluxo de capital captado para *Venture Capital* é o que mais cresceu nos últimos anos em comparação a outros tipos de fundos dentro da indústria de *Private Equity*. Essa modalidade de investimento é uma parte vital do ecossistema financeiro e um motor significativo para a criação de empregos e inovação. O *Venture Capital* desempenha um primeiro papel crítico na cadeia de investimento, auxiliando no surgimento de empresas disruptivas, financiando a inovação e a promoção de soluções tecnológicas (UNGC; UNEPFI, 2022a, p. 5).

De acordo com Timmons e Bygave (1986) e Sapienza (1992), os capitalistas de risco entregam mais valor adicionado do que meramente o capital financeiro. Há uma variedade de serviços agregados para as empresas de seu portfólio, como auxiliar na formulação de estratégias, suporte administrativo, recrutamento de pessoas e networking com fornecedores, clientes e futuros investidores.

Historicamente, os investidores que são adeptos ao investimento socialmente responsável (ISR) consideram fatores sociais, ambientais e éticos, e estudos mostram que as estratégias adotadas para incorporar esses fatores no processo de decisão de investimento são divididas em (AMANKWAH; ABONGE, 2011, p. 9 e 10, tradução nossa):

- a) triagem – os investidores avaliam as carteiras de investimento ou as decisões com base em fatores sociais e ambientais. Os investidores podem aplicar *filtro negativo* – se exclui empresas do processo de investimento que não estejam alinhadas com os princípios e valores dos investidores, *filtro positivo* – o investidor procura e filtra por empresas que apresentem um impacto ambiental, social ou de governança positivo ou aplicam a estratégia *melhor do setor* (combina o filtro negativo com o positivo) para selecionar qual empresa investir;
- b) acionista ativista – estratégia onde os investidores tentam promover valores sociais nas empresas por meio do diálogo e envolvimento ativo das empresas em várias questões *ESG*;

- c) *community investing* (investimento comunitário) – Esta estratégia direciona o capital dos investidores para apoiar causas particulares selecionadas ou para as comunidades que não são bem atendidas pelos serviços financeiros tradicionais.

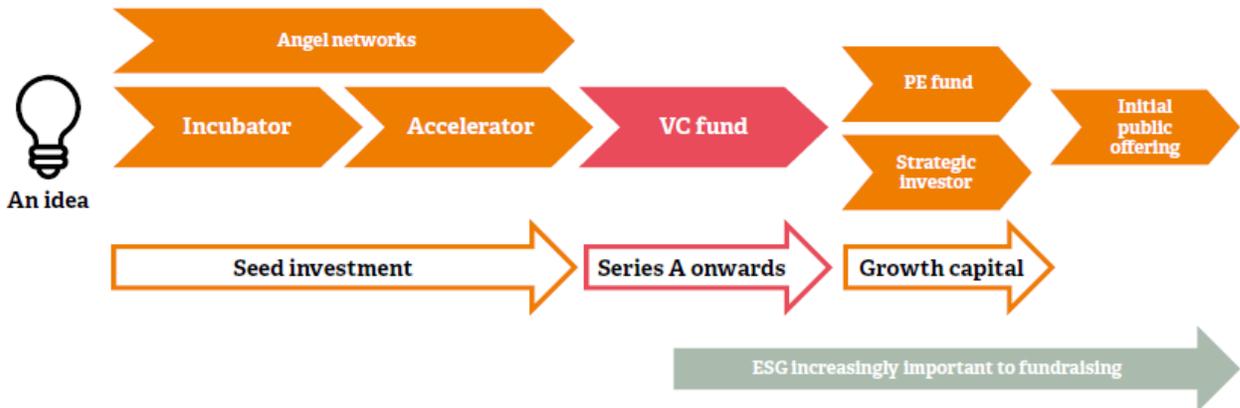
Bassen e Kovacs (2008, p. 184) comentam que a integração de critérios *ESG* auxilia no entendimento dos riscos e oportunidades que as empresas enfrentam, possibilitando realizar um gerenciamento de risco mais efetivo, num horizonte de longo prazo. Portanto, os capitalistas de risco devem direcionar a atenção para a integração do *ESG* no processo de investimento. De acordo com Amankwah e Abonge (2011, p. 12-15, tradução nossa), o *Venture Capital* adota em geral três abordagens, investimentos *focados em produto*, investimento de *resultado duplo* ou *empreendimento comunitário* e, por fim, investimentos *focados no processo*. O investimento *focado em produto*, o fundo escolhe as empresas que apresentarem produtos ou serviços que solucionem, de forma sustentável, necessidades da sociedade – como energias renováveis, gestão da perda de água, reduzir desigualdades no trabalho etc. O investimento de *resultado duplo* refere-se a verificar uma região geográfica ou econômica que recebe menos investimento do que demanda e destinar recursos de acordo com o impacto desejado. Por fim, o investimento *focado no processo* é análogo ao processo de *triagem* apresentado anteriormente.

O CDC Group em conjunto com o Dutch Development Bank – FMO (2020) lançaram um relatório de boas práticas para incorporar *ESG* na política de investimentos de fundos de *Venture Capital*. De acordo com o relatório, os objetivos do investimento responsável são gerir riscos, adicionar valor operacional e identificar oportunidades estratégicas (CDC; FMO, 2020, p. 6).

Quando se avalia empresas nascentes, os riscos e oportunidades em *ESG* acabam sendo menos perceptivos do que empresas maduras, onde apresentam um maior número de clientes e colaboradores: precisa-se integrar critérios *ESG* em empresas em estágio inicial com um olhar diferente do usual em empresas grandes, como mostra a Figura 13. Dependendo do negócio, se avaliam critérios diferentes, como impacto na performance financeira e no *desinvestimento*, nos valores dos consumidores, na produtividade dos colaboradores, reputação, acesso a mercados globais e ambientes regulatórios (CDC; FMO, 2020, p. 8).

Contudo a percepção dos *General Partners* sobre o uso de *ESG* em empresas em estágios iniciais, do relatório *Starting Up Responsible Investment In Venture Capital*, é que questões de *ESG* não são relevantes no início da jornada da empresa devido ao alto grau de incertezas e taxa de insucesso dos investimentos nessa classe de ativo (UNGC, UNEPFI, 2022a, p. 6).

Figura 13 - Evolução da importância do *ESG* no Ecosistema de *Venture Capital*



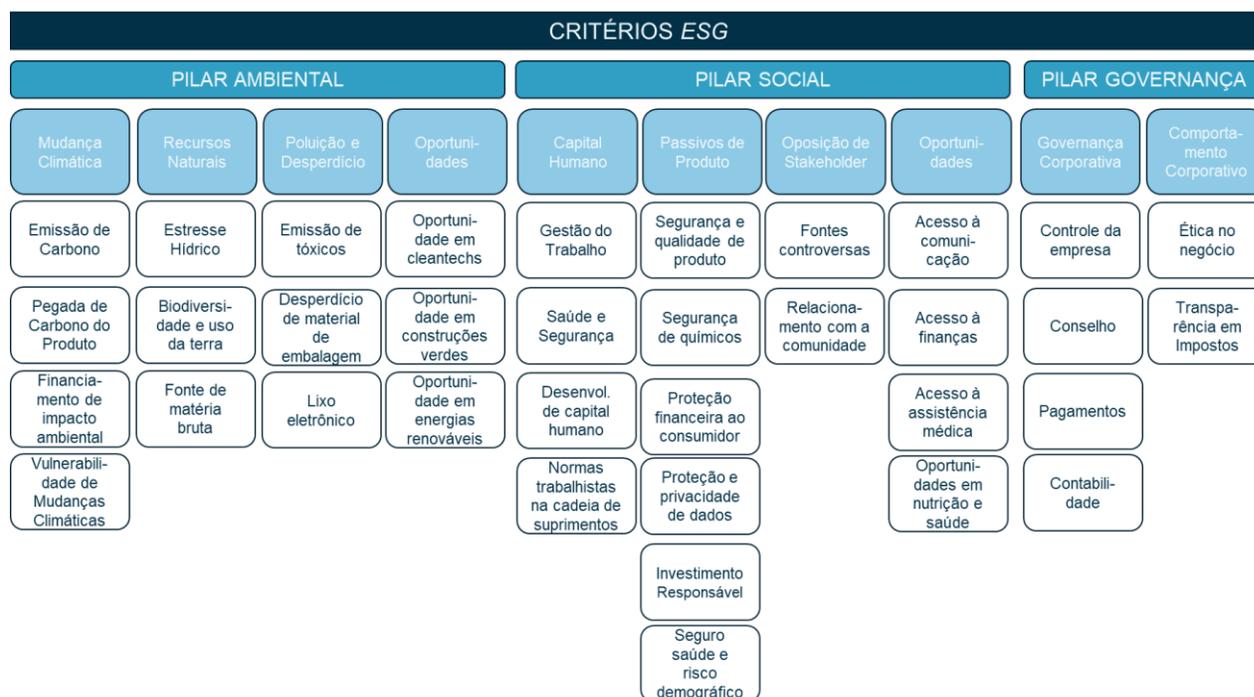
Fonte: CDC e FMO (2020, p. 6)

De acordo com o CDO e FMO (2020, p. 9, tradução nossa), um gerenciamento efetivo do *ESG* se dá pela concepção de uma política *ESG*, baseada na incorporação de PRI dentro do processo de investimento; incorporar recursos e pessoas experientes para implementar os critérios no dia a dia, como um especialista em *ESG* ou conselheiro externo; auxiliar as companhias investidas em momentos de *write-off*, dando suporte aos empreendedores para haver transparência na comunicação; relatórios sobre *ESG* para seus *Limited Partners*.

O Morgan Stanley Capital International – MSCI (2022) foi pioneiro em criar uma metodologia para analisar e ranquear problemas *ESG* em 2007, que vem recebendo atualizações anuais. Em linhas gerais, deve-se avaliar profundamente o dinamismo competitivo de cada indústria, os riscos e oportunidades *ESG* inerentes que podem ser classificados de acordo com as 35 questões-chave listadas na Figura 14, que são observados em outros trabalhos (AMANKWAH; ABONGE, 2011; CDC; FMO, 2020; NNAM, 2022; BAIN COMPANY, 2022).

Foi visto em De Clercq *et al.* (2006) que o ciclo de investimento do *Venture Capital* apresenta as fases de pré-investimento, pós-investimento e saída. O relatório da CDC e FMO (2020), sumariza que em cada um dos estágios de avaliação, diligência, monitoramento, aportes secundários e saída há boas práticas a serem implementadas, como visto no Anexo – C.

Figura 14 - Critérios-chave ESG do MSCI



Fonte: Adaptado de MSCI (2022)

4.1 ESTUDO COMPARADO ENTRE COMPANHIAS DE VENTURE CAPITAL BRASILEIRAS E EUROPEIAS

A fim de identificar como são considerados os critérios *ESG* por gestoras de *Venture Capital* no Brasil, o autor deste trabalho buscou por pesquisas acadêmicas e de instituições de mercado que correlacionassem *Venture Capital* ao *ESG* no Brasil, tendo encontrado apenas a *Pesquisa ESG 2022* do Emerging Venture Capital Fellows – EVCF. O estudo é composto por respostas de gestoras de *Venture Capital* e procurou diagnosticar como as gestoras de *VC* e *PE* aplicam critérios *ESG* na análise e gestão de

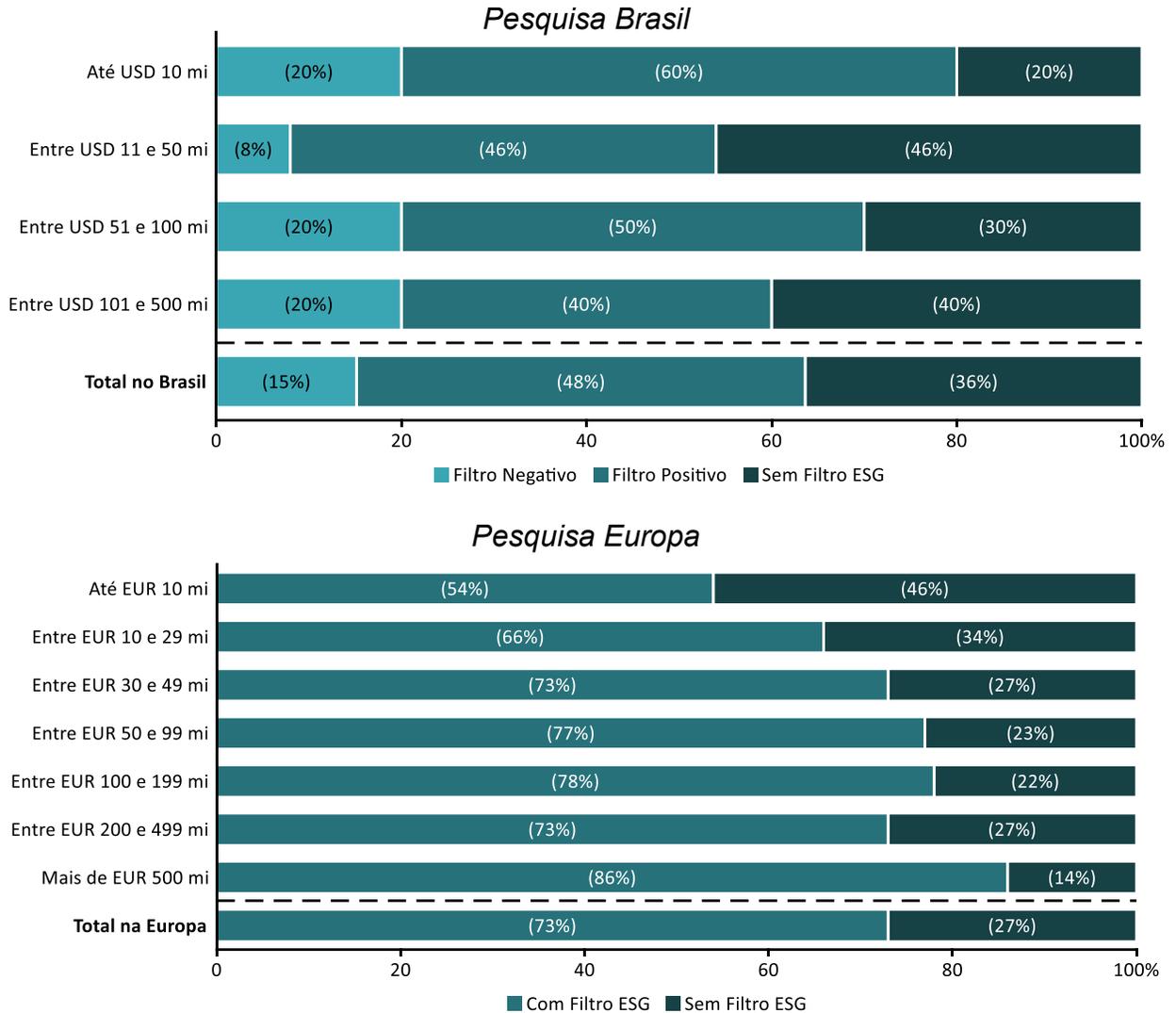
portfólio (EVCF, 2022). Para este trabalho, foram disponibilizados pelo EVCF os dados coletados da *Pesquisa ESG 2022*, seguindo as diretrizes da Lei Geral de Proteção de Dados, a fim de ajustar a pesquisa para avaliar apenas as companhias de *Venture Capital* e viabilizar um estudo comparado mais apurado.

Com o intuito de avaliar se as gestoras brasileiras estão atrasadas, acompanhando ou a frente da evolução da integralização do *ESG*, buscou-se pesquisas recentes de regiões do mundo para comparar com os resultados da pesquisa realizada pelo EVCF. O interesse no investimento responsável difere geograficamente, com impulso e prática mais forte na Europa. Nos EUA, a incorporação *ESG* é frequentemente vista como um exercício para cumprir burocracias e o ceticismo sobre seu valor prevalece (UNGC, UNEPFI, 2022a, p. 14, tradução nossa). Botsari e Lang (2020) realizaram uma pesquisa com 774 capitalistas de risco de 538 gestoras de *VC* da Europa, sendo a pesquisa com maior número de respostas do setor. O relatório *Starting Up Responsible Investment In Venture Capital*, de 2022, explora a incorporação do *ESG* na indústria de capital de risco, tendo entrevistado gestores de investimento (*GPs*), proprietários de ativos (*LPs*) e outros *stakeholders* signatários. Apesar das pesquisas terem utilizado metodologias diferentes, buscar-se-á encontrar convergências das métricas.

4.1.1 Análise de Investimentos

Quando se busca entender por que razões os capitalistas de risco aplicam critérios *ESG*, a pesquisa do EVCF (2022) aponta que no Brasil, 64% das gestoras (na Europa o percentual sobe para 73%, ver Figura 15) que aplicam critérios *ESG*, 71% o fazem pois querem gerar um impacto social e ambiental positivo, tal resultado vai ao encontro da pesquisa da Botsari e Lang (2020), onde foi o motivo mais citado (75%), e do relatório recente dos signatários dos PRI (UNGC, UNEPFI, 2022a). Na pesquisa do EVCF, buscou-se entender quais metodologias as gestoras que aplicam filtros *ESG* usam e a maioria delas detém uma metodologia própria (81%), contudo elas também se baseiam nos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da ONU (43%) e os PRI (19%). Isso corrobora com a visão de que não há uma padronização de como integrar práticas *ESG* no processo de investimento.

Figura 15 - Percentual de gestoras que usam critérios ESG no processo de investimento – por tamanho do VC (AUM)



Fonte: Adaptado de Botsari e Lang (2020) e EVCF (2022).

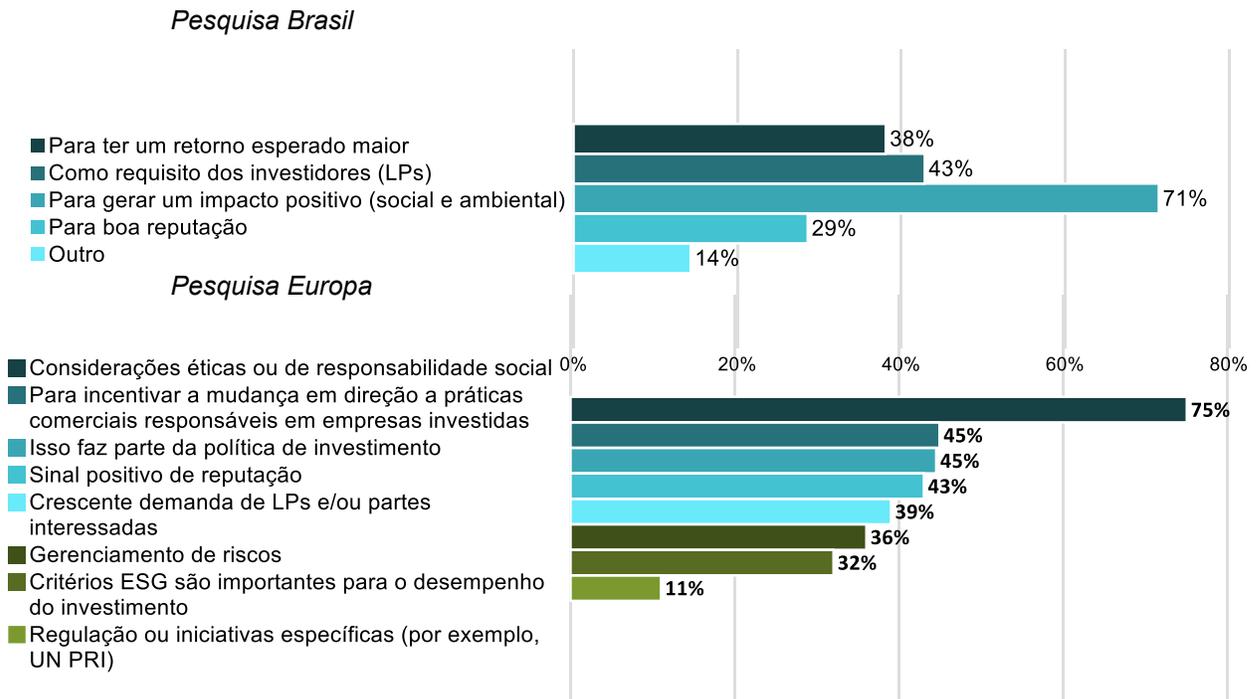
No Brasil, a exigência dos *LPs* é o segundo motivo mais relevante (43%), enquanto na Europa é a quinta posição (39%). Em terceiro, uma expectativa de investimento com retornos maiores (38%), enquanto na Europa está na sétima posição (32%). Por fim, mostrar uma boa reputação no mercado é a quarta posição para ambas as pesquisas, tendo uma relevância de 29% no Brasil e 43% na Europa. O comparativo pode ser visto na Figura 16. As duas pesquisas mostram que os fundos de *Venture Capital*, quando se trata de *ESG*, colocam princípios e questões éticas a frente do retorno financeiro.

Na pesquisa do Emerging Venture Capital Fellows (2022), foram trazidas apenas duas opções de filtros¹ para a adoção de estratégias *ESG*, a positiva (48%) e a negativa (15%), o estudo também indica que 36% não utilizam nenhum critério *ESG* para analisar investimentos. Já em Botsari e Lang (2020, p. 20), foram encontradas cinco estratégias de integração *ESG* no processo de investimento e as duas mais utilizadas são o filtro negativo (50%), eliminando as empresas do processo de investimento que não passam nos critérios *ESG* e o filtro positivo (39%), investindo nas empresas que passam nos critérios. Além desses, foram identificadas as estratégias de *investimento de impacto* (29%) – os *VCs* investem em companhias que geram impacto social, ambiental e retorno financeiro; *sócio ativo* (21%) – vai ao encontro do que foi visto anteriormente do *acionista ativista*; e integração completa no *valuation* (18%) – incluindo fatores *ESG* nos modelos de valoração das empresas. Em Botsari e Lang (2020), 60% das gestoras que aplicam filtros negativos o fazem devido aos riscos atrelados ao *ESG* e uma a cada duas utilizam critérios *ESG* por cobrança dos *LPs* e/ou para manter uma boa reputação. No Brasil, 100% das gestoras que aplicam filtro negativo o fazem para gerar impacto positivo e 60% devido a cobranças dos *LPs* e/ ou para ter uma boa reputação. Enquanto 43% dos que aplicam filtros positivos acreditam que o *ESG* gera um retorno esperado maior, dos que aplicam filtro negativos o valor cai para 20%.

De acordo com Botsari e Lang (2020), o filtro negativo é a forma mais fácil dos *GPs* implementarem práticas *ESG* e parece ser impulsionada pela demanda dos *LPs* e para mitigação de riscos. Ela também é a estratégia mais utilizada pelos gestores. Por outro lado, os *GPs* que usam filtro positivo consideram os critérios *ESG* como oportunidade de geração de valor e como parte da política de investimento da sua companhia. Nesse quesito, o perfil das companhias brasileiras se diferencia das europeias, onde a estratégia predominante é o de filtro positivo (48%), três vezes maior que o filtro negativo.

¹ Na pesquisa do EVCF (2022) foi realizado uma pergunta de única opção, enquanto na da Botsari e Lang (2020) era múltipla escolha.

Figura 16 - Motivação dos GPs para integração do ESG

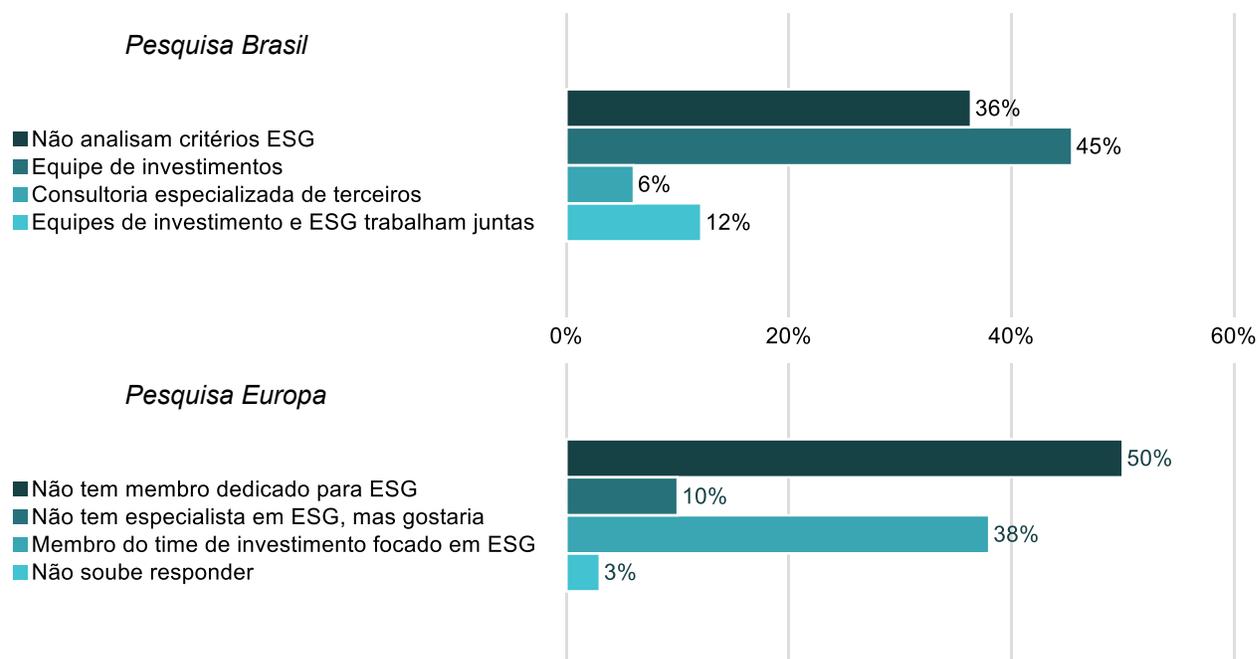


Pode-se inferir que o uso de critérios *ESG* dentro das gestoras de *Venture Capital* é predominantemente na etapa de *triagem*, convergindo com o trabalho de Amankwah e Abonge (2011). Em UNCG e UNEPFI (2022a, p. 16) os signatários aplicam critérios *ESG* durante a diligência (86%), decisão de investimento (83%), gestão de portfólio (78%), na operação interna – políticas internas (71%) e no preparo da saída (28%).

Como visto na Figura 17, as entrevistas destacaram que muito poucas companhias de *Venture Capital* têm profissionais *ESG* dedicados fornecendo suporte interno. As companhias de capital de risco geralmente são pequenas e têm recursos limitados para se dedicar às práticas *ESG* (UNGC; UNEPFI, 2022a, p. 14, tradução nossa). No Brasil, das gestoras que integram o *ESG*, o responsável por avaliar os critérios *ESG* na maioria dos casos dentro das gestoras é o time de investimento (71%), em 19% dos casos o time de investimento trabalha em conjunto com o time especialista de *ESG* e apenas 10% ficam de responsabilidade de uma consultoria terceira especializada. Na Europa, em 38% das gestoras há um especialista de investimento dedicado a lidar com questões *ESG*, mais que 3 vezes do que no Brasil. Como visto em CDC e FMO (2020), para se ter um gerenciamento efetivo *ESG*, deve-se incorporar recursos e pessoas experientes, como

um especialista ou conselheiro externo, para implementar e avaliar questões *ESG*. As pesquisas indicam que esta ainda é uma fragilidade das companhias brasileiras e europeias para se ter um gerenciamento efetivo, porém o Brasil segue mais atrasado.

Figura 17 - Quem é responsável por avaliar critérios *ESG* nas gestoras



Fonte: Adaptado de Botsari e Lang (2020) e EVCF (2022).

Como visto anteriormente, cerca de 36% e 27% dos *GPs* não aplicam critérios *ESG* na decisão de investimento, no Brasil e na Europa, respectivamente. Quando questionados, 70% dos *GPs* brasileiros que não aplicam critérios *ESG* consideram o tema relevante e estão estudando maneiras de como implementar – o que pode ser considerado um valor significativo. A Figura 18 mostra que 30% não sabem aplicar e 20% dos *GPs* não acreditam que o tema seja relevante ou não enxerga o *ESG* como potencial de maior retorno no investimento.

Na pesquisa de Botsari e Lang (2020), dos *GPs* que não integram *ESG*, 32% assinalaram que devido a um limite de recursos internos e expertise não consideram os critérios *ESG*, 31% têm uma preocupação e dificuldade em quantificar informações *ESG*, 26% alegam que as empresas não compartilham as informações de forma adequada, o que conversa com os 13% que sinalizaram os custos excessivos para coleta e análise de

dados *ESG*. Apesar de 73% das companhias de *Venture Capital* utilizarem critérios *ESG*, 30% dos que não usam entendem que não são importantes para performance do investimento e 25% sentem falta de oportunidades atraentes de investimento.

Figura 18 - Razões das gestoras a não utilizarem critérios ESG



Fonte: Adaptado de Botsari e Lang (2020) e EVCF (2022).

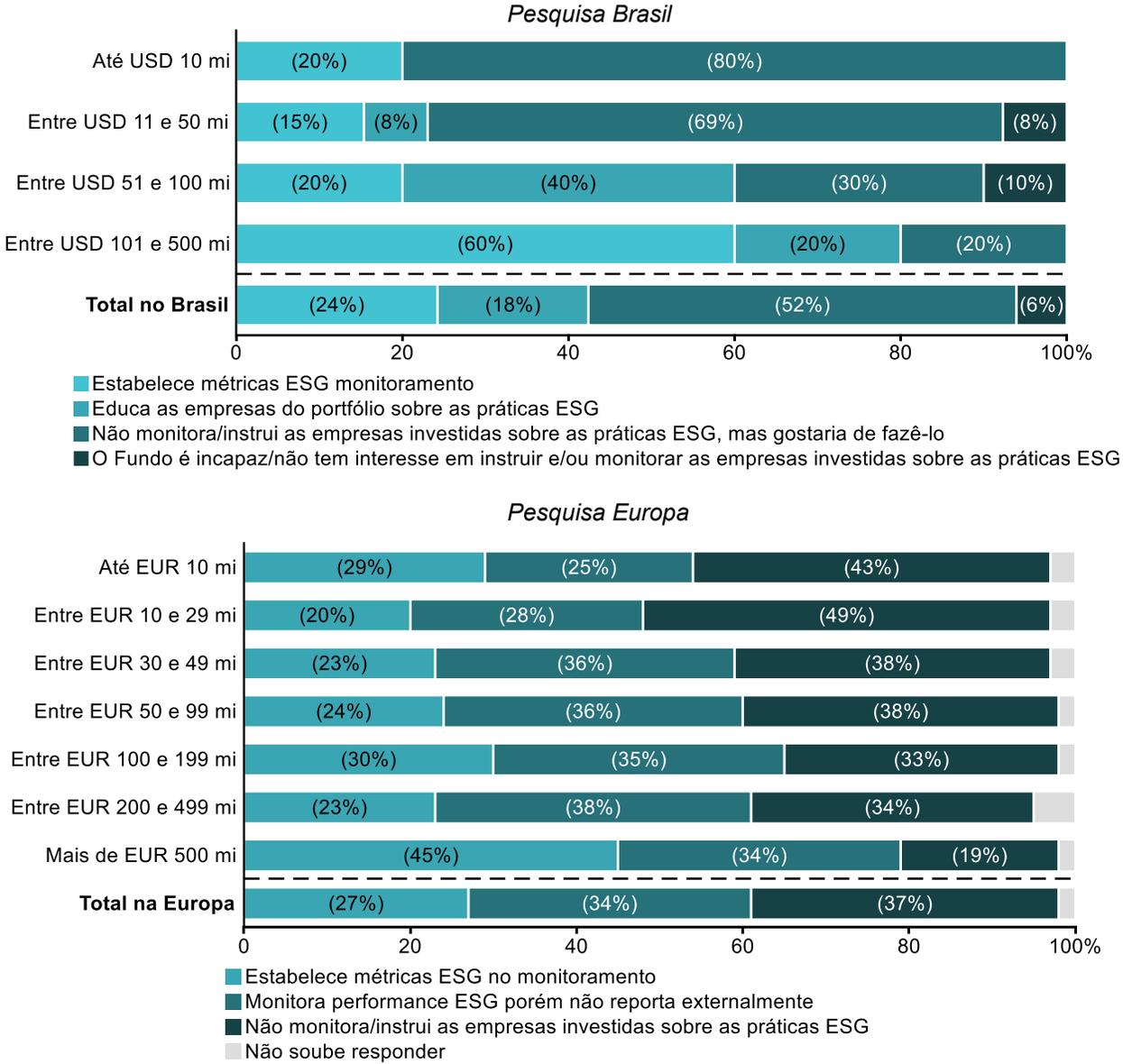
4.1.2 Gestão de Portfólio

Após a companhia de *Venture Capital* aplicar as estratégias *ESG* durante o processo de avaliação de investimento e decidir em qual(is) empresas investir, ela tem o papel de monitorar e adicionar valor agregado para a investida, procurando maximizar os retornos para seus *LPs*, como visto no capítulo 3. De acordo com Botsari e Lang (2020), 27% dos respondentes realizam o monitoramento da performance *ESG* das empresas investidas, 34% realizam, porém não reportam externamente e 37% relatam a falta de monitoramento formal de suas investidas em termos de Indicadores Chave de Performance (KPIs). No Brasil uma a cada duas gestoras não sabe como monitorar nem como instruir suas investidas sobre práticas *ESG*, mas tem interesse em fazer; apenas 24% estabelecem métricas para monitorar o impacto *ESG* de suas investidas, como visto na Figura 19. Apesar da pesquisa Brasil ter utilizado uma pergunta com escolha única, uma gestora pode estabelecer métricas *ESG* para monitoramento e educar suas investidas sobre práticas *ESG*, faz parte de seu papel no pós-investimento.

Quando se compara o monitoramento da performance *ESG* (Figura 19), assim como o uso de critérios *ESG* na avaliação de investimento (Figura 15), por *AUM* das gestoras europeias, fica claro que as companhias com mais recursos têm uma

capacidade maior de implementar critérios *ESG* – como visto anteriormente em UNGC e UNEPFI (2022a), em geral as companhias de *Venture Capital* têm poucos recursos e este foi o problema mais citado entre as gestoras europeias não integram o *ESG*. No Brasil, pode se concluir que segue o mesmo padrão em relação ao monitoramento, porém acontece o inverso quando avalia as estratégias *ESG* na análise de investimento.

Figura 19 - Monitoramento de performance *ESG* das investidas – por tamanho do VC (*AUM*)



Fonte: Adaptado de Botsari e Lang (2020) e EVCF (2022).

A pesquisa *Starting Up Responsible Investment in Venture Capital* assim como a *Pesquisa ESG 2022*, relataram quais os fatores *ESG* mais comuns a serem monitorados, porém o tema não foi abordado em Botsari e Lang (2020). Dentro dos critérios ambientais, as duas pesquisas destacaram monitorar a emissão de gases do efeito estufa (GHG) direta (67% - PRI e 64% - Brasil) e indiretamente. A gestão de sólidos, lixo eletrônico, materiais e embalagens sustentáveis apresentados na pesquisa brasileira aparenta estar agrupada no primeiro grupo da pesquisa dos signatários dos PRI, das emissões diretas de GHG. Os signatários assinalaram também que monitoram emissões indiretas de GHG, como uso de eletricidade (50%) e viagens a negócio (43%), e o uso de água na cadeia de mantimentos. Dos critérios sociais, o principal critério entre os signatários dos PRI e gestoras brasileiras que monitoram métricas é a diversidade na liderança entre as equipes, implicando em 74% e 79% dos respondentes, respectivamente. O ambiente e condições de trabalho são mensurados por 49% dos signatários e 43% das gestoras brasileiras. Os signatários apontam que leis trabalhistas, como salário-mínimo, são reportadas por 34%, já 43% das gestoras brasileiras acompanham a informalidade e 29% a diferença salarial. Por fim, dos critérios de governança, 86% das gestoras brasileiras e 67% dos signatários dos PRI monitoram a existência de políticas de governança, como ter um conselho e relatórios. No Brasil se tem um olhar cauteloso com políticas de remuneração (71%), anticorrupção (64%) e não discriminação e assédio (50%). Os signatários também acompanham a segurança da privacidade de dados (49%), riscos regulatórios (46%), políticas antissuborno e corrupção (35%) e impostos (31%).

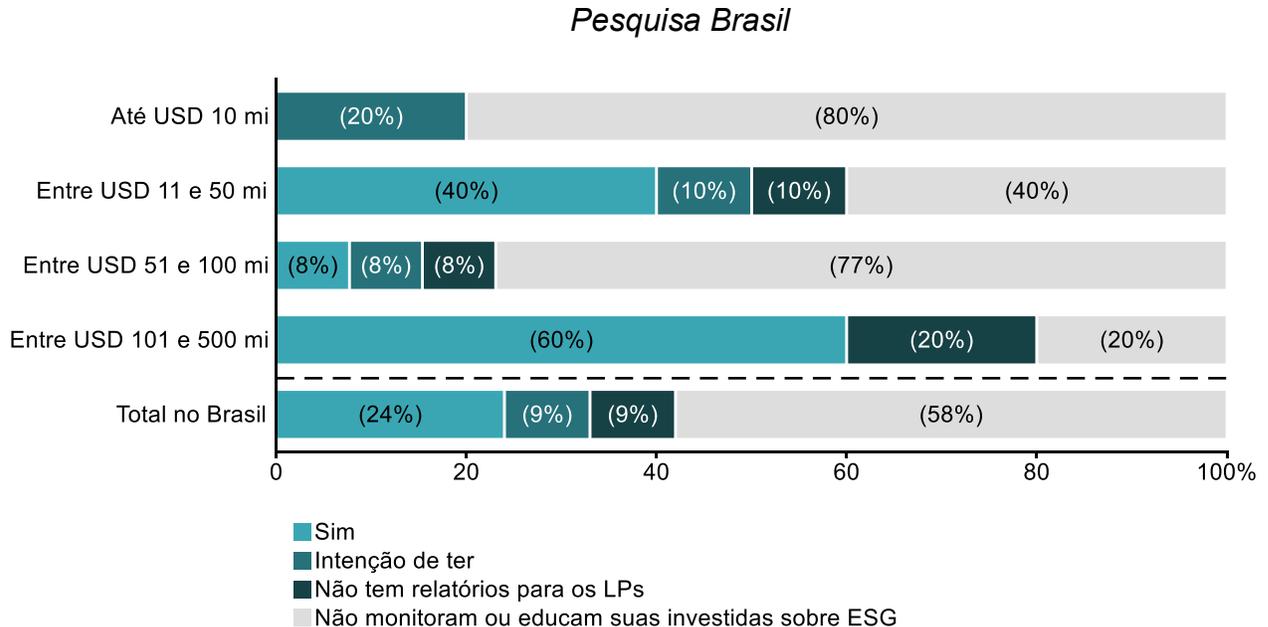
4.1.3 Políticas ESG Internas das Gestoras

Como visto em CDC e FMO (2020, p. 9), apresentar políticas *ESG*, auxiliar as investidas sobre o tema de *ESG* e compartilhar relatórios sobre *ESG* para seus *Limited Partners* é dever de um *GP* que almeja ter um gerenciamento efetivo do *ESG*. Um em cada dois *GPs* europeus afirmam que detêm uma política *ESG* dentro das próprias gestoras, 23% dizem que estão no processo de adesão e outros 23% não utilizam. Botsari e Lang (2020) identificou uma correlação positiva entre *AUM* do fundo com implementação de política *ESG*.

No Brasil, das gestoras que monitoram ou educam as investidas, 21% não têm uma política *ESG* formalizada, 21% não tem, mas pretendem ter e 57% das gestoras tem documentos de formalização. Foi visto que 64% dessas gestoras têm política de transparência e governança; 57% têm princípios para Investimento Responsável; 43% apresentam políticas de sustentabilidade; 36% têm política antidiscriminação e assédio; 29% de diversidade e inclusão.

No Brasil, como mostra a Figura 20, 24% dos fundos que responderam à pesquisa monitoram e elaboram relatórios *ESG* para seus *LPs* (na Europa o valor sobe para 30%), um resultado ainda insatisfatório para o gerenciamento efetivo do *ESG*. Dos fundos brasileiros que apresentam filtros *ESG* positivo ou negativo, 62% deles não elaboram relatórios a seus *LPs*. Em relação aos fundos que educam as empresas do portfólio ou estabelecem métricas *ESG* para as investidas, 57% delas geram relatórios *ESG* para os *LPs*, no Brasil.

Figura 20 - Gestoras que entregam relatórios *ESG* para seus *LPs* - por tamanho da gestora (*AUM*)



Fonte: Adaptado de EVCF (2022).

5 CONCLUSÃO

Tendo em vista a importância e pertinência do tema ora estudado, pesquisas estão surgindo a fim de verificar como os problemas e critérios *ESG* estão sendo considerados pelos demais integrantes do mercado financeiro. A indústria financeira sofreu um fenômeno *consumer-driven*, onde os proprietários de ativos (*LPs*) estão mais rígidos quanto ao investimento em negócios que não se adequam a seus princípios e valores e que não sejam sustentáveis.

Com o tamanho avanço dos *PRI* e crescente adesão de *LPs* a esta rede, como visto neste trabalho, os gestores de investimento, incluindo os de *Venture Capital*, estão adotando os critérios *ESG* para minimização de riscos e geração de valor no longo prazo a seus *LPs*. Contudo, ainda há uma dificuldade na indústria de *Venture Capital* para incorporar critérios *ESG* no processo de investimento – segundo *UNGC* e *UNEPFI* (2022a, p. 25), 83% dos signatários encontram dificuldades devido ao estágio inicial da companhia e falta de informação, a falta de influência, transparência e métricas para guiar a implementação e o próprio modelo de negócio dos capitalistas de risco.

Os capitalistas de risco têm a característica de aplicar capital financeiro e humano nas suas investidas, sendo um agente catalizador de mudanças na gestão, rotina, cultura e estratégia dos negócios. Com a preocupação crescente com a questão *ESG*, os capitalistas de risco tem a oportunidade de definir se as empresas do futuro irão se adequar e implementar práticas *ESG*. As pesquisas do *EVCF* (2022) e *Botsari e Lang* (2020) mostraram que 64% e 73% das gestoras aplicam critérios *ESG*, respectivamente. Porém, a integração *ESG* nas gestoras acaba concentrando-se na etapa de pré-investimento. A fim de ter um gerenciamento efetivo do *ESG*, as gestoras ainda precisam incorporar políticas *ESG*, destinar recursos financeiros e humano para implementar as práticas *ESG* no dia a dia e monitorar as suas investidas, assim como elaborar relatórios para seus *LPs*.

Tanto as gestoras de *Venture Capital* europeias quanto as brasileiras utilizam estratégias *ESG* principalmente por questões de princípios e valores. Apesar do filtro negativo ser o mais fácil de se implementar, as gestoras brasileiras que implementam critérios *ESG* costumam aderir a estratégia de filtro positivo, o que indica ser uma adesão

ao investimento responsável orientada pelo interesse genuíno de gerar impacto positivo na sociedade e não só por demanda de seus *LPs*. Como visto em Botsari e Lang (2020), os *GPs* que usam filtro positivo consideram os critérios *ESG* como oportunidade de geração de valor e como parte da política de investimento da sua companhia. O *Venture Capital* no Brasil é incipiente e o *ESG* mais ainda. Ter 70% dos *GPs* brasileiros que não aplicam critérios *ESG* buscando implementar as práticas *ESG* indica uma forte procura por parte das gestoras brasileiras.

Foi visto que ter um especialista ou conselheiro de *ESG* ainda não é a realidade da maioria das companhias brasileiras e europeias. No que tange o processo de pós-investimento, 50% das gestoras brasileiras monitoram e/ou instruem suas investidas a respeito de questões *ESG*. Quanto maior o tamanho da gestora, maior é sua capacidade de dispender recursos e pessoas para implementar estratégias e práticas *ESG*. Porém em relação a análise de investimentos, as gestoras brasileiras de menor porte demonstram ter um interesse maior na implementação.

Comparando a *Pesquisa ESG 2022* com a metodologia para analisar e ranquear problemas *ESG* do MSCI, pode-se inferir que do pilar ambiental, as gestoras de *Venture Capital* brasileiras monitoram sete das treze questões-chaves indicadas pelo MSCI, são elas emissão de carbono, fonte de matéria bruta, desperdício de materiais e embalagens, lixo eletrônico e as oportunidades via investimento direto. Do pilar social, os capitalistas de risco olham para normas trabalhistas, desenvolvimento do capital humano, proteção de dados, saúde e segurança. Por fim, no pilar de governança, as gestoras de *Venture Capital* estão monitorando a ética do negócio investido, a transparência na contabilidade e impostos, a existência de um conselho e políticas de governança.

A falta de uma metodologia para integração do *ESG* no processo de investimento acarreta limitações para fundos e *LPs* manterem uma transparência e coerência em seus investimentos. Dada as limitações de tamanho da amostra e metodologia aplicada na pesquisa do Emerging Venture Capital Fellows (2022), para estudos futuros pode-se elaborar uma pesquisa mais aprofundada, levando em consideração o nível de educação e experiência dos *GPs*, questões sobre retorno financeiro e *valuation*, e com uma amostragem maior. Visto que não há uma padronização de metodologia para integração do *ESG* no processo de investimento e que as gestoras têm dificuldades em integrar,

principalmente, no pós-investimento, é válido realizar uma pesquisa de carácter qualitativa com fundos de *Venture Capital* e *Private Equity* a fim de identificar boas práticas de mercado e somar com as metodologias desenvolvidas por instituições como o *MSCI* e *CFA*.

REFERÊNCIAS

ACE CORTEX. **Corporate Venture capital (CVC):** como corporações e startups constroem juntas o futuro dos negócios. 2022. Disponível em: <https://www.acecortex.com.br/corporate-venture-capital/> Acessado em: 13 fev. 2023

AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL – ABDI. **A indústria de private equity e venture capital:** 2º Censo Brasileiro. Brasília: Centro de Gestão e Estudos Estratégicos, 2011. Disponível em: https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/8419/Private_Equity_e_Venture_Censo.pdf Acesso em: 5 jan. 2023.

AMANKWAH, G.; ABOUNGE, H. V. **Investigating environmental, social and Governance (ESG) considerations in venture capital & private equity firms:** a study in US and UK venture capital industry. Sweden, Umeå School of Business, 2011. Disponível em: <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:428672/FULLTEXT02.pdf> Acesso em: 26 fev. 2023.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE VENTURE CAPITAL & PRIVATE EQUITY – ABVCAP. **Consolidação de Dados da Indústria de PE&VC 2021.** 2021. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/5188.pdf> Acesso em: 25 fev. 2023.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE VENTURE CAPITAL & PRIVATE EQUITY – ABVCAP. **Performance da indústria de Private Equity e Venture capital.** 2022. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/pesquisas/estudos.aspx?c=pt-br> Acesso em: 25 fev. 2023.

BAIN COMPANY. **Global private equity report 2022.** 2022. Disponível em: <https://www.bain.com/insights/topics/global-private-equity-report/2022/> Acessado em: 05 mar. 2023.

BASSEN, A.; KOVACS, A. M. M. Environmental, Social and Governance Key Performance Indicators from a Capital Market Perspective. Germany, **Zeitschrift für Wirtschafts- und Unternehmensethik**, v. 9, n. 2, p. 182-192, 2008, Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1307091>. Acesso em 4 fev. 2023.

BERGER, A. N.; UDELL, G. F. The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. **Journal of Banking & Finance**, United Kingdom, v. 22, n. 6-8, p. 613-673, 1998. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00038-7](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00038-7). Acesso em: Acesso em 4 dez. 2022.

BLANK, S. **What's A Startup?** First Principles. 2010. Disponível em: <https://steveblank.com/2010/01/25/whats-a-startup-first-principles/>. Acesso em: 28 fev. 2022.

BLANK, S. Why the Lean Start-Up Changes Everything. **Harvard Business Review**, United States, 2013. Disponível em: <https://hbr.org/2013/05/why-the-lean-start-up-changes-everything>. Acesso em: 3 mar. 2022.

BOTSARI, A.; LANG, F. **ESG considerations in venture capital and business angel investment decisions**: Evidence from two pan-European surveys, EIF Working Paper, No. 2020/63, European Investment Fund (EIF), Luxembourg, 2020. Disponível em: https://www.eif.org/news_centre/publications/EIF_Working_Paper_2020_63.htm Acesso em: 11 fev. 2023.

CAMILLERI, M. A. Socially responsible and sustainable investing: a review and appraisal. *In*: CAMILLERI, M. A. **Corporate Sustainability, Social Responsibility and Environmental Management**. Cham, Switzerland: Springer Nature, 2017. p. 61-77. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/329059833_Socially_Responsible_and_Sustainable_Investing_A_Review_and_Appraisal Acesso em: 21 fev. 2023.

CBINSIGHTS. The Top 12 Reasons Why Startups Fail. **CBINSIGHTS**, 2021. Disponível em: https://www.cbinsights.com/research-12-reasons-why-startups-fail?utm_campaign=marketing_startup-failure_2021-07&campaignid=270202443&adgroupid=132387900864&utm_term=startups&utm_campaign=Reports&utm_source=google&utm_medium=cpc&utm_content=adwords-reports. Acesso em: 06 dez. 2021.

CDC GROUP – CDC; DUTCH ENTREPRENEURIAL DEVELOPMENT BANK – FMO. **Responsible venture capital**: Integrating environmental and social approaches in early-stage investing. 2020. Disponível em: <https://assets.cdcgroup.com/wp-content/uploads/2020/01/16092500/Responsible-Venture-Capital.pdf> Acesso em: 25 fev. 2023.

CORPORATE FINANCE INSTITUTE – CFI. **Equity**: The market value of the assets owned by shareholders after all debts have been repaid. 2023. Disponível em: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/equity-definition/>. Acessado em: 27 jan 2023

COHEN, S. What Do Accelerators Do? Insights from Incubators and Angels. **Innovations: Technology, Governance, Globalization**, United States, v. 8, n. 3–4, p. 19–25, 2013. Disponível em: https://doi:10.1162/inov_a_00184. Acesso em: 2 jan. 2023.

COHEN, S.; HOCHBERG, Y. V. Accelerating Startups: The Seed Accelerator Phenomenon. **SSRN Electronic Journal**, United States, 2014. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2418000>. Acesso em: 10 jan. 2023.

COMISSÃO MUNDIAL SOBRE O MEIO AMBIENTE E DESENVOLVIMENTO – CMMAD. **Our Common Future**. 1987 Disponível em: <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf> Acesso em: 15 jan. 2023.

CORDER, S. SALLES FILHO, S. Aspectos conceituais do financiamento à inovação. **Revista Brasileira de Inovação**, São Paulo, v.5, n.1, p.33-76, jan./jun. 2006.

Disponível em:

<https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/rbi/article/view/8648923/15469> Acesso em: 14 dez. 2022.

COSTA, C. M. L. **A survey of the literature on CSR, ESG, green finance and circular economy**. 2022. (Master in Finance) – Católica Porto Business School. Portugal. 2022.

Disponível em: <http://hdl.handle.net/10400.14/39421> Acessado em: 4 jan. 2023.

CRISTÓFALO, R. G. et al. Sustentabilidade e o mercado financeiro: estudo do desempenho de empresas que compõem o índice de sustentabilidade empresarial (ISE). **REGE-Revista de Gestão**, São Paulo, v. 23, n. 4, p. 286-297, 2016.

DALLARI, P. Como, e quando, surgiu a globalização: a globalização, tal como a conhecemos hoje, começou, pode-se dizer, em 1899, com uma grande conferência de paz. **Jornal da USP**, São Paulo, 05 jul. 2017a. Disponível em:

<https://jornal.usp.br/atualidades/como-e-quando-surgiu-a-globalizacao/>.

DALLARI, P. É impossível preservar o meio ambiente sem a globalização. **Jornal da USP**, 2017b. Disponível em: <https://jornal.usp.br/?p=103221>

DAVILA, A.; FOSTER, G.; GUPTA, M. **Venture capital financing and the growth of startups firms**. California, United States: Stanford University, 2000. Disponível em: <https://www.gsb.stanford.edu/faculty-research/working-papers/venture-capital-financing-growth-startup-firms> Acesso em: 24 ago. 2022.

DE CLERCQ, D. et al. An entrepreneur's guide to the venture capital galaxy. **Academy of Management Perspectives**, New York, United States, v. 20, n. 3, p. 90-112, 2006.

Disponível em: <https://doi.org/10.5465/amp.2006.21903483> Acessado em: 26 ago. 2022.

DROVER, W. et al. A review and road map of entrepreneurial equity financing research: venture capital, corporate venture capital, angel investment, crowdfunding, and accelerators. **Journal of Management**, London, v. 43, n. 6, p. 1820-1853, 2017.

Disponível em: <https://doi.org/10.1177/0149206317690584> Acessado em: 5 set. 2022.

DUSHNITSKY, G.; LENOX, M. J. When do firms undertake R&D by investing in new ventures? **Strategic Management Journal**, United States, v. 26, n. 10, p. 947-965.

2005a. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1439967> Acessado em: 1 nov. 2022.

DUSHNITSKY G, LENOX M. J. Corporate venture capital and incumbent firm innovation rates. **Research Policy**, Netherlands, 34(5): 615–639. 2005b. Disponível em:

<https://doi.org/10.1016/j.respol.2005.01.017> Acessado em: 24 set. 2022.

DUSHNITSKY, G., & SHAVER, J. M. 2009. Limitations to interorganizational knowledge acquisition: the paradox of corporate venture capital. **Strategic Management Journal**, United States, v. 30, n. 10, p. 1045-1064. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/27735474> Acesso em: 4 dez. 2022.

DUTTA, S.; FOLTA, T. B. A comparison of the effect of angels and venture capitalists on innovation and value creation. **Journal of Business Venturing**, United States, v. 31, n. 1, p. 39-54, 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2015.08.003> Acessado em: 2 jan. 2023.

EMERGING VENTURE CAPITAL FELLOWS – EVCF. **Pesquisa ESG 2022**. 2022. Disponível em: <https://www.emergingvcfellows.com/reportesg> Acessado em: 3 dez. 2022.

FORLANI, D.; MULLINS, J. W. Perceived risks and choices in entrepreneurs' new venture decisions. **Journal of Business Venturing**, United States, v. 15, n. 4, p. 305-322, 2000. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(98\)00017-2](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(98)00017-2) Acessado em: 2 jan. 2023.

FRIED, V. H.; HISRICH, R. D. Toward a model of venture capital investment decision making. **Financial Management**, United States, v. 23, n. 3, p. 28-37, 1994. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/3665619> Acessado em: 23 set. 2022.

GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE – GSIA. **Global sustainable investment review 2020**. 2020. Disponível em: <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf> Acessado em: 27 jan. 2023.

GOMPERS, P. A. Grandstanding in the venture capital industry. **Journal of Financial Economics**, Netherlands, v. 42, n.1, p. 133 – 156, 1996. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(96\)00874-4](https://doi.org/10.1016/0304-405X(96)00874-4) Acessado em: 5 ago. 2022.

GOMPERS, P. A.; LERNER, J. The Venture Capital Revolution. **Journal of Economic Perspectives**, United States, v. 15, n. 2, p. 145-168, 2001. Disponível em: <https://doi.org/10.1257/jep.15.2.145> Acessado em: 28 nov. 2022.

GOMPERS, P. A.; LERNER, J. **The venture capital cycle**. [s.l.]: MIT Press, 2004.

IBRAHIM, D. M. The (not so) puzzling behavior of angel investors. **Vanderbilt Law Review.**, United States, v. 61, n. 5, p. 1405, 2008. Disponível em: <https://scholarship.law.vanderbilt.edu/vlr/vol61/iss5/3> Acessado em: 25 out. 2022.

KIM, J. et al. Entrepreneurship and economic growth: a cross-section empirical analysis. **ADB Economics Working Paper Series**, International Organization, 2022. Disponível em: <https://dx.doi.org/10.22617/WPS220399-2> Acessado em: 12 jan. 2023.

KOTASHEV, Kyril. Startup Failure Rate: How Many Startups Fail and Why? **Failory**, 9 jan. 2022. Disponível em: <https://www.failory.com/blog/startup-failure-rate>. Acesso em: 3 mar. 2022.

LOSADA, B. **Finanças para startups - O essencial para empreender, liderar e investir em startups**. [S.l.]: [S.n.], 2020. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786586407020/>. Acesso em: 1 mar. 2022.

MACMILLAN, I. C., S., R., & NARASIMHA, P. S. Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. **Journal of Business venturing**, United States, v. 1, p. 119-128, 1986.

MANKIW, N. G. **Introdução à economia**. 4. Ed. São Paulo: Cengage Learning, 2019.

MANN R. J.; SAGER, T. W. Patents, venture capital, and software start-ups. **Research Policy**, Netherlands, V. 36, n. 2, p. 193 – 208, 2007. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.respol.2006.10.002> Acessado em: 27 dez. 2022.

MORGAN STANLEY CAPITAL INTERNATIONAL – MSCI. **ESG Ratings Methodology**. 2022. Disponível em: <https://www.msci.com/documents/1296102/34424357/MSCI+ESG+Ratings+Methodology+%28002%29.pdf> Acessado em: 7 mar. 2023.

NNAM, S. U. ESG for Venture Capital, private equity and Responsible Investing. **SSRN Electronic Journal**, United States, 2022. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=4135535> Acessado em: 18 jan. 2023.

PAVANI, C. **O capital de risco no Brasil**. Rio de Janeiro: E-papers, 2003.

PETEFFI, A. **Capital de risco e o relacionamento de múltiplos investidores em startups**. 2020. Dissertação (Mestrado em Administração) – Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2020. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10183/210784> . Acesso em: 25 abr. 2022.

PETTY, J. S.; GRUBER, M. In pursuit of the real deal: A longitudinal study of VC decision making. **Journal of Business Venturing**, United States, v. 26, n. 2, p. 172-188, 2011. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2009.07.002> Acessado em: 23 nov. 2022.

PICKEN, J. C. From startup to scalable enterprise: Laying the foundation. **Business Horizons**, United States, v. 60, n. 5, p. 587-595, 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2017.05.002> Acessado em: 28 out. 2022.

PINDYCK, R. S.; RUBINFELD, D. L. **Microeconomia**. 5. ed. São Paulo: Pearson, 2002.

RAMADANI, V. Business angels: who they really are. **Strategic Change: Briefings in Entrepreneurial Finance**, United States, v. 18, n. 7-8, p. 249-258, 2009. Disponível em: <https://doi.org/10.1002/jsc.852> Acessado em: 6 jan. 2023.

RIES, E. **The Lean Startup**. São Paulo: Leya, 2011.

ROSSI, L. E. M. **Manual de private equity e venture capital: passos para a tração de investidores e alocação de recursos**. São Paulo: Atlas, 2010.

RYU, S.; KIM, K.. Crowdfunding Success as a Quality Signal to Venture capital *In: 22nd Americas Conference on Information Systems*, 2016. **Surfing the IT Innovation Wave**. San Diego, United States, 2016. Disponível em: <https://aisel.aisnet.org/amcis2016/Virtual/Presentations/6/> Acessado em: 3 out. 2022.

SAPIENZA H. When do venture capitalists add value? **Journal of Business Venturing**, United States, v. 7, p. 9–27. 1992 Disponível em: [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(92\)90032-M](https://doi.org/10.1016/0883-9026(92)90032-M) Acessado em: 21 dez. 2022.

SCHUMPETER, J. **Teoria do desenvolvimento econômico**. São Paulo: Nova Cultural, 1997.

SCHIMITT JUNIOR, D. **Financiamento das pequenas e médias empresas: aspectos do processo de decisão empresarial e o instrumento de capital de risco**. 2002. Dissertação (Mestrado em Administração) - Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2002. Disponível em: <https://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/3218/000334165.pdf?sequence=1> Acessado em: 4 dez. 2022.

SCHWENK, C. R., COSIER, R. A. Effects of the expert, devil's advocate, and dialectical inquiry methods on prediction performance. **Organizational Behavior and Human Performance**, United States, v. 26, n. 3, p. 409 – 424, 1980. Disponível em: [https://psycnet.apa.org/doi/10.1016/0030-5073\(80\)90076-8](https://psycnet.apa.org/doi/10.1016/0030-5073(80)90076-8) Acessado em: 13 nov. 2022.

SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS - SEBRAE. **Negócio tradicional ou startup?** 2019. Disponível em: <https://sebraers.com.br/momento-da-empresa/negocio-tradicional-ou-startup/> Acessado em: 16 jul. 2022.

SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS - SEBRAE. **Descubra o que é smart money e como apostar neste investimento**. 2022. Disponível em: <https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/sebraeaz/ descubra-o-que-e-smart-money-e-como-apostar-neste-investimento,616913074c0a3410VgnVCM1000003b74010aRCRD> Acessado em: 7 out. 2022.

SGRILLO, P.; **Desenvolvimento e cooperação internacional: Impacto dos princípios Environmental Social Governance na indústria financeira.** 2021. Dissertação (Mestrado em Economia e Gestão), Universidade de Lisboa, Lisboa. 2021. Disponível em: <https://www.repository.utl.pt/handle/10400.5/23646> Acessado em: 25 jan. 2023.

SHEPHERD, D. A.; GRUBER, M. The Lean Startup Framework: Closing the Academic-Practitioner Divide. **Entrepreneurship Theory and Practice**, United States, v. 45, n. 5, p. 967-998, 2021.

SPARKES, R. and COWTON, C. J. (2004). The maturing of socially responsible investment: A review of the developing link with corporate social responsibility. **Journal of Business Ethics**, Netherlands, v. 52, n. 1, p. 45-57. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/25075231> Acessado em: 17 nov. 2022

TIMMONS, J. A., & BYGRAVE, W. D. Venture capital's role in financing innovation for economic growth. **Journal of Business Venturing**, United States, v. 1, p. 161-176. 1986. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(86\)90012-1](https://doi.org/10.1016/0883-9026(86)90012-1) Acessado em: 7 out. 2022.

TYEBJEE, T. T.; BRUNO, A. V. A model of venture capitalist investment activity. **Management science**, v. 30, n. 9, p. 1051-1066, 1984. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2631723> Acessado em: 3 nov. 2022.

UNITED NATIONS GLOBAL COMPACT - UNGC; UNITED NATIONS ENVIRONMENT PROGRAMME FINANCE INICIATIVE – UNEPFI. **Principles for responsible investment.** 2006. Disponível em: https://www.lifeyrismal.is/static/files/old/Sidferdislegar_fjarfestingar.pdf Acesso em: 28/02/2023

UNITED NATIONS - UN; SWISS DEPARTMENT OF FOREIGN AFFAIRS – SDFA. **Who Cares Win.** 2004. Disponível em: https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf Acesso em: 02 de mar 2023

UNITED NATIONS – UN. **Agenda 2030 para o Desenvolvimento Sustentável.** 2015. Disponível em: <https://brasil.un.org/pt-br/91863-agenda-2030-para-o-desenvolvimento-sustent%C3%A1vel> Acesso em: 13 mar. 2023

UNITED NATIONS – UN. **Global Sustainable Development Report (GSDR) 2023.** Entre 2019 e 2023. Disponível em: Global Sustainable Development Report (GSDR) 2023 | Department of Economic and Social Affairs (un.org). Acesso em: 15 mar. 2023

UNITED NATIONS GLOBAL COMPACT - UNGC; UNITED NATIONS ENVIRONMENT PROGRAMME FINANCE INICIATIVE – UNEPFI. **Principles for Responsible Investment:** na investor initiative in partnership with UNEP Finance Initiative and The

UN Global Compact. 2021. Disponível em: <https://www.unpri.org/download?ac=10948> . Acesso em: 02 mar. 2023.

UNITED NATIONS GLOBAL COMPACT - UNGC; UNITED NATIONS ENVIRONMENT PROGRAMME FINANCE INICIATIVE – UNEPFI. **Starting up responsible investment in venture capital**. 2022a. Disponível em: <https://www.unpri.org/private-equity/starting-up-responsible-investment-in-venture-capital/9162.article> Acesso em: 04 mar. 2023.

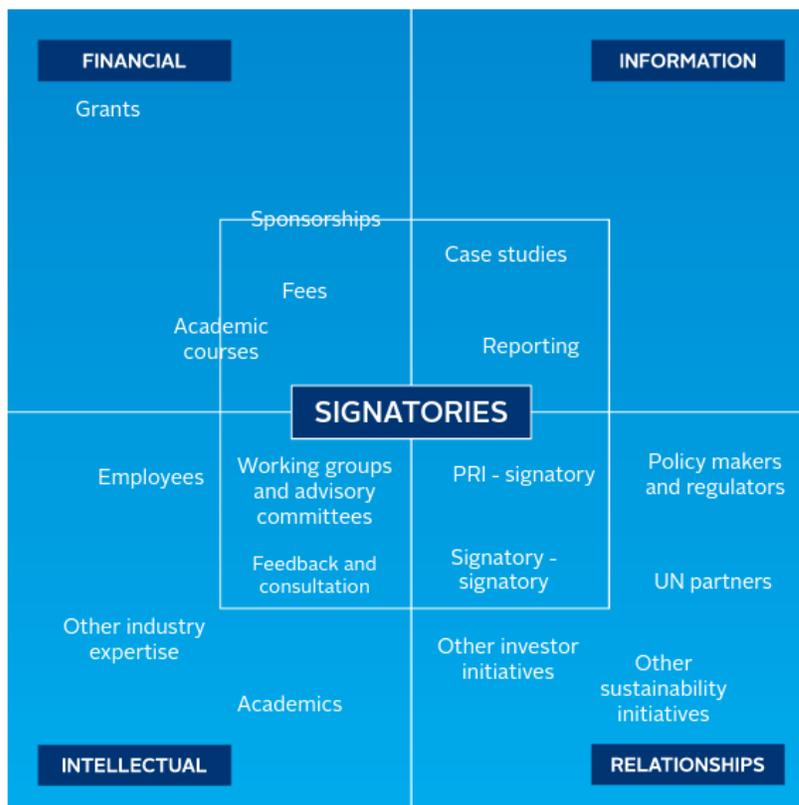
UNITED NATIONS GLOBAL COMPACT - UNGC; UNITED NATIONS ENVIRONMENT PROGRAMME FINANCE INICIATIVE – UNEPFI. **2021-22 Annual Report**. 2022b. Disponível em: <https://www.unpri.org/annual-report-2022>. Acesso em: 04 mar. 2023.

ANEXO A – PRINCIPAIS DIFERENÇAS ENTRE *VENTURE CAPITAL* E *BUYOUT*

Characteristic	Venture capital	Buyout
Fund size	<US\$50m to US\$1bn+	<US\$500m to US\$25bn+
Number of investments per fund	10 – 40+	10 – 20
Equity stake and degree of influence	Varies, generally 1% – 20%. Can often be diluted due to involvement of multiple GPs during various funding rounds. Often with board seats	Often control investments >50% equity ownership
Internal resources	Depends on fund size, but leaner than buyout firms	Depends on fund size
Size of investee company	Small	Mid cap to large cap
Due diligence level	Low to moderate	High
Financial leverage	Generally, little	High ^o
Typical target sectors	Technology, biotech	Technology, industrials, healthcare, consumer, financial services, energy
Investee company business model	Disruptive, rapidly evolving product and/or team, often pre-revenue or pre-profit	Cashflow positive, mature businesses
Deal sourcing	Organic networks of venture capital managers	Investment banks, other buyout firms, manager networks

Fonte: UNGC e UNEPFI (2022a, p. 10)

ANEXO B – OS TIPOS DE SIGNATÁRIOS DOS PRI



Fonte: UNGC e UNEPFI (2022b)

ANEXO C – RECOMENDAÇÕES PRÁTICAS PARA INTEGRAR O ESG NO CICLO DE INVESTIMENTO

Recommended actions

Stage 1 – Screening

Screen for ESG-related ‘fatal flaws’ in the business model.

Assess whether investee company operations involve (or are expected to involve) any excluded activity.

Stage 2 – Due diligence

Analyse potentially material ESG issues and assess the company’s performance against the fund’s ESG requirements. Due diligence actions could include requesting relevant ESG documentation, reviewing publicly available information and meeting company management. Consider a site visit for higher-risk businesses with a physical footprint.

Consider potential ESG implications from foreseeable changes in the business model.

Include a streamlined summary of ESG issues in the investment committee paper.

Where appropriate, agree an ESG action plan to address material ESG risks and opportunities following investment, including milestones that reflect the fast growth of VC-backed companies.

Incorporate ESG clauses in legal agreements, as required.

Stage 3 – Monitoring

Engage with the company on material ESG issues through the holding period, addressing due diligence findings and encouraging ongoing ESG management as the company grows.

Adopt a risk-based approach to portfolio management, with greater engagement on higher-risk companies.

Re-assess risks and opportunities when the company passes certain thresholds, with the fund manager setting its own risk thresholds as appropriate. For example, when more than X people are employed, when there are X customers / users, or when operating X vehicles / locations.

Monitor applicable key performance indicators. For example, employee retention rate, number of ESG non-compliances, H&S incidents, customer complaints or number of data security breaches.

Stage 4 – Follow-on investments

Re-assess ESG risks and opportunities during each follow-on round of funding.

Use new funding rounds to check for improvements and confirm that previous requirements have been fully addressed.

Include an updated ESG action plan and ESG legal clauses in new legal agreements, as appropriate.

Stage 5 – Exit

Support the company in demonstrating to potential investors how ESG risks have been mitigated and opportunities realised.

To the extent possible, ensure that good ESG practices remain in place following exit. For example, by ensuring that the company has a self-sustaining ESG management system.