

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

FABRÍCIO SILVEIRA DE OLIVEIRA

**A DEMOCRATIZAÇÃO E O DESENVOLVIMENTO DOS FUNDOS DE *PRIVATE*
EQUITY E *VENTURE CAPITAL* NO BRASIL**

Porto Alegre

2024

FABRÍCIO SILVEIRA DE OLIVEIRA

A DEMOCRATIZAÇÃO E O DESENVOLVIMENTO DOS FUNDOS DE *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE CAPITAL* 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. Glaison Augusto Guerrero

Porto Alegre

2024

CIP - Catalogação na Publicação

Oliveira, Fabrício Silveira de
A democratização e o desenvolvimento dos fundos de
Private Equity e Venture Capital no Brasil / Fabrício
Silveira de Oliveira. -- 2024.
78 f.
Orientador: Glaison Augusto Guerrero.

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, 2024.

1. Private Equity. 2. Venture Capital. 3.
Financiamento de empresas. 4. Desenvolvimento
econômico. 5. Democratização. I. Guerrero, Glaison
Augusto, orient. II. Título.

FABRÍCIO SILVEIRA DE OLIVEIRA

A DEMOCRATIZAÇÃO E O DESENVOLVIMENTO DOS FUNDOS DE *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE CAPITAL* 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.

Aprovada em: Porto Alegre, _de ___ de 2024.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Glaison Augusto Guerrero – Orientador
UFRGS

Prof. Dr. George dos Reis Alba
UFRGS

Prof. Dr. Antonio Ernani Martins Lima
UFRGS

AGRADECIMENTOS

Agradeço a meus familiares por toda a confiança depositada em mim e ao suporte prestado durante toda minha trajetória: nenhum de meus sucessos seria possível sem eles.

À minha namorada, Carolina, agradeço pela parceria, companheirismo e motivação durante todos estes anos juntos. Ela tornou momentos difíceis, suportáveis.

A meus amigos, pelas conversas e pelos momentos de descontração durante esta jornada.

À Universidade Federal do Rio Grande do Sul, pela oportunidade de desenvolver meu pensamento crítico e pela oportunidade de conhecer pessoas incríveis que levarei para a vida.

Agradeço ao meu orientador, professor e Dr. Glaison Augusto Guerrero, pela amizade e orientação desenvolvidos ao longo deste trabalho.

O pleno desenvolvimento deste trabalho só ocorreu por conta do apoio de vocês.

Se cheguei até aqui, foi porque me apoiei no ombro dos gigantes.

RESUMO

Empresas desempenham um papel crucial na dinâmica econômica, agindo como pilares na criação de empregos, movimentação financeira e produção de bens e serviços. Nesse contexto, os fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* emergem como agentes fundamentais no ciclo de crescimento econômico, desempenhando o papel de captadores de recursos e facilitadores no desenvolvimento, administração e expansão de empresas em estágios iniciais. O estudo aprofundado do funcionamento desses agentes de mercado, a investigação do desenvolvimento tardio no Brasil, com uma análise detalhada da trajetória histórica e econômica, e a exploração dos mecanismos utilizados para impulsionar a democratização desses fundos, destacando o papel crucial de bancos e corretoras de investimento, são aspectos centrais deste trabalho. Complementarmente, verificar e apurar os efeitos econômicos desses mecanismos de investimento, destacando sua importância como formas de financiamento e desenvolvimento para empresas em estágios iniciais no cenário nacional. Fundos de *Private Equity* são constituídos como instrumentos financeiros com o objetivo primordial de adquirir empresas em desenvolvimento, desempenhando um papel estratégico, muitas vezes participando ativamente no conselho ou administração para fornecer conhecimento de mercado e alavancar o crescimento. Paralelamente, os fundos de *Venture Capital* compartilham objetivos semelhantes, concentrando-se em empresas em estágios iniciais com elevado potencial de crescimento, embora apresentem maior risco. Diante da lacuna notável no acesso a crédito para pequenas empresas ou aquelas em desenvolvimento no Brasil, atribuída ao cenário de juros altos por períodos prolongados, estes fundos possuem grande e crucial destaque. Enquanto o mercado de capitais tradicional e os empréstimos bancários frequentemente não atendem às necessidades das empresas em *early stage*, os fundos de *PE/VC* oferecem capital, expertise e uma valiosa rede de contatos. Esses elementos são essenciais para impulsionar o crescimento, fomentar a inovação, criar empregos e contribuir de maneira significativa para o ecossistema econômico do país.

Palavras-chave: Private equity. Venture capital. Financiamento de empresas. Desenvolvimento econômico. Democratização.

ABSTRACT

Companies play a crucial role in economic dynamics, acting as pillars in the creation of jobs, financial transactions and the production of goods and services. In this context, Private Equity and Venture Capital funds emerge as fundamental agents in the economic growth cycle, playing the role of fundraisers and facilitators in the development, management and expansion of companies in early stages. The in-depth study of the functioning of these market agents, the investigation of the late development in Brazil, with a detailed analysis of the historical and economic trajectory, and the exploration of the mechanisms used to boost the democratization of these funds, highlighting the crucial role of banks and brokers investment, are central aspects of this work. In addition, verify and determine the economic effects of these investment mechanisms, highlighting their importance as forms of financing and development for companies in early stages on the national scene. Private Equity Funds are constituted as financial instruments with the primary objective of acquiring developing companies, playing a strategic role, often actively participating on the board or management to provide market knowledge and leverage growth. At the same time, Venture Capital Funds share similar objectives, focusing on early-stage companies with high growth potential, although they present bigger risk. Given the notable gap in access to credit for small companies or those developing in Brazil, attributed to the scenario of high interest rates for prolonged periods, these funds have great and crucial importance. While traditional capital markets and bank loans often do not meet the needs of early stage companies, PE/VC funds offer capital, expertise and a valuable network of contacts. These elements are essential to drive growth, foster innovation, create jobs and contribute significantly to the country's economic ecosystem.

Keywords: Private equity. Venture capital. Company financing. Economic development.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - <i>Private Equity vs Venture Capital</i>	16
Gráfico 1 - Alocação de ativos do fundo de Yale.....	19
Gráfico 2 - Tempo médio investido em desinvestimentos por IPO envolvendo VC	21
Figura 2 - Maturação da empresa x Veículo de investimento	24
Gráfico 3 - Investimentos x Ticket médio das operações de VC (1995-2014).....	28
Gráfico 4 - Investimentos de capital de risco x setores da empresa investida	28
Gráfico 5 - Volume de recursos de PE/VC captados na Europa entre (1989-2000)	30
Figura 3 - Maturação da empresa x Fonte dos recursos.....	33
Gráfico 6 - A evolução da taxa Selic	36
Gráfico 7 - Capital sob gestão em PE e VC no Brasil em US\$ bilhões.....	47
Gráfico 8 - Ticket inicial de entrada dos investidores na bolsa de valores em Junho de 2023	51
Gráfico 9 - Capital comprometido (em R\$ bilhões)	53
Gráfico 10 - Investimentos realizados por ano (em R\$ bilhões)	54
Gráfico 11 - Valor total de investimento em PE no período (2019-2022).....	56
Gráfico 12 - Valor total de investimento em VC no período (2019-2022).....	56

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABCR	Associação Brasileira de Capital de Risco
ABVCAP	Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital
ADTEN	Apoio ao Desenvolvimento Técnico da Empresa Nacional
AIC	Adela Investment Company S.A
AL	América Latina
ALL	América Latina Logística
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais
ARD	American Research and Development
AT&T	American Telephone and Telegraph
AUC	Assets Under Custody
BACEN	Banco Central do Brasil
BADESUL	Banco de Desenvolvimento do Estado do Rio Grande do Sul
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESPar	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social Participações
BTG	Banco BTG Pactual
B3	Bolsa de Valores Brasileira – Brasil, Bolsa, Balcão
CDBs	Certificados de Depósitos Bancários
CDI	Certificado de Depósito Interbancário
CMN	Conselho Monetário Nacional
CONTEC	Condomínio de Capitalização de Empresas de Base Tecnológica
CPF	Cadastro de Pessoa Física
CPFL	Companhia Paulista de Força e Luz
CRP	Companhia RioGrandense de Participações
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DASA	Diagnósticos da América S.A
EED	European Enterprise Development
ERISA	Employee Retirement Income Security Act
EUA	Estados Unidos da América

EVCA	European Venture Capital Association
FCI	Finance Corporation for Industry
FEA	Faculdade de Economia e Administração
FFF	Family, Friends & Fools
FFI	Finance for Industry
FGC	Fundo Garantidor de Créditos
FGV	Fundação Getúlio Vargas
FIEE	Fundos de Investimento em Empresas Emergentes
FINEP	Financiadora de Estudos e Projetos
FIPS	Fundos de Investimento em Participações
FMIEE	Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes
IA	Inteligência Artificial
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
ICFC	Industrial and Commercial Finance Corporation
IIC	International Investment Corporation
IFC	International Finance Corporation
INSPER	Instituto de Ensino e Pesquisa
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPOs	Initial Public Offerings
KKR	Kohlberg Kravis Roberts
KPCB	Kleiner Perkins Caufield & Byers Fund
KPMG	Klynveld Kraayenhof & Co
LCA	Letra de Crédito do Agronegócio
LCI	Letra de Crédito Imobiliário
MBA	Master in Business Administration
M&A	Mergers and Acquisitions
NABISCO	National Biscuit Company
OHL	Obrascon Huarte Lain S/A
OTAN	North Atlantic Treaty Organization
PE	Private Equity

PEF	Programa de Educação Financeira
PFs	Pessoas Físicas
PIB	Produto Interno Bruto
PMEs	Pequenas e Médias Empresas
PNS	Pesquisa Nacional de Saúde
PUC	Pontifícia Universidade Católica
SBIC	Small Business Investment Company
SCR	Sociedades de Capital de Risco
SEBRAE	Serviço Brasileiro de Apoio à Micro e Pequenas Empresas
SFIs	Sociétés Financiere d’Innovation
S&P	Standard & Poor’s
UOL	Universo Online
USP	Universidade de São Paulo
VC	Venture Capital
XP	XP Investimentos

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	11
2	FUNDOS DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL: CARACTERÍSTICAS GERAIS	14
2.1	DEFINIÇÃO, OBJETIVOS E PARTICIPANTES	14
2.2	RISCOS	18
2.3	DIFERENÇAS ENTRE FUNDOS DE PRIVATE EQUITY E DE VENTURE CAPITAL	23
2.4	BREVE CONTEXTO SOBRE O CENÁRIO AMERICANO E EUROPEU	25
3	IMPORTÂNCIA ECONÔMICA DOS FUNDOS DE CAPITAL DE RISCO NA PERSPECTIVA BRASILEIRA	32
4	DESENVOLVIMENTO HISTÓRICO DOS FUNDOS DE CAPITAL DE RISCO NO BRASIL.....	40
4.1	O DESENVOLVIMENTO BRASILEIRO.....	40
5	A DEMOCRATIZAÇÃO DOS FUNDOS DE CAPITAL DE RISCO NO BRASIL E SUA INDÚSTRIA NOS DIAS ATUAIS	49
6	CONCLUSÃO	64
	REFERÊNCIAS	69

1 INTRODUÇÃO

A evolução incessante dos mercados financeiros e a busca constante por oportunidades de investimento lucrativas têm conduzido a uma crescente relevância dos fundos de investimento em *Private Equity* e *Venture Capital*. Esses veículos de investimento têm desempenhado um papel crucial na economia global, proporcionando capital para empresas em diferentes estágios de desenvolvimento, desde startups inovadoras até empresas estabelecidas em busca de expansão. Para se ter uma ideia, nos anos de 2004 e 2005, ocorreram 16 IPOs de empresas na bolsa brasileira, sendo elas: Renar Maçãs, Submarino, Localiza, Transportes Aéreos Marília, Energias do Brasil, OHL Brasil, Banco Nossa Caixa, Cosan e UOL em 2005 e Natura, Gol Transportes Aéreos, América Latina Logística, Companhia Paulista de Força e Luz, Grendene, Diagnósticos da América e Porto Seguro em 2004. Destas 16 empresas, as quais foram capazes de levantar US\$ 3.6 Bilhões somados os IPOs, 9 delas haviam recebido alguma forma de capital ou auxílio de fundos de *Private Equity* ou *Venture Capital* (Natura, GOL, ALL, DASA, CPFL, TAM, Submarino, Localiza e UOL). Isto é mais um fato que corrobora a importância destas firmas e seu relevante impacto no mercado acionário brasileiro, tendo em vista que estes IPOs foram responsáveis por mais da metade do valor de emissões do período (Riberó, 2005). No cenário financeiro contemporâneo, não é diferente; os fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* emergiram como protagonistas na transformação de ideias e projetos em empreendimentos sólidos e bem-sucedidos.

A capacidade desses fundos de alavancar o crescimento das empresas investidas e oferecer auxílio na gestão (participação no conselho), ao mesmo tempo em que oferecem oportunidades de retorno significativo para os investidores (cerca de 17% a.a em fundos de PE e de 11% em fundos de VC no período de 1990-2008, conforme pesquisa realizada pelo Insper e pela Spectra Investimentos), é um fenômeno intrigante que nos “chama” atenção para esta classe de ativos. À medida que empresas enfrentam desafios (juro alto) na obtenção de financiamento por meio das rotas tradicionais, como empréstimos bancários e emissões públicas de ações, os fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* se destacam como alternativas valiosas, oferecendo flexibilidade e experiência para potencializar o desenvolvimento das empresas investidas.

No contexto brasileiro, onde a busca por capital para impulsionar o crescimento empresarial muitas vezes esbarra em juros altíssimos dentre outros obstáculos, os fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* têm ganhado destaque como catalisadores do empreendedorismo e da inovação.

Vemos em nosso país um cenário muito complicado e de difícil acesso a crédito por empresas maduras e mais consolidadas, ao tratarmos de empresas em estágios iniciais de desenvolvimento, este cenário se torna ainda mais complexo, e é neste ponto que entram as firmas de PE/VC. Num cenário de crescimento de oportunidades inovativas e *startups* com um ecossistema em pleno desenvolvimento, fortalecido por uma economia em constante evolução, apresenta-se um terreno fértil – cheio de oportunidades - para a atuação desses fundos, que podem fornecer o impulso necessário para a transformação de ideias em empreendimentos bem-sucedidos.

Em um contexto histórico até recentemente, é notável a relativa escassez de cultura de investimento entre os cidadãos e isto, segundo Nigro (2018) se dá muito por conta do Brasil enfrentar dificuldades econômicas há décadas, levando à insegurança financeira e, também, a uma não-cultura de poupar. Tradicionalmente, a maior parte da população concentra seus recursos em investimentos considerados mais seguros e familiares, como a poupança ou títulos de renda fixa de baixo risco (Tesouro Direto e CDBs). O mercado de ações e outros instrumentos financeiros mais complexos têm sido frequentemente percebidos como opções distantes e inacessíveis para a maioria dos brasileiros, devido a uma combinação de falta de conhecimento financeiro e aversão ao risco. No entanto, nos últimos anos, uma mudança gradual tem se manifestado, com um crescente interesse por parte de investidores pessoa física em explorar opções mais diversificadas e potencialmente lucrativas.

Monteiro (2014) afirma que “é de suma importância para o desenvolvimento das pessoas saberem lidar com questões financeiras...” e no que toca este assunto, com o passar do tempo e desenvolvimento de noção financeira nos cidadãos, estes percebem cada vez mais que, em um país de taxa de juros média altíssima onde temos investimentos consideravelmente mais seguros em ativos de renda fixa pagando muitas vezes 12% ao ano, para se fazer sentido o risco-retorno de investimentos mais voláteis, menos conservadores e mais arriscados, deve-se exigir um potencial retorno muito acima da média; e é neste momento que os fundos de investimento em *Private Equity* e *Venture Capital* aparecem. Sendo assim, os fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* têm emergido como fomentadores desse interesse crescente. A abordagem de investimento adotada por esses fundos, que envolve a alocação de capital em empresas não negociadas publicamente e com alto potencial de crescimento, tem despertado a curiosidade dos investidores pessoa física. À medida que histórias de sucesso e retornos atraentes provenientes desses fundos ganham destaque na mídia e nos círculos financeiros, a percepção de que o mercado de investimentos é mais

abrangente e diversificado começa a se consolidar. Esse aumento da exposição a instrumentos de investimento alternativos é de fundamental importância para o Brasil, já que contribui não apenas para a democratização dos investimentos, mas também para o fortalecimento da economia por meio do fomento a novos empreendimentos e inovações. Portanto, o gradual interesse despertado pelos fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* pode representar um passo significativo na transformação do cenário de investimento nacional e, o recente interesse também despertado nos fundos de PE e VC tem chamado a atenção das corretoras de investimento, gestoras de fundos de investimentos e grandes bancos, que buscam cada vez mais permitir o acesso de PFs à estas classes de investimentos.

No âmbito deste estudo, visa-se realizar uma abordagem acerca do desenvolvimento desta classe de fundos de investimento no Brasil, a partir de uma análise que percorre desde os início tardio desse fenômeno até os períodos atuais. A investigação dessa trajetória histórica permitirá não apenas uma compreensão mais clara da evolução desses instrumentos financeiros, mas também a identificação e reflexão acerca dos fatores que impulsionaram o seu forte crescimento, especialmente a partir dos anos 2000.

No desenvolver deste trabalho, a intenção é ir além da exposição histórica como também levantar reflexões pertinentes sobre a importância adquirida por estes fundos para o panorama de desenvolvimento industrial e empresarial no Brasil.

Adicionalmente, propõe-se uma análise da chamada "democratização" no acesso a esses instrumentos de investimento e na busca de informações, por parte dos investidores PF, acerca desta classe de ativos. Nesse contexto, busca-se exemplificar e discorrer sobre as transformações que têm ocorrido na percepção e participação do investidor pessoa física nesse universo, evidenciando as motivações por trás dessa crescente tendência de utilização desses instrumentos como estratégia de diversificação de portfólio e potencialização de rentabilidade.

2 FUNDOS DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL: CARACTERÍSTICAS GERAIS

No mundo dos investimentos, existem veículos que desempenham um papel crucial no apoio a empresas em diferentes estágios de desenvolvimento, se tornando essenciais também para a economia de um país. Entre eles, destacam-se os fundos de *Private Equity* e *Venture Capital*. Esses fundos especializados oferecem capital e suporte estratégico para impulsionar o crescimento de negócios inovadores, seja no estágio inicial ou no fortalecimento de empresas já estabelecidas. Com estratégias flexíveis e foco em retornos de longo prazo, eles se tornaram protagonistas na promoção do empreendedorismo e da inovação em diversos setores da economia.

2.1 DEFINIÇÃO, OBJETIVOS E PARTICIPANTES

O desenvolvimento do capítulo segue uma linha explicativa e lógica acerca das principais características e do modo de operação desta classe de investimento, tendo como objetivo principal nessa etapa do trabalho, explicar e comparar os dois subtipos de fundos de capital de risco. O primeiro ponto a se entender é: qual o objetivo do fundo de *Private Equity* (PE) e de *Venture Capital* (VC), seguido por qual o tempo de maturação médio destes fundos, quais são os principais agentes envolvidos no processo de investimento e gerenciamento dos recursos obtidos pelo fundo, quais os riscos e potenciais retornos e assim por diante.

O crescente interesse global em investimentos alternativos, dos quais os fundos de PE e VC fazem parte, destaca a importância de compreender a trajetória dessa classe de ativos no contexto brasileiro, ainda mais levando em consideração notícias como as veiculadas pela revista *Startups.com.br* a qual informa, através de dados extraídos da ABVCAP, que os aportes de fundos de PE e VC em empresas brasileiras chegaram a R\$ 29,7 bilhões no terceiro trimestre de 2022 – alta de 123% em relação ao mesmo período em 2021. Ademais no acumulado do ano de 2022 os investimentos somaram mais de R\$ 57,8 bilhões, o maior valor desde que a sondagem começou a ser feita em 2011, demonstrando o crescente interesse do brasileiro em conhecer e investir neste instrumento financeiro.

Takahashi (2006), define o termo capital de risco como “... uma atividade de participação no capital de uma empresa, geralmente nova, acentuando o aspecto mais dinâmico, arriscado e

aventureiro do investimento realizado. O capital de risco advém de *capital de risque*, tradução francesa para a expressão *venture capital* de origem anglo-saxônica.” Sendo assim, o capital de risco se faz extremamente necessário para empresas jovens, disruptivas e que estejam com desenvolvimento a pleno vapor, as quais grande partes das vezes, possuem uma forte necessidade de angariar recursos para alcançar e conseguir executar os projetos determinados.

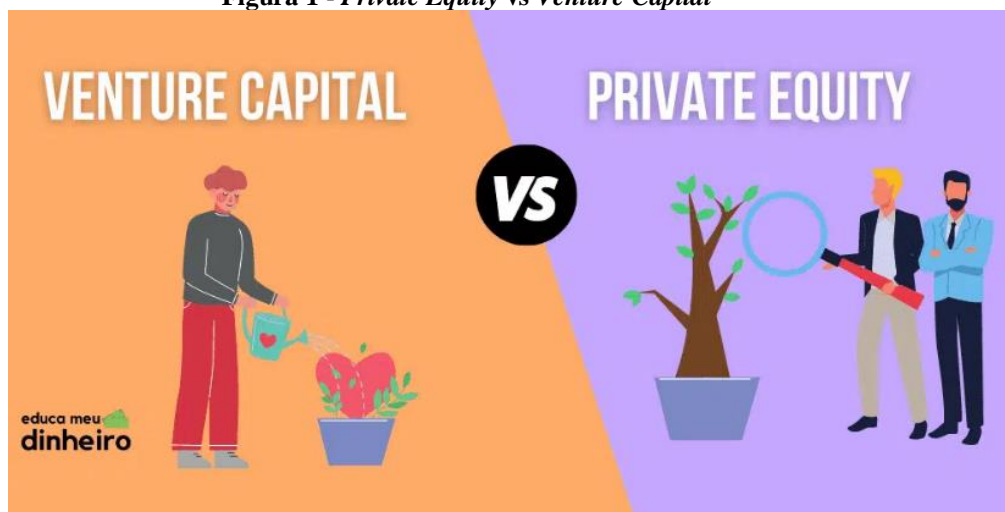
Desta forma, todo o risco e falta de certeza do negócio é assumido por esta forma de capital, ao passo que contribuem na gestão e no desenvolvimento das empresas, tornando-as mais competitivas e com posição de destaque dentro dos seus nichos. Ainda, também há espaço para firmas já mais consolidadas mas que apresentem alto potencial de geração de valor, assim multiplicando seu *valuation* e se tornando atrativas a fundos de capital de risco (Engel, 2002).

Segundo Meirelles, Júnior e Rebelatto (2008), os fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* são mecanismos de mercado que se baseiam em aportes temporários (porém sem data prevista para *exit*) em empresas em estágios iniciais, no caso dos fundos de VC, ou ainda em estágio de desenvolvimento mas com muito potencial de crescimento, no caso de PE. Com o passar do tempo e a valorização ocorrendo, o fundo vende sua participação à outro player do mercado ou, algumas vezes, à própria companhia, embolsando o lucro e finalizando o *exit* do investimento. Neves e Neves (2003) caracterizaram PE e VC como “modalidades de investimento em empresas promissoras por meio de compra de participação acionária”. Não há bem ao certo, uma correta definição sobre o significado destes termos, porém, há um consenso acerca do que eles abordam. Ainda de acordo com estes autores, o investimento de fundos de *Venture Capital*, por característica, ocorrendo em empresas em estágios iniciais, necessitaria de um acompanhamento muito mais próximo, onde a firma aproveitaria tanto do capital do fundo quanto do *know-how* para auxiliar no seu desenvolvimento. Por outro lado, nos fundos de *Private Equity*, por se tratar do investimento em empresas um pouco mais maturadas, não há necessidade de um acompanhamento tão próximo na gestão do negócio.

Cabe a ressalva de que a indústria de capital de risco é composta majoritariamente pelos fundos de *Private Equity* e de *Venture Capital*, que, de maneira mais técnica, são fundos de investimento na forma de condomínio fechado que buscam no mercado, após uma minuciosa seleção, empresas que apresentem um grande potencial de retorno (Nascimento, 2008). Estes fundos então fazem um aporte na empresa aguardando um potencial retorno no futuro. Esta rentabilidade financeira ocorre somente no momento de saída do investimento (desinvestimento),

podendo ser a partir da venda da participação aos próprios sócios; através de venda para terceiros – muitas vezes outros fundos ou até mesmo outras companhias maiores – e, por último e mais comum, através de abertura de capital na bolsa de valores do país, gerando um evento de liquidez.

Figura 1 - Private Equity vs Venture Capital



Fonte: Educa meu Dinheiro (2023)

É importante ainda notarmos que em diferentes países, ocorrem diferentes definições para estes fundos, ao passo que nos Estados Unidos, *Venture Capital* consiste em investimentos em empresas com grande potencial de crescimento, que apresentem um elevado risco e ainda em estágio inicial de desenvolvimento, que necessitem de gestão especializada e de capital, nos países europeus qualquer firma dedicada ao financiamento de capital de risco é considerada como participante da indústria de *Venture Capital* (Santos, 2003).

De acordo com Ribeiro, Carvalho e Furtado (2005), existem quatro grandes agentes e participantes dentro da indústria de *Private Equity* e *Venture Capital*, os que são chamados pelos autores de: organizações gestoras, veículos de investimentos, investidores e empresas investidas. O principal objetivo que os três primeiros agentes possuem é o de “fazer os aportes de recursos necessários para o desenvolvimento destas empresas – investidas – visando um retorno para os seus investidores e propiciando o impulso econômico através do estímulo ao empreendedorismo (Leite, 2008)”. Ao olharmos pela ótica da empresa investida, esta, segundo Bocatto (2001), têm como principal interesse nesta classe de fundos, uma oportunidade de, ainda em estágio inicial, receber importantes aportes financeiros que possibilitem o *start* do produto, tendo estes novos

sócios capitalistas da empresa, um horizonte de retorno mais alongado. Este pensamento corrobora com a visão de Leite (2008) que frisa que o principal modo de acesso a crédito para empresas ainda é através de financiamentos e emissões de títulos, como debêntures e ações, porém este mecanismo é dificultado para indústrias nascentes tendo em vista “uma série de pré-requisitos” que vão desde garantias até tempo de constituição da empresa, e, para estas (indústrias nascentes), os fundos de PE e VC se demonstram essenciais. Vale lembrar ainda, que as organizações gestoras, muitas vezes não só administram capital de terceiros, como também, capital próprio. Este é o caso de conhecidas gestoras brasileiras, como a Guardian Capital, a Capitânia Investimentos e a própria XP Asset.

Fenn, Liang e Prowse (1995), utilizam uma classificação um pouco diferente, dividindo os participantes deste mercado em três grandes grupos de participantes relevantes e outro grupo menor que engloba os participantes menos importantes mas que ainda fazem parte deste ecossistema.

O primeiro grande grupo são os chamados emissores, que basicamente consistem nas empresas que vendem uma parcela de seu capital para os fundos de PE/VC. Estas são chamadas assim por conta de emitirem as suas ações, ou outros títulos negociáveis como debênture conversíveis, das quais são as responsáveis pelas negociações com os investidores. Este grupo é extremamente abrangente, abraçando firmas dos mais diversos setores e com os mais diversos interesses, possuindo uma principal semelhança que é o fato de não conseguirem ou não buscarem acesso à crédito de maneiras mais tradicionais (grandes bancos, por exemplo), recorrendo a fundos de capital de risco para terem acesso a este financiamento. Capital de risco muitas vezes se torna um capital mais custoso para a empresa, entretanto, tendo em vista todo acompanhamento promovido por estes veículos e o fato de ser algo mais voltado ao longo prazo, acaba por fazer sentido (Cordeiro, 2006). Boa parte do tempo os fundos de capital de risco são os únicos dispostos a “correr o risco” de financiar estes tipos de empresas.

Os intermediários, por sua vez, são o segundo grande grupo, do qual se constitui dos gestores de fundos de capital de risco. Estes são os responsáveis por duas grandes frentes: a de buscar, selecionar, investir e auxiliar na gestão das empresas investidas – dado a sua *expertise* – e a de também, se relacionar com os investidores do fundo propriamente dito. Estes intermediários podem ser tanto associados a grandes bancos de investimento/corretoras (XP Asset, por exemplo), como também instituições financeiras independentes (Pátria Investimentos, Vinci Partners, entre outras) ou ligadas à outras do exterior (Headline Capital). Por conta de toda responsabilidade que os intermediários possuem, se faz estritamente necessário que estes sejam altamente especializados

e que possuam uma ampla gama de contatos dentro do mercado financeiro, tendo em vista que estes fundos possuem como característica investir em poucas companhias recursos altíssimos e que abrem pouca margem para erro.

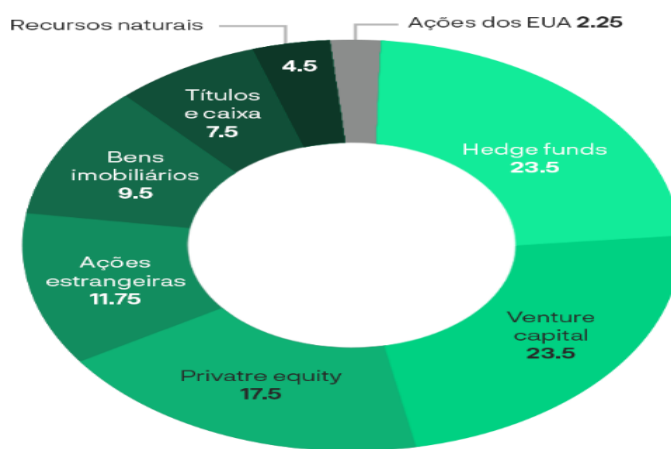
Ainda sobre os participantes da indústria de PE/VC, Gompers (1995) conceitua os gestores de fundos de investimento em *Private Equity* e *Venture Capital* como não somente serem os responsáveis por definir o aporte do capital do fundo mas também, minimizar os riscos dos empreendimentos investidos, aumentando a probabilidade de sucesso destes, tendo em vista que enquanto o empreendedor está focado no business em si, o investidor está voltado para contribuições estratégicas em relação ao gerenciamento da empresa. Os gestores são os responsáveis por profissionalizar uma gestão que muitas vezes é inexperiente ou em “início de carreira”, ampliando, ainda, a rede de relacionamento da empresa investida, melhorando as práticas de governança corporativa, aumentando ainda mais a escalada de ganhos e assim, reduzindo o risco do investimento e a possibilidade de falência da empresa.

Fundos de *Private Equity* e *Venture Capital*, como já citado, são uma importante fonte de financiamento para empresas e por conta disto, elementos essenciais dentro de uma economia. Por outro lado, este não é a única “função social e econômica” desenvolvida por estes fundos, tendo em vista que os mesmos acabam por tornar o mercado financeiro mais completo, e isto é o que diz Cordeiro (2006) ao afirmar que estes instrumentos abrem oportunidades de investimento diferenciadas, principalmente em relação à rentabilidade esperada e ao prazo do investimento. Sendo assim, o terceiro grande grupo são os investidores, responsáveis diretos por fornecer, ou se quisermos chamar, emprestar seu capital para os intermediários fazerem a gestão desse recurso. Como os fundos de capital de risco possuem essa característica de necessitar de um tempo de maturação mais elevado, boa parte dos seus investidores são agentes econômicos também com necessidade de reaver esse capital somente no longo prazo, e neste ponto entram, fundos de pensão, entidades de previdência, companhias de seguros, investidores individuais e também até algumas instituições governamentais, como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e a Financiadora de Projetos (FINEP).

2.2 RISCOS

Há uma empolgação muito forte em se tratando de fundos de investimento em capital de risco (PE/VC), tendo em vista que boa parte da “fama” que estes fundos obtiveram foi por conta dos altos e exponenciais retornos auferidos por eles. Segundo um levantamento da Cambridge Associates, nos últimos 20 anos o investimento em PE/VC tem superado em 3x os retornos obtidos pelo S&P 500. Enquanto o S&P 500 rentabilizou cerca de 300% no período entre 2001-2021, fundos de capital de risco tiveram um retorno médio de aproximadamente 1100%. Não á toa, a renomada Universidade de Yale, possui um fundo de investimento para gestão de seu capital (da universidade) em que, cerca de 41% do capital é disposto a fundos de capital de risco, conforme a imagem abaixo.

Gráfico 1 - Alocação de ativos do fundo de Yale



Fonte: DXA Invest (2023).

Entretanto, grandes retornos acarretam em elevado nível de risco e está é a parte da qual poucos investidores notam. Sob a ótica do empreendedor que recebe aportes de fundos de capital de risco, Cordeiro (2006) elenca alguns importantes: o mais citado é o conflito de interesses, do qual pode ocasionar em uma “quebra” na relação entre o empresário e o fundo, tendo em vista que eventualmente podem ocorrer desalinhamentos de expectativas quanto ao andamento e a relação do negócio. “O gestor do fundo pode tender a acelerar ou desacelerar investimentos de forma a forçar resultados que a empresa não está preparada para atender” (Cordeiro, 2006).

Outro fator de risco importante é a perda de autonomia administrativa e estratégica, vista

muitas vezes pelo empreendedor como uma intromissão no negócio, tendo em vista que choques entre as culturas empresariais são frequentes e os vícios administrativos são difíceis de serem superados, gerando um alto risco de conflito cultural.

A diluição de participação societária é outro frequente risco visto neste tipo de relação de negócios, visto que com o desenvolvimento do negócio, o investidor (neste caso, o fundo) pode ser tentado a aumentar o capital da empresa por dois principais motivos: necessidade financeira vista por novos projetos ou para aproveitar oportunidades que surjam. Nestes casos, normalmente o sócio-fundador não tem capacidades financeiras de acompanhar este aumento de capital da empresa, tendo como consequência, sua participação diminuída (Cordeiro, 2006).

O último e menor dos riscos auferidos pelo empresário/empreendedor é a assimetria de informações tendo em vista que este até detém muito mais informações sobre a empresa, principalmente nos períodos iniciais de desenvolvimento do negócio, porém nas fases finais de relacionamento, próximo de momentos de saídas estratégicas ou de IPOs, o fundo – representado pelo gestor – possui domínio das informações, muito por conta de estar mais envolvido com as negociações como também por ter um maior *know-how* desta etapa do negócio.

Se por um lado o empreendedor possui riscos ao ver sua empresa recebendo aportes de firmas de capital de risco, o fundo/gestor também passam por algumas situações das quais podem ser prejudiciais. Existem três principais riscos: o primeiro e mais óbvio é o risco de seleção do investimento, ou seja, investir em uma empresa que não atinja os parâmetros estabelecidos ou até mesmo que falhem. Este risco é minimizado (porém não pode ser desconsiderado) tendo em vista que normalmente os fundos de PE/VC investem em uma cesta de empresas (5-7 em média), bastando que uma ou duas deem certo para que o fundos “se pague”; o segundo e importante risco é o risco de mercado/desenvolvimento, visto principalmente em fundos de *Venture Capital*, e tem como definição o fato de que o sucesso da empresa investida está fora de seu controle e pode ser incerto, a depender de diversas situações de mercado e econômicas; o último importante risco auferido pelo gestor/fundo é o risco de liquidez, ou seja, não conseguir encontrar compradores para possibilitar a saída do negócio ou ainda, serem obrigados a vender a participação do fundo na empresa em momentos não ideais por conta de necessidade de capital dos investidores do fundo, por exemplo.

Por último, há o risco do principal agente desta indústria, o investidor. Os riscos encontrados pelos investidores são muito semelhantes aos riscos encontrados pelo empreendedor,

mas visualizados de maneira diferente.

De acordo com Cordeiro (2006), a assimetria de informações impacta e muito o investidor, principalmente, no primeiro momento, quando da avaliação sobre comprar cotas do fundo ou não. Por possuir muito mais informações sobre as empresas investidas pelo fundo, o gestor, muitas vezes, pode tentar omitir a visão do investidor sob as empresas investidas, de forma a restringir informações importantes à sua avaliação.

Ocorre também um potencial conflito de interesses entre investidor e o gestor do fundo. O principal conflito que pode haver é em relação ao tamanho do fundo. Fundos menores tendem a possibilitar maiores retornos, na medida em que “sobra” mais recursos para a alocação nas empresas investidas, por outro lado, sob o âmbito do gestor e da gestora, quanto maior o fundo, maior a fatia recebida via taxa de administração, a qual “gira” em média entre 1,5 a 2% ao ano. Desta forma, pode ocorrer um eventual conflito, de um lado o cotista querendo que o fundo permaneça pequeno e de outro o gestor querendo expandir o fundo e ser mais remunerado pelo seu trabalho.

Outro potencial conflito é em relação ao apetite do gestor ao risco, tendo em vista que estes fundos normalmente remuneram o gestor com um “gatilho” extra por bater os *benchmarks* (normalmente o CDI ou o IPCA). Para que o gestor consiga melhores retornos e receba sua taxa de performance – em média 20% do que exceder o benchmark – ele, naturalmente, pode optar por investir em empresas que ofereçam maiores probabilidades de retorno, que em grande parte, são empresas em *early stage*, o problema é que, por óbvio, estas possuem mais risco em relação às demais.

Por último e mais importante, há o risco de liquidez. Embora o prazo médio de duração de fundos de capital de risco seja de 5-7 anos, conforme a instrução CVM 209/94, fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* são constituídos sob o regime de condomínio fechado e possuem um prazo máximo de 10 anos. Essa falta de liquidez é essencial para que o gestor do fundo consiga obter o máximo de retorno sob as empresas investidas, sem precisar se preocupar com resgate de capital por parte dos cotistas.



Fonte: Pacheco (2016).

Estes fundos de investimento normalmente possuem um prazo médio de desinvestimento, conforme citado anteriormente, porém acabam por deixar o investidor sem capacidade de ação em momentos importantes, como o caso de crises econômicas ou necessidade de recursos de emergência. Claro que hoje em dia, as corretoras e bancos de investimento tendem a permitir uma saída antecipada do cotista, mas para isso, muitas vezes cobram uma taxa, chamada de *spread*, sobre o valor da cota do fundo, fazendo com que o investidor que necessita do capital “antes da hora” acabe perdendo capital e sofrendo um deságio forte nesta saída (normalmente em torno de 15-25% do valor da cota).

Apesar dos diversos riscos de investimento em fundos de capital de risco, ao pesarmos, a balança tenderá muito mais ao lado dos benefícios. As benesses econômicas desenvolvidas por esta classe de ativos são extremamente necessárias para o desenvolvimento econômico, visto que há geração de empregos, estimulação do crescimento da economia e, pelo lado do empresário, financiamento de capital com prazos acessíveis à sua necessidade e capacidade, além de padronização e melhoramento da governança, aumento de competitividade de mercado e adição de valor à empresa via gestão mais eficiente e profissionalizada (Cordeiro, 2006).

2.3 DIFERENÇAS ENTRE FUNDOS DE PRIVATE EQUITY E DE VENTURE CAPITAL

Foi nos Estados Unidos onde surgiu pela primeira vez a distinção de conceitos entre *Private Equity* e *Venture Capital*, em um contexto de investimento em pequenas empresas de tecnologia do Vale do Silício, na Califórnia. Estas “empresas de garagem” necessitavam de capital para se desenvolverem e foi com estes fundos que conseguiram. Empresas famosas como Apple, Yahoo e Google nasceram desta forma. Esta característica foi o principal aspecto que diferenciou os fundos de VC dos fundos de PE, tendo em vista que os últimos se concentravam em empresas já com resultados sólidos e das quais necessitavam de maiores volumes de recursos financeiros para utilizar, principalmente em consolidações de posições via fusões e aquisições (Pacheco, 2016).

Apesar de semelhantes, os dois principais tipos de fundos de capital de risco não competem entre si e muito menos são excludentes, levando em consideração que realizam aportes em empresas de tamanhos e em estágios de maturação diferentes. Enquanto os fundos de *Private Equity* participam, usualmente, da quinta rodada de aportes para cima, os fundos de *Venture Capital* realizam seus investimentos na segunda ou terceira rodada.

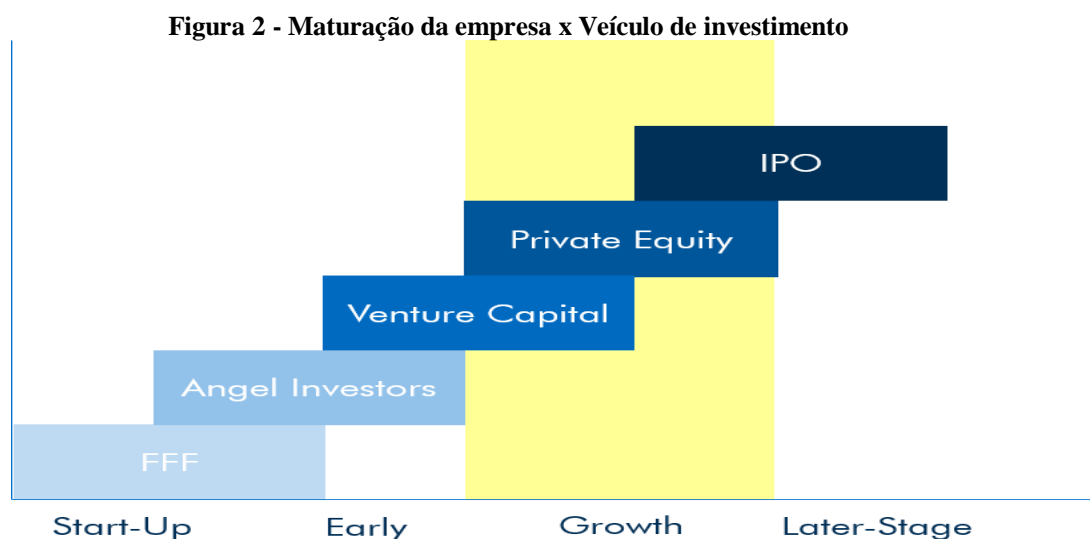
De acordo com Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006), *Venture Capital* normalmente é utilizado para definir investimentos em empresas em seus estágios iniciais, se fazendo assim necessário que as gestoras destes fundos acompanhem de maneira frequente e próxima as empresas investidas e, ainda, participem das decisões estratégicas. Por outro lado, o mesmo autor define *Private Equity* como o investimento em empresas já operacionalmente sólidas e que sejam capazes de gerarem receitas consistentes e sustentar suas posições de mercado, o que não significa que não necessite, também, de um acompanhamento “á vista” por parte do gestor.

Já para Rossi (2010), VC está ligado a empresas em desenvolvimento inicial, sendo assim, possuem um elevado nível de risco e conseqüentemente, elevado potencial de retorno. Do lado oposto, PE é definido como um foco em empresas mais sólidas e em estado avançado de desenvolvimento, mas que ainda não podem ser definidas como empresas maduras.

Embora a expressão capital de risco (que engloba tanto fundos de PE quanto de VC) derive do termo em inglês, *Venture Capital*, fundos de *Private Equity* possuem algumas diferenças em relação aos fundos de VC, é isto que diz Schroeder (2022).

A primeira grande e principal diferença é o estágio em que a empresa se encontra, tendo em vista que nos fundos de PE a tendência é o investimento em empresas um pouco mais sólidas

e de capital fechado, buscando por muitas vezes reestruturar, expandir ou melhorar a eficiência operacional destas, enquanto os fundos de VC visam buscar oportunidades em startups e empresas em *early stage* que por sua vez podem ainda não ter um serviço ou produto consolidado no mercado, com o VC entrando para fornecer capital para auxiliar nesse desenvolvimento inicial, na pesquisa e na expansão da companhia.



Fonte: The DVS Group (2022).

Outra diferença relevante se dá em relação ao tipo de empresa investida, pois em PE normalmente o que se aloca é uma cesta de ativos de empresas de diferentes setores da economia, enquanto em VC o foco é nos setores mais disruptivos como saúde e tecnologia.

O volume de aporte de capital também é algo que se altera sendo VC ou PE, visto que os investimentos em VC, por terem maior risco e pelas empresas estarem em estágios mais iniciais, o fundo normalmente opta por comprar uma participação pequena de início e ir aumentando e fazendo novos aportes à medida em que a empresa atinge gatilhos pré acordados. Já em *Private Equity* os aportes são mais substanciais envolvendo aquisição de empresas inteiras ou uma participação, ao menos, significativa.

Por *Venture Capital* estar associado a mais risco e maior potencial de crescimento (visto que investe em empresas jovens e inovadoras), ele exige um tempo maior de maturação por parte da empresa, na maior parte das vezes acima de 8 anos. Do outro lado, *Private Equity* exige um pouco menos de tempo, retribui um retorno em média um pouco menor e possui um risco,

levemente mais baixo, possuindo um horizonte de investimento entre 3 a 7 anos (Gompers; Kaplan; Mukharlyamov, 2016).

Desta forma, algo que não se altera entre investidores de *Private Equity* e de *Venture Capital* é o apetite ao risco, levando em consideração que é extremamente normal e esperado que dentre tantas empresas investidas pelos fundos, inúmeras acabem por falir, mas bastando que uma ou duas tenham sucesso para multiplicar o capital e “compensar” o fracasso das demais.

2.4 BREVE CONTEXTO SOBRE O CENÁRIO AMERICANO E EUROPEU

Os fundos de PE e VC se desenvolveram nos mercados financeiros mundiais muito antes do que no Brasil, tendo início brevemente após a segunda guerra mundial, nos Estados Unidos; e isto se deve ao fato de que o mercado americano é fortemente centrado no financiamento de empresas via capital de risco, o que é diferente do modelo europeu e no brasileiro, pautados no financiamento via bancos.

De modo geral, fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* são uma indústria majoritariamente americana, tendo como origem os *Family Offices* que administravam a fortuna de grandes famílias nas últimas décadas do século 19 e 20. Nomes conhecidos como os da família Rockefeller, Phipps e Whitneys se deram como os primeiros investidores e participantes do conselho de inúmeras empresas que antecederam o que hoje são grandes companhias, como a *AT&T* e a *Eastern Airlines*. Entretanto, na medida em que o tempo foi passando, estas famílias começaram a contratar profissionais do mercado financeiro para analisar e gerir melhor estes investimentos (Oliveira, 2010).

Para conseguirmos compreender acerca do desenvolvimento dos fundos de capital de risco no cenário brasileiro, primeiramente necessitamos entender seu histórico, principalmente em se tratando dos Estados Unidos, berço desta classe de ativos no mundo e também responsável por mais de 70% do capital levantado via fundos de PE/VC no mundo e mais da metade do capital investido no mundo (Ribeiro, 2005).

Toda a cultura americana baseada no culto ao empreendedorismo, a flexibilização de regras institucionais para os fundos de pensão, a grande presença de investidores anjo, bem como auxílios fiscais aliados a um já existente aparato que propicie o desinvestimento, forneceram, de acordo com Leite (2008), todos os insumos necessários para que este mercado se desenvolvesse primeiro

nos Estados Unidos.

Deste modo, a primeira firma especializada em capital de risco, neste caso, *Private Equity*, foi, segundo Lerner (2000) e Kameyama (2001), a ARD (*American Research and Development*). A ARD foi fundada em 1946 por membros da faculdade de *Business School* de Harvard e mais alguns líderes empresariais locais (Leite, 2008). Esta empresa visava investir em empresas em estágio inicial e de alto risco, pautadas em tecnologia desenvolvida para as duas Grandes Guerras que recém haviam passado. Neste período, investidores institucionais ainda eram extremamente relutantes em relação à investimentos desta classe, diferentemente do que vemos hoje, onde nos EUA os fundos de pensão são responsáveis por cerca de 80% dos investimentos deste setor (Souza, 2011). Nestes termos, a ARD foi constituída como um fundo fechado, focado, quase que unicamente, em investidores individuais (Leite, 2008).

O grande *boom* destas firmas no cenário americano se deu próximo ao final dos anos 50, por conta da criação do SBIC (*Small Business Investment Company*). Este programa, era composto de pequenas firmas privadas que possuíam algumas regalias do Governo para que financiassem pequenas empresas (em estágio inicial). As SBIC's podiam adquirir empréstimos com garantias pelo próprio Governo Americano, tornando o custo deste, extremamente baixo (Leite, 2008).

De acordo com Leite (2008), a regulamentação americana teve um papel fundamental para o desenvolvimento destes fundos nos EUA, tendo alguns atos como o *Revenue Act* (1978) que reduziu o imposto sobre ganho de capital de 49,5% para 28%, o *Employee Retirement Income Security Act* (ERISA) e o *Small Business Investment Incentive Act* (1980), papéis importantantíssimos na aceleração dos investimentos nesta classe de ativos já que tornaram as alíquotas de impostos mais atrativas, formaram guias orientadores e possibilitaram flexibilizações nos investimentos. O ERISA, principalmente, teve um importante papel na medida em que permitiu que investidores institucionais investissem em empresas privadas de alto risco até 5% de seu capital (Pacheco, 2016), o que aqueceu e muito o mercado americano da época (Souza, 2011). Estes fatores permitiram com que o capital de risco atraísse não mais somente famílias e indivíduos ricos como também grandes fundos de pensão, dos quais viam nestes mecanismos, oportunidades de obter lucros extraordinários.

Os fundos de pensão passaram a ter uma importância muito grande para esta indústria, na medida em que em 1978 o capital financeiro proveniente de fundos de pensão era de somente 15% do capital total da indústria de capital de risco nos EUA; em contrapartida, nas décadas que se

seguiram, esta porcentagem chegou a incríveis 40-60%, impulsionados por uma nova redução no imposto sobre ganho de capital, que chegou ao patamar de 20% através do Economic Recovery Tax Act estabelecido em 1981 (Gorgulho, 1996).

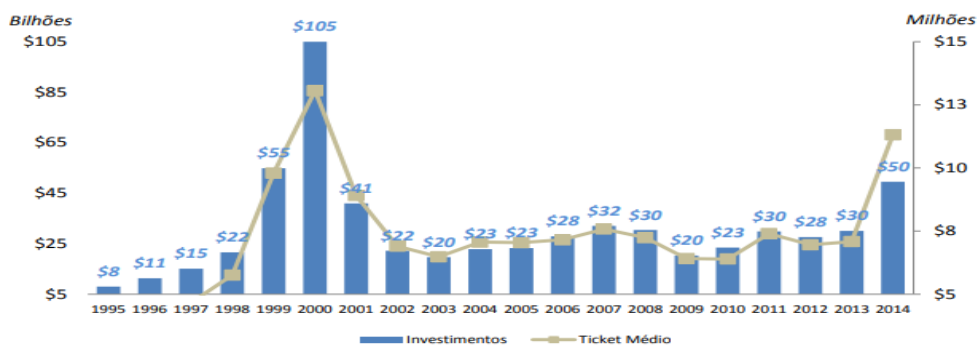
O *Kleiner Perkins Caufield & Byers Fund* (KPCB), teve uma gigantesca relevância dentro do desenvolvimento dos fundos de capital de risco americanos, na medida em que chegou a ser o maior dentro dessa indústria na década de 70. Famoso por auxiliar no financiamento de empresas do Vale do Silício que vieram a ser gigantescas empresas, como a Google e Amazon, o fundo na época chegou ao patamar de incríveis US\$ 8 milhões de dólares sob gestão, cifra muito grande para um fundo desta categoria nesta época (Pacheco, 2016).

No período composto entre 1970 e 1980, o mercado americano de capital de risco foi muito marcado por investimentos em empresas *tech* e jovens, com teses voltadas para a inovação tecnológica, o que acabou por atrair o olhar dos fundos da época; sendo assim, neste período, o contexto americano foi marcado por uma grande onda de *Venture Capital*. Por outro lado, segundo Uchoa (2012), a partir da década de 80, os investimentos realizados por capital de risco ficaram muito centrados em firmas com modelos mais desenvolvidos e estabelecidos mas que ainda possuíam potencial de crescimento dentro de seus nichos. O principal fato relevante da época se deu em 1989, quando uma gestora denominada KKR, realizou a compra de um grupo econômico (Nabisco) pela bagatela de US\$ 25 bilhões, o que veio a se tornar a maior operação de capital de risco pelos próximos 16 anos.

Ainda assim, o mercado americano de capital de risco teve seu apogeu nos anos 90, incentivado pelo boom das empresas “*pontocom*”, obtendo um volume de capital mundial próximo dos US\$100 bilhões em investimentos, em um movimento onde os fundos de *Venture Capital* fizeram investimentos em empresas de muito sucesso atual, como a Cisco, Microsoft, dentre outras. Todavia, com o estouro da “bolha das *pontocom*” em 2001, iniciou-se uma grande fase de despolarização e desinvestimento em fundos de capital de risco, ganhando ainda mais força com as crises globais que tiveram auge no período (Leite, 2008).

Para se ter uma noção mais adequada sobre o tamanho do desenvolvimento do mercado americano de VC, em se tratando unicamente de volume financeiro, em 1978 o total chegou a US\$460 milhões, saltando, em 1987, para US\$3.9 bilhões, US\$8 bilhões em 1995 e, apenas 5 anos depois, em 2000, dando um *boom* para US\$104.9 bilhões (Pacheco, 2016).

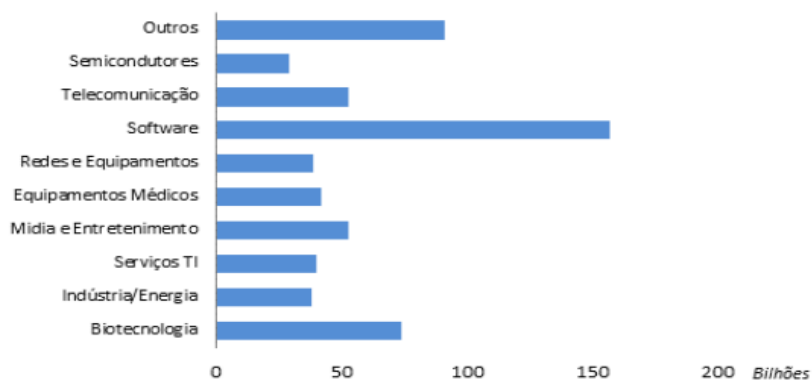
Gráfico 3 - Investimentos x Ticket médio das operações de VC (1995-2014)



Fonte: Pacheco (2016).

Conforme a figura abaixo e de acordo com Pacheco (2016), desde o ano de 1995 até 2014, os investimentos em capital de risco no mercado americano tiveram uma mudança estrutural/setorial, migrando os totais US\$616 bilhões auferidos no período, muito concentrados no início em empresas de telecomunicação e redes, para as indústrias de *software* e biotecnologia, ao final. Esta mudança se deve em grande parte pelo potencial de crescimento que empresas de tecnologia possuem em comparação com o setor de telecomunicação. Isto se dá por conta da demanda crescente auferida pelo setor de *software* em virtude das transformações digitais em várias indústrias, enquanto a biotecnologia se destaca por estar na vanguarda de avanços científicos e médicos. Desta forma, *software* e biotecnologia são considerados setores inovadores e com oportunidades de crescimento mais significativa.

Gráfico 4 - Investimentos de capital de risco x setores da empresa investida



Fonte: Pacheco (2016).

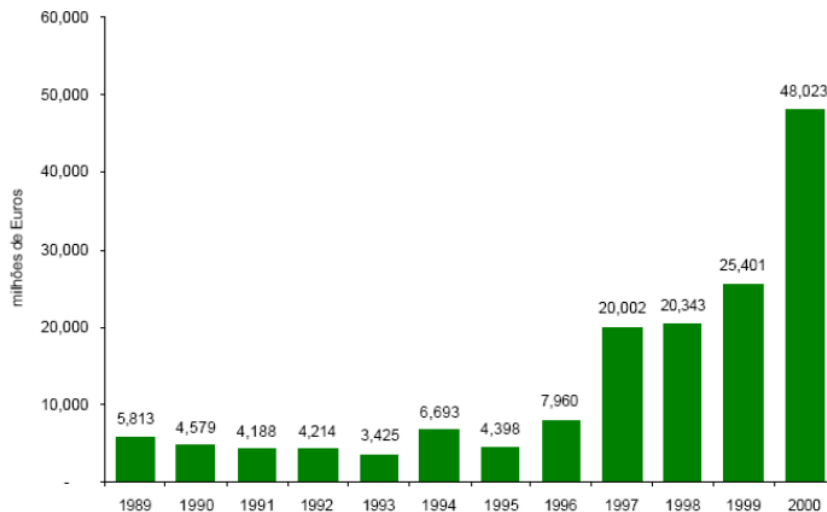
No período mais recente, principalmente no período pandêmico, o que se viu foi um mercado de capital de risco muito impactado; à medida em que o lockdown se espalhou, o mercado ficou cheio de dúvidas e incertezas sobre como seria a vida nos próximos dias e meses, e, em relação a investimentos então, mais ainda. Durante a pandemia, muitas empresas de *Private Equity* e *Venture Capital* tiveram que ajustar suas estratégias de investimento e prioridades, visto que estava difícil de captar novos recursos de investidores – estes estavam buscando por investimentos mais conservadores e líquidos - e de se encontrar boas empresas para investir. Por conta disto, boa parte das gestoras de capital de risco se concentrou em apoiar as empresas das quais já possuíam investimentos e garantir a viabilidade financeira delas durante a crise.

Ainda, em um cenário de juros americano alto e que nos traz oportunidades cada vez mais atrativas na renda fixa americana (principalmente em títulos do tesouro americano, dos quais alguns chegam a estar pagando 4,7% ao ano de juros), os investidores estão avaliando melhor e com mais cautela cada oportunidade de investimento, buscando rentabilidade e segurança (KPMG, 2023). De acordo com uma pesquisa realizada pela KPMG, no primeiro trimestre de 2023, o mercado americano de PE/VC registrou o menor volume financeiro para um primeiro trimestre nos últimos 6 anos, cerca de US\$31.7 bilhões (representando mais da metade do volume mundial).

Em se tratando do mercado como um todo, houve uma desaceleração geral. No entanto, é importante observar que, apesar dos desafios, também houve oportunidades emergentes durante a pandemia. Empresas inovadoras e tecnológicas que se adaptaram rapidamente à nova realidade e atendiam às necessidades em evolução do mercado foram capazes de atrair investimentos.

Quando tratamos do Velho Continente, o mercado de fundos de capital de risco começou a se desenvolver próximo dos anos 80, muito incentivado por um viés interno de promoção de operações entre os países membros da Comunidade Europeia. Esta promoção era desenvolvida de forma anual através do *European Venture Capital Association* (EVCA), encontro desenvolvido em 1983 com intuito de juntar os principais gestores responsáveis pelos fundos de capital de risco europeus da época para promover a troca de “boas práticas” e incentivar os investimentos em PE/VC (Pacheco, 2016).

Gráfico 5 - Volume de recursos de PE/VC captados na Europa entre (1989-2000)



Fonte: Leite (2008).

Dois países europeus se destacaram dentro do setor de *Private Equity* e *Venture Capital*, a Inglaterra e a França. A primeira, teve a indústria de capital de risco tendo seus primeiros registros próximos a década de 40, com o Governo se preocupando com o acesso a crédito para empresas de pequeno e médio porte, tendo em vista que no período a Europa como um todo enfrentava uma escassez de crédito para longo prazo. Para resolver este problema, duas instituições foram criadas com apoio governamental, a ICFC (*Industrial and Commercial Finance Corporation*) e a FCI (*Finance Corporation for Industry*). Ambas possuíam uma composição média de 15% do capital sendo proveniente do Banco da Inglaterra e 85% de grandes bancos ingleses. Em 1948 foi registrado o primeiro investimento de PE/VC do país, sendo a National Research and Development Corporation a empresa aportada (Abdi, 2011).

Na década de 70, ambas as instituições (ICFC e FCI) se fundiram e passaram a ter o nome de *Finance for Industry* (FFI), a qual novamente alterou seu nome em 1980 para *Investors Industry* e na década de 90, finalmente, consolidou seu nome para 3i, sendo considerada uma das primeiras gestoras de fundos de capital de risco do mundo e abrindo seu capital auferindo um *market cap* de US\$5.4 bilhões. Ao longo de toda sua história possui cerca de US\$50 bilhões de dólares em investimentos em mais de 10 mil empresas (Abdi, 2011).

Já na França, os fundos de capital de risco também surgiram através de incentivos governamentais com o intuito de fornecer crédito a pequenas empresas. Entre o início dos anos 50 e o final dos anos 60, o Governo Francês criou duas instituições com este intuito: *Sociétés Développement Regional* e *Agence Nationale de Valorisation de la Recherche*. Ademais, ainda na década de 60, foi criada a primeira gestora de Private Equity da França, a EED (*European Enterprise Development*), com apoio de uma grande gestora americana (Pacheco, 2016).

Seguindo também o modelo desenvolvido previamente nos Estados Unidos, o governo Francês realizou apoios legislativos, ao criar nos anos 70 os SFIs (*Sociétés Financière d'Innovation*), que nada mais eram do que incentivos e regulamentação própria que visava incentivar o investimento em empresas em estágios iniciais (Abdi, 2011).

A gestora Sofinnova, fundada em 1972 em Paris, hoje é uma das principais gestoras de capital de risco da europa, tendo dividido sua operação em Sofinnova Partners (voltada para PE) e Sofinnova Ventures (voltada para VC). A primeira parte da operação possui atualmente €1.2 bilhão sob gestão e mantém sua sede em Paris. Já o braço voltado para VC possui US\$1.9 bilhão e tem sua sede em San Diego, berço das *startups* no mundo.

Para concluir, algo importante de se destacar é que o perfil de investimentos em capital de risco na europa é mais conservador do que em outros mercados avançados como os Estados Unidos. Muito disso se deve ao fato de boa parte das operações (cerca de 80%) em capital de risco serem em empresas já mais consolidadas e maduras (*Private Equity*). Outra grande diferença é se tratando da origem dos recursos das gestoras de PE/VC; nos EUA há uma concentração enorme em fundos de pensão, em contrapartida, na europa, os principais aportes nestas gestoras se dá por bancos, companhias de seguros e investidores corporativos, que representam 45% do capital sob gestão, enquanto os fundos de pensão representam 25% (Salles, 2006).

3 IMPORTÂNCIA ECONÔMICA DOS FUNDOS DE CAPITAL DE RISCO NA PERSPECTIVA BRASILEIRA

Os fundos de capital de risco (PE/VC) desempenham funções essenciais nas economias globais, auxiliando no desenvolvimento empresarial em diferentes etapas. Essa importância é oriunda de diversos fatores, mas o mais relevante, sem dúvidas, é pelo papel de financiamento de pequenas e médias empresas (PMEs). Tal papel ficará mais claro e, de certa forma, será “útil” ao transpormos sua importância para o cenário econômico brasileiro.

Lucato e Vieira Júnior (2008), definem que para o correto desenvolvimento e funcionamento de suas atividades, as empresas necessitam de bens de capital, e tais investimentos são dispêndios ou investimentos de capital. Esse recurso é utilizado em sua grande parte para a compra de novas tecnologias, equipamentos, desenvolvimento de infraestrutura, dentre outras tantas funções. Ainda, estes investimentos são, normalmente, constituídos por valores significativos e que necessitam serem feitos antes de começar a, de fato, trazer retornos financeiros. Por conta disto, frequentemente, estes investimentos não podem ser financiados via recursos próprios da firma.

São duas as principais formas de financiamento de uma firma, sendo elas: o *debt* e o *equity*. A primeira nada mais é do que a geração de um débito, ou seja, a criação de uma dívida com um terceiro para a captação de recursos, sem necessariamente, envolver a abertura de capital da empresa ou a venda de participação acionária/perda de controle. No Brasil, boa parte das captações de recurso são por *debt*, crédito e empréstimos bancários. Isto se dá, grande parte das vezes, por características das empresas nacionais, de estruturas de capital fechado e gerenciamento familiar, onde é difícil e não muito discutida a possibilidade de abertura de capital ou de perda de controle administrativo (Yuki, 2000).

De acordo com as últimas classificações emitidas pelo IBGE, pequenas empresas são as que possuem um faturamento anual de até R\$4,8 milhões ou que empregue entre 10-49 pessoas no comércio e serviços ou entre 20 e 99 pessoas se for uma empresa da área industrial. Já as empresas de porte médio, são as com faturamento anualizado de até R\$300MM e que possuem um quadro de funcionários composto entre 50-99 pessoas no comércio e serviços e entre 100 e 499 na área industrial. E neste cenário, os fundos de capital de risco possuem um aspecto vital por auxiliar de maneira híbrida estas empresas dentro do país, fornecendo tanto apoio financeiro quanto gerencial

para estas firmas com amplo potencial tecnológico ou com forte probabilidade de crescimento (Simões; Oliveira; Quinteiros; Santos, 2007).

Alguns estudos realizados por Junior e Lucato (2008) dão conta de que os recursos próprios ainda são a principal fonte de capital de PMEs no Brasil. Nestes termos, seria esperado que estes recursos fossem oriundos dos lucros auferidos pelas empresas; entretanto, é necessário, por obviedade, que existam lucros retidos para que isso ocorra, o que muitas vezes leva tempo para acontecer. De acordo com uma pesquisa realizada pelo SEBRAE-SP (2004), verificou-se que apenas 41% das PMEs apresentam lucro nos primeiros 3 anos. Ainda deve-se levar em consideração que o simples fato de uma companhia auferir lucros também não se faz como suficiente para destinar uma parcela destes ao financiamento próprio de projetos de investimento (boa parte de PMEs que alcançam lucro acabam por optar pelo reforço do capital de giro).

Figura 3 - Maturação da empresa x Fonte dos recursos

<i>Fontes dos recursos</i>	Estágio de crescimento e desenvolvimento da empresa				
	<i>Concepção/ Criação</i>	<i>Start up</i>	<i>Estágio inicial</i>	<i>Crescimento/ Expansão</i>	<i>Maturidade</i>
Lucro 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, família ou amigos	x	x			
Sócios - <i>Business angels</i>	x	x			
Sócios - <i>Venture capital</i>		x	x	x	
Sócios - <i>Private equity</i>				x	x
Sócios - <i>Emissões Públicas</i>					x
Financiamentos bancários			x	x	x

Fonte: Pacheco (2016) e Pavani (2003).

Ainda, como visto no gráfico acima, os fundos de *Venture Capital* atuam em momentos diferentes aos de *Private Equity*, tendo em vista que o capital proveniente de VC inicia no momento de start up (“ponta pé” inicial da empresa) permanecendo investido até, em média, o momento de crescimento/expansão. Por outro lado, no PE, os fundos desta classe começam a adentrar na empresa nos momentos finais, com a empresa já mais consolidada, nas fases de

crescimento/expansão e de maturidade.

Como podemos ver, existem outras diversas fontes de recursos para uma companhia em seus mais diversos estágios, com seus clientes servindo como fonte de receita e indo até instituições como o Governo, seja via doações, seja via incentivos fiscais. É possível analisar ainda, que financiamentos via meios tradicionais como bancos e emissões no mercado de capitais, só se fazem possíveis com empresas em estágios mais maturados de desenvolvimento, frisando ainda mais a importância do capital de risco no desenvolvimento do empreendedorismo brasileiro.

Segundo Pavani (2002), previamente à decisão sobre emprestar recursos à alguma firma, os grandes bancos realizam uma análise financeira detalhada sobre o desempenho passado da empresa, através dos demonstrativos financeiros. A partir deste documento, o banco já tem a capacidade de definir se a firma possui capacidade de gerar caixa suficiente para arcar com as taxas e amortizações do financiamento. Todavia, é de conhecimento comum que uma nova empresa não possui essa história “para contar”, ou ainda, se possuírem por acaso demonstrativos financeiros, estes, em boa parte das vezes não passarão a segurança necessária para conseguir o financiamento bancário. Devido à baixa qualidade das informações que, muitas vezes, são fornecidas pelas empresas em estágios iniciais, e cuja apuração de lucro contábil se dá de forma presumida, às instituições financeiras requerem garantias reais aos empréstimos. Sendo assim, o tomador do recurso necessita apresentar estas garantias reais, o que faz com que empresas pequenas, que ainda não obtiveram tempo e crescimento suficientes para acumular ativos com liquidez, também não preencham este requisito para o financiamento.

O nascimento da indústria de fundos de PE/VC se deu, então, a partir da necessidade de preenchimento de uma lacuna importantíssima que não consegue ser suprida nem através do crédito mais tradicional nem através da capitalização via bolsa de valores (Silva; Biagini, 2015), na medida em que o investidor de capital de risco “aposta” nas empresas que recebem o capital, se tornando sócio da companhia e compartilhando o risco do negócio, além de prover o recurso necessário e fazendo com que não ocorra mais preocupação em gerar caixa para pagamento de juros e encargos de financiamento (Pavani, 2002). Desta maneira, PE e VC oferecem uma fonte estável de financiamento a longo prazo, permitindo que as PMEs planejem e executem estratégias de crescimento sem a pressão imediata das flutuações nas taxas de juros sobre o fluxo de geração de caixa. Isso não apenas melhora a eficiência operacional, mas também aumenta a atratividade das PMEs para futuros investidores. A entrada de PE e VC no ecossistema financeiro das PMEs

proporciona uma diversificação das fontes de financiamento, reduzindo a dependência excessiva de empréstimos bancários e, conseqüentemente, mitigando os riscos associados aos ciclos econômicos e/ou de negócios.

Na perspectiva econômica de nosso país, os fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* assumem uma dimensão ainda mais relevante, na medida em que há uma enorme dificuldade de acesso à crédito por PMEs. Afora os grandes bancos, o BNDES também é uma forma de financiamento mais tradicional, entretanto devido à forte exigência de garantias que por muitas vezes não são possíveis de serem cumpridas por empresas jovens, acaba não sendo a fonte de recursos mais adequada e buscada por estas firmas (Gorgulho, 1997). Neste contexto, de dificuldade de financiamento via meios tradicionais – majoritariamente grandes bancos -, estes fundos aparecem como uma “salvação”, algo crucial, para catalisar o desenvolvimento econômico e empresarial brasileiro.

Contudo, com o passar do tempo e a mudança de percepção de instituições públicas acerca da importância do desenvolvimento de PMEs, órgãos como o BNDES desenvolveram programas de incentivos e fornecimento de capital para empresas em estágios iniciais, como o BNDES Progeren, programa voltado para micro, pequenas e médias empresas visando distribuir financiamentos com prazos mais longos, taxas de juros menores e carência para início do pagamento. Outra iniciativa interessante desenvolvida pelo BNDES com foco em melhorar o desenvolvimento de PMEs no Brasil é o BNDES Funtec; com o objetivo de apoiar a inovação e a evolução tecnológica das empresas a partir de incentivos a parcerias entre PMEs e instituições tecnológicas, promovendo transferência de tecnologia e uma melhor competitividade à estas firmas.

Ainda, atualmente existem os fundos de garantia, como o BNDES FGI que tem como principal objetivo facilitar a obtenção de crédito por PMEs. Muitas das vezes, quando empresas em estágios iniciais solicitam financiamentos, não possuem garantias suficientes para comprovar ao banco que são capazes de honrar o pagamento do empréstimo, e, neste contexto, entram os fundos de garantia. Neste cenário, o BNDES FGI complementa as garantias oferecidas pelas empresas, aumentando as chances de aprovação do crédito, sendo assim, uma alternativa de suporte para o acesso à crédito de PMEs. Como o BNDES FGI é bem avaliado como garantia pelas instituições financeiras, permite a aprovação de empréstimos em melhores condições, como com juros mais baixos e prazos mais longos.

Mesmo assim, em boa parte dos casos, quando instituições bancárias tradicionais financiam empresas em estágios iniciais, normalmente há uma contrapartida alta, apresentando taxas de juros elevadíssimas (ainda mais no contexto brasileiro, um país que majoritariamente possui uma taxa de juros real altíssima) e um prazo de pagamento curto, o que dificulta e muito o florescimento de PMEs. Dentro da análise contábil, os fluxos de caixa destinados ao pagamento e amortização destes financiamentos acaba por se tornar extremamente oneroso para as empresas mais jovens ou em estágio de crescimento (Gorgulho, 1997).

Outro aspecto importante abordado por uma pesquisa divulgada pelo SEBRAE em meados de 2023 é o fato de que, na época, a taxa básica – mínima - de juros brasileira (SELIC) estava em 13%, entretanto, em se tratando de pequenas empresas, a taxa real dos empréstimos chegou ao patamar de 35% ao ano, de acordo com entrevista de Giovanni Beviláqua, coordenador de acesso a crédito e investimentos do SEBRAE. Este juro altíssimo para empréstimo às PMEs acaba por dificultar e muito a expansão destas firmas, conforme fala do empresário Lucas Gibertoni ao SEBRAE: “A Selic alta nos afeta bastante no crédito para expansão, precisamos crescer, mas os juros cobrados pelos bancos estão muito altos. Crédito para capital de giro nem se fala, está insustentável”.

Gráfico 6 - A evolução da taxa Selic



Fonte: Infomoney (2022).

Ademais, no caso brasileiro, é interessante analisarmos que há um fator importante no cenário de capital de risco: o desconhecimento e a relutância do investidor “comum” com o tema.

O desbalanceamento entre risco e retorno, é um dos principais temas que acabam por “expulsar” alguns investidores potenciais de financiarem empresas de capital de risco, ainda mais quando estamos tratando de empresas de base tecnológica.

No Brasil ainda possuímos um mercado de capital de risco em desenvolvimento, com um ambiente regulatório e legal caminhando cada vez mais para a desburocratização. Isto é importante, tendo em vista que este ainda é um dos desafios e barreiras tanto para investidores quanto para as gestoras, visto que com um processo confuso e burocrático, a confiança dos investidores, que já estão, de certa forma, saindo de sua zona de conforto ao investir em ativos desta categoria, fica afetada.

Historicamente, o produto de investimento médio do brasileiro é mais conservador, e podemos perceber isto com base em pesquisas realizadas pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA) em parceria com o instituto Datafolha e também em trabalhos divulgados pelo buscador de investimentos Yubb. De acordo com a pesquisa da Anbima divulgada em 2022 pelo jornal Estadão, a poupança ainda é o instrumento de investimento mais utilizado por 26% dos entrevistados, muito disto por conta da familiaridade que o brasileiro possui com este veículo e pela percepção de que é algo acessível (Araújo, 2022). Ainda, segundo a pesquisa do buscador Yubb divulgada no portal Valor Investe, os investimentos mais buscados pelos brasileiros são, em ordem decrescente: CDBs, LCIs/LCAs e em terceiro lugar, Tesouro Direto (Larghi, 2024).

Estes fatores mostram que historicamente o brasileiro tende a preferir investimentos mais conservadores e com menor risco, como ativos de renda fixa e também, imóveis. Isto pode ser atribuído a fatores culturais, como a aversão ao risco e a busca por estabilidade financeira. Essa falta de familiaridade e experiência dos investidores com essas formas de investimento pode ser um fator que limita o interesse em fundos de capital de risco.

Outro ponto importante que acaba por afastar um pouco o investidor PF desta indústria de capital de risco é a falta de transparência de informações dos fundos de PE/VC. Estes fundos ainda não estão acostumados com o “pequeno” investidor alocando seu capital nesta classe de ativo, portanto as gestoras ainda não estão plenamente acostumadas/preparadas para lidar com a demanda por informações que pode surgir por conta do investidor pessoa física, que em muitas vezes é mais “ansioso” e, por falta de compreensão do produto, acaba por possuir muitos questionamentos sobre o funcionamento do fundo e sua rentabilidade. Com isso, em alguns fundos de *Private Equity* e

Venture Capital há uma dificuldade por parte do investidor em encontrar informações claras e precisas sobre a performance e evolução do fundo.

Em contraparte, investidores estratégicos nacionais, em muitos casos investidores institucionais como grandes fundos de investimentos/fundos de pensão, enxergam uma oportunidade, um oceano azul, vislumbrando investimentos de longo prazo com altíssimo potencial de retorno e ainda obtenção de parcerias estratégicas, fazendo com que estes, adicionem, complementarmente em seus portfólios, um espaço destinado a aportes em fundos de PE/VC (Silva; Biagini, 2015).

Para um grande crescimento econômico e uma forte possibilidade de competitividade a termos globais, no longo prazo, se faz necessário um forte fomento à inovação e um fortalecimento da base tecnológica. Dentro de um cenário de evolução científica acelerada e rápido surgimento de tecnologias disruptivas, encontrar formas de fornecer acesso ao capital necessário é fundamental. Então, neste contexto, o amadurecimento e o desenvolvimento do mercado de capital de risco se fazem essenciais. Os fundos de VC acabam por compartilhar os riscos associados a investimentos em empresas de risco, proporcionando um ambiente propício para o desenvolvimento de negócios e florescimento de ideias inovadoras; sendo assim, estes fundos além de fornecerem capital, introduzem e possibilitam um modelo de investimento que “abre portas” para a inovação e o desenvolvimento econômico brasileiro.

Fagerberg (1994), afirma que o incentivo e financiamento ao desenvolvimento tecnológico é algo de extrema importância para o desenvolvimento e estabelecimento de vantagens competitivas de longo prazo dentro de uma nação em relação ao mundo.

Em um país como o Brasil, onde de acordo com o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), as PMEs representam mais de 95% dos negócios, geram cerca de 55% dos empregos e respondem a aproximadamente 30% do PIB (IBGE, 2021), fica evidente que é necessária uma desburocratização na abertura de empresas menores – embora a Lei da Liberdade Econômica instituída em 2019 tente resolver isto -, visando diminuir os custos, taxas e impostos.

O contínuo desenvolvimento de fundos de capital de risco no Brasil traz benefícios espetaculares para a economia, possibilitando a criação de novas tecnologias, auxiliando no fortalecimento de empresas já mais consolidadas e atuando como base para o crescimento de empresas em *early stage*. Particularmente se tratando de *Venture Capital*, o financiamento de empresas em estágios iniciais via *seed money* representa um grande impulso para a criação e

desenvolvimento de empresas inovativas, essenciais para um desenvolvimento econômico mais sustentável e saudável (Gorgulho, 1997).

A capacidade desses fundos de promover a estabilidade e o crescimento durante diferentes fases do ciclo econômico também merece destaque. Para concluir, em um ambiente de taxas de juros desafiadoras no Brasil, o papel de PE e VC se destaca como crucial para o desenvolvimento sustentável das PMEs. Ao proporcionar financiamento estável, investimento de longo prazo e participação ativa, esses fundos oferecem soluções concretas para superar os obstáculos financeiros que as PMEs enfrentam, contribuindo assim para um cenário empreendedor mais robusto e resiliente no Brasil.

4 DESENVOLVIMENTO HISTÓRICO DOS FUNDOS DE CAPITAL DE RISCO NO BRASIL

A origem desses fundos pode ser traçada até o século XX, quando investidores começaram a se organizar para fornecer capital a empresas não listadas em bolsa. Ao longo dos anos, esses fundos evoluíram, ganharam destaque e se tornaram uma força significativa no mundo dos investimentos. Desde a década de 1980, com o boom do capital de risco e a ascensão do empreendedorismo tecnológico, esses fundos desempenharam um papel fundamental na promoção da inovação e no apoio ao crescimento de empresas disruptivas. Hoje, a indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* continua a desempenhar um papel vital na economia global, impulsionando o empreendedorismo e fornecendo capital e expertise para empresas em busca de crescimento e transformação.

4.1 O DESENVOLVIMENTO BRASILEIRO

A indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil tem desempenhado um papel fundamental no desenvolvimento econômico brasileiro nas últimas décadas. Mediante o crescimento do empreendedorismo e da conseqüente necessidade de capital para impulsionar projetos inovadores, o setor de capital de risco tem se tornado cada vez mais relevante; entretanto, os fundos de PE/VC se desenvolveram nos mercados mundiais muito antes do que no Brasil.

Por conta de inúmeras variáveis, como por exemplo, um cenário macroeconômico e político instável, os fundos de PE e VC tardaram a surgir e se desenvolver em nosso território, tendo seu início datado de aproximadamente cinco décadas atrás, mediante impulsos fornecidos pelo BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social).

Por volta dos anos 50 e 60, os grandes empresários brasileiros começaram a diversificar mais seus investimentos investindo em negócios de ramos tradicionais no Brasil, como o setor de têxteis, móveis, alimentos e vestuário. Neste mesmo período, multinacionais chegavam ao mercado brasileiro para a produção de bens de consumo duráveis, o que teve como principal consequência a consolidação de uma economia diversificada, algo que se mostrou extremamente relevante para a sustentação do desenvolvimento de mercado de capitais de risco nas décadas seguintes (Abdi, 2011).

Boa parte dos estudos acerca do desenvolvimento da indústria de capital de risco no Brasil, como os estudos de Leite (2008) e Pacheco (2016) datam a década de 70 como o início, mesmo que de forma tímida. Por outro lado, estudos importantes como o da Abdi (2011), sustentam os anos 60 como uma tentativa inicial de desenvolver esta classe financeira dentro do contexto brasileiro. Este trabalho utilizará do período da década de 1960 como o primeiro passo da criação dos fundos de capital de risco no Brasil.

A primeira tentativa para implantar a indústria de PE/VC em solo brasileiro é datada por Ramalho (2010), como sendo em 1964 através da criação da *Adela Investment Company S.A* (AIC), uma tentativa impulsionada pela OTAN (*North Atlantic Treaty Organization*) de criar uma força-tarefa que auxiliasse no desenvolvimento econômico da América Latina. A AIC tinha como propósito realizar investimentos e comprar participações minoritárias em *Startups* e PMEs, realizando a venda da participação após ocorrer a maturação e conseqüente, valorização da empresa. A AIC captava recursos majoritariamente privados de investidores institucionais mundiais, conseguindo juntar algo próximo de US\$100 milhões para investir e realizando seu primeiro investimento no Brasil em 1965. Este foi considerado pelo autor como o “primeiro caminhar” para o desenvolvimento do que viria a ser a indústria de capital de risco brasileira.

O início “concreto” do capital de risco no Brasil foi na década de 70 mediante impulsos fornecidos pelo BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social). No ano de 1974, o BNDES instituiu 3 subsidiárias para a promoção de capital para PMEs, voltado principalmente para o desenvolvimento industrial brasileiro. Sendo assim, foram criadas: : Insumos Básicos S.A., Investimentos Brasileiros S.A. e Mecânica Brasileira S.A. Estas, se fundiram em 1982 dando espaço para a BNDESPar (Gorgulho, 1996). Desta forma, em 1974, fortaleceu-se no Brasil iniciativas para a criação de empresas subsidiárias com propósitos de capitalizar empresas privadas nacionais, demonstrando que desde a década de 70 o Brasil dispõe de instituições para a promoção do capital de risco (Takahashi, 2006).

Além do BNDES, o FINEP (Financiadora de Estudos e Projetos) também obteve e obtém até hoje papel relevante no desenvolvimento desta indústria no Brasil, possuindo diversos programas de apoio a pequenas e médias empresas, tendo em vista que em 1976 foi o responsável por criar o programa de Apoio ao Desenvolvimento Técnico da Empresa Nacional (ADTEN), o qual tinha como objetivo promover a inovação tecnológica brasileira através de investimentos de PE/VC (Abdi, 2011). Somente mais tarde que passamos a ver o início do desenvolvimento do

financiamento de capital de risco via fundos de investimento regulados pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários), tendo a primeira gestora de fundos de PE/VC criada no Brasil em 1981 de acordo com Siqueira, Carvalho, Gallucci e Netto (2011).

Parcerias privadas também foram constituídas dentro da indústria de capital de risco brasileira na década de 70, tendo como exemplo a criação da Brasilpar em 1976, uma *holding* entre o Unibanco e o banco espanhol Paribas, a qual foi responsável por investir US\$4 milhões até o ano de 1980 (Gorgulho, 1996). Contudo, a falta de regulação do mercado de risco no Brasil fez com que as tentativas de desenvolvimento desta indústria, na época, fossem falhas (Pacheco, 2016).

De acordo com Bocatto (2001), o período composto entre o início da década de 80 e os primeiros anos da década seguinte foram marcados como um cenário econômico instável, com altas taxas de inflação e de juros aliado a inúmeras incertezas políticas, que não permitiam planejamentos de longo prazo; fator prejudicial tanto para o desenvolvimento de empresas novas como para a obtenção de recursos destinados a capital de risco, tendo em vista o tempo de maturação alongado característico deste tipo de investimento. Toda esta conjuntura econômica, inviabilizou um bom desenvolvimento do PE e do VC no Brasil durante a década de 80, pelo risco político-econômico do país.

Ainda, o mercado de capitais brasileiro sofria na época de baixíssima liquidez na bolsa de valores, bloqueando um dos principais modos de *exit*/desinvestimento utilizado pelos fundos de PE e VC – abertura de capital. Segundo Abdi (2011), “era praticamente impossível imaginar que a indústria de PE/VC poderia florescer em tempos tão difíceis”. Nesta fase observou-se a atuação de pequenos grupos locais como a Companhia Riograndense de Participações (CRP) – precursora do VC no Brasil – a qual mediante uma mistura de capital público (BRDE e BADESUL) e privado vislumbrava investimentos temporários (alguns em empresas hoje conhecidas, como Brahma e Lojas Americanas) em empresas pequenas e médias com elevado potencial de crescimento e retorno, investindo via participações minoritárias ou debêntures conversíveis.

Neste período, o custo de oportunidade era altíssimo, por conta das altas taxas de inflação e de juros reais, o que fez com que a Brasilpar e a CRP conseguissem captar apenas US\$20 milhões sob gestão no período. Este início foi extremamente dificultado pela não existência de incentivos fiscais nem de um arcabouço legal no território brasileiro. Contudo, em 1986, foi institucionalizada a criação das Sociedades de Capital de Risco (SCR) a partir da resolução de número 1.184 do Conselho Monetário Nacional (CMN), o que passou a dar este apoio legal que se fazia necessário

para um sustentado desenvolvimento da indústria de capital de risco no Brasil (Pacheco, 2016). Esta nova regulamentação reconhecia as SCRs como organizações gestoras de capital de risco focadas unicamente na aquisição de participações minoritárias em PMEs, beneficiando estas gestoras com isenções fiscais e incentivos (Pacheco, 2016).

Entretanto, mesmo estas iniciativas tendo sido boas ideias para o fomento da indústria de PE/VC no Brasil, elas acabaram por não alcançar os efeitos desejados, na medida em que se tornaram insustentáveis (Pacheco, 2016). Os principais pontos que acabaram por dificultar a consolidação e a consequência prevista foram: excluía as grandes empresas (as SCRs só poderiam investir em PMEs); não permitia a utilização de instrumentos de dívida (SCRs não poderiam emitir dívidas nem se alavancar); as regulamentações do Banco Central (BACEN) sobre o ganho de capital eram incompatíveis com as SCRs e, por último, em 1988 com a instituição da Lei de número 7.714 foram cancelados os benefícios fiscais que haviam sido concedidos às SCRs. Sendo assim, segundo Abdi (2011), até julho de 1988 existiam cerca de 15 gestoras de capital de risco no Brasil, possuindo um capital total sob gestão de US\$150 milhões. A termos de comparação, no mesmo período mas no mercado americano, já se encontrava um mercado de PE/VC com uma custódia média de US\$610 milhões (Pavani, 2003).

Ainda durante a década de 80, ocorreu um movimento importante para o futuro do PE e do VC brasileiros, os empresários Jorge Paulo Lemann, Carlos Alberto Sicupira e Marcel Hermann Telles, ambos sócios do Banco Garantia, adquiriram por totalidade as Lojas Americanas em 1982 e a Cervejaria Brahma em 1989, sendo estes, os primeiros passos do que viria a se tornar um dos maiores grupos empresariais do Brasil, a GP Investimentos (1993) que mais recentemente se tornou a 3G Capital (Abdi, 2011).

Já na década de 1990, alguns fatos relevantes ocorreram. A CRP foi constituída sob uma nova holding denominada CADERI, com um capital inicial de US\$6,5 milhões e sendo proveniente de uma fusão da estrutura do IIC (*International Investment Corporation*) e de 5 investidores privados (Docas, Petropar, Siderurgia Riograndense, Olvebra e DG Participações) (Gorgulho, 1996). O CADERI ainda passaria por dois aumentos de capital, recebendo recursos do BNDESpar em 1993 e do *International Finance Corporation* (IFC) em 1995, tendo seu capital aumentado para US\$10,5 milhões e comprovando o desenvolvimento e o sucesso do empreendimento (Abdi, 2011).

Outra instituição relevante nesta década, principalmente para o cenário de *Venture Capital* brasileiro, foi o CONTEC (Condomínio de Capitalização de Empresas de Base Tecnológica),

criado através de esforços do BNDESpar com o intuito de apoiar as PMEs com tecnologia para inovação através da compra de participações minoritárias. Durante os anos 90, o CONTEC foi responsável por analisar cerca de 300 empresas do ramo da tecnologia e investir em 24 delas. Destas 24 firmas que receberam aportes do CONTEC, duas já eram relacionadas ao ramo de PE/VC, sendo elas a já conhecida CRP e a Pernambuco Participações, que veio a se tornar uma importante expoente do fomento do *Private Equity* no nordeste brasileiro, realizando investimentos de US\$8 milhões em firmas de Pernambuco, Alagoas, Paraíba e Rio Grande do Norte (Abdi, 2011).

Mas foi em 1994 que a indústria de fundos de capital de risco recebeu um importante auxílio do Governo Brasileiro através da criação da instrução CVM 209, a qual foi responsável por estabelecer a o veículo de investimento denominado Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes – FMIEE. Tal regulação, somada à criação do Plano Real, responsável por estabilizar a inflação e assim melhorar as expectativas para planejamento (embora o país ainda atravessasse um período de taxa de juros alta, o que dificultava o acesso a crédito privado), fez com que houvesse uma expansão mais acelerada do capital de risco no Brasil. Foi neste período, em que se aliou um auxílio regulatório com uma boa situação econômica do país, no qual foram criados os dois primeiros fundos de PE/VC relevantes da indústria de capital de risco brasileira, através da GP Investimentos, com o GPCP I e o GPCP II.

O primeiro, foi lançado ao mercado em 1994 e conseguiu uma captação surpreendente pra época, US\$500 milhões. Já em 1995 foi criado o GPCP II, que apenas 1 ano depois do lançamento do fundo I, conseguiu levantar a cifra de US\$800 milhões., demonstrando que um bom cenário econômico, em conjunto com novas oportunidades de negócios, foram a chave para o forte desenvolvimento que a indústria de PE/VC obteve na década de 90. Outros grandes fundos também são datados dos anos 90, além dos dois citados da GP Investimentos, como: *Patrimônio Brazil Equity Fund* (desenvolvido junto do banco americano *Oppenheimer* e que captou US\$235 milhões), *South American Private Equity* da gestora *WestSphere* (a qual adquiriu o braço de PE/VC da Brasilpar e captou US\$230 milhões) e, por último, o que veio a ser o primeiro fundo bilionário da indústria de capital de risco brasileira, o *Citibank Venture Capital* - que em parceria com o Banco *Opportunity*, captou US\$1 bilhão – (Leite, 2008; Abdi, 2011; Pacheco, 2016).

Todos estes lançamentos demonstraram que; o mercado mundial de capital de risco passara a olhar para oportunidades na América Latina, principalmente no Brasil. Gestoras renomadas como a *Advent International*, *AIG Capital*, *Darby International* e a *WestSphere*, iniciaram a análise de

investimentos no território brasileiro como uma boa oportunidade de diversificar um percentual da sua carteira de países emergentes dentro de seus fundos globais (Abdi, 2011).

Após a abertura econômica na década de 1990, o Brasil começou a atrair investimentos estrangeiros e o ambiente de negócios se tornou mais propício para o desenvolvimento de empresas. Sendo assim, esse período foi marcado pela privatização de várias empresas estatais, o que abriu espaço para investidores de *Private Equity* adquirirem participações acionárias em negócios estratégicos.

A onda de crises financeiras mundiais que ocorreram nos anos de 1997 e 1998 e ocasionaram uma mudança de regime cambial, vieram a impactar negativamente o pleno desenvolvimento da recém consolidada indústria de capital de risco do nosso país, principalmente nos aportes de investidores internacionais.

A partir do desenvolvimento mais forte e do *boom* das empresas ligadas à internet, no início deste século, os fundos de capital de risco, principalmente os ligados a VC, retomaram o seu ritmo de crescimento de captação, mirando financiar as empresas inovadoras do período. Foi entre os anos de 1997 e 2000, que vimos os investimentos em PE e VC no Brasil saltarem de US\$200 milhões para US\$1.1 bilhão, sendo, das 118 firmas investidas, 78 ligadas ao setor de tecnologia – mais precisamente à internet (Abdi, 2011). Nos EUA, neste período, ocorria uma forte alta das empresas ligadas a internet, algo novo para o período e que possibilitou que pequenas companhias abrissem capital e se transformassem rapidamente em gigantes do setor. Barbieratto (2001) frisou que o mercado brasileiro tentou, de certa forma, replicar o que ocorria no mercado norte americano, tendo em vista que no período entre 1999-2000 foram investidos cerca de US\$2.25 bilhões em 125 operações de PE e VC no Brasil, majoritariamente em empresas de tecnologia, segundo dados da Associação Brasileira de Capital de Risco (ABCR).

No ano de 2000, uma instituição que muitos anos depois veio a se tornar a principal em relação ao tema no Brasil, foi criada. Por conta do ritmo acelerado de crescimento da indústria de capital de risco no nosso país, se viu necessária a criação de uma associação que oficializasse a consolidação desta indústria; neste contexto foi criada a ABCR (Associação Brasileira de Capital de Risco) que anos depois, em 2005, teve sua renomeação para ABVCAP (Associação Brasileira de *Venture Capital e Private Equity*). Em 2001, outra importante instituição foi criada, o Instituto Empreendedor Endeavour, o qual tinha a tarefa de facilitar a comunicação entre investidores, gestoras e empresas investidas (Leite, 2008; Abdi, 2011).

Os três anos seguintes seriam difíceis para o mercado financeiro mundial. Inúmeros aspectos ocorreram e acabaram por impactar o mercado de risco brasileiro. O fim da bolha da internet foi um deles, assim como os ataques terroristas de 11 de setembro de 2001, em Nova Iorque. Como se não bastasse isto, o Brasil passou por uma forte crise energética em 2001 e por uma conturbada eleição em 2002, com vitória do candidato Luiz Inácio Lula da Silva. A soma destes eventos culminou em uma alta volatilidade no mercado brasileiro, trazendo uma desvalorização da nossa moeda (real) e um forte aumento na taxa de juros (Abdi, 2011; Pacheco, 2016).

Segundo Ribeiro, Carvalho e Furtado (2006), neste período, algumas gestoras tanto locais quanto internacionais, que estavam com “empresas problemáticas” em carteira, acabaram por encerrar suas operações no Brasil ou ao menos liquidar boa parte das posições, culminando em 35 investimentos liquidados e 10 vendidos de volta aos seus fundadores. Mesmo com esses acontecimentos e com a instabilidade econômica que assolava o território brasileiro, mediante dados da ABCR, o mercado de *Private Equity* brasileiro cresceu 32% entre 2002 e 2003, atingindo o patamar de US\$451 milhões.

A instrução CVM 391/2003 chegou para consolidar de vez com o mercado de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil, na medida em que regulamentou estes veículos de investimentos – criação dos FIPs (fundos de investimento em participação) -, desde que constituídos no território brasileiro. A principal consequência que isto trouxe foi permitir que fundos de pensão, principalmente locais, pudessem investir em veículos de PE/VC. Embora a indústria brasileira de capital de risco tenha se desenvolvido muito tardiamente em relação à norte americana, o Brasil se destaca dentre os países emergentes no pioneirismo da implantação destes mecanismos de financiamento (Oliveira, 2010).

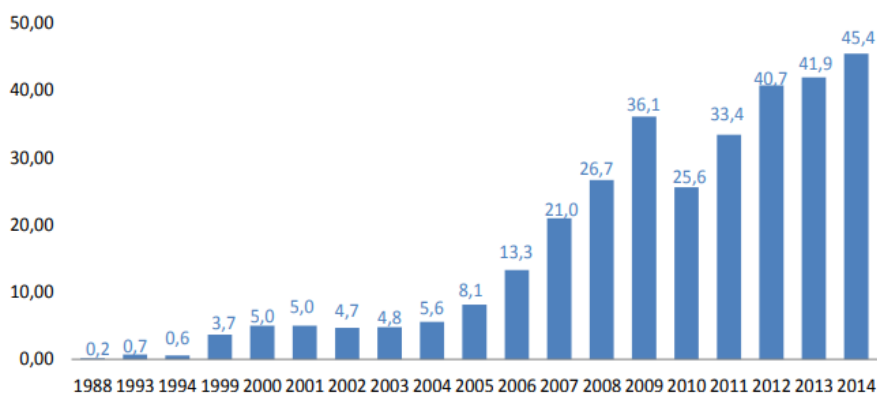
Ribeiro, Carvalho e Furtado (2006), citam que os anos de 2004 e 2005 marcaram o segundo grande ciclo da indústria brasileira de PE/VC, com a aceleração dos processos de abertura de capital na Bovespa, a participação ativa dos fundos de capital de risco nos processos de M&A (Fusões e Aquisições) e com a liquidação dos investimentos feitos no primeiro grande ciclo compreendido entre 94 e 2003; coroando assim o desenvolvimento desta classe de fundos no Brasil. Somente em 2004, a bolsa de valores brasileira capitalizou cerca de R\$4.5 bilhões em aberturas de capitais, sendo que destes, R\$3.5 bilhões eram de empresas que receberam aportes de fundos de PE/VC, como a Dasa, a Gol, a CFPL e a Natura. Já em 2005, R\$5.4 bilhões transacionados em aberturas

de capital, sendo R\$1.9 bilhões por empresas envolvidas com capital de risco, sendo elas: Localiza, Submarino, TAM e UOL (Pacheco, 2016).

Em 2007-2008 aconteceu a falência do tradicional banco americano *Lehman Brothers*, que acabou por culminar em uma gigantesca crise financeira mundial. Este problema afetou e muito os investimentos brasileiros de *Private Equity* e *Venture Capital*, na medida que trouxe uma incerteza muito grande para o mercado, ainda mais para um veículo de investimento um pouco mais “alternativo”. O volume financeiro de investimentos se reduziu em 1/3 em 2009 se comparado em relação ao início de 2007. Entretanto, após a crise financeira, o Brasil surgiu como uma grande potência, em virtude do forte crescimento econômico vivenciado no país. Aliado a isso, temos a força do agro brasileiro e a boa perspectiva do país em se tornar destaque nos ramos do petróleo e de alimentos. Mediante todo este cenário, o que vimos foi um capital sob gestão de fundos de capital de risco atingindo um marco excepcional, US\$36.1 bilhões em 2009 (Abdi, 2011; Pacheco, 2016).

Ainda, de acordo com Pacheco (2016), o contínuo desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro junto de um ambiente regulatório favorável e em evolução, fez com que ano após ano (com exceção) de 2010, o capital comprometido – sob gestão – em fundos de PE/VC crescesse durante o período de 2009-2014. Contudo, durante os 14 primeiros anos deste século, o percentual de investimento em Private Equity e Venture Capital no Brasil representou cerca de 0,33% do PIB, em média, enquanto em países com mercados de capitais mais maduros, como os EUA e o Reino Unido, chegou a 0,96% e 0,91%, respectivamente.

Gráfico 7 - Capital sob gestão em PE e VC no Brasil em US\$ bilhões



Fonte: Pacheco (2016).

Desta forma, o desenvolvimento histórico da indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil foi impulsionado por fatores como a abertura econômica, a privatização de empresas estatais, o amadurecimento do mercado de capitais e o apoio de instituições como a ABVCAP e o BNDES. O setor tem desempenhado um papel fundamental no fomento à inovação, no crescimento das empresas e na geração de empregos e riquezas para a economia brasileira.

Como evidenciado no gráfico 7, o capital sob gestão em fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil apresentou um crescimento impressionante de aproximadamente 460,49% no período de 2005 a 2014. Esses números refletem o pleno desenvolvimento e amadurecimento do mercado de capitais brasileiro, juntamente com um ambiente regulatório favorável. Tal crescimento demonstra que a indústria de PE/VC está em constante expansão, à medida que mais investidores reconhecem as oportunidades e os benefícios de investir em empresas em estágio inicial e empresas com potencial de crescimento significativo. Esse aumento é um reflexo da confiança no mercado brasileiro e da busca por retornos atrativos por parte dos investidores.

5 A DEMOCRATIZAÇÃO DOS FUNDOS DE CAPITAL DE RISCO NO BRASIL E SUA INDÚSTRIA NOS DIAS ATUAIS

Ao parar para analisar o contexto do Brasil, é perceptível que o conhecimento do brasileiro sobre investimentos, é baixo; a sociedade brasileira possui um nível de educação financeira quase nulo, e isto tem como consequência o fato de aproximadamente 71 milhões de brasileiros – cerca de 41% da população adulta - estarem inadimplentes, de acordo com uma pesquisa da Faculdade de Economia e Administração (FEA) da USP que fora divulgada em 2023.

No entanto, dentro da parcela da população que consegue gastar menos do que recebe de salário, uma grande parte “guarda” esse recurso em excesso na poupança, pois possuímos, em nosso país, a cultura de “poupar dinheiro” e não de “investir dinheiro”, e o grande motivador disto é a falta de educação financeira adequada. A ausência de conhecimento sobre outros tipos de investimentos, como ações, títulos do tesouro, fundos de investimento ou mesmo opções de renda fixa mais rentáveis, impede as pessoas de explorar alternativas de investimento mais adequadas às suas necessidades e objetivos. Ademais, a falta de compreensão dos conceitos financeiros básicos e dos diferentes produtos disponíveis leva os investidores a optarem pela poupança.

A poupança é atrativa devido à sua simplicidade e acesso facilitado. Abrir uma conta poupança em um banco é um processo relativamente simples, não exigindo conhecimentos financeiros avançados. Além disso, não há um valor mínimo de investimento, o que torna-a acessível para pessoas com diferentes níveis de renda. Outra razão para a popularidade desta modalidade de investimento é a percepção de baixo risco. Os depósitos em poupança são assegurados pelo Fundo Garantidor de Créditos (FGC), o que transmite uma sensação de segurança aos investidores. Muitas pessoas preferem evitar investimentos mais arriscados, como ações, títulos de renda fixa de crédito privado ou fundos de investimento, por conta da falta de amparo do FGC.

A baixa participação de investidores na bolsa de valores em relação à população brasileira tem implicações negativas para o mercado financeiro e para o desenvolvimento econômico do país. A falta de investidores na bolsa limita a diversificação dos investimentos, reduz a liquidez do mercado, dificulta o acesso ao capital para empresas e afeta o desenvolvimento do mercado de capitais. Em se tratando deste trabalho, o principal problema é o fato da bolsa de valores desempenhar um papel fundamental no financiamento das empresas, tendo em vista que quando há um grande número de investidores no mercado, as empresas têm maior facilidade em captar

capital por meio da oferta de ações. Isso possibilita o crescimento das empresas, o financiamento de projetos de expansão, a inovação e a criação de empregos. Com poucos investidores, as empresas podem enfrentar dificuldades para obter recursos financeiros para investimentos, limitando seu desenvolvimento e impactando o crescimento econômico (os fundos de capital de risco possuem papel crucial neste contexto).

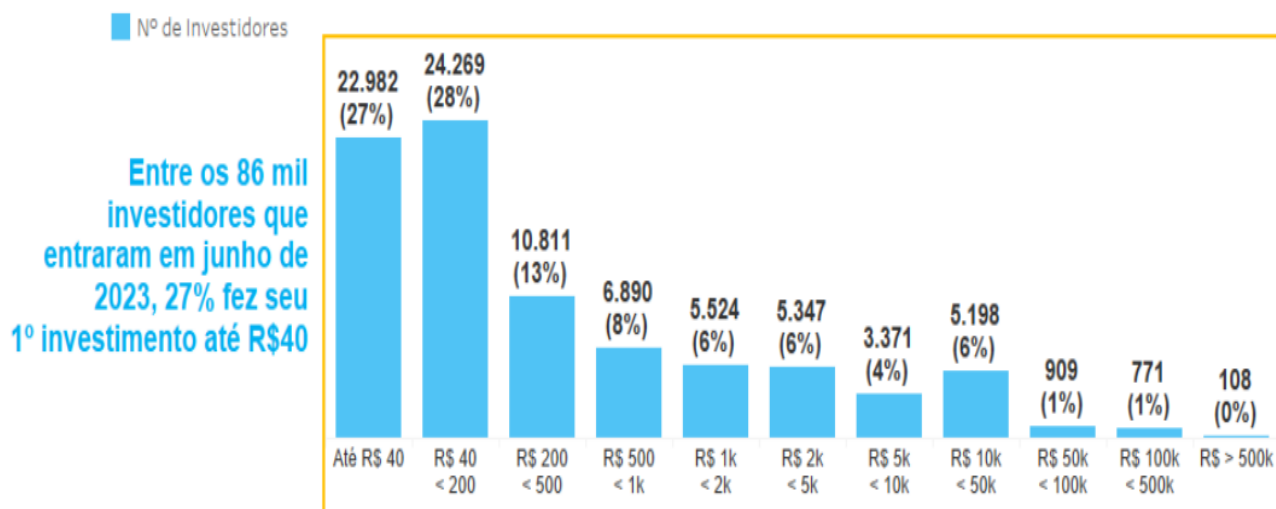
Um mercado de capitais robusto é essencial para o desenvolvimento econômico de um país e a bolsa de valores é um dos pilares deste mercado, fornecendo uma plataforma para empresas captarem recursos e para investidores participarem do crescimento dessas empresas. Um mercado de capitais ativo e volumoso atrai investimentos nacionais e estrangeiros, promove a inovação, cria empregos e impulsiona o crescimento econômico de longo prazo. Com poucos investidores na bolsa, o mercado de capitais pode se tornar menos dinâmico e menos atrativo para investidores e empresas.

Partindo para a análise de produtos financeiros um pouco mais arriscados, se faz notável que a participação da população brasileira na bolsa de valores historicamente tem sido baixa; embora este cenário esteja mudando, visto que de acordo com dados da B3, a bolsa de valores brasileira, em agosto de 2023, cerca de 5,6 milhões de pessoas físicas estavam com investimentos na bolsa. Podemos comparar com setembro de 2021, quando o número de CPFs que investiam em ativos de bolsa era de apenas 2,6 milhões (ainda de acordo com dados da B3). Boa parte desta explosão de CPFs na bolsa se deve pelo esforço de diversas entidades em ensinar educação financeira para o brasileiro e de democratizar o acesso à investimentos.

Nos últimos anos, tem havido um esforço crescente para desenvolver a educação financeira no Brasil, especialmente na área de investimentos e algumas instituições públicas tem assumido papel relevante neste compartilhamento de informações com a população. Algumas iniciativas interessantes são: o Programa de Educação Financeira do Banco Central (PEF-BC), que oferece uma série de materiais didáticos, cursos online e recursos educacionais para auxiliar as pessoas a entender conceitos financeiros básicos, incluindo investimentos. Além disso, o Banco Central promove campanhas de conscientização e parcerias com instituições financeiras e educacionais para ampliar o alcance da educação financeira no país. Ainda, existem diversas outras plataformas de cursos online como o Portal meu Bolso em Dia, desenvolvido pelo Tesouro Nacional e a B3 Educação (desenvolvida pela bolsa de valores brasileira).

Ainda que com todos estes esforços para o desenvolvimento de uma melhor educação financeira em nosso país, como visto anteriormente, apenas 5,6 milhões de brasileiros adultos investem em ativos de bolsa, frente uma população acima de 18 anos de aproximadamente 159,2 milhões de habitantes (segundo dados da PNS – Pesquisa Nacional de Saúde) no país; é um número baixo, principalmente se compararmos a países com mercado de capital mais desenvolvido, como os EUA, onde cerca de 55% da população adulta, ou, 50 milhões de investidores pessoa física (de acordo com dados da corretora Avenue) possuem investimentos em bolsa. A mesma análise se repete ao analisarmos investimentos em renda fixa, onde segundo dados da B3, até junho de 2023, 16,5 milhões de CPFs haviam algum tipo de investimento em renda fixa (excetuando-se Tesouro Direto e Poupança), o que é um percentual baixo em relação a população brasileira.

Gráfico 8 - Ticket inicial de entrada dos investidores na bolsa de valores em Junho de 2023



Fonte: B3 (2023).

Como visto no gráfico 8, um ponto interessante e que corrobora com a tentativa de democratização da educação financeira e dos investimentos no Brasil, é o fato de o ticket de entrada na bolsa de valores no mês de junho de 2023 ter sido 27% até R\$40, o que demonstra uma tentativa da população brasileira mais ampla em “testar” outras classes de investimento que não a poupança, dinamizando o mercado e o tornando mais líquido.

É cada vez mais evidente que os novos investidores da bolsa de valores são pessoas com capital mais baixo/limitado, visto que 76% dos investidores que aportaram na B3 em junho de 2023

possuíam ticket inicial abaixo de R\$1.000. Essa tendência é importante por diversos motivos. Em primeiro lugar, ela democratiza o acesso ao mercado financeiro, permitindo que indivíduos com recursos menores também possam investir e potencialmente obter retornos financeiros maiores que em investimentos mais tradicionais. Isso contribui para reduzir a desigualdade de oportunidades e promove inclusão financeira. Ademais, essa diversificação também pode ajudar a reduzir a volatilidade e o risco sistêmico, uma vez que não ficaria restrita a um grupo seleto de investidores com grande capital, melhorando a eficiência das operações e do mercado como um todo.

Um mercado de capitais desenvolvido, principalmente em se tratando de liquidez em bolsa de valores é extremamente importante e necessário para a indústria do *Private Equity* e *Venture Capital*, tendo em vista que é a abertura de capital a principal forma de desinvestimento por parte dos fundos, sendo o principal mecanismo operacional utilizado para, de fato, “colocar dinheiro no bolso do cotista”.

Além do cenário econômico ter se tornado mais favorável após os anos 2000, o mercado de valores brasileiro passou a se desenvolver e se tornar mais líquido, fomentando ainda mais a indústria de capital de risco em nosso país. Um fator concreto que demonstra amadurecimento e desenvolvimento desta indústria é o número de gestoras de fundos de capital de risco no Brasil, tendo em vista que em 1994 havia 8, em 2000 passou para 45, finalizando 2008 com 132 e terminando 2009 com 180 organizações, 1747 profissionais envolvidos e 554 empresas investidas em portfólio (Abvcap, 2018).

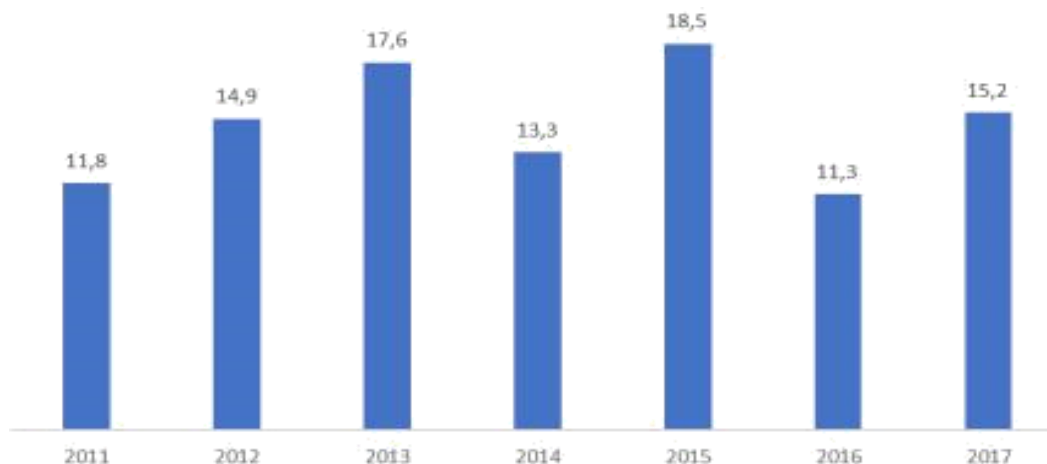
Até o ano de 2017, vínhamos em uma escala crescente de investimentos no mercado de PE/VC, guiados por um ambiente macroeconômico atrativo e também pela forte tentativa e esforços dos agentes de mercado em tornar este veículo de investimento cada vez mais popular e democratizado, é o que mostra o gráfico abaixo desenvolvido pela KPMG em parceria com a ABVCAP (2018).

Gráfico 9 - Capital comprometido (em R\$ bilhões)



Fonte: KPMG, ABVCAP (2018).

Com um mercado nacional se desenvolvendo cada vez mais, o mercado brasileiro passou a se tornar extremamente atrativo para veículos internacionais. Medidas institucionais como a criação do Bovespa Mais – mercado de acesso da B3 para abertura de capital voltado para empresas de pequeno porte, com menor capitalização e que por conta disto, exige um processo menos burocrático – são instrumentos importantes utilizados para o desenvolvimento dos fundos de PE e VC. Este fator se dá tendo em vista que a abertura de capital é mais facilitada e simples neste segmento de listagem, o que o torna uma importante rota de saída/um dos principais meios de realizar o *exit* dos investimentos de risco (Gouveia; Almeida; Soares; Storopoli, 2018). A criação do Bovespa Mais ocorreu em 2013, e, como dito anteriormente, foi uma medida importante para facilitar a saída dos investimentos de capital de risco, fazendo com que esta indústria ganhasse mais espaço no Brasil. Isto é o que nos mostra o gráfico abaixo que demonstra o volume crescente de investimento realizado por fundos de capital de risco no período de 2011-2017.

Gráfico 10 - Investimentos realizados por ano (em R\$ bilhões)

Fonte: KPMG, ABVCAP (2018).

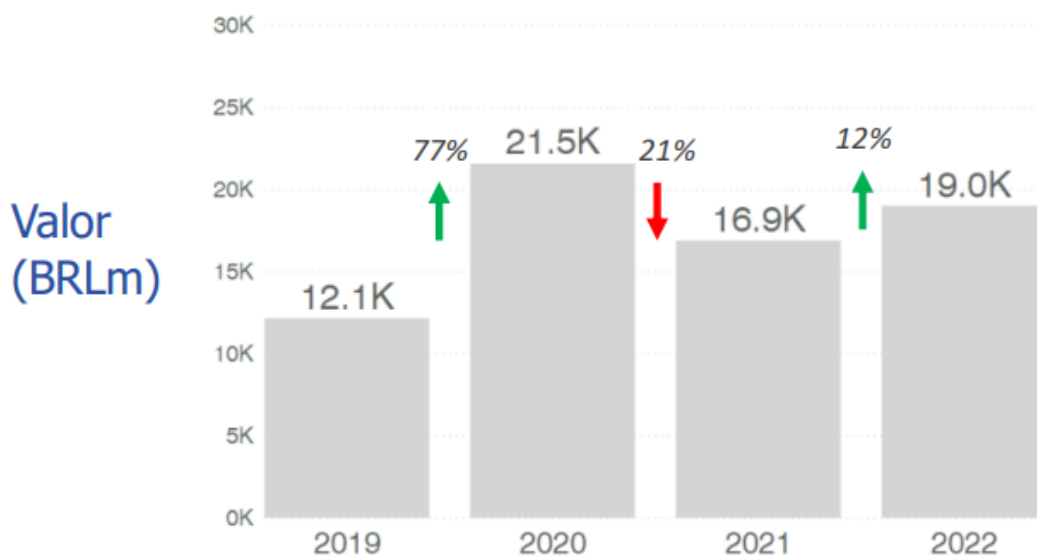
Outro dado interessante que comprova o desenvolvimento e a importância desta indústria para a economia brasileira, ao fomentar o desenvolvimento de pequenas e médias empresas, e o mercado de capitais, é o fato de que dos 9 *IPOs* (aberturas de capital) realizados no ano de 2017 na B3 (bolsa de valores brasileira), 6 foram provenientes de empresas previamente investidas por portfólios de PE/VC. (Gouveia; Almeida; Soares; Storopoli, 2018).

No período mais recente, principalmente entre os anos de 2018 e 2021, o Brasil enfrentou um contexto macroeconômico difícil que apresentou impactos significativos na captação de fundos de investimento de capital de risco. Durante esse período, o país passou por mudanças políticas, incertezas econômicas e desafios estruturais, que afetaram o ambiente de negócios e o apetite por investimentos de risco. Uma das principais mudanças foi a eleição presidencial de 2018, que trouxe Jair Bolsonaro ao poder. Sua eleição representou uma mudança significativa na direção política do país, com a promessa de implementar reformas econômicas e reduzir a intervenção estatal na economia.

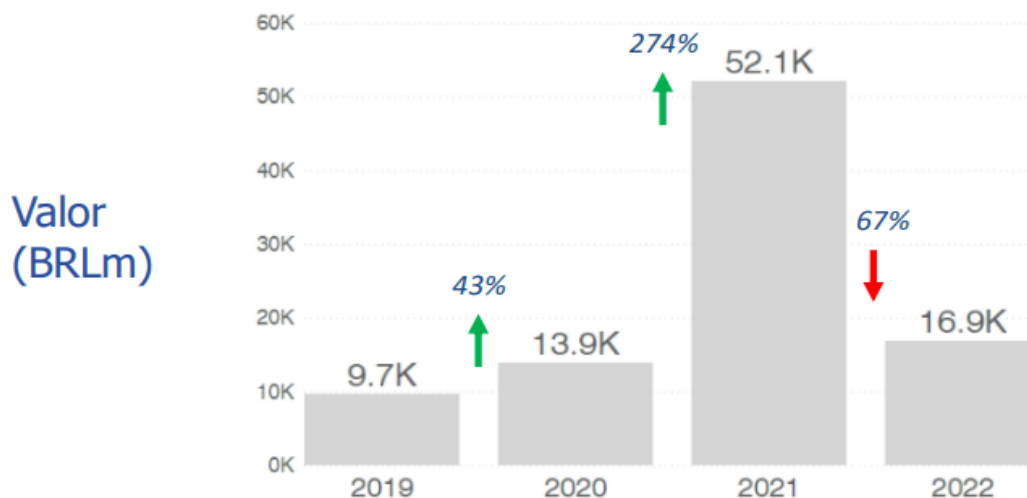
A recessão ocorrida entre 2015-2016 teve um impacto forte na confiança dos investidores, os tornando mais cautelosos em assumir riscos nos investimentos. Esta recessão afetou, então, a captação dos fundos de PE/VC de algumas formas. Primeiramente, gerou um ambiente de incerteza e redução da confiança dos investidores, tendo em vista que durante períodos de economia conturbada, os investidores tendem a se tornar mais cautelosos e avessos ao risco, optando por investimentos mais seguros e conservadores. Isso acaba por afetar diretamente a captação de

Private Equity e *Venture Capital*, que são considerados investimentos de alto risco pela baixa liquidez e longo tempo de maturação. Ademais, a recessão econômica também teve impacto nas empresas em que os fundos de investimento em capital de risco poderiam investir, já que com a economia em declínio, muitas empresas enfrentaram dificuldades financeiras - redução de receita e queda nos lucros -, tornando-as menos atrativas e aptas a receberem aportes de fundos de PE/VC. Ademais, o país também estava enfrentando a “longa novela” de escândalos de corrupção ocasionados pela Operação Lava Jato, que começou em 2014, mas teve desdobramentos importantes anos após. A Lava Jato revelou um amplo esquema de corrupção envolvendo empresas estatais, políticos e empresários, resultando em prisões de políticos e funcionários públicos de altos cargos brasileiros, abalando a confiança dos investidores no país (principalmente estrangeiros), gerando incertezas em relação à estabilidade institucional e à segurança jurídica.

Em 2019, víamos uma taxa de juros brasileira mais baixa, iniciando o ano em 6,50% e finalizando em 5%, segundo dados do Banco Central Brasileiro. Esta queda da taxa de juros se tornou cada vez mais acentuada, ao passo que finalizou 2020 no baixíssimo nível de 2% e voltando a subir apenas a partir de maio de 2021. Este cenário de taxa de juros mais baixa acabou por ser atrativo para a captação da indústria de capital de risco, na medida em que, com taxas de juros baixas, os investidores ficam menos dispostos a manter seu dinheiro em investimentos de baixo risco, como títulos do Tesouro ou ativos bancários (como, CDBs), que oferecem retornos relativamente mais baixos. Nesse contexto, eles buscam investimentos alternativos, como fundos de capital de risco, para conseguir obter retornos mais altos. Não obstante, uma taxa de juros baixa pode estimular o crescimento econômico e a atividade empreendedora, criando um ambiente propício para investimentos em empresas emergentes e inovadoras, das quais são os alvos de fundos de capital de risco – principalmente *Venture Capital*. É o que nos mostram os gráficos abaixo retirados do portal da ABVCAP (Associação Brasileira de *Venture Capital* e *Private Equity*).

Gráfico 11 - Valor total de investimento em PE no período (2019-2022)

Fonte: ABVCAP (2023).

Gráfico 12 - Valor total de investimento em VC no período (2019-2022)

Fonte: ABVCAP (2023).

De acordo com dados do BACEN, a partir de meados de 2021, mas majoritariamente entre o ano de 2022 e metade de 2023, vemos uma taxa de juros no Brasil começando a se elevar, alcançando o patamar de 9,25% ao final de 2021, 13,75% ao final de 2022 e se mantendo neste patamar até, aproximadamente, junho de 2023, quando passamos a ver o início do ciclo de corte de juros no país.

Com a escalada da taxa de juros, passamos a ver um cenário mais desafiador para empresas em estágio inicial, das quais dependem de muito capital para financiar suas operações, desenvolver produtos e pesquisas e expandir suas equipes. Nestes momentos de juros altos, os investidores tendem a buscar por ativos mais seguros, como renda fixa, a qual acaba por oferecer um ótimo risco retorno nestes momentos (rentabilidades altas com risco baixo). Ainda, firmas em *early stage* possuem fluxos de caixa incertos, podendo levar meses ou até anos até gerar lucros, visto que precisam reinvestir qualquer receita no crescimento do negócio. Neste contexto, taxas de juros elevadas acabam sendo prejudiciais e encarecendo este fluxo de caixa, com isso tendendo a ocorrer até o momento de atingimento do equilíbrio entre receitas e despesas. Todos estes fatores culminam para um mercado mais favorável para o *Private Equity* em detrimento de *Venture Capital*, tendo em vista que, como empresas de PE já são mais consolidadas, possuem uma geração de recursos própria muito maior do que em empresas-alvo de VC, necessitando então de menos recursos em momentos de empréstimos caros e possuindo uma maior resiliência para enfrentar momentos econômicos mais difíceis, e, por conta disto, possuem menor risco e maior robustez.

Por conta destes fatores, como exposto acima em pesquisa da ABVCAP, vemos um fluxo financeiro decaindo em VC de 2021 a 2023 (saindo de R\$52.1 bi em 2021 para R\$16.9 bi em 2022 e R\$4.2 bi até o momento em 2023). Por outro lado, ao analisarmos os recursos investidos em PE, percebemos um aumento no período 2021-2023, saindo de R\$16.9 bi em 2021 para R\$19.0 bi em 2022 e chegando, até o momento, em 2023 com R\$11.4 bi.

Outro dado interessante é sobre os principais setores que atraíram recursos de fundos de capital de risco nos últimos anos (2019-2023), tendo o setor financeiro ocupado o primeiro lugar com 21% das operações seguido pelo setor de consumo e serviços com 16% e em terceiro o setor de saúde com 13% - isto se tratando de PE. Partindo para o lado do *Venture Capital*, é perceptível e de certa forma, óbvio, por característica dos fundos desta classe, que o primeiro lugar, com 49,1% dos aportes ficaria com o setor de tecnologia da informação, seguido pelo setor financeiro com 15.1% e em terceiro o setor de consumo e serviços com 12,4% (Abvcap, 2023).

Priscila Rodrigues, presidente da ABVCAP, disse em congresso sobre fundos de capital de risco que ocorreu em São Paulo em setembro de 2023: “Aguardávamos com atenção os dados desses últimos meses para vermos se realmente a curva de recuperação se manteria. O que vemos é que essa retomada está se consolidando, se olharmos apenas para o último bimestre (julho e agosto de 2023). Após um período de retração e com baixa liquidez, podemos dizer que passamos

pelo período mais agudo de compasso de espera entre gestores e investidores...”. Sendo assim, para os próximos anos, com a queda de juros que estamos vendo no Brasil, iniciada em junho deste ano, e com o Boletim Focus estimando uma taxa de juros em 9,25% no final de 2024, a tendência é ver um cenário mais favorável para *startups* e conseqüentemente, com isto, devemos ver uma retomada nos investimentos de capital de risco, principalmente *Venture Capital*.

A FINEP, entidade extremamente relevante para o desenvolvimento da indústria de capital de risco no Brasil, teve, em 2023, o segundo maior ano da história em recursos aportados em projetos de *startups* de base tecnológica, principalmente ligadas ao setor de IA (inteligência artificial). Foram aplicados cerca de R\$6.3 bilhões em cerca de 460 (frente 130 no ano passado) empresas distribuídas pelo Brasil, fazendo com que este seja o segundo maior valor histórico, perdendo apenas para 2014 onde a FINEP alocou cerca de R\$8.5 bilhões em PMEs. Ainda, em se tratando de instituições parceiras do FINEP, foram aportados R\$1.2 bilhões em operações de crédito para pequenas e médias empresas neste ano, valor cerca de 3x maior do que o de 2022, o qual foi R\$325 milhões (Santana, 2023).

Elias Ramos, diretor de inovação da FINEP, em entrevista concedida à editora Ivone Santana do jornal Valor Econômico, afirma que para 2024, o orçamento da instituição é de R\$10.7 bilhões, com um foco muito grande em financiar empresas de regiões mais afastadas do Brasil e com um cenário de empresas de tecnologia não tão desenvolvido, como o nordeste e a região norte. Para isso, cerca de R\$500 milhões serão destinados para financiamento de PMEs inovadoras na Amazônia, por exemplo. Estes dados históricos do FINEP reiteram a visão extremamente positiva para o desenvolvimento do mercado de capital de risco no Brasil nos próximos anos.

Em se tratando de *Venture Capital* e corroborando com a perspectiva de um cenário favorável a investimentos deste veículo, levando como base matéria publicada pelo jornalista Iuri Santos do portal Infomoney (2023), o Brasil atrai quase metade de todo capital dispendido em VC na América Latina (AL). Em 2022, 46% dos aportes de fundos de VC na AL tiveram como destino empresas brasileiras, de acordo com a pesquisa VC Radar Latam, feita pela Emerging VC Fellows em parceria com o banco Itaú. O segundo país no ranking ficou muito abaixo dos 46% brasileiros, com o México ocupando esta posição (15,5%). O grande motivo para esta “atratividade brasileira” é o fato do Brasil possuir população e PIB maiores do que o restante dos países, tendo como principal consequência a grande demanda interna presente no nosso país, o que acaba por fortalecer empresas nascentes. Ainda, outra boa explicação é a majoritária presença de gestoras de VC no

Brasil, tendo em vista que cerca de 68,34% destas instituições na AL se localizam em nosso país, tornando o mercado brasileiro de capital de risco mais maduro e também aumentando o ticket médio dos aportes de VC brasileiros, os quais são quase 2x maiores em volume financeiro do que no restante da América Latina.

Segundo Cibelle Higinio, líder da pesquisa VC Radar Latam, as perspectivas para capital de risco no Brasil nos próximos anos são muito positivas, ao passo que o investimento nesta indústria na América Latina ainda é baixo se comparado com o restante do globo. Somente 1,9% do volume global de investimentos em startups é na AL, o que é inferior ao PIB da região que representa cerca de 5,2% do global. De acordo com Higinio, “Ainda há muito espaço para crescer. É só uma questão de tempo. Querendo ou não, os fundos na América Latina são super-recentes. Vimos que 79% dos fundos mapeados têm menos de 10 anos”.

Um dos principais problemas assistidos pela indústria de PE/VC desde a década de 70 até próximo de 2010, foi o desconhecimento dos investidores em relação a esta classe de ativos e, principalmente, uma barreira de entrada (ticket médio inicial) muito alta, o que pode apresentar uma dificuldade para a indústria de capital de risco como um todo. Esses valores costumavam ser significativamente altos, muitas vezes na faixa de milhões de reais, o que limitava o acesso a esses fundos a um grupo restrito de investidores de alto patrimônio líquido (Gompers e Lerner, 2006).

Essa alta barreira de entrada tem várias implicações negativas para os fundos de *Private Equity* e *Venture Capital*. Um ponto importante é que limita a diversidade de investidores que podem alocar nesse tipo de investimento, o que de certa forma, faz com que se aumente o risco para o gestor. A falta de diversidade pode levar a um risco de liquidez maior para o fundo, tendo em vista que, com menos pessoas diferentes investindo no fundo, cada resgate de capital solicitado representa uma fatia maior dentro do *AuC* – *assets under custody* (capital sob custódia). Outro ponto relevante é o fato de que, com maior ticket médio inicial e com isso limitação de investidores com capital suficiente para aportar nos fundos, a indústria de capital de risco em si não se desenvolve, acaba por se restringir a um grupo seletivo de investidores com altíssimo poder aquisitivo, se tornando desconhecido e inacessível para boa parcela da população, principalmente no Brasil; e também, impondo um limite ao capital “arrecadado” pelo fundo, diminuindo sua capacidade de financiar um número maior de empresas e com isso, dificultando o desenvolvimento econômico e o financiamento de setores-chave (Gompers; Lerner, 2010).

Entretanto, nos últimos anos, grandes *players* do mercado financeiro, como corretoras e bancos, têm se esforçado para democratizar o acesso aos investimentos em capital de risco. Os fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* sempre foram vistos pela população como instrumentos de investimentos para pessoas com muito capital, inacessíveis para o investidor comum, porém é esta visão e esta característica que agentes do mercado como a corretora XP Investimentos e o Banco Itaú, tentam alterar. Eles reconhecem a importância de promover a diversidade e a inclusão no setor, bem como o potencial de inovação e crescimento que as *startups* podem trazer para a economia.

Como exemplo de esforço realizado pela XP para democratizar o acesso a estes veículos de investimentos, podemos citar o XP Private Equity II, segundo fundo de PE lançado pela corretora entre o final de 2022 e início de 2023. Em janeiro de 2023 a XP fez a oferta primária do XP PE II, com o intuito de democratizar os fundos de PE para pessoas físicas, tendo em vista um ticket mínimo de R\$25.000 para entrada no fundo, um valor já muito menor do que o praticado no mercado próximo de 2010. O fundo obteve uma captação de R\$1.67 bilhão, alcançando a marca de 16.274 cotistas, sendo a parcela majoritária de pessoas físicas. Este segundo fundo de PE da XP contrasta e demonstra a preocupação da corretora em popularizar esta classe de ativos, tendo em vista que no seu primeiro fundo de *Private Equity* – XP PE I, lançado em 2020 e que captou R\$1.4 bilhão, o ticket inicial era de R\$150 mil, muito menos acessível, possuindo, em seu início, apenas 5.4 mil cotistas (Sambrana, 2023).

Um dos maiores problemas presentes no mercado de capital de risco é o tempo de maturação, ou, tempo de investimento. Como são fundos que muitas vezes investem em empresas jovens ou em empresas mais maduras mas que estão passando por renovações estratégicas, se faz necessário um longo período para que de fato o investimento evolua, possibilitando um *exit* por parte do fundo. A XP, então, desenvolveu uma ferramenta que permite aos investidores verem mais rapidamente a rentabilidade de fundos alternativos ou de capital de risco. Normalmente, os investidores precisam esperar o encerramento do fundo (entre 6-8 anos, em média) para verem os retornos de seus investimentos. No entanto, com essa nova ferramenta, à medida que o fundo realiza desinvestimentos, a rentabilidade - positiva ou negativa, a depender do sucesso do investimento - é refletida na conta do investidor na corretora. Isso elimina a necessidade de esperar pelo prazo final do fundo para visualizar os retornos obtidos no período.

Outro problema que ocorre por conta do longo horizonte de investimento dos fundos de PE/VC é a iliquidez. Como o investimento de *Private Equity* e *Venture Capital* às vezes se dá em empresas menores e não tão visadas, além de serem empresas de capital fechado, a negociação de cotas de fundos de capital de risco é uma tarefa ilíquida – visto que o investidor não possui contraparte (alguém para comprar sua cota) de maneira fácil. Por conta de investidores que podem precisar de liquidez nestes fundos de maneira antecipada, ou seja, antes do prazo de encerramento do fundo, a XP desenvolveu um mercado de negociação secundária de fundos alternativos (que engloba *Private Equity* e *Venture Capital*). Neste mercado secundário, caso o cliente queira aumentar ou diminuir (até mesmo zerar) sua posição em um veículo de PE/VC e não ache uma contraparte em outra pessoa física da corretora, a própria XP encarrega-se de comprar a posição do cliente, ou no caso de ele querer aumentar sua posição, vende suas próprias cotas do fundo para o investidor (Vargas, 2022).

De acordo com Gustavo Pires, *head* da área de *Asset Management Services* da XP, “... Precisamos ir além, fomentando e/ou desenvolvendo todo um ecossistema para que essa classe de ativos saia do nicho *private* e comece a fazer parte do portfólio dos demais investidores brasileiros”. A expectativa, com a criação deste mercado secundário de negociação, é de que isso, inclusive, aumente os valores arrecadados e negociados nesta indústria, já que traz maior liquidez e também mais confiança e tranquilidade para aportes mais expressivos (Vargas, 2022).

Outra ferramenta interessante, também desenvolvida pela XP Investimentos, se refere à estrutura de captação dos fundos de PE/VC e teve início com o fundo de *Private Equity* XP *Headline* (em parceria da XP com a gestora de capital de risco *Headline*). Anteriormente, caso um investidor desejasse investir quantias relevantes em um fundo de capital de risco, como por exemplo valores acima de R\$1 milhão, ele necessitava ter esse recurso já disponível na data de liquidação do fundo. A partir do fundo XP *Headline*, passou a existir as cotas A e D. A cota “A” é destinada para clientes com aportes de até R\$1 milhão, nesta modalidade o cliente precisa ter o capital na data de liquidação do fundo. Já as cotas “D”, são para alocações acima de R\$1 milhão. Nesta classe, ocorrem as chamadas de capital, em que o investidor não precisa ter o recurso todo disponível na data da liquidação e sim em datas específicas – chamadas de capital - que devem ser avisadas com no mínimo 30 dias de antecedência, permitindo uma maior organização por parte do investidor e também possibilitando o investimento de volumes financeiros maiores, tendo em vista o prazo elevado para a arrecadação do recurso por parte do investidor.

Ainda de acordo com Gustavo Pires, mas em entrevista à jornalista Adriana Cotias do jornal Valor Econômico, o mercado de capital de risco é o que mais se desenvolve “lá fora”, e também o que traz os maiores retornos. Ademais, frisa que é somente questão de tempo para que este mercado, pautado basicamente em PE/VC, se torne muito relevante no Brasil (Cotias, 2022).

Não somente corretoras e bancos, como também agentes institucionais como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) brasileira estão buscando a democratização desta classe de fundos alternativos, ao trazer à luz, a discussão sobre não tornar mais um pré requisito o investidor ser considerado qualificado (aplicações financeiras declaradas acima de R\$1 milhão) ou profissional (aplicações financeiras declaradas acima de R\$10 milhões) para que possa investir em fundos de capital de risco (Cotias, 2022), uma medida que até hoje, final de 2023, está em discussão pela entidade e que traria uma atenção e possibilidade de desenvolvimento enorme para os fundos de PE/VC.

Inúmeras instituições de ensino, ao perceberem a relevância e o desenvolvimento que os fundos de capital de risco têm tido no Brasil, passaram a oferecer em seus currículos, cursos relacionados ao tema. Faculdades e universidades renomadas no país como o INSPER, a PUC (Pontifícia Universidade Católica) e a Fundação Getúlio Vargas (FGV), são exemplos. Isto é mais uma forma de demonstrar a popularização do tema perante a sociedade brasileira e também um importante passo na construção e perpetuação desta indústria no país, a medida que cursos como este auxiliam no desenvolvimento de profissionais capacitados para atuarem nestes veículos de desenvolvimento.

Quando falamos de *Venture Capital*, inúmeras plataformas privadas estão sendo lançadas no mercado como forma de fomentar o desenvolvimento econômico através da possibilidade de se investir em empresas em estágio inicial com poucos recursos. Plataformas independentes como a Captable e a Bloxx, e também, não-independentes como a Eqseed (do Banco Itaú) permitem que o investidor com apenas R\$1 mil reais tenha acesso a investir e se tornar sócio minoritário de um leque de empresas e empreendimentos em *early stage*, visando um retorno extremamente atrativo no longo prazo, no que é chamado de *crowdfunding*.

O Itaú, por sua vez, além da parte de *crowdfunding*, tem um envolvimento muito interessante junto do cenário de capital de risco brasileiro, através do Cubo Itaú, mais conhecido como Cubo Network. O Cubo é um espaço de inovação e empreendedorismo localizado em São Paulo, fruto da parceria entre o Banco Itaú e a *Redpoint Eventures*, um grande fundo de capital de

risco. De acordo com o Itaú, o Cubo foi inaugurado em 2015 com o objetivo de fomentar a inovação, conectar startups e empreendedores, e impulsionar o ecossistema de tecnologia e empreendedorismo no país. Além disso, a comunidade promove a interação entre as *startups* residentes e grandes corporações, como o Itaú, fornecendo oportunidades de parcerias, investimentos e mentoria. A ideia principal é estimular a colaboração e a troca de conhecimento entre diferentes agentes do ecossistema empreendedor. O Cubo também é responsável por organizar eventos, palestras e *workshops* para promover a educação empreendedora e o networking entre empreendedores, investidores e especialistas do setor. Através dessas iniciativas, busca impulsionar a inovação e o crescimento das *startups* brasileiras, contribuindo para o desenvolvimento econômico do país.

Outro importante *player* do mercado financeiro brasileiro, o BTG Pactual, também corre para se adaptar e “surfear” a onda do desenvolvimento da indústria de capital de risco no Brasil. Com a fundação da plataforma *Boostlab* em 2017 – decorrente de parceria com a ACE, o programa acumula o investimento em 76 *startups*. O principal foco do programa é levar inovação para dentro do BTG, e ao mesmo tempo oferecer um *know-how* e uma estrutura fortíssimos (do banco) para os fundadores das empresas (Sakate, 2023).

Segundo João Sá, responsável pela área de *Venture Capital* do BTG, em entrevista ao jornalista Marcelo Sakate do portal Bloomberg, o objetivo para 2024 é diminuir o número de empresas investidas, para que o relacionamento possa ser mais aprofundado e mais próximo, de modo que aumente as chances do investimento dar certo. Uma ideia interessante da *Boostlab* é o capital intelectual especializado, na medida em que visa aproximar executivos renomados e que entendem das teses das companhias investidas (Sakate, 2023).

Em momentos macroeconômicos como o que estamos passando atualmente, com ambiente externo e interno com alta volatilidade, curvas de juros incertas e cenário político complicado, se torna uma tarefa cada vez mais árdua encontrarmos boas rentabilidades com baixo risco, e nestes momentos, fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* podem se tornar ainda mais atrativos. Este contexto, junto de corretoras e agentes de mercado tornando cada vez mais acessível e democrático o investimento nesta classe de ativos, o pequeno investidor pessoa física tende a se beneficiar cada vez mais, havendo agora, mais uma possibilidade de ativo para compor sua carteira de investimentos e fornecendo um horizonte cada vez mais positivo para a indústria de capital de risco no Brasil (Pfeiffer, 2023). Sendo assim, essas iniciativas têm o potencial de trazer benefícios

significativos para a indústria de capital de risco, permitindo uma participação mais ampla e diversificada de investidores e promovendo a inovação e o crescimento econômico.

6 CONCLUSÃO

O enfoque do trabalho foi explorar as principais características de fundos de capital de risco, estes sendo, *Private Equity* e *Venture Capital*; abordar acerca da importância destes veículos para o desenvolvimento de uma economia saudável; também mostrar como se deu o desenvolvimento histórico desta indústria no contexto brasileiro e, por fim, exemplificar e explicar sobre os esforços e mecanismos utilizados pelas corretoras de investimento e pelos principais bancos brasileiros como forma de democratizar esta classe de ativos no Brasil. Para isto, foi desenvolvida uma pesquisa de caráter qualitativo, exploratório, com grande foco em levantamento de informações e análise bibliográfica.

Tudo isto por conta da importância, ao longo das últimas décadas, que estes fundos vêm tendo dentro do cenário do mercado financeiro brasileiro, desempenhando um papel cada vez mais importante no financiamento e no apoio ao crescimento de empresas em estágio inicial e médio, impulsionando a inovação, incentivando o empreendedorismo e com isso, o desenvolvimento do país.

Os fundos de *Private Equity* são conhecidos por investirem em empresas em estágio mais avançado, visando aprimorar sua eficiência operacional e estratégica, geralmente com o objetivo de obter um retorno significativo em um horizonte de tempo determinado e longo. Por outro lado, os fundos de *Venture Capital* concentram-se em investimentos de risco em empresas em estágio inicial, majoritariamente *startups*, com alto potencial de crescimento e inovação. Eles fornecem capital e suporte estratégico para impulsionar o crescimento dessas empresas, muitas vezes assumindo participações acionárias significativas. São fundos que assumem o risco e a falta de certeza do negócio com o intuito de, com isso, expandir seu potencial retorno, preenchendo uma parcela da carteira de investimentos dos investidores com um instrumento mais arriscado, que muitas vezes não possui um prazo definido para seu encerramento, mas que possui uma possível rentabilidade gigantesca.

Como vimos, a importância econômica dos fundos de capital de risco, neste caso, *Private Equity* e *Venture Capital*, é inegável. Esses veículos de investimento desempenham um papel

fundamental no financiamento de empresas inovadoras e no impulsionamento do crescimento econômico. Eles fornecem capital de risco que muitas vezes é difícil de ser obtido por meio de fontes tradicionais de financiamento, como empréstimos bancários. Além disso, esses fundos trazem consigo *know how*, experiência e uma rede de contatos - *networking* - que podem ser valiosos para o desenvolvimento e a expansão das empresas investidas.

Outro aspecto relevante é o efeito cascata dos investimentos em fundos de PE/VC. Quando um fundo investe em uma empresa, isso geralmente atrai o interesse de outros investidores, criando um efeito multiplicador que impulsiona ainda mais o crescimento da empresa e o desenvolvimento do ecossistema empreendedor. Ademais, o sucesso de algumas empresas investidas por fundos de capital de risco pode gerar uma onda de confiança e atrair mais investimentos para o setor, aumentando ainda mais as oportunidades de financiamento disponíveis, além de, indiretamente, auxiliarem na criação de empregos, na medida em que as empresas que recebem os aportes tendem a se expandir.

Neste estudo, traçamos uma linha do tempo do desenvolvimento dos fundos de PE e VC no Brasil, desde seus primórdios no século passado até os anos mais recentes. Identificamos que, inicialmente, esses fundos enfrentaram desafios significativos, como a falta de regulamentação adequada, a falta de um contexto macroeconômico positivo e o desconhecimento e, de certa forma, medo, dos investidores em relação a esse tipo de investimento. No entanto, ao longo do tempo, houve uma evolução gradual, com a implementação de regulamentações mais claras, com uma melhora econômica do cenário nacional, tornando mais favorável o desenvolvimento desta indústria e, a partir da disseminação de conhecimento sobre essa classe de ativos, muito pautado nos esforços de grandes *players* do mercado em promover uma melhor educação financeira e em democratizar o acesso de investidores pessoas físicas a instrumentos financeiros mais complexos.

Este trabalho abordou e discorreu também acerca do importante papel que algumas instituições já existentes (e outras que foram criadas) obtiveram no desenvolvimento desta indústria no país. Vimos que um dos principais marcos nesse tema foi a criação da Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (ABVCAP), que desempenhou um papel fundamental na promoção e no fortalecimento do setor. A ABVCAP tem sido uma das principais instituições na defesa dos interesses da indústria de PE e VC, trabalhando em parceria com o governo e outras entidades para promover um ambiente regulatório favorável e fomentar o crescimento do mercado, sendo responsável também por boa parte das pesquisas e dados atualizados que possuímos sobre

esta classe no Brasil.

A criação de instituições como a ABVCAP, o fomento promovido pelo BNDES, dentre tantas outras medidas promovidas por órgãos brasileiros, em conjunto com um ambiente macroeconômico favorável e um lado regulatório positivo, auxiliaram a trazer um mercado financeiro desenvolvido e amadurecido, trazendo consigo um progresso gradual no desenvolvimento do setor de capital de risco brasileiro.

A democratização dos fundos de PE e VC foi outro tema central abordado neste trabalho. Observamos que, historicamente, esses fundos eram acessíveis apenas a investidores institucionais e a indivíduos de alta renda, limitando o acesso de investidores a este veículo financeiro. No entanto, nos últimos anos, tem havido uma mudança consolidada nesse cenário, com a ampliação do acesso a esses fundos por meio da criação de veículos de investimento mais acessíveis, como plataformas de *crowdfunding* para o *Venture Capital* e de uma diminuição do aporte mínimo para entrada em fundos de *Private Equity*. Aliado a isto, há a criação de plataformas de incentivo ao empreendedorismo e ao VC, como o Cubo Itaú, dos quais possuem o foco de ser um hub de desenvolvimento do capital de risco e do financiamento de PMEs no Brasil. Ainda, notamos que importantes instituições de educação como a FGV e a PUC, estão voltando esforços para disseminar conhecimento a respeito do tema, com o desenvolvimento de cursos de especialização e MBAs na área. Corretoras e bancos também estão fazendo seu papel na promoção da educação financeira a respeito deste instrumento, com o lançamento de cursos sobre o tema. Por fim, com a criação e mudança de aspectos operacionais e estruturais relacionados a fundos de PE/VC, a XP Investimentos, por exemplo, busca trazer maior liquidez e transparência a essa classe de ativos, com isso aumentando o interesse de investidores PF e democratizando o acesso a estes mecanismos.

Uma das principais razões para que se iniciassem às medidas de democratização dos fundos de PE e VC no Brasil foi o reconhecimento de seu impacto positivo no desenvolvimento econômico e na geração de empregos. Estudos têm demonstrado que empresas apoiadas por fundos de PE e VC têm maior probabilidade de crescer, inovar e se tornar mais competitivas no mercado. Além disso, esses fundos têm desempenhado um papel importante na formação de uma cultura empreendedora no país, estimulando o surgimento de novos negócios e o desenvolvimento de setores estratégicos para a construção de um Brasil mais desenvolvido e próspero.

No entanto, apesar dos avanços realizados, ainda existem desafios a serem superados para uma maior inserção destes fundos na sociedade e no mercado financeiro brasileiro. Um dos principais desafios que ainda perduram é a falta de educação financeira e de conhecimento sobre esses fundos por parte dos empreendedores e investidores. Muitas vezes, a falta de clareza sobre os benefícios e os riscos envolvidos nesse tipo de investimento inibem a participação de empresas e indivíduos. Além disso, o ambiente regulatório ainda pode ser aprimorado de forma a se tornar mais favorável ao fomento da democratização dos fundos de PE e VC. Embora tenham sido feitos progressos históricos na regulamentação desses fundos nas últimas décadas, ainda há espaço para simplificar e agilizar os processos, reduzindo a burocracia e os custos envolvidos tanto do lado das firmas de capital de risco, quanto dos empreendedores e também dos investidores.

Ademais, outro desafio importante é a diversificação geográfica dos investimentos, tendo em vista que atualmente, a maior parte dos investimentos em PE e VC no Brasil é concentrada nas regiões mais desenvolvidas, como São Paulo e Rio de Janeiro, deixando de fora empresas de outras regiões do país. Sendo assim, é necessário incentivar a descentralização dos investimentos, promovendo a criação de ecossistemas empreendedores – como o Cubo Itaú - em todo o território nacional.

Como apresentado, em relação às perspectivas futuras, pessoas relevantes na área acreditam que a democratização dos fundos de PE e VC e o respectivo desenvolvimento desta indústria no Brasil continuará a se fortalecer. A economia do país está passando por transformações significativas e momentos turbulentos, mas impulsionada pela inovação tecnológica e pelo empreendedorismo tende a continuar criando oportunidade de fortalecimento do setor de capital de risco no país, principalmente, como vimos, em áreas relacionadas a tecnologia, gerando um cenário positivo para os fundos de PE e VC. Este contexto econômico e regulatório favorável está criando oportunidades para o surgimento de novos negócios e para a expansão de empresas já estabelecidas, impulsionando a demanda por financiamento via *Private Equity* e *Venture Capital*.

Em conclusão, a democratização e o desenvolvimento dos fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil é um processo em evolução, visto que nossa indústria de capital de risco ainda é muito pequena se comparada à de países mais desenvolvidos como os EUA. Ao longo das últimas décadas, ocorreram avanços significativos na regulamentação, no acesso (por parte dos investidores) e no reconhecimento do valor desses fundos para o desenvolvimento econômico do país. No entanto, ainda existem desafios a serem superados para um desenvolvimento saudável

deste veículo no Brasil.

Deste modo, para avançar nesse sentido, é fundamental uma abordagem colaborativa, envolvendo o governo e suas instituições, o setor financeiro (majoritariamente grandes bancos e corretoras de investimento), as instituições acadêmicas e a sociedade. A construção de parcerias estratégicas, a disseminação/democratização de conhecimento e a criação de regulamentações cada vez mais favoráveis ao setor, serão fundamentais para impulsionar a democratização dos fundos de PE e VC no Brasil e fortalecer o ecossistema empreendedor como um todo.

REFERÊNCIAS

- ABDI. **A indústria de private equity e venture capital: 2º censo brasileiro**. Brasília: FGV, 2011. Disponível em: https://www.oasisbr.ibict.br/vufind/Record/FGV_0f6807f018b340085267408708d5cc97. Acesso em: 11 nov. 2023.
- ABVCAP. **Private Equity e Venture Capital: consolidação de dados da indústria**. Consolidação de Dados da Indústria. 2023. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/5434.pdf>. Acesso em: 17 dez. 2023.
- ABVCAP. **Private Equity e Venture Capital: consolidação de dados da indústria no Brasil**. Consolidação de Dados da Indústria. 2023. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/3233.pdf>. Acesso em: 17 dez. 2023
- AIZENMAN, Joshua; KENDALL, Jake. The Internationalization of Venture Capital and Private Equity. **National Bureau Of Economic Research**, Cambridge, v. 14344, n. 2, p. 1-37, set. 2008. Disponível em: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w14344/w14344.pdf. Acesso em: 9 dez. 2023.
- ARAÚJO, Luiz. **Como a conservadora Poupança conquistou novos investidores**. 2023. Disponível em: <https://einvestidor.estadao.com.br/investimentos/poupanca-conquista-novos-investidores-2022/>. Acesso em: 05 jan. 2024.
- BALSEMÃO, Rafael. **Como investir nos EUA morando no Brasil?** 2023. Disponível em: <https://inteligenciafinanceira.com.br/onde-investir/investir-no-externo/como-investir-nos-eua-morando-no-brasil/#:~:text=Nos%20Estados%20Unidos%2C%2055%25%20da,pessoa%20f%C3%ADsica%2C%20conforme%20a%20corretora..> Acesso em: 21 dez. 2023.
- BCB. **O Programa de Educação Financeira**. Brasília, 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/pef/port/pefpublicoexterno.asp?frame=1>. Acesso em: 10 nov. 2023.
- BCB. **Taxas de juros básicas: histórico**. Brasília, 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>. Acesso em: 14 nov. 2023.
- BOCATTO, Eloisa Perez Gamero. **Fundos de Private Equity no Brasil: análise do modelo de governança e impacto na estratégia das empresas investidas**. 2001. 183 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2001. Disponível em: <https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/25e773dc-6e16-4357-851a-79a17de7b024/content>. Acesso em: 12 nov. 2023.
- B3 (São Paulo). **Uma análise da evolução dos investidores na B3**. 2023. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/01/61/F9/67/9DE6C8103152D4C8AC094EA8/Book%20Pessoa%20Fisica%20-%203TRI%202023%20_final_.pdf. Acesso em: 17 nov. 2023.

CARVALHO, Antonio Gledson de; RIBEIRO, Leonardo de Lima; FURTADO, Cláudio Vilar. **A indústria de private equity e venture capital: 1º censo brasileiro**. São Paulo: Nonono, 2005. Disponível em: <https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/a83b6a34-215b-4d73-828e-2b96396f1624/content>. Acesso em: 08 nov. 2023.

CARVALHO, Antonio Gledson; GALLUCCI NETTO, Humberto; SAMPAIO, Joelson. Private Equity e Venture Capital no Brasil: uma análise de sua evolução. **Brazilian Review Of Finance**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 4, p. 1-17, 4 out. 2014. Disponível em: <https://periodicos.fgv.br/rbfin/article/view/43304>. Acesso em: 19 dez. 2023.

CHIARINI, Adriana. **Entenda os investimentos de venture capital e private equity no Brasil**. 2023. Disponível em: <https://investalk.bb.com.br/noticia/entenda-os-investimentos-de-venture-capital-e-private-equity-no-brasil>. Acesso em: 21 dez. 2023.

CORDEIRO, Carlos Roberto Credidio. **Riscos e Benefícios de Investimentos de Private Equity, e o potencial do setor, face à situação da economia brasileira**. 2006. 101 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2006. Disponível em: <https://lume.ufrgs.br/handle/10183/8803>. Acesso em: 22 nov. 2023.

COTIAS, Adriana. **XP cria plataforma para negociar cota de Private Equity**. 2022. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/04/18/xp-cria-plataforma-para-negociar-cota-de-private-equity.ghtml>. Acesso em: 08 dez. 2023.

CUBO. **Institucional**. 2023. Disponível em: <https://cubo.network/institucional>. Acesso em: 21 dez. 2023.

CUMMING, Douglas; JOHAN, Sofia. **Venture capital and private equity contracting: an international perspective**. 2nd ed. London: Elsevier, 2014. Disponível em: https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=EXWMHie6IxsC&oi=fnd&pg=PP1&dq=private+equity+x+venture+capital&ots=WXN_ccab&sig=5_2aNvemmUcMxWfGJ6iPpSy7mG8#v=onepage&q=private%20equity%20x%20venture%20capital&f=false. Acesso em: 10 nov. 2023.

DINO. B3 registra alta expressiva de investidores por CPF. **O Globo**, 02 ago. 2023. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/patrocinado/dino/noticia/2023/08/02/b3-registra-alta-expressiva-de-investidores-por-cpf.ghtml>. Acesso em: 19 dez. 2023.

DXA. **Entenda os riscos dos investimentos em private equity e venture capital**. 2023. Disponível em: <https://www.dxainvest.com/post/entenda-os-riscos-dos-investimentos-em-private-equity-e-venturecapital#:~:text=Investir%20em%20private%20equity%20e%20venture%20capital%20tem%20potencial%20de,dinheiro%20aportado%20por%20v%C3%A1rios%20anos>. Acesso em: 26 nov. 2023.

EDMUNDO, Bruno Fernandes Braga. **Finanças para inovação: o setor de private equity e venture capital e inovação no Brasil**. 2019. 62 f. TCC (Graduação em Administração) - Universidade Federal Fluminense, Niterói, 2019. Disponível em: <https://app.uff.br/riuff/bitstream/handle/1/12782/TCC%20Bruno%20Edmundo.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 19 dez. 2023.

EMPRESAS investidas por fundos de private equity no Brasil: lições aprendidas. 2018. Disponível em: <https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2018/09/Empresas-Investidas-por-PE-Brasil-white-paper.pdf>. Acesso em: 13 nov. 2023.

FAGERBERG, Jan. Technology and International Differences in Growth Rates. **Journal Of Economic Literature**, Washington, p. 31-35. Mar. 1994. Disponível em: <https://www.jstor.org/cgi-bin/jstor/listjournal/00220515/.31-.35>. Acesso em: 04 nov. 2023. <https://repositorio.fgv.br/items/299a7e67-3184-4f04-b933-a35beec21ac1>. Acesso em: 10 nov. 2023.

FENN, George W.; LIANG, Nellie; PROWSE, Stephen. The Economics of the Private Equity Market. **Board Of Governors Of The Federal Reserve System**, Washington, v. 20551, n. 1, p. 1-67, 1995. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/pubs/staffstudies/168/ss168.pdf>. Acesso em: 28 nov. 2023.

GALVÃO, Julia. Cerca de 43% da população adulta do País está endividada. **Jornal da Usp**, São Paulo, 29 jun. 2023. Disponível em: <https://jornal.usp.br/atualidades/cerca-de-43-da-populacao-adulta-do-pais-esta-endividada/#:~:text=Paulo%20Feldmann%2C%20professor%20da%20Faculdade,%24%204.600%20e%20R%24%204.700..> Acesso em: 13 dez. 2023.

GOMPERS, Paul; KOVNER, Anna; LERNER, Josh; SCHARFSTEIN, David. **Performance Persistence in Entrepreneurship**. Massachusetts: Harvard Press, 2009. Disponível em: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/economists/kovner/performance_persistence.pdf. Acesso em: 19 dez. 2023.

GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. **The Venture Capital Cycle**. 2nd ed. Massachusetts: The Mit Press, 2006. Disponível em: <https://mitpress.mit.edu/9780262572385/the-venture-capital-cycle/>. Acesso em: 18 dez. 2023.

GOMPERS, Paul A.; KAPLAN, Steven Neil; MUKHARLYAMOV, Vladimir. **What do private equity firms say they do?** *Journal Of Financial Economics*. Cambridge, p. 1-72. maio 2016. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2447605. Acesso em: 29 out. 2023.

GOUVEIA, Lucina; ALMEIDA, João Marcos; SOARES, Rogério; STOROPOLI, José.. **Empresas de venture capital e private equity no Brasil: mapeamento do cluster brasileiro**. In: SIMPÓSIO INTERNACIONAL DE GESTÃO DE PROJETOS, INOVAÇÃO E SUSTENTABILIDADE, 7., 2018, São Paulo. Anais [...]. São Paulo: Uninove, 2018. p. 1-15. Disponível em: <https://www.singep.org.br/7singep/resultado/120.pdf>. Acesso em: 10 nov. 2023.

HADDAD, Christian; HORNUF, Lars. **The emergence of the global fintech market: economic and technological determinants**. 6th ed. Trier: Iaaeu, 2016. Disponível em: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/156261/1/877481172.pdf>. Acesso em: 10 dez. 2023.

LARGHI, Nathália. **Quais são os investimentos mais procurados?** Lista fica mais conservadora. 2024. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/objetivo/hora-de-investir/noticia/2024/01/09/quais-sao-os-investimentos-mais-procurados-lista-fica-mais-conservadora.ghtml>. Acesso em: 10 jan. 2024.

LEITE, Gabriel Nascimento. **Capital de risco: uma fonte de recursos para o financiamento de empresas emergentes no Brasil**. 2008. 67 f. TCC (Graduação em Administração) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2008. Disponível em: <https://lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/18109/000686614.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 17 nov. 2023.

LOUREIRO, Rodrigo. **Eurofarma aumenta a dose e prepara novo fundo de R\$150 milhões**. 2023. Disponível em: <https://neofeed.com.br/startups/exclusivo-eurofarma-aumenta-a-dose-e-prepara-novo-fundo-de-r-150-milhoes/>. Acesso em: 22 dez. 2023.

LUCATO, Wagner Cezar; VIEIRA JÚNIOR, Milton. As dificuldades de capitalização das pequenas e médias empresas brasileiras. **Produção**, Piracicaba, v. 16, n. 1, p. 24-33, 2008. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/prod/a/pnsh7QbMyDwC5WdZfzGMdtF/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 13 nov. 2023.

LUNA, Francisco; BAESSA, Adriano. Impacto das marcas e das patentes no desempenho econômico das firmas. In: DE NEGRI, João Alberto; KUBOTA, Luis Claudio (org.). **Políticas de Incentivo à Inovação Tecnológica no Brasil**. 2008. Disponível em: https://portalantigo.ipea.gov.br/agencia/index.php?option=com_content&view=article&id=5569. Acesso em: 11 nov. 2023.

MANZONI, Ralphe. **Vivo põe o pé em telemedicina e vira sócia da Conexa**. 2023. Disponível em: <https://neofeed.com.br/startups/vivo-poe-o-pe-em-telemedicina-e-vira-socia-da-conexa/>. Acesso em: 19 dez. 2023.

MEIRELLES, Jorge Luís Faria; JÚNIOR, Tabajara Pimenta; REBELATTO, Daisy Aparecida do Nascimento. Venture capital e private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. **Produção**, São Carlos, v. 15, n. 1, p. 11-21, 2008. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/gp/a/hsngkDHTxbMkX96TwZfZNF/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 10 nov. 2023.

OLIVEIRA, Leonardo Cristaldo Hernandez de. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil**. 2010. 56 f. TCC (Graduação em Ciências Econômicas) - Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2010. Disponível em: <https://acervodigital.ufpr.br/xmlui/bitstream/handle/1884/78596/LEONARDO-C-HERNANDEZ-DE-OLIVEIRA.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 10 nov. 2023.

PACHECO, Jean Carlos. **Capital de risco, financiamento e tempo de maturação**: um estudo da evolução da indústria de venture capital e private equity, com ênfase em um estudo de caso brasileiro. 2016. 118 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2016. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10183/147929>. Acesso em: 29 out. 2023.

PAVANI, Cláudia. **O Capital de Risco no Brasil**. Rio de Janeiro: E-Papers, 2003. Disponível em: https://www.e-papers.com.br/produtos.asp?codigo_produto=335. Acesso em: 17 dez. 2023.

PERFORMANCE of Brazilian Private Equity and Venture Capital deals from 1984 to 2022. 2022. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/5330.pdf>. Acesso em: 12 nov. 2023.

PERFORMANCE of Brazilian Private Equity and Venture Capital funds 1994-2022. 2023. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/5440.pdf>. Acesso em: 14 dez. 2023.

PFEIFFER, Daniela. **Por que o private equity pode crescer mais em 2023**. 2023. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/forum-opiniao/por-que-o-private-equity-pode-crescer-mais-em-2023/>. Acesso em: 10 dez. 2023.

PINTO, Luciane F. Gorgulho. Capital de risco: uma alternativa de financiamento às pequenas e médias empresas de base tecnológica. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 4, n. 7, p. 151-184, jun. 1997. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/11176/1/RB%2007%20Capital%20de%20risco%20%20uma%20alternativa%20de%20financiamento%20%20a%20pequenas%20e%20m%C3%A9dias%20empresas%20de%20base%20tecnol%C3%B3gica_P_BD.pdf. Acesso em: 10 nov. 2023.

PORTELLA, Nilio. **Private Equity e Venture Capital retomam investimentos**: qual a diferença entre as modalidades de aportes? 2023. Disponível em: <https://www.suno.com.br/noticias/colunas/nilio-portella/private-equity-venture-capital-diferencas-modalidades-aportes/>. Acesso em: 11 out. 2023.

RIBEIRO, Janaína. Torneira secou para startups? **Venture capital cai a menor nível em 6 anos**. São Paulo: Investnews, 2023. Disponível em: <https://investnews.com.br/negocios/torneira-secou-para-startups-venture-capital-cai-a-menor-nivel-em-6-anos/>. Acesso em: 10 nov. 2023.

RIBEIRO, Leonardo de Lima. **O Modelo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital**. 2005. 147 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005. Disponível em: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-02042006-163402/publico/OModeloBrasileirodePEVC.pdf>. Acesso em: 11 out. 2023.

RIBEIRO, Leonardo de Lima; CARVALHO, Antonio Gledson de; FURTADO, Cláudio Vilar. Private Equity and Venture Capital in an Emerging Economy: Evidence from

Brazil. **Gvcepe**, São Paulo, p. 1-14. out. 2006. Disponível em: <https://repositorio.fgv.br/items/299a7e67-3184-4f04-b933-a35beec21ac1>. Acesso em: 10 nov. 2023.

ROSA, Silvia. **Número de gestoras de Private Equity cai ao menor número em 20 anos**. 2023. Disponível em: <https://pipelinevalor.globo.com/negocios/noticia/numero-de-gestoras-de-private-equity-cai-ao-menor-nivel-em-20-anos.ghtml>. Acesso em: 07 nov. 2023.

ROSSI, Luiz Egydio Malamud. **Manual de private equity e venture capital**. São Paulo: Atlas, 2010. 236 p. Disponível em: <https://www.traca.com.br/livro/1545718/>. Acesso em: 27 out. 2023.

SAKATE, Marcelo. **BTG Pactual dobra a aposta em estratégia para avançar em venture capital**. 2023. Disponível em: <https://www.bloomberglinea.com.br/mercados/btg-pactual-dobra-a-aposta-em-nova-estrategia-para-avancar-em-venture-capital/>. Acesso em: 27 out. 2023.

SAMBRANA, Carlos. **XP levanta mais um fundo, agora de R\$1,7 bi, para investir em Private Equity**. 2023. Disponível em: <https://neofeed.com.br/blog/home/xp-levanta-mais-um-fundo-agora-de-r-17-bi-para-investir-em-private-equity/>. Acesso em: 07 dez. 2023.

SANTANA, Ivone. **Projetos de IA crescem no portfólio da Finep**. 2023. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2023/12/05/projetos-de-ia-crescem-no-portfolio-da-finep.ghtml>. Acesso em: 08 dez. 2023.

SANT'ANA, Jessica. **Fundos de capital de risco transformam economia com aportes financeiros e conhecimento**. 2016. Disponível em: <https://www.gazetadopovo.com.br/economia/fundos-de-capital-de-risco-transformam-economia-com-aportes-financeiros-e-conhecimento-3ma920xc0upplck8szvwhvpp/>. Acesso em: 15 dez. 2023.

SANTOS, Iuri. **Brasil leva quase metade de investimentos de venture capital da América Latina**. 2023. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/business/brasil-leva-quase-metade-de-investimentos-de-venture-capital-da-america-latina/>. Acesso em: 03 jan. 2024.

SCAFF, Artur. **Itaú Unibanco lança ferramenta de investimento coletivo em startups**. 2023. Disponível em: <https://einvestidor.estadao.com.br/ultimas/itau-ferramenta-investimento-coletivo-startups/>. Acesso em: 03 jan. 2024.

SCHROEDER, Bernard. **Qual a diferença entre Private Equity e Venture Capital**. 2022. Disponível em: <https://forbes.com.br/forbes-money/2022/08/qual-a-diferenca-entre-private-equity-e-venture-capital/>. Acesso em: 02 nov. 2023.

SEBRAE. **Taxa de juros alta atinge diretamente os pequenos negócios**. 2023. Disponível em: <https://agenciasebrae.com.br/economia-e-politica/taxa-de-juros-alta-atinge-diretamente-os-pequenos-negocios/>. Acesso em: 29 dez. 2023.

SELISTRE, Inaiá. **Private Equity e Venture Capital: consolidação de dados da indústria.** Consolidação de Dados da Indústria. 2023. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/5461.pdf>. Acesso em: 12 dez. 2023.

SILVA, Filipe Borsato da; BIAGINI, Fabio Luiz. Capital de risco e o desenvolvimento de empresas de base tecnológica no Brasil – a experiência dos fundos Criatec e perspectivas. **Bndes Setorial**, Rio de Janeiro, v. 42, n. 1, p. 101-130, out. 2015. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/9619?&locale=pt_BR. Acesso em: 22 dez. 2023.

SIMÕES, Alex Rodrigues; OLIVEIRA, Edson Aparecida; QUINTAIROS, Paulo Ribeiro; SANTOS, Vilma da Silva. **A Importância do Capital de Risco para as Pequenas e Médias Empresas.** In: ENCONTRO LATINO AMERICANO DE PÓS-GRADUAÇÃO, 8., 2007, São José dos Campos. Anais do VIII Encontro Latino Americano de Pós-Graduação. São José dos Campos: Inicepg, 2007. p. 1-4. Disponível em: https://www.inicepg.univap.br/cd/INIC_2008/anais/arquivosEPG/EPG00078_05_O.pdf. Acesso em: 13 nov. 2023.

SIQUEIRA, Eduardo Madureira Rodrigues; CARVALHO, Antonio Gledson de; GALLUCCI NETTO, Humberto. Determinantes do sucesso dos investimentos de Private Equity e Venture Capital no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, art. 112, p. 189-208, 2011. 2023. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/4539/determinantes-do-sucesso-dos-investimentos-de-private-equity-e-venture-capital-no-brasil>. Acesso em: 13 dez. 2023.

SOUZA, Ricardo Alkmim de. **A Evolução do Setor de Private Equity no Brasil.** 2011. 66 f. TCC (Graduação em Administração) - Universidade de Brasília, Brasília, 2011. Disponível em: https://bdm.unb.br/bitstream/10483/3729/1/2011_RicardoAlkmimdeSouza.pdf. Acesso em: 8 nov. 2023.

SOUZA, Leandro Miguel. **Por que o Itaú quer se aproximar mais das startups.** 2023. Disponível em: <https://www.startse.com/artigos/itau-startups/>. Acesso em: 30 out. 2023.

STARTUPI. **Investimentos de Private Equity e Venture Capital no país somam R\$ 3,64 bilhões entre julho e agosto.** 2023. Disponível em: <https://startupi.com.br/private-equity-venture-capital-no-brasil/>. Acesso em: 23 dez. 2023.

TAKAHASHI, Janaina Tiemi. **Avaliação da carteira de ativos nos fundos de venture capital e private equity.** São Paulo: Atlas, 2006. Disponível em: <https://acervo.enap.gov.br/cgi-bin/koha/opac-detail.pl?biblionumber=515464>. Acesso em: 30 out. 2023.

TITERICZ, Ricardo. **Caracterização dos Fundos de Investimento de Capital de Risco Brasileiro.** 2003. 80 f. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) - Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2003. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/85718/231572.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 09 nov. 2023.

UCHÔA, Mauro Rodrigues. **Private equity e venture capital como alternativas viáveis de investimentos em fundo de pensão no Brasil**. 2012. 60 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Universidade de Brasília, Brasília, 2012. Disponível em: <http://repositorio.unb.br/handle/10482/11986>. Acesso em: 05 nov. 2023.

VARGAS, Eduardo. **XP Investimentos lança ferramenta para investidor do varejo negociar private equity**. 2022. Disponível em: <https://www.sunoo.com.br/noticias/xp-fundo-private-equity-venture-capital/>. Acesso em: 13 nov. 2023.

YUKI, Eduardo Tatsumi. **O financiamento private equity** : um estudo das mudanças no modo de financiamento empresarial brasileiro. 2000. 32 f. TCC (Graduação em Economia) - Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2000. Disponível em: <https://repositorio.unicamp.br/acervo/detalhe/295461>. Acesso em: 22 nov. 2023.