

UFRRJ

INSTITUTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM GESTÃO E ESTRATÉGIA

MESTRADO PROFISSIONAL EM GESTÃO E ESTRATÉGIA - MPGE

DISSERTAÇÃO

**O PAPEL DO CAPITAL DE RISCO NA GOVERNANÇA
CORPORATIVA DAS EMPRESAS:
DIAGNÓSTICO SOBRE AS ABERTURAS DE CAPITAL NO
MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO**

MÔNICA TRANNIN HOTT

2022



UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO RIO DE JANEIRO
PRÓ-REITORIA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
INSTITUTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM GESTÃO E ESTRATÉGIA

**O PAPEL DO CAPITAL DE RISCO NA GOVERNANÇA
CORPORATIVA DAS EMPRESAS:
DIAGNÓSTICO SOBRE AS ABERTURAS DE CAPITAL NO
MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO**

MÔNICA TRANNIN HOTT

Sob a Orientação do Professor
Thiago Borges Renault

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de **Mestre**, no curso de Mestrado Profissional em Gestão e Estratégia da Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro – UFRRJ.

Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro
Biblioteca Central / Seção de Processamento Técnico

Ficha catalográfica elaborada
com os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

H834p Hott, Mônica Trannin, 1986-
O papel do Capital de Risco na Governança
Corporativa das empresas: diagnóstico sobre as
aberturas de capital no mercado acionário brasileiro
/ Mônica Trannin Hott. - Seropédica, 2022.
105 f.

Orientador: Thiago Borges Renault .
Dissertação (Mestrado). -- Universidade Federal Rural
do Rio de Janeiro, Programa de Pós Graduação em Gestão
e Estratégia, 2022.

1. Capital de Risco. 2. Governança Corporativa. 3.
Oferta Pública Inicial. 4. Mercado Acionário. 5.
Mercado de Capitais. I. Renault , Thiago Borges, 1980
, orient. II Universidade Federal Rural do Rio de
Janeiro. Programa de Pós Graduação em Gestão e
Estratégia III. Título.

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento
de Pessoal de Nível Superior – Brasil (CAPES) – Código de Financiamento 001

**MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO
UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO RIO DE JANEIRO
PRÓ-REITORIA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
INSTITUTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS – ICSA
MESTRADO PROFISSIONAL EM GESTÃO E ESTRATÉGIA – MPGE**

MÔNICA TRANNIN HOTT

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de **Mestre**, no Programa de Pós-Graduação em Gestão e Estratégia, da Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro – UFRRJ.

DISSERTAÇÃO APROVADA EM: 24/02/2022

Conforme **deliberação número 001/2020 da PROPPG**, de 30/06/2020, tendo em vista a implementação de trabalho remoto e durante a vigência do período de suspensão das atividades acadêmicas presenciais, em virtude das medidas adotadas para reduzir a propagação da pandemia de Covid-19, nas versões finais das teses e dissertações as assinaturas originais dos membros da banca examinadora poderão ser substituídas por documento(s) com assinaturas eletrônicas. Estas devem ser feitas na própria folha de assinaturas, através do SIPAC, ou do Sistema Eletrônico de Informações (SEI) e neste caso a folha com a assinatura deve constar como anexo ao final da tese / dissertação.

Prof. Dr. Thiago Borges Renault
Presidente da banca – membro interno
Orientador
UFRRJ

Prof. Dr. Américo da Costa Ramos Filho
Membro Interno
UFRRJ

Prof. Dr. Marcelo Gonçalves do Amaral
Membro Externo
UFF

Obs: Colocar no anexo o(s) documento(s) com a(s) assinatura(s) eletrônica(s) obtida(s) através do SEI. Não serão aceitas assinaturas digitalizadas.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por esta conquista, e a todos aqueles que por intermédio d'Ele colaboraram comigo para a realização de um sonho.

*“Valorizamos mais aquilo que foi conquistado
com grande esforço”*

(Benjamin Disraeli)

RESUMO

HOTT, Mônica Trannin. **O papel do capital de risco na governança corporativa das empresas: diagnóstico sobre as aberturas de capital no mercado acionário brasileiro.** Seropédica: UFRRJ, 2022. 105 p. Dissertação (Mestrado Profissional em Gestão e Estratégia). Instituto de Ciências Sociais Aplicadas.

O capital de risco possui o princípio de identificar empresas que crescem aritmeticamente, devido à falta de recursos financeiros, e proporciona o recurso financeiro e a experiência necessários para o crescimento exponencial dessas empresas. O presente estudo identificou a relação entre a governança corporativa e a abertura de capital na bolsa de valores brasileira no período de 2004 a 2020, por empresas apoiadas por capital de risco. A análise foi feita mediante coleta de dados disponíveis no “Prospecto de Distribuição” de cada uma das empresas, disponível no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Os resultados demonstraram que a participação do capital de risco nos IPOs realizados foi majoritária a partir da Crise Financeira de 2008, a qual alterou a relação entre investidores e o mercado de capitais. As empresas apoiadas por capital de risco atingiram o IPO em idade mais jovem e se apresentaram mais qualificadas para o processo de IPO, principalmente no que se refere à governança corporativa e estrutura de capital, além de serem melhor avaliadas pelos os investidores institucionais.

Palavras-chave: Capital de Risco, Governança Corporativa, Oferta Pública Inicial, Mercado Acionário, Mercado de Capitais.

ABSTRACT

HOTT, Mônica Trannin. **The importance of Venture Capital in the Corporate Governance of companies: diagnosis about IPO in the Brazilian Stock Market.** Seropédica: UFRRJ, 2022. 105 p. Dissertation (Master in Management and Strategy). Institute of Applied Social Sciences.

The main goal of venture capital is to identify companies that grow arithmetically, due the lack of financial resources, and provide this resource and the experience needed to the exponential company growth. This study diagnosed the relation between corporate governance and opening capital in the period from 2004 to 2020 by companies supported by venture capital. The analysis was performed using data collection available on “Distribution Prospectus” of each one company available on the website of the Securities and Exchange Commission of Brazil. The results evidenced that the participation of venture capital in the IPOs performed from 2008 Financial Crisis which changed the relationship between investors and capital markets. The companies supported by venture capital reached the IPO at a younger age and presented themselves more qualified to the IPO process mainly with regard corporate governance and capital structure, besides being better evaluated by institutional investors.

Palavras-chave: Venture Capital, Corporate Governance, Initial Public Offerings, Capital Markets, Stock Market.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Atuação do Capital de Risco nas empresas investidas	37
Quadro 2 – Principais exigências para cada segmento de listagem	46
Quadro 3 – Melhores práticas de Governança Corporativa	57
Quadro 4 – Os oito princípios da Governança Corporativa	61
Quadro 5 – Síntese do conceito de Governança Corporativa	64
Quadro 6 – Empresas com investimento de Capital de Risco na data do IPO	78
Quadro 7 – Empresas sem investimento de Capital de Risco na data do IPO	79
Quadro 8 – Empresas com listagem encerrada na B3	84
Quadro 9 – Participação percentual dos investidores nos IPOs	86

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Tempo dedicado pelo Capital de Risco a cada fase do investimento.....	32
Gráfico 2 – Quantidade de IPO por segmento de listagem	48
Gráfico 3 – Custo médio percentual por valor captado no IPO	48
Gráfico 4 – Comparativo IGCX e IBOV.....	49
Gráfico 5 – Custo percentual do IPO em U\$.....	52
Gráfico 6 – Quantidade de IPOs na B3	79
Gráfico 7 – Quantidade anualizada de IPOs na B3, com e sem investimento de Capital de Risco.....	80
Gráfico 8 – IPOs na B3 antes e depois de 2008, com e sem investimento de Capital de Risco	82
Gráfico 9 – Idade das empresas na data do IPO	85
Gráfico 10 – Idade das empresas com e sem Capital de Risco na data do IPO	86
Gráfico 11 – Valor captado nos IPOs na B3, em milhões de reais.....	87
Gráfico 12 – Tipo de Oferta	88
Gráfico 13 – Destinação dos Recursos	90

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABVCAP	Associação Brasileira de Venture Capital
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNAE	Cadastro Nacional de Atividade Econômica
CNPJ	Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FINEP	Financiadora de Estudos e Projetos
FIP	Fundos de Investimento em Participação
FMIEE	Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBOV	Índice Bovespa
IGCX	Índice de Governança Corporativa Diferenciada
II PND	Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento
IPO	Ofertas Públicas Iniciais
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OPA	Oferta Pública de Aquisição
ROA	Retorno sobre o Ativo
S.A.	Empresas de Sociedade Anônima

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
1.1 PERGUNTA DA PESQUISA	19
1.2 SUPOSIÇÃO	19
1.3 OBJETIVO GERAL	21
1.3.1 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	21
1.4 JUSTIFICATIVA	21
1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO	22
2 REVISÃO DE LITERATURA	24
2.1 CAPITAL DE RISCO, INOVAÇÃO E PROSPERIDADE	24
2.1.1 HISTÓRICO DO CAPITAL DE RISCO	37
2.1.2 INSTITUIÇÕES DO CAPITAL DE RISCO	41
2.2 MERCADO DE CAPITAIS: CONCEITO, OPERAÇÃO NO BRASIL E ABERTURAS DE CAPITAIS	41
2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA	56
2.3.1 ESTRUTURA DE CAPITAL	69
3 METODOLOGIA DA PESQUISA	73
3.1 DELIMITAÇÃO	74
3.2 COLETA DE DADOS	74
3.3 ANÁLISE DOS DADOS COLETADOS	76
3.4 LIMITAÇÕES DO MÉTODO DE PESQUISA	77
3.5 LIMITAÇÕES DA PESQUISA	77
4 ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS	78
5 CONCLUSÕES	92
5.1 LIMITAÇÕES E SUGESTÕES PARA PRÓXIMAS PESQUISAS	95
REFERÊNCIAS	97

1 INTRODUÇÃO

Capital de risco, segundo definição da Associação Brasileira de Venture Capital (ABVCAP), é um instrumento essencial para o progresso dos mercados de capitais e de economias emergentes como um todo. Os investimentos de capital de risco podem ocorrer em empresas de qualquer setor do mercado, desde que atendam o requisito de possuir um prognóstico de rentabilidade e crescimento ascendentes no longo prazo. Nesta modalidade, o objetivo do investidor é obter ganhos expressivos, o que em geral é alcançado em horizonte de médio e longo prazos. Trata-se de um investimento baseado na participação em empresas que apresentam grande potencial de crescimento de receita e rentabilidade, esta participação se dá por meio da aquisição de valores mobiliários, como: debêntures conversíveis, bônus de subscrição, cupons, direitos, dívidas ou ações privadas não negociáveis em bolsa de valores (ABVCAP, 2020 c).

O capital de risco assim como empréstimos bancários figuram entre as diversas formas que uma empresa possui para obter financiamento. Para conseguir um empréstimo bancário, a empresa precisa apresentar seu histórico de faturamento e garantias fiduciárias e aceitar cumprir com pagamento de juros num prazo determinado para quitação (PAVANI, 2003). O crédito possibilita a aquisição de meios necessários para a produção e conseqüentemente para o desenvolvimento produtivo. O crédito favorece a inovação, logo toda concessão de crédito para inovação constitui um elemento para o desenvolvimento econômico. Nesse contexto, os empresários são os responsáveis pela geração de inovação, por essa razão, a importância da concessão de crédito ao empresário é maior do que para qualquer outro agente econômico (SCHUMPETER, 1982).

O capital de risco, em sua lógica de operação, equaciona elementos diferentes em comparação ao empréstimo bancário tradicional. O capital de risco pode ser aplicado em empresas que não possuem histórico de faturamento, por serem novas no mercado e por não possuírem garantias patrimoniais, como no caso das empresas de base tecnológica. Por esta razão, o investidor de capital de risco se torna um sócio-acionista da empresa na qual acredita que terá sucesso e, para tal, empreende esforços que vão além da aplicação financeira (PAVANI, 2003). Em outras palavras, o investidor de capital de risco não realiza empréstimo de recursos financeiros a juros, mas sim compõe uma sociedade no empreendimento, realizando não apenas aportes de investimento de capital, como também compartilhando

capacidades organizacionais e mercadológicas em favor do bom desempenho da empresa investida.

Para dimensionar o tamanho da indústria de capital de risco no Brasil no que se refere aos segmentos de *private equity* (investimento em empresas consolidadas) e *venture capital* (investimento em empresas em estágio inicial com alto potencial de crescimento), o Relatório de Consolidação de Dados da ABVCAP demonstrou que no ano de 2019 foram realizados investimentos que totalizaram a importância de R\$25,6 bi (vinte e cinco bilhões e seiscentos milhões de reais) em moeda corrente, representando um crescimento de 89,6% (oitenta e nove vírgula seis por cento) em relação ao ano anterior, o valor representou 0,35 % (zero vírgula trinta e cinco por cento) do PIB brasileiro de 2019. Em 2019, houve 317 (trezentas e dezessete) empresas beneficiadas com investimento de capital de risco e o valor médio de cada investimento foi de R\$81 M (oitenta e um milhões de reais) (ABVCAP, 2020a).

Nos últimos anos, a indústria de capital de risco se desenvolveu na mesma proporção que ativos intangíveis, como tecnologia e inovação, conquistando cada vez mais importância no cenário econômico do país. Esta indústria atua de forma relevante no segmento de intermediação financeira através de sua acumulada experiência para trabalhar em cenários de assimetria informacional. Além disso, os fundos de capital de risco exercem um papel de destaque na economia, atuando como agentes de alocação eficiente de capital para empresas de perfil inovador. A presença de investimento desses fundos em uma determinada empresa demonstra para o mercado sua qualidade e prognóstico de crescimento (IPEA, 2007).

Empresas investem em inovação visando desenvolver novos produtos ou serviços, o processo de inovação depende de constantes investimentos para a criação de novas tecnologias. Porém investir em inovação é considerado arriscado, principalmente para empresas iniciantes, que querem inovar, mas não possuem condições de se financiar de forma independente (SOUZA & TEIXEIRA, 2017).

O interesse das empresas em realizar parcerias com fundos de capital de risco ocorre principalmente em função do custo de capital, porém outros benefícios secundários advindos do relacionamento com os investidores são importantes para a vantagem competitiva das empresas. Na interação entre os agentes envolvidos ocorrem trocas de informações, as empresas obtêm auxílio para melhoria dos processos produtivos e dos processos de gestão, aprimoram suas rotinas financeiras e experiência de contratos, aperfeiçoam os mecanismos de formação de pessoas, recebem apoio para investimento em estratégia e pesquisas, com

destaque para a aprendizagem sobre implantação dos princípios e práticas de governança corporativa (MAGALHÃES *et al.*, 2009).

Buscando garantir a eficiência do investimento realizado, os fundos de capital de risco optam por uma participação ativa na gestão das empresas investidas de diversas formas, das quais se destacam: o compartilhamento de conhecimento sobre as atividades da empresa, a participação do conselho administrativo, o desenvolvimento de estratégias de negócios, o recrutamento de executivos e a estruturação das negociações com clientes e fornecedores (SIQUEIRA *et al.*, 2011). Os fundos de investimento consideram ser fundamental o monitoramento constante das empresas investidas para garantir o sucesso da parceria, considerando as peculiaridades e características típicas do investimento em capital de risco: longo prazo de retorno, alto nível de risco, baixa liquidez e assimetria de informação (IPEA, 2007).

A assimetria informacional ocorre quando alguns agentes econômicos possuem mais informações do que outros participantes do mercado (RODRIGUES; GALDI, 2017). O conflito de agência, que decorre da assimetria informacional e do conflito de interesses entre proprietários e administradores da empresa, pode ser solucionado através da adoção de mecanismos de gestão preconizados pela governança corporativa (BORGES; SERRÃO, 2005).

A governança corporativa viabiliza a adoção de um modelo de gestão profissionalizado e transparente, além de versar sobre as relações da empresa com seus *shareholders* (acionistas) e *stakeholders* (clientes, funcionários, fornecedores, comunidade, entre outros) objetivando a convergência dos interesses de todos os envolvidos, o que conseqüentemente diminui a assimetria informacional, minorando o Problema de Agência (RIBEIRO NETO; FAMÁ, 2003).

Governança corporativa é o conjunto de diversas práticas que têm como objetivo a otimização do desempenho das instituições através da adoção de princípios, como transparência e tratamento igualitário entre os envolvidos, traduzidos por meio de mecanismos de prestação de contas, que garantem a proteção dos interesses dos investidores, bem como de todos os envolvidos. A adoção de boas práticas de governança viabiliza o acesso ao mercado de capitais como uma forma de captação de recursos a um baixo custo para as empresas. Quanto maior o nível de governança corporativa de uma determinada instituição, mais valorada ela se torna perante os investidores, pois a governança determina o

nível e as formas de influência dos investidores sobre o desempenho da companhia (CVM, 2002).

A implantação de boas práticas de governança corporativa em uma organização proporciona melhora significativa em sua gestão e em seus processos regulatórios, além de proteger as partes interessadas em uma sociedade, reduzindo os conflitos relacionados às divergências de interesses, o que resulta em maior proteção aos investidores e, conseqüentemente, aumenta sua confiança na organização. As instituições que adotam uma política de transparência e prestação de contas sob uma administração competente atingem um potencial competitivo perante o mercado (BORGES; SERRÃO, 2005). Conseqüentemente, alcançam o reconhecimento dos agentes do mercado financeiro, bem como a valorização de suas ações, o que resulta em uma maior rentabilidade a seus acionistas (ASSAF NETO; LIMA, 2011).

A atuação dos fundos de capital de risco nas organizações mediante a governança corporativa visa administrar os impactos dos negócios das empresas na sociedade como um todo, orientando a forma como as organizações atendem às demandas legítimas das demais partes interessadas, com o objetivo de repercutir positivamente através de uma boa gestão, observando os direitos de todo o conjunto de *stakeholders*, buscando reduzir os riscos que envolvem as decisões corporativas, com escolhas pautadas em valores éticos, considerando os direitos e interesses de todos os envolvidos (ROSSETTI; ANDRADE, 2019).

Por meio da governança corporativa, os investidores buscam assegurar o retorno de seus investimentos junto à empresa. É um mecanismo que objetiva garantir que os investidores recebam o lucro pertinente ao investimento realizado, além de efetivamente assegurar que o capital investido não será utilizado pela empresa em projetos ruins. Pela governança corporativa o investidor exerce uma espécie de controle sobre as decisões do administrador da empresa (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Nesse sentido a *Brasil, Bolsa, Balcão* (B3) segmenta as empresas listadas em função dos níveis de adesão às boas práticas de governança corporativa como Nível 1, Nível 2 e “Novo Mercado”. Nesses segmentos, os padrões de governança das empresas são superiores às práticas regulamentadas pelas leis do Estado, o que confere às empresas neles listadas uma espécie de selo de qualidade, cujo valor está baseado nos compromissos que ela assume em seguir regulamentações mais rígidas no que tange à governança corporativa, o que resulta em

uma maior valorização dos ativos da empresa perante o mercado acionário (BORGES; SERRÃO, 2005).

Compreender a Crise Financeira Mundial de 2008 e seus impactos no mercado financeiro ao redor de todo o mundo é primordial para que seja possível entender a alteração de característica das Ofertas Públicas Iniciais (IPO) ocorridas no Brasil a partir do ano de 2008. Profundas alterações no mercado acionário brasileiro puderam ser observadas, desde então, no tocante à participação do capital de risco nas aberturas de capital ocorridas, bem como no que tange às expectativas dos investidores do mercado acionário, cuja disposição para assumir riscos se mostrou reduzida, o que conseqüentemente exigiu das empresas de capital aberto uma elevação dos padrões de governança corporativa para se manterem atrativas perante os investidores.

A crise financeira mundial de 2008, provocada pela euforia de um mercado financeiro desregulamentado, fez emergir a necessidade da criação de um marco regulatório para as finanças privadas, bem como para o sistema financeiro como um todo, baseado na introdução de padrões mais rigorosos que disciplinem as operações financeiras internas dos países, assim como as relações financeiras internacionais, visando assegurar um padrão mínimo de estabilidade para as economias capitalistas. Durante o encontro dos países do G20, em 15 de novembro de 2008, a Cúpula sobre os Mercados Financeiros e Economia Mundial fez algumas sugestões para que as instituições internacionais elaborassem recomendações a respeito de temas como avaliação de ativos e alavancagem, entre outros (MAZZUCHELLI, 2008).

Diante de um cenário de crise, é fato que os investidores buscam proteger seu capital investido contra os diversos riscos potenciais do mercado financeiro, as empresas, por sua vez, buscam atrair investidores e, para tal, aderem aos mais altos níveis de governança corporativa, como uma forma de proteção de suas ações contra a volatilidade do mercado, bem como para reduzir o nível de risco de suas organizações durante os períodos de crise (ESPEJO; CLEMENTE, 2016). Nesse contexto, a parceria com capital de risco é um instrumento para o alcance de adequação aos processos de altos níveis de governança corporativa, assim como de uma boa avaliação da empresa perante o mercado de capitais para a abertura de capital em bolsa de valores.

O processo de abertura de capital em bolsa de valores é dispendioso e burocrático, baseado em numerosas e rigorosas exigências, a empresa deve estar adequada em um nível de

valores de patrimônio líquido e faturamento. Realizar um IPO de ações em bolsa de valores é um recurso viável apenas para empresas que se encontram em boas condições financeiras. Nesse contexto, as pequenas e médias empresas não possuem condições de acesso ao mercado de capitais, seja por questões financeiras ou de gestão, além do fato de não representarem interesse estratégico para que os investidores institucionais adquiram suas ações (GORGULHO, 1996).

A ABVCAP aponta que pequenas e médias empresas objetivam atingir status de classificação como grandes companhias através da parceria com investidores de capital de risco, esta parceria oferece oportunidade de concretizar uma abertura de capital (ABVCAP, 2020c). Em outras palavras, a partir de sua jornada inicial, as pequenas e médias empresas buscam se tornar uma corporação em pleno funcionamento, com produção escalável, receitas constantes, uma base de clientes e produtos bem definida e com o potencial para emitir ações por meio de um IPO de ações em bolsa de valores, ou seja, abrindo seu capital no mercado acionário (AIZENMAN & KENDALL, 2011).

Para o mercado de capital de risco, a forma de desinvestimento mais rentável é a abertura de capital das empresas investidas em bolsa de valores, a qual supera os ganhos auferidos nas demais formas de saída, como: aquisição por outra empresa, recompra da participação pela própria empresa ou por terceiros (GORGULHO, 1996). Diante disso, pode-se inferir que o investidor de capital de risco possui interesse na realização da abertura de capital em bolsa de valores por parte da empresa investida e por esta razão torna-se um facilitador para a conclusão do processo de abertura de capital.

A presença prévia do investimento de capital de risco em uma empresa estreante na bolsa de valores indica ao mercado que o preço do IPO reflete todas as informações disponíveis e relevantes (MEGGINSON; WEISS, 1991). Em outras palavras, o fato de uma empresa ter recebido capital de risco significa para os investidores da bolsa de valores que nessa empresa são adotadas boas práticas de governança corporativa e gestão profissional.

Megginson e Weiss (1991) realizaram estudo de 640 (seiscentos e quarenta) IPOs ocorridas nos Estados Unidos entre 1983 e 1987, compararam grupos de empresa de mesmo setor e porte, entre as que possuíam ou não investimento de capital de risco. Algumas características observadas pelos autores na amostra das empresas parceiras de capital de risco são: a) atingem o IPO em idade mais jovem; b) despertam maior interesse de investidores institucionais; c) atraem subscritores e auditores independentes com melhor reputação; d)

conseguem menores taxas junto aos bancos emissores do IPO; e) geram maior expectativa de valorização das ações da empresa no mercado de capitais, principalmente quando o fundo de investimento de capital de risco mantém sua participação na empresa após o IPO.

Conforme estudo publicado por Minardi *et al.* (2012), devido à implantação de alto nível de práticas de governança corporativa, além de adoção de práticas de gestão profissionais, conselhos administrativos independentes, baixa alavancagem financeira e coesão de interesses entre investidores e administradores, as empresas que possuíam parceria com fundos de capital de risco estão mais bem preparadas para realizar o IPO em bolsa de valores, bem como apresentaram melhor desempenho de valor de suas ações, somado ao fato de conseguirem alcançar maiores retornos em longo prazo se comparadas às empresas que não possuíam relacionamento com capital de risco antes do IPO.

1.1 Pergunta da pesquisa

A fim de compreender o contexto e testar esta afirmação de extrema relevância para as corporações empresariais e para o mercado de capitais, apresenta-se a seguinte pergunta de pesquisa: Qual é a relação entre a governança corporativa e a abertura de capital na bolsa de valores brasileira no período de 2004 a 2020, por empresas apoiadas por capital de risco?

1.2 Suposição

Empresas que recebem investimento de capital de risco tendem a adotar processos de gestão profissionalizados e boas práticas de governança corporativa, incentivadas e apoiadas pelos fundos de investimento para alcançar transparência e equidade entre gestores e proprietários, conseqüentemente minimizando os riscos que a empresa representa para seus investidores.

O processo de abertura de capital em bolsa de valores é burocrático e despense grande soma de recursos financeiros para sua realização, bem como requer o enquadramento da empresa em diversos requisitos dos quais se destaca a adoção de boas práticas de governança corporativa. O mercado de capitais brasileiro possui classificações de listagem para empresas que adotam altos níveis de governança corporativa acima do que exige a legislação comum, o

que repercute uma maior competitividade entre as empresas para se enquadrarem nos padrões de governança corporativa melhor avaliados pelo mercado investidor.

Os fundos de investimento em capital de risco possuem preferência por realizar a venda de sua participação na empresa investida através do mercado de ações da bolsa de valores, pois nesse ambiente conseguem atingir maior liquidez e valorização de suas ações. Por outro lado, os investidores da bolsa de valores, principalmente os institucionais, possuem predileção pela compra de papéis de empresas que possuem parceria com investidores de capital de risco, pois esta relação predispõe que a empresa foi bem avaliada em diversos critérios de seleção realizados pelo fundo de investimento de capital de risco, bem como apresenta gestão profissionalizada, relatórios contábeis confiáveis, baixo nível de assimetria informacional e boas práticas de governança corporativa.

Cada novo bem-sucedido IPO realizado por uma empresa investida por fundo de capital de risco representa uma certificação de qualidade para o fundo de investimento, retroalimentando sua confiabilidade perante o mercado acionário.

Por essas razões, empresas que recebem investimento de capital de risco estão mais bem preparadas em seus processos de gestão para realizar o IPO de ações na bolsa de valores, pois contam com a experiência de relação com investidores, possuem processos de gestão profissionalizados e transparentes, cultura e experiência na adoção de boas práticas de governança corporativa, além de disporem do auxílio experiente dos fundos de investimento no curso dos trâmites burocráticos para a abertura de capital.

Todos os suportes administrativos e financeiros que as empresas investidas por capital de risco recebem viabiliza a chegada ao IPO mais rapidamente, além de favorecer a criação de condições financeiras mais autônomas por parte das empresas no que se refere à estrutura de capital e menor endividamento.

Em oposição a isso, as empresas que não são parceiras de capital de risco pioneirizam o desafiador percurso de romper as barreiras culturais para a implantação da governança corporativa, bem como de se adequar aos demais critérios exigidos para a realização de um IPO.

Nesse contexto, o mercado de capitais brasileiro tende a demonstrar maior representatividade quantitativa da abertura de capital de empresas que receberam investimento de capital de risco em relação àquelas que não receberam tal investimento, o que

torna a indústria de capital de risco um agente de destaque para o crescimento das empresas e do mercado acionário do país.

1.3 Objetivo Geral

O objetivo geral desta pesquisa é estudar as empresas que realizaram IPO na bolsa de valores brasileira no período de 2004 a 2020 com a finalidade de identificar se a presença de investimento de capital de risco favoreceu por meio da governança corporativa o processo de abertura de capital das empresas.

1.3.1 Objetivos específicos

- Realizar um estudo teórico sobre governança corporativa;
- Verificar a relação entre a presença de fundos de capital de risco e a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas empresas que realizaram IPO no período;
- Compreender o modelo de operação dos fundos de investimento de capital de risco no contexto brasileiro (econômico, legal e institucional);
- Identificar as características dos IPOs realizados no Brasil entre 2004 a 2020, a fim de compreender o perfil daqueles realizados por empresas apoiadas por capital de risco.

1.4 Justificativa

Este estudo se justifica pelo fato de o capital de risco ser força motriz para o desenvolvimento de empresas inovadoras. Segundo Pavani (2003), por princípio, o capital de risco identifica empresas que crescem aritmeticamente, devido a limitações de recursos financeiros, e proporciona o recurso e a experiência necessária para o seu crescimento exponencial.

A problemática deste projeto de pesquisa possui relevância, pois apresenta um diagnóstico das Ofertas Públicas Iniciais ocorridas na B3 durante o período compreendido entre o ano de 2004 até o ano de 2020, este estudo beneficiará as empresas que ainda não

abriram capital em bolsa de valores e estão buscando uma forma de desenvolvimento financeiro e administrativo para atingir este objetivo.

Adicionalmente, esta pesquisa oportuniza aos empresários o conhecimento sobre a dinâmica da parceria entre empresas e fundos de investimento de capital de risco, no que se refere ao baixo custo de capital e das contribuições administrativas adicionais, bem como de governança corporativa, proporcionadas pelo apoio dos referidos fundos de investimento na gestão das empresas. Nesse contexto, as empresas poderão considerar as conclusões desta pesquisa como uma referência favorável à formação de parceria com investidores de capital de risco.

Considerando que o capital de risco viabiliza o crescimento da inovação, qualquer estímulo realizado no sentido de aumentar o número de parcerias entre empresas e investidores tem como desdobramento favorável o desenvolvimento do ambiente de inovação do país. Na esfera macroeconômica, os benefícios seguem uma reação em cadeia, tendo a velocidade de desenvolvimento das empresas como requisito para o rápido desenvolvimento econômico do país. Nesse contexto, as empresas crescem e conseqüentemente os fundos de investimento em capital de risco também crescem, o que contribui para o processo de financeirização da economia brasileira. Outro benefício para o desenvolvimento da economia brasileira pode ser auferido a partir do aumento na quantidade de IPOs em bolsa de valores, o que resulta no crescimento de todo o mercado de capitais do país.

O desenvolvimento econômico se acelera quando a poupança é direcionada aos melhores investimentos produtivos, que oferecem os mais atraentes reornos sociais e econômicos (ASSAF NETO; LIMA, 2011, p. 4). O crescimento do mercado de capitais de um país é a força motriz para a expansão saudável da economia. O desenvolvimento de um mercado de capitais forte resulta no atingimento de um maior crescimento econômico, pois é o mercado de capitais que viabiliza para as empresas uma alternativa para o financiamento de sua expansão (SILVA; ZOSTES, 2004).

1.5 Estrutura do trabalho

O trabalho está estruturado em cinco capítulos. No capítulo inicial, realizou-se a introdução, contextualização e demonstração da importância do tema, além da definição da problemática, suposições e objetivos que guiarão a dissertação.

O capítulo dois apresenta a fundamentação teórica utilizada, abordando a literatura relevante sobre a atuação dos fundos de capital de risco, as atividades do Mercado de Capitais brasileiro e os processos de abertura de capital em bolsa de valores (IPO), e a relevância da governança corporativa para as empresas.

O terceiro capítulo apresenta e descreve os dados utilizados no trabalho, além de expor a metodologia empregada para atingir os objetivos propostos e responder ao problema de pesquisa.

O capítulo quatro apresenta as análises dos dados coletados, bem como as evidências obtidas por meio da pesquisa documental e bibliográfica, além de consolidar as inferências obtidas.

E finalmente, no quinto capítulo, apresentam-se as principais conclusões, a importância deste estudo para a literatura e para a prática empresarial, bem como sugestões para estudos futuros.

2 REVISÃO DE LITERATURA

A revisão de literatura desta pesquisa se embasa nos seguintes conceitos: Capital de Risco, Mercado de Capitais, governança corporativa.

Em “Capital de Risco” são apresentadas as características e classificações da referida modalidade de investimento: histórico, normativos e instituições que compõem o referido mercado.

No tópico “Mercado de Capitais” estão dispostas as informações sobre a B3 no que se refere aos seus respectivos segmentos e classificações, bem como a respeito dos IPOs de ações de empresas na bolsa de valores brasileira, seus custos e procedimentos.

Em “Governança Corporativa” são detalhadas as boas práticas que compõem a modalidade, sua aplicabilidade e implicações, além de tópicos como assimetria informacional, conflito de interesses, Teoria da Agência e estrutura de capital das empresas.

2.1 Capital de Risco, inovação e prosperidade

As empresas compreendem que a inovação é a chave para manterem a vantagem competitiva e o crescimento, por isso empreendem grandes esforços na tentativa de converter ideias novas e radicais em produtos e serviços, porém, nesse processo, enfrentam limitações financeiras, políticas, de recursos humanos, culturais e sociais. Essas barreiras à inovação ocorrem com frequência durante o importante intervalo entre a descoberta e a comercialização de seus produtos e serviços, quando as empresas atravessam a fase mais difícil do processo, conhecida como “Vale da Morte”, que é um período dedicado à conversão das ideias em oportunidades, para o desenvolvimento de um possível caso de sucesso. É nesta fase em que ocorre a interação entre as empresas e as instituições financeiras com autoridade de decisão no que se refere à alocação de recursos e investimentos, ou seja, que aceitam e apoiam projetos para desenvolvimento futuro (MARKHAM; MUGGE, 2018).

A parceria entre as empresas e os fundos de capital de risco resulta na solução para o problema de falta de recursos para a inovação, além de proporcionar auxílio para que as empresas alcancem o crescimento rápido e se tornem lucrativas. Ao receberem investimento de capital de risco, as empresas conseguem levar seus produtos ao mercado de forma mais

rápida em comparação àquelas que não são parceiras do capital de risco, podendo-se concluir que os fundos auxiliam as empresas a encontrar novos consumidores e a ampliar seus canais de venda (BRASIL, 2014).

Existe uma relação de causalidade entre capital de risco e inovação, pela qual a disponibilidade de investimentos proporciona o crescimento do ambiente de inovação ou o próprio ambiente de inovação atrai maiores quantidades de recursos financeiros para si (BRASIL, 2014). No que se refere à inovação ou, em outras palavras, criação de novos produtos e serviços, não é possível prever integralmente sua viabilidade econômica, nem realizar mensurações prévias de seus retornos financeiros, devido ao desconhecimento de fatores importantes, como demanda dos consumidores e preço de mercado, o que conseqüentemente implica em maiores riscos e incertezas inerentes à implantação de novos negócios, em relação aos modelos de negócios tradicionais que se encontram em estágios mais maduros (PAVANI, 2003).

Desde 1950, formadores de políticas públicas e economistas de todo o mundo documentaram a existência da relação entre inovação e prosperidade econômica, pesquisas acadêmicas internacionais do século XX destacam o papel do capital de risco no estímulo à inovação, fazendo com que cada dólar investido através de capital de risco seja capaz de gerar tanta inovação quanto o equivalente a três dólares investidos nas atividades tradicionais de pesquisa e desenvolvimento corporativas (LERNER, 2010). A sociedade como um todo se beneficia com a ampliação da oferta e popularização de novas tecnologias, esses benefícios performam como contrapartida para o sucesso dos fundos de investimentos em capital de risco e ao mesmo tempo como fonte de sua legitimidade (MUNDO NETO; SALTORATO, 2017).

Nesta pesquisa, optou-se por denominar como capital de risco a referida modalidade de investimento objeto deste estudo, seguindo a prática adotada pelo mercado, porém a utilização desse termo passou por uma flexibilização por volta do ano de 2014, podendo, a partir daí, também ser denominado como “Capital Empreendedor”, esta nomenclatura se deve ao potencial que esse investimento possui para transformar iniciativas promissoras em negócios eficientes (BRASIL, 2014).

O modelo de investimento em capital de risco consiste no financiamento de negócios de crescimento promissor, neste ambiente os resultados do empreendimento são incertos. As empresas investidas possuem modelos de inovação que são fruto das ideias do proprietário,

podendo representar mudanças nos modelos de negócio já conhecidos pelo mercado ou propor a aplicação de tecnologias totalmente inovadoras (ABDI, 2011b).

Porém, Zider (1998) alega ser um mito a ideia de que o capital de risco investe em pessoas boas com boas ideias. Segundo o autor, o capital de risco investe em boas indústrias, investimentos em setores com altas taxas de crescimento e em tecnologias-chave com potencial de avanço até um determinado estágio de negócio que favorecerá uma venda lucrativa da participação dos fundos de investimento de capital de risco nas respectivas organizações.

Ao contrário da percepção popular, o capital de risco desempenha apenas um papel menor no financiamento da inovação básica. Os capitalistas de risco investiram mais de US\$ 10 bilhões em 1997, mas apenas 6%, ou US\$ 600 milhões, foram para startups. Além disso, estimamos que menos de US\$ 1 bilhão do total de capital de risco foi para P&D. A maior parte desse capital foi para financiamento subsequente para projetos originalmente desenvolvidos através de grandes investimentos governamentais (US\$ 63 bilhões) e corporações (US\$ 133 bilhões). [...] Nós estimamos que mais de 80% do dinheiro investido por capitalistas de risco são destinados para a construção da infraestrutura necessária para fazer o negócio crescer. (ZIDER, 1998, p. 132).

Os fundos de capital de risco representam grande participação nos processos de fusão e aquisição de empresas em todo o mundo. Entre o ano de 2000 e ano de 2009 participaram de mais de 21.500 (vinte e uma mil e quinhentas) transações, o que representa 7,2% (sete vírgula dois por cento) de todas as fusões e aquisições ocorridas no sistema corporativo mundial (ROSSETTI; ANDRADE, 2019).

A indústria de capital de risco é composta majoritariamente por fundos de investimento que atuam como intermediários financeiros junto às diversas fontes de financiamento, dentre as quais é possível destacar os investidores institucionais. As empresas-alvo dos investimentos possuem alto potencial de crescimento e ganhos de escala, além de atuarem em segmentos inovadores, o que em geral representa maiores riscos ao negócio. Esse risco inerente às atividades exercidas pelos novos empreendedores dificulta o acesso ao crédito bancário por parte das empresas (REIS *et al.*, 2019). Afinal, os bancos realizam padronizadas análises de risco de crédito que não são favoráveis à cessão de crédito para empresas que estão em início de suas atividades ou que realizam operações não tradicionais e arriscadas. Deve-se considerar que quanto maior o risco de um empréstimo bancário, maior as taxas de juros aplicadas pelos bancos (CRISPIM; BALDASSI, 2009).

Considerando que o capital financeiro não é um recurso que pode ser alugado por um curto espaço de tempo por parte do empresário, os investidores precisam ter certeza de que em longo prazo receberão o retorno sobre o capital investido. É através da governança corporativa que é segregada a propriedade e o controle da empresa, sendo o meio através do qual os investidores buscam assegurar o retorno do recurso investido, somado ao lucro esperado na transação financeira (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

O capital de risco se configura como um recurso que as empresas possuem para financiar seus projetos, observa-se, porém, que as empresas as quais recebem investimentos de capital de risco poderiam encontrar dificuldades para obter os mesmos recursos financeiros através de empréstimos bancários, o que conseqüentemente favorece a busca por parcerias com investidores de capital de risco como uma alternativa viável ao financiamento tradicional. Essa alternativa auxilia o desenvolvimento das pequenas e médias empresas, tornando-as mais competitivas (REIS *et al.*, 2019). Nesse contexto, os fundos de investimento de capital de risco atuam sobre a necessidade de recursos financeiros, além de auxiliar as empresas investidas a ingressar em seus respectivos segmentos de mercado (CRISPIM; BALDASSI, 2009).

Dentre as diversas alternativas de financiamento que se encontram disponíveis no mercado, realizar parcerias com fundos de investimento de capital de risco se torna uma alternativa interessante para as empresas no que se refere à redução do custo de capital de terceiros, somado ao fato de contribuir para a sua profissionalização, pois os fundos oportunizam a aplicação de uma gestão voltada para a inovação, o que conseqüentemente agrega valor para as organizações (D'SOUZA; AMARAL, 2018).

Os investidores fornecem capital às empresas mediante um contrato de direitos de controle, ou seja, o financiamento externo é um contrato entre a empresa e os investidores, conferindo-lhes certos direitos vis-à-vis os ativos da empresa. Caso a empresa viole os termos contratuais, os investidores podem recorrer judicialmente em favor da garantia de seus direitos. A diferença observada entre os processos de governança corporativa nos países tem origem nas diferenças de natureza das obrigações legais que os gestores e empresas possuem perante os investidores, bem como nas diferenças entre o modo pelo qual o sistema jurídico de cada país interpreta e faz cumprir essas obrigações legais das organizações (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Os empresários buscam parcerias com fundos de investimento para obter recursos a serem aplicados nos processos produtivos, seja pelo fato de não possuírem capital próprio suficiente para realizar o empreendimento, seja pela opção de não aplicar todo seu capital próprio na empresa, por questões de gerenciamento de risco. Os fundos de investimento, por sua vez, precisam da capacidade produtiva das empresas para gerar retornos financeiros para seu capital. Porém, para garantir o sucesso dessa parceria, os fundos de investimento precisam assegurar que as cláusulas contratuais do investimento sejam seguidas por parte da empresa investida, garantindo o retorno de capital almejado pelo fundo de investimento no ato da negociação (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Os fundos de capital de risco geralmente investem em empresas que, em sua maioria, possuem menor quantidade de ativos tangíveis se comparados aos ativos intangíveis, porém, na atual sociedade do conhecimento, os ativos intangíveis representam a principal fonte de competitividade das empresas. A mensuração dos ativos intangíveis e das vantagens competitivas exige dos fundos de capital de risco a aplicação de técnicas sofisticadas no processo de seleção e minuciosa verificação dos riscos de investimento em cada empresa, dado o contexto de assimetria informacional inerente ao processo (IPEA, 2007).

Para compensar a exposição ao risco que o fundo de investimento em capital de risco está sujeito, bem como os elevados custos imputados ao investimento, que se iniciam logo no processo seletivo das empresas candidatas e se intensificam no período de monitoramento das empresas investidas, os fundos de investimento de capital de risco precisam identificar negócios que possuam expressiva vantagem competitiva (IPEA, 2007). Além de buscar atingir um dos objetivos do investimento de capital de risco, que é viabilizar o desenvolvimento de empresas com alto potencial de crescimento, ou seja, aquelas que possuem vantagem competitiva frente aos seus concorrentes e atuem em um segmento de mercado em ascensão (BRASIL, 2014).

Os fundos de investimento buscam parcerias bem sucedidas com empresas que possuem projetos inovadores e viáveis, seja em estágio inicial ou de expansão e consolidação (D'SOUZA; AMARAL, 2018). Para atrair investidores de capital de risco, uma empresa precisa demonstrar seu potencial e capacidade de atingir resultados, afinal, o objetivo dos investidores, via de regra, é maximizar a rentabilidade de suas aplicações financeiras. As empresas buscam receber aporte de capital para crescimento e manutenção de seu negócio, os recursos recebidos possibilitam a ampliação da participação em novos segmentos de mercado,

criação de novos produtos, viabilização de instalações físicas, manutenção de estoques, divulgação de propagandas, financiamento a clientes, pagamento de impostos e salários, entre outros (CRISPIM; BALDASSI, 2009).

Os analistas de fundos de capital de risco buscam empresas que atendam às demandas de altos padrões de gerenciamento dos recursos através da alocação ótima dos recursos disponibilizados para os gestores das empresas, realizam medições de geração de valor que possibilitam comparações entre as empresas de um mesmo setor ou entre os diversos setores de negócio, observando tendências de melhoria, de deterioração ou de recuperação de resultados (ROSSETTI; ANDRADE, 2019).

Todo agente econômico, ao realizar uma operação, leva em consideração um cenário de risco e incertezas em função do retorno esperado. O risco pode ser mensurado em números percentuais, porém as incertezas não são quantificáveis. A relação entre risco e retorno consiste na proporção entre ambos os fatores. O investidor se dispõe a assumir riscos maiores caso o retorno esperado seja satisfatoriamente proporcional ao risco assumido. A fim de reduzir os riscos inerentes ao processo de investimento, os gestores do segmento de capital de risco utilizam análises variadas e abrangentes para a escolha das empresas que receberão o aporte financeiro (PAVANI, 2003). Durante esse procedimento de análise, os fundos de investimento submetem as empresas ao processo de *due diligence*, que consiste em uma série de atos investigativos com o intuito de verificar a integridade de uma instituição, esse procedimento de minimização de riscos realizado pelos fundos serve não somente para certificar a operação em questão, como também traduz a confiabilidade da empresa perante todo o mercado financeiro (REIS *et al.*, 2019).

Outra forma de mitigação de riscos, frequentemente utilizada pelos investidores do mercado de capital de risco, é a realização dos aportes financeiros em valores parciais fracionados em várias etapas, em detrimento do modelo de aplicação do valor total da operação logo no início da parceria. Desta forma, cada rodada de investimento permite ao gestor do capital avaliar o desempenho dos objetivos parciais do investimento, para que possa optar por mantê-los ou não, considerando o cenário de ambientes voláteis, informações assimétricas ou distanciamento físico entre os agentes (TIAN, 2011). Segundo Gompers (1995), o aporte de recursos financeiros fracionado em diversas rodadas é um instrumento utilizado para reduzir os Custos de Agência inerentes à modalidade de investimento de capital de risco.

A proporção do risco que envolve a modalidade de investimento em capital de risco diminui à medida que os investidores possuem amplas informações sobre os setores e as empresas-alvo de seus respectivos investimentos. O conhecimento estratégico das organizações gestoras de fundos de capital de risco, obtido em decorrência de sua experiência no mercado, proporciona oportunidades de identificação de ações de empresas não listadas em bolsa de valores, que estrategicamente podem ser adquiridas a preços competitivos e que devido ao seu prognóstico de crescimento poderão auferir grandes lucros na operação de desinvestimento. A gestora que possui capacidades estratégicas e portfólio de negócios diversificado pode, inclusive, compensar possíveis retornos ruins de alguns investimentos com bons retornos em outros (ABDI, 2011b).

A modalidade de investimento de capital de risco está inserida em um contexto que possui particularidades, como: longo prazo de retorno, baixa liquidez, intangibilidade dos ativos das empresas investidas, e assimetria informacional (IPEA, 2007).

As organizações de capital de risco são bem preparadas para identificar e mitigar os problemas relacionados à assimetria de informação, tais como a informação oculta, que gera o problema da seleção adversa, e a ação oculta, que gera o problema do risco moral. (AMIT *et al.*, 1998 apud IPEA, 2007, p.16).

Nesse contexto, os fundos de investimento buscam mitigar os riscos envolvidos na operação através do monitoramento constante das empresas que recebem seus investimentos. Os gestores dos fundos de investimentos costumam indicar membros para o conselho administrativo das empresas ou, até mesmo, os compõem pessoalmente (IPEA, 2007).

Os fundos tendem a reduzir o tamanho do Conselho de Administração, melhorando o fluxo de informações e aumentando o controle sobre os gestores da empresa. Os autores ressaltam que, muitas vezes, os fundos indicam executivos altamente qualificados para gerirem a empresa. Dado o papel de investidor ativo dos fundos, seria esperado que as companhias de suas carteiras melhorem a governança corporativa, minimizem riscos específicos e obtenham crescimento sustentável. (MASULIS; THOMAS, 2008 apud MINARDI *et al.*, 2012, p.3).

Nesse sentido, Rossetti e Andrade (2019, p.234) demonstram que para os fundos de investimento de capital de risco:

Os Conselhos de Administração são também objeto de atenção, especialmente quanto à sua composição e à presença de conselheiros independentes, cuja nomeação passará pelo filtro do fundo. É ainda prática comum que o fundo tenha assento no Conselho de Administração (ROSSETTI; ANDRADE, 2019, p.234).

Hearn e Filatotchev (2019) realizaram uma pesquisa sobre a influência dos investidores de capital de risco na governança das empresas investidas no que se refere à sucessão do fundador *Chief Executive Officer* (CEO) em IPO, a amostra foi composta por 191 (cento e noventa e uma) empresas que realizaram IPO em 21 (vinte e um) mercados de capitais da África entre o ano de 2000 até o ano de 2016. A pesquisa evidenciou que quanto maior a participação do capital de risco no capital social da instituição, maior a probabilidade de permanência do fundador da empresa como CEO .

Considerando que o IPO representa um momento crítico no ciclo de existência de uma empresa, os benefícios da manutenção do fundador CEO na sucessão depende de uma interação complexa de instituições formais e informais. Para que a fase de transição ocorra de uma forma bem sucedida, é necessário que o fundador original abdique do poder de controle, compreendendo os benefícios dos projetos do fundo de Capital de Risco no que se refere à profissionalização da gestão da empresa e da implantação de altos níveis de governança corporativa (HEARN; FILATOTCHEV, 2019).

Muito mais do que apenas prover capital financeiro, os fundos de investimento de capital de risco auxiliam as empresas investidas também com recursos intangíveis, dentre os quais é possível citar: governança corporativa, auxílio para o desenvolvimento de novos negócios, compartilhamento de rede de contatos, informações e experiências e orientações sobre o processo de recrutamento de novos gestores, além de prestarem esclarecimentos a respeito do cenário econômico de mercado. A parceria de um fundo de investimento de capital de risco com uma empresa viabiliza a obtenção de recursos financeiros adicionais oriundos de coinvestidores. Ao final do ciclo da parceria bem sucedida entre empresa e capital de risco, em outras palavras, no ato do desinvestimento, os fundos deixam como legado a valorização dos ativos da empresa (CRISPIM; BALDASSI, 2009).

No que se refere ao horizonte temporal, o investimento em capital de risco pode ser tanto de médio quanto de longo prazo. Após o atingimento do objetivo de crescimento e valorização satisfatória da empresa, os investidores realizam sua saída do negócio, seja através de venda para compradores estratégicos ou pelo processo de IPO (BRASIL, 2014).

Em geral, os investimentos de capital de risco duram entre cinco e dez anos. Devido ao horizonte temporal, é grande o risco de perda parcial ou total dos recursos investidos por parte do fundo de investimento, caso o negócio da empresa investida não seja exitoso, além de

repercutir em um relacionamento de longo prazo conflituoso entre a empresa e o fundo de investimento (IPEA, 2007).

A atuação dos administradores dos fundos de investimento de capital de risco nas empresas se inicia na fase pré-investimento, tornando-se extremamente significativas após a efetiva participação do fundo no capital social das empresas (ROSSETTI; ANDRADE, 2019). O gráfico 5 a seguir demonstra o tempo médio dedicado pelos fundos de capital de risco em cada uma das fases que envolvem o processo de investimento:

Gráfico 1 – Tempo dedicado pelo Capital de Risco a cada fase do investimento



Fonte: Adaptado de ZIDER, 1998.

Segundo Metrik e Yasuda (2010, p.1), podem ser destacadas cinco características principais da modalidade de investimento em capital de risco:

- a) Representa um intermediário financeiro, pois reúne capital de investidores para aplicação em empresas do portfólio;
- b) Investe apenas em empresas privadas, ou seja, não listadas em bolsa de valores;
- c) Trabalha ativamente no acompanhamento e auxílio das empresas investidas;
- d) Financia o crescimento interno das empresas;
- e) Busca a maximização de seus lucros realizando o desinvestimento, através de venda direta ou de IPO, de ações em bolsa de valores.

Durante o processo de investimento em capital de risco, quatro etapas são fundamentais, conforme enumera Pavani (2003), sendo elas: a) Captação; b) Prospecção, seleção, análise e investimento; c) Acompanhamento; d) Desinvestimento. Descritas a seguir:

- a) Captação: consiste na formação do condomínio de investidores do negócio, podendo ser pessoas físicas, jurídicas ou instituições governamentais.
- b) Prospecção, seleção, análise e investimento: é a fase de busca da empresa que possua as características específicas necessárias para se tornar apta a

receber os investimentos, são analisados diversos critérios do empreendimento, em seguida as partes negociam as regras e termos da nova parceria que se concretiza com a aplicação do investimento.

- c) Acompanhamento: nesta o investidor se tornou sócio da empresa e o relacionamento comercial é estreitado através intervenções administrativas e transferência de know-how para desenvolvimento do potencial da empresa.
- d) Desinvestimento: é o final do ciclo, quando o fundo vende sua participação e realiza o lucro do investimento. Esta venda pode se dar no mercado de ações através de IPO em bolsa de valores, outra forma de desinvestimento pode ser a venda para os sócios fundadores ou para grandes empresas do ramo. Quando o investimento não é exitoso, é encerrado com perda e ocorre o fim da parceria.

As diversas modalidades de investimento em capital de risco recebem nomenclaturas diferentes em função do tipo de investidor que realiza o aporte, da magnitude dos valores aportados, do tipo de empresa que recebe este recurso e do estágio de maturação da empresa. Excluindo categorias menos relevantes para esta pesquisa, é possível destacar as seguintes classificações do capital de risco: a) *venture capital* e b) *private equity*, as quais serão detalhadas a seguir:

- a) *Venture capital*: investimento destinado às empresas que se encontram nos estágios iniciais de desenvolvimento, geralmente posicionadas em setores de alta tecnologia, que possuem enorme potencial de crescimento e geração de lucro para os investidores
- b) *Private equity*: concentra os investimentos destinados a grandes empresas consolidadas, na maior parte das vezes envolvendo operações de fusões e aquisições entre essas empresas. Devido à maturidade das empresas, este segmento apresenta menores riscos na operação (MUNDO NETO; SALTORATO, 2017).

A modalidade de *venture capital* possui pouca representatividade em termos percentuais no universo da indústria de capital de risco brasileira, cabendo ao *private equity* o maior destaque em termos de volume financeiro no mercado nacional de capitais, nesse último segmento predominam grandes gestoras de fundos de investimento em capital de risco,

tanto nacionais quanto internacionais, que contribuem para o processo de financeirização da economia brasileira. Entre os anos de 2013 e 2017, os investimentos do segmento de *venture capital* representavam 1% (um por cento) contra os investimentos de *private equity*, que figuravam em 99% (noventa e nove por cento) do total de investimentos entre esses dois segmentos de capital de risco (MUNDO NETO; SALTORATO, 2017).

A disparidade entre os investimentos em *venture capital* e *private equity*, observada no contexto da indústria de capital de risco brasileira, demonstra que infelizmente não ocorre um ciclo virtuoso de segmento no que se refere ao incentivo à inovação, pois o *private equity* não representa uma continuidade de outros investimentos previamente realizados na modalidade de *venture capital* nas respectivas empresas (MUNDO NETO; SALTORATO, 2017).

O fundos de *private equity* ou Fundos de Investimento em Participação (FIP) dominam o mercado de capital de risco brasileiro não apenas quantitativamente, como também culturalmente, se comparados aos fundos de *venture capital* ou Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE). Apesar de o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e da Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP), além de outras instituições-chave, empreenderem esforços para o fomento do *venture capital*, o *private equity* representa um modelo de referência entre os atores da indústria de capital de risco brasileira (MUNDO NETO; SALTORATO, 2017).

Dentre as características comuns aos fundos de investimento de capital de risco, pode-se destacar: gestão por administradores profissionais e a cobrança de taxa de administração sobre o ganho de capital auferido no desinvestimento, podendo este desinvestimento ser feito através de venda direta ou abertura de capital no mercado de ações (PAVANI, 2003).

Segundo a B3 (2021b), os FIPs (*private equity*) se classificam como fundos de renda variável e são constituídos pela comunhão de recursos dos investidores que adquirem suas cotas sob forma de condomínio fechado. O propósito do FIP é investir em empresas que se encontram em processo de desenvolvimento, sejam elas de capital aberto ou fechado ou, ainda, sociedades limitadas. O FIP participa da definição das políticas estratégicas e de gestão da empresa investida, além de auxiliar na implementação de boas práticas de governança corporativa, objetivando agregar valor para a companhia. Ainda segundo a B3 (2021b), os FIPs podem ser classificados em quatro categorias, apresentadas abaixo:

- a) FIP – Capital Semente: investem em empresas com receita bruta anual de até R\$ 16 milhões;
- b) FIP – Empresas Emergentes: investem em empresas com receita bruta anual de até R\$ 300 milhões;
- c) FIP – Infraestrutura (FIP-IE) e FIP – Produção Econômica intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I): investem em empresas que desenvolvam novos projetos de infraestrutura ou produção intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação – PD&I, em áreas prioritárias para o Poder Executivo Federal, como energia, transporte, água, saneamento básico e irrigação;
- d) FIP – Multiestratégia: não se enquadra entre as demais categorias. Investe em empresas de variados tamanhos e ramos de atuação.

Quanto à tributação dos fundos de investimento em capital de risco, foi promulgada a Lei nº 11.312 de 2006, que em seu artigo segundo determinou que os rendimentos auferidos no resgate de cotas dos FIPs (*private equity*) e FIEEs (*venture capital*) ficam sujeitos ao pagamento de imposto de renda retido na fonte, sob a alíquota de 15% (quinze por cento) incidentes sobre os ganhos líquidos auferidos entre aquisição e resgate das cotas. Esta Lei representou grande importância para o setor, pois estimulou a entrada de capital estrangeiro para os fundos citados acima, ao reduzir a zero a tributação sobre os ganhos auferidos por investidores estrangeiros nestas aplicações (BRASIL, 2006).

Os fundos de investimento de capital de risco promovem a adoção das boas práticas de governança corporativa nas empresas em que investem, como uma forma de defender os interesses dos cotistas de seus respectivos fundos de investimento (ROSSETTI; ANDRADE, 2019).

Não é só nas empresas a que aportam capital que os fundos de capital de risco promovem as boas de práticas de governança. Elas estão também estabelecidas em sua própria administração. Os cotistas recebem informações periódicas sobre os resultados de cada um dos investimentos realizados, em concordância com os estatutos do fundo e a legislação vigente. O processo decisório de entrada, permanência e saída das empresas em que os fundos têm recursos investidos é geralmente decidido por órgãos colegiados, como Conselhos Consultivos ou Conselhos de Administração. O ambiente de fiscalização e de controle dos fundos é necessariamente composto por auditores internos e independentes. (ROSSETTI; ANDRADE, 2019, p.234).

O primeiro item que os administradores dos fundos de investimento de capital de risco avaliam na empresa candidata a receber investimento é o nível de adesão às boas práticas de governança corporativa, a estrutura de poder estabelecida, os processos e práticas de gestão, principalmente no que se refere às transações com partes relacionadas, aos princípios e propósitos dos proprietários, a existência de conflitos de interesses e a conformidade com leis e regulamentos estabelecidos. Essa avaliação é realizada antes mesmo da validação do plano de investimento e da análise das alternativas de desenvolvimento dos negócios, pois esses dois últimos são comumente viabilizados através do aporte de recursos financeiros (ROSSETTI; ANDRADE, 2019).

Durante o período de investimento de capital de risco, a empresa compartilha os instrumentos administrativos do investidor para a implantação de processos de governança corporativa, orientação para a gestão com foco em lucratividade e crescimento, somados ao compartilhamento para realização de planejamento estratégico de longo prazo. Nessa união, a empresa investida é beneficiada pela experiência e rede de relacionamentos que a empresa investidora traz para o negócio. Em suma, ocorre uma soma de esforços entre investidores e empresas investidas para agregar valor ao negócio (ABVCAP, 2020c).

Os fundos de investimento de capital de risco tendem a realizar todos os processos de IPO das empresas parceiras através da mesma equipe de auditores, subscritores, especialistas financeiros e banco ofertante, o que gera um histórico de qualidade dos IPOs, refletindo na confiabilidade do processo realizado pelas empresas apoiadas por capital de risco, bem como reduzindo o custo dos processos inerentes à realização do IPO, devido a sua intensa atuação no sentido de reduzir a assimetria informacional, favorecendo o trabalho dos auditores, bem como de toda a equipe externa contratada (MEGGINSON; WEISS, 1991).

Na fase efetiva da parceria entre o fundo de capital de risco e a empresa investida ocorrem as adequações dos processos internos da empresa para a adesão às boas práticas de governança corporativa, com foco em *disclosure* (transparência de informações) e *accountability* (prestação de contas). As empresas investidas aderem aos processos e normas rigorosas de auditoria e de demonstração de resultados, de forma a assegurar a confiabilidade das informações prestadas (ROSSETTI; ANDRADE, 2019).

Quadro 1 – Atuação do Capital de Risco nas empresas investidas

Administradores dos fundos de Capital de Risco	
Pré-investimento	Pós-investimento
<ul style="list-style-type: none"> - Avaliam as práticas de governança das empresas. - Avaliam e validam o plano de financiamento e as alternativas de desenvolvimento do negócio. - Analisam o histórico das empresas em questões relativas à governança, tais como transações com partes relacionadas, conflitos de interesse e conformidade legal. - Fazem uma checagem independente sobre o histórico da administração da empresa e dos princípios e propósitos dos principais acionistas. - Trabalham com a administração para assegurar a razoabilidade do processo de investimento. - Fornecem à administração <i>feedback</i> sobre questões de governança. 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Com foco em <i>disclosure</i> (transparência de informações): - Solicitam que informações relevantes sobre a empresa sejam preparadas, auditadas e divulgadas para apresentação precisa e oportuna aos acionistas. - Asseguram a integridade das informações financeiras e da Auditoria Interna. Propõem a contratação de Auditoria Externa abrangente e conduzida por um auditor de renome. - Exigem que a administração e os conselheiros divulguem quaisquer transações com partes relacionadas ou potenciais conflitos de interesse. ➤ Com foco em <i>accountability</i> (prestação de contas): - Constituem um Conselho de Administração eficiente para supervisionar a gestão e para se comunicar com os acionistas. Exigem que os conselheiros tenham experiência e qualificações suficientes. Requerem um número apropriado de conselheiros independentes. Criam Comitês de Auditoria, Remuneração e Nomeação. - Introduzem processos formais no Conselho de Administração, tais como divulgação prévia de agenda, elaboração de atas detalhadas, realização de reuniões regulares e ativas. - Estabelecem cultura e práticas orientadas para resultados, reforçadas por um sistema de remuneração vinculado ao desempenho. - Asseguram que a empresa cumpra a lei, os regulamentos e as melhores práticas.

Fonte: Adaptado de ROSSETTI; ANDRADE (2019).

2.1.1 Histórico do Capital de Risco

Em um cenário amplo, a indústria de capital de risco teve seu início no contexto da 2ª Grande Guerra Mundial, desde então os governos representaram um papel importante no

fomento ao desenvolvimento tecnológico e à inovação. A corrida espacial foi um segundo impulso para a indústria de capital de risco. Em seguida, o destaque é para a criação do Vale do Silício, nos Estados Unidos, e o fomento por parte das universidades e do capital privado para as empresas nascentes, também conhecidas como “empresas de garagem”, alguns exemplos dessas empresas são: HP, Microsoft, Intel, Atari, Apple, Yahoo. O capital de risco proporcionou a criação e aceleração de empresas, que se tornaram líderes no mercado e contribuíram para o desenvolvimento de toda a economia mundial (ABDI, 2011^a).

No Brasil, a evolução da indústria de capital de risco é dividida em três fases: Origem (1970-1980); Estruturação (1981-1994), e Crescimento (a partir de 1995). Esta categorização foi observada por Cláudia Pavani (2003), uma das pesquisadoras de referência no estudo do capital de risco no Brasil.

O período de “Origem” do capital de risco no Brasil ocorreu na década de 1970, quando o foco dos investimentos era em projetos de grande porte e não em pequenas e médias empresas, o contexto principal era a viabilização de projetos do Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND) e foram patrocinados basicamente pelo BNDES e pela FINEP. Nesta fase, as iniciativas privadas não tiveram relevância para o mercado privado de capital de risco (PAVANI, 2003).

O período de “Estruturação”, compreendido entre 1981 e 1994, foi marcado pela instabilidade econômica, choques inflacionários e altas taxas de juros, o que desestimulava a atividade de capital de risco, porém nesta fase houve iniciativas públicas e privadas fundamentais para o desenvolvimento da indústria de capital de risco brasileira (PAVANI, 2003).

Durante a fase de “Estruturação”, conforme destaque de Sá (2017), ocorreram importantes avanços na legislação regulatória, como a publicação, no ano de 1994, da Instrução 209 da CVM, que regulamentou a administração do FMIEE. A Instrução 209 (CVM, 1994) estabeleceu os perfis dos atores da indústria de capital de risco: o investidor, o administrador e a empresa, esta última podendo estar em fase de desenvolvimento, ser média ou pequena, porém todas com alto potencial de crescimento. A partir dela, considera-se empresa emergente a companhia que apresente faturamento líquido anual inferior a R\$150.000.000,00 (cento e cinquenta milhões de reais).

A partir de 1995, iniciou-se a chamada fase de “Crescimento” dos investimentos em capital de risco no Brasil, quando aumentaram significativamente o número de fundos

atuantes, a quantidade de operações realizadas e o valor investido. Todos esses fatores foram favorecidos pelo cenário econômico de estabilidade proporcionado pelo Plano Real e pela normatização do setor. Neste momento, iniciaram-se os investimentos em empresas ainda em sua fase inicial. No cenário macroeconômico houve destaque para inovações nas áreas de tecnologia e comunicação (PAVANI, 2003).

Considerando que a presente pesquisa foi iniciada no ano de 2020, pode-se observar que se passaram vinte e cinco anos desde o início do período classificado como “Crescimento” da indústria de capital de risco no Brasil, o ano de 1995, não tendo sido encontrada na literatura disponível nenhuma nova classificação para os anos posteriores ao da publicação da classificação apresentada por Cláudia Pavani em 2003. Presume-se que diversas alterações no cenário econômico, político, social e tecnológico ocorreram desde então, cabendo análise minuciosa dos dados para sequenciar os demais períodos que sucederam o ano de 2003. Devido à necessidade de aprofundamento de pesquisa para categorizar possíveis novas classificações, tal questão não será abordada neste trabalho em função da delimitação do tema. Porém, a presente pesquisa pode contribuir para a compreensão do panorama da indústria de capital de risco brasileira entre os anos de 2004 e 2020, ao demonstrar que o crescimento da participação do capital de risco em IPOs do mercado de capitais brasileiro foi significativo e contínuo no período.

Os anos de 1999 e 2000 foram marcados pelo crescimento da internet e do comércio eletrônico, nesse período cerca de dois terços de todos os investimentos de capital de risco foram realizados nos segmentos relacionados à internet. Porém, no mesmo ano de 2000 houve o estouro da bolha de investimento em empresas relacionadas à internet e várias empresas que configuravam o portfólio dos fundos de investimento de capital de risco enfrentaram grandes dificuldades, marcando um revés no movimento de ascensão de recursos financeiros ocorridos no período. O retorno dos fluxos de investimento se deram novamente no ano de 2005 (ABDI, 2011^a).

No ano de 2003 a CVM publicou a Instrução 391, que normatizou os FIPs, o principal destaque deste documento foi a autorização para a negociação das cotas dos Fundos de Participação em bolsa de valores, desta forma os fundos puderam adquirir maior liquidez e volume de negociação. Nesta instrução foram estabelecidas as categorias de empresas aptas a receber investimento dos Fundos de Investimento em Participações. A publicação concedeu aos IPOs a possibilidade de intervir nas decisões administrativas das respectivas empresas que

receberam investimento do fundo, como através da participação no conselho de administração, posição que permite a atuação nos assuntos estratégicos da organização, além de assegurar diversos direitos aos investidores através da regulamentação da adoção de algumas práticas de governança corporativa por parte da empresa investida, conforme descrito abaixo (CVM, 2003, p.2):

- I – proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação;
- II – estabelecimento de um mandato unificado de 1 (um) ano para todo o Conselho de Administração;
- III – disponibilização de contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de emissão da companhia;
- IV – adesão à câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários;
- V – no caso de abertura de seu capital, obrigar-se, perante o fundo, a aderir a segmento especial de bolsa de valores ou de entidade mantenedora de mercado de balcão organizado, que assegure, no mínimo, níveis diferenciados de práticas de governança corporativa previstos nos incisos anteriores;
- VI – auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM.

Em 2005 foi publicado o 1º Censo Brasileiro da Indústria de Private Equity e Venture Capital, o qual sistematizou o conhecimento através de metodologias qualitativas e quantitativas sobre a indústria de capital de risco no Brasil até o ano de 2003. Foi publicado em 2011 o segundo e último censo da categoria: o 2º Censo Brasileiro da Indústria de Private Equity e Venture Capital, que trouxe informações de relevância para o mercado de capital de risco brasileiro, no período posterior a 2003, sobre o qual é possível destacar os dados a respeito das primeiras IPOs de empresas investidas por capital de risco, que ocorreram no final do ano de 2004 (ABDI, 2011b). Considerando que não houve mais nenhum outro Censo da Indústria de capital de risco desde 2011, a partir de então os estudos detalhados e dados quantitativos sobre investimentos da indústria de capital de risco são publicados periodicamente pela ABVCAP.

Em 24 de setembro de 2009 foi publicada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) a Resolução nº 3.790, autorizando que os regimes próprios de previdência social instituídos pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios aplicassem seus recursos limitados em até cinco por cento de seu montante total em FIP (CMN, 2009). Segundo ABDI (2011b), anteriormente esse percentual era menor, estabelecido em dois por cento. Esta ampliação refletiu diretamente em uma expansão dos recursos da indústria de capital de risco no país.

2.1.2 Instituições do Capital de Risco

Sobre o ambiente regulatório do mercado de capital de risco se destaca a CVM, que é uma entidade autárquica em regime especial e vinculada ao Ministério da Economia, possui autoridade administrativa independente, foi criada no ano de 1976 com o objetivo de fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil (CVM, 2020). As instruções publicadas pela CVM que versam diretamente sobre o capital de risco e foram citadas neste trabalho são as Instruções número 209 e 391 (CVM, 1994, 2003).

Para dispor sobre os fundos de investimento em capital de risco, que são a forma mais flexível de investimento nessa modalidade, foi criada no ano de 2009 a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), com a missão de fortalecer a representação do setor e apoiar a evolução de um mercado de capitais capaz de financiar o desenvolvimento econômico e social local e influenciar o mercado global. A ANBIMA publicou no ano de 2011 o Código ABVCAP/ANBIMA para Melhores Práticas para o Mercado, com o objetivo de estabelecer parâmetros relacionados à constituição e funcionamento dos fundos FIP e FIEE (ANBIMA, 2020).

No âmbito do mercado de capital de risco, outra instituição que se destaca é a ABVCAP. Criada no ano de 2000, é uma entidade sem fins lucrativos que visa o desenvolvimento da indústria de capital de risco nacional, além de defender os interesses dos integrantes desta indústria junto às instituições públicas e privadas, nacionais e estrangeiras, em busca de políticas públicas cada vez mais alinhadas ao fomento dos investimentos em capital de risco no Brasil (ABVCAP, 2020b). A ABVCAP é responsável pela publicação periódica de relatórios quantitativos, esses dados são relevantes para análise sobre panorama da indústria de capital de risco nacional.

2.2 Mercado de capitais: conceito, operação no Brasil e aberturas de capitais

Possuir um Mercado de Capitais desenvolvido aliado a um dinâmico mercado acionário é uma característica comum a todos os países desenvolvidos que atingem suas metas econômicas e sociais. O mercado acionário brasileiro possui grande potencial de crescimento, o alcance de seu potencial consequentemente favorecerá o desenvolvimento econômico e social do país através da capacidade de geração de riquezas, afinal, não é possível alcançar o

crescimento da economia sem o respaldo das bolsas de valores na promoção da alocação eficiente de recursos financeiros (ASSAF NETO; LIMA, 2011).

O Brasil possui atualmente (ano 2021) uma única bolsa de valores em operação no país, denominada *Brasil, Bolsa, Balcão* (B3), a qual até março de 2017 era chamada BM&FBovespa. A B3 atua no ambiente de bolsa de valores e de balcão, é uma das principais empresas de infraestrutura de mercado financeiro do mundo, ocupando posição de destaque entre as bolsas de valores mundiais, além de figurar entre as maiores em valor de mercado (B3, 2021f).

O Mercado de Capitais é um instrumento para o crescimento financeiro e econômico de um país, quanto mais desenvolvida é a economia de um país, mais ativo é o seu Mercado de Capitais. Por meio do Mercado de Capitais as empresas distribuem seus valores mobiliários, em outras palavras, suas ações, com a finalidade de captar recursos a baixo custo, os quais serão utilizados para a expansão dos negócios da organização (TAMBOSI FILHO, 2011).

O Mercado de Capitais, através do mercado de ações, promove uma eficiente alocação de capital na economia, motivando a captação de poupança para a promoção de investimentos necessários através da intermediação financeira entre os poupadores e os investimentos produtivos mais atraentes, viabilizando o direcionamento dos recursos, daqueles que possuem capacidade de poupar para aqueles que necessitam de recursos financeiros para o investimento produtivo (ASSAF NETO; LIMA, 2011).

O processo de investimento é frequentemente favorecido por uma eficiente estrutura legal, que é uma das características responsáveis por atrair recursos estrangeiros de capital de risco para determinados países, afinal, países com forte estrutura legal enfrentam custos mais baixos de burocracia ao gerenciar seus fundos, o que contribui para o sucesso dos investimentos (TYKVOVÁ, 2018).

O Mercado de Capitais para as pessoas físicas representa um instrumento de acesso a opções de investimento. Nesse sentido, o Mercado de Capitais atua como um agente intermediário para a canalização dos recursos de poupança para o sistema produtivo, favorecendo o crescimento econômico do país, que, por sua vez, resulta em aumento da poupança de forma a realimentar esse ciclo virtuoso (TAMBOSI FILHO, 2011).

As empresas possuem variadas opções disponíveis de fontes para captação de recursos a serem utilizadas em sua estratégia de estrutura de capital ao longo de seu ciclo de operação.

Para avaliar a fonte de recurso mais adequada, são consideradas algumas características da empresa, como: perfil, o estágio de maturidade e a estratégia da organização, além do estudo de cálculo a respeito das implicações que a fonte de recurso escolhida poderá trazer como consequência para a empresa. A abertura de capital ou IPO é uma opção de fonte de recursos que viabiliza o crescimento da empresa a partir da obtenção de recursos financeiros dos investidores do mercado de capitais (DELOITTE, 2020).

A captação de recursos por meio da emissão de novas ações representa uma possibilidade de financiamento onde não há a obrigação de pagamento periódico de juros ou amortização de principal. Isso proporciona às companhias melhores possibilidades de alcançarem um equilíbrio em sua estrutura de capital, entre capital próprio e de terceiros. E a partir do momento que a empresa abre capital e se torna uma companhia listada, ela pode acessar de forma recorrente o mercado através de novas captações, através das ofertas subsequentes e aproveitar mais rapidamente das oportunidades de mercado, podendo também continuar a se beneficiar do mercado de dívida corporativa. (B3, 2021g, p.3).

O primeiro lançamento de ações de uma empresa em bolsa de valores é chamado de Oferta Pública Inicial ou IPO que é a sigla em inglês para *Initial Public Offer*. As ações são valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas e representam a menor fração do capital social de uma empresa. A emissão de ações é uma forma que as empresas possuem para captar recursos no mercado para desenvolvimento de projetos, alcance de objetivos e venda de sua participação societária (B3, 2020a).

A empresa de capital aberto é uma impressionante invenção social. Milhões de pessoas voluntariamente confiam bilhões de dólares, francos, pesos, etc., de riqueza pessoal aos cuidados de administradores com base em um complexo conjunto de relações contratuais que delineiam os direitos das partes envolvidas. O crescimento da utilização da forma corporativa bem como o crescimento do valor de mercado de empresas sólidas sugere que, pelo menos até o momento, credores e investidores de modo geral não têm se decepcionado com os resultados, apesar dos custos de agência inerentes à forma corporativa. (JENSEN; MECKLING, 2008, p.117).

O IPO representa o primeiro grande evento de liquidez no ciclo de vida de uma empresa em processo de ascensão, é nesse momento que os fundadores e os primeiros investidores iniciam o processo de identificação do valor de mercado de sua participação acionária na empresa. Em um IPO, embora os fundadores originais da empresa frequentemente representem os maiores participantes do capital social da organização, existe normalmente um conjunto heterogêneo de investidores externos, com destaque para os fundos de capital de risco, cujo investimento está focalizado em empresas de alto potencial de crescimento e ganhos de escala (SINCERRE *et al.*, 2019).

IPOs podem ser: a) primários ou b) secundários, a maioria das empresas realiza uma oferta mista, havendo os dois tipos de oferta no IPO (B3, 2020a):

- a) Oferta Primária: quando ocorre um aumento de capital social da companhia, é realizada para a captação de recursos financeiros, os quais podem ser utilizados para expansão, aquisição, investimento, pesquisa e desenvolvimento, pagamento de dívidas, alteração da estrutura de capital, capital de giro, entre outros;
- b) Oferta Secundária: quando o capital social da empresa se mantém inalterado, a oferta tem a finalidade de realizar a venda da participação de um ou mais sócios da companhia, neste caso, a empresa não recebe nenhum recurso financeiro captado no IPO.

O IPO é um marco relevante para a organização e atrai visibilidade para a empresa, demonstrando que foi alcançado um nível considerável de sucesso. Algumas vezes a captação de recursos financeiros junto ao mercado de capitais através da venda primária de ações pode significar uma estratégia quando outras opções de financiamento já foram exploradas, nesse caso o IPO representa uma decisão tática para a perpetuidade dos negócios e do crescimento da empresa, bem como pode ser o mecanismo de manobra escolhido pelos investidores de capital de risco que compõem o capital social da empresa para realizarem a venda de sua participação na organização. A decisão de realizar um IPO implica em uma mudança no posicionamento estratégico das instituições, o que impacta diretamente na necessidade de desenvolvimento de novas competências do quadro de gestores e funcionários, além de exigir maior transparência dos controles internos (DELOITTE, 2020).

Os investidores compram ações visando principalmente lucrar com o recebimento de dividendos, ou seja, a distribuição dos lucros da empresa, bem como objetivando lucrar com a valorização da cotação das ações no mercado, o que pode ser traduzido como ganho de capital. A responsabilidade dos acionistas, no que se refere aos resultados alcançados pela empresa, é limitada ao montante das ações possuídas, os acionistas são sócios dos resultados da organização da qual detém posse de ações (ASSAF NETO; LIMA, 2011).

Dados da B3 demonstram que, desde o ano de 2004, foram realizados 190 (cento e noventa) IPOs de ações de empresas brasileiras na bolsa de valores, somando um volume total no valor de R\$228.483.578.127,04 (duzentos e vinte e oito bilhões, quatrocentos e oitenta e

três milhões, quinhentos e setenta e oito mil, cento e vinte e sete reais e quatro centavos). No mês de março de 2021 (ocasião da realização dessa análise), existiam 448 (quatrocentas e quarenta e oito) empresas listadas na B3 (2021a). Ou seja, as 190 (cento e noventa) empresas que realizaram IPO desde o ano de 2004, e que compõem o universo de dados da pesquisa, representam 42% (quarenta e dois por cento) do total de empresas listadas na B3 em março de 2021, esses números conferem significância estatística das análises realizadas neste estudo.

O 2º Censo Brasileiro da Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* (Capital Privado e capital de risco) traz informações de relevância sobre o mercado de capital de risco brasileiro, demonstrando que foi no final do ano de 2004 que ocorreram as primeiras IPOs de empresas investidas por capital de risco estreadas na B3 (ABDI, 2011b). Por esta razão, o presente estudo utiliza o ano de 2004 como referência cronológica para o início da coleta de informações que irão compor o universo de dados da pesquisa.

Para que uma empresa de capital fechado com um ou poucos sócios possa vir a se tornar uma empresa de capital aberto em bolsa de valores, ou seja, uma organização que possui um grande número de acionistas habilitados para comprar e vender suas ações, é necessário um período de preparação, pois para atuar neste novo cenário, é necessário que as companhias abertas cumpram regulamentos e prazos, além da necessidade de enquadramento em altos níveis de boas práticas de governança corporativa. Enfim, o percurso de uma empresa para a realização da abertura de capital em bolsa de valores exige uma ampla transformação em sua cultura organizacional, representando um grande desafio para todos os executivos que participam desse processo (DELOITTE, 2020).

Para que uma organização alcance a condição de companhia aberta apta a realizar um IPO e ter seus valores mobiliários negociados publicamente em bolsa de valores, é necessário que sejam observadas as exigências legislativas disciplinadas pela Lei das S.A. nº 6404/76 expedida em 15 de dezembro de 1976. As organizações deverão obrigatoriamente estar registradas na Categoria “A” da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que significa um regime completo de divulgação de informações da empresa, além de se enquadrar em um dos segmentos de listagem da B3, como é o caso, das empresas adeptas aos altos padrões de governança corporativa, as quais apresentam maior rigor se comparadas às obrigações exigidas pela Lei das S.A. nº 6404/76 (B3, 2021g).

De acordo com a B3 (2021g, p.5), as organizações que desejam realizar um IPO seguem alguns requerimentos, dentre os mais relevantes são:

- a) Ser uma sociedade constituída sob a forma de S.A.;
- b) Ter três anos de demonstrações financeiras auditadas por auditor independente registrado na CVM (ou auditado desde o início para caso de empresas com menos de 3 anos);
- c) Designar diretor estatutário de Relação com Investidores;
- d) Possuir Conselho de Administração;
- e) Identificar eventual segmento de listagem e fazer o pedido de listagem e de admissão à negociação na B3;
- f) Realizar oferta pública de distribuição de valores mobiliários registrada pela CVM;
- g) Devem ser observados também os requerimentos específicos dos segmentos de listagem escolhido.

Os segmentos de listagem da B3 que exigem maior rigor de classificação quanto à governança corporativa são: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Pertencem a esses segmentos aquelas organizações que prezam por diferenciadas regras de governança corporativa, com o objetivo de melhorar sua reputação perante os investidores do mercado de capitais, e aquelas que decidem aderir voluntariamente a um desses segmentos de listagem (B3, 2021g). O quadro 2 demonstra as principais características desses segmentos de listagem da B3:

Quadro 2 – Principais exigências para cada segmento de listagem (Continua)

<u>Segmento</u>	<u>Nível 1</u>	<u>Nível 2</u>	<u>Novo Mercado</u>
Ações	ON e PN	ON e PN	Somente ON
Free Float mínimo	25%	25%	25%, ou 15% caso oferta > R\$ 3 Bi
Tag Along	80%	100%	100%
Membros do Conselho Administrativo (CA)	Mínimo 3	Mínimo 5	Mínimo 3, sendo 2 ou 20% (o que for maior) independentes
Vedada	A acumulação de cargos entre CEO e Presidente do CA (carência de 3 anos)	A acumulação de cargos entre CEO e Presidente do CA (carência de 3 anos)	A acumulação de cargos entre CEO e Presidente do CA
Controles Internos			Comitê de Auditoria, área de auditoria interna e funções de compliance
Políticas			Diferenciadas

Ações ON: Ações Ordinárias, com direito a voto (ASSAF NETO; LIMA, 2011).

Ações PN: Ações Preferenciais, possuem preferência no recebimento de proventos, porém sem direito a voto (ASSAF NETO; LIMA, 2011).

Free Float mínimo: mínimo de ações que a empresa se compromete a manter em circulação no mercado.

Tag Along: garantia aos acionistas minoritários, de recebimento do preço por ação negociado pelo acionista controlador, no caso de venda da empresa (ASSAF NETO; LIMA, 2011).

Fonte: Elaborado pela autora com dados da B3.

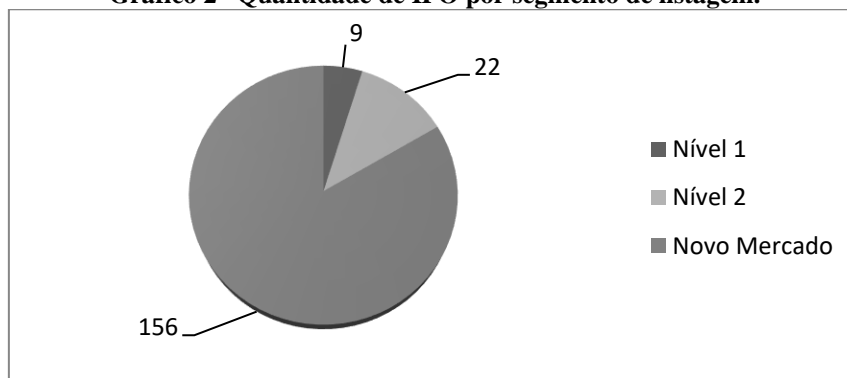
A adesão ao “Novo Mercado” pressupõe o aceite, por parte da empresa emissora, de diversas práticas de governança corporativa, que minimizam riscos e normatizam a transparência de gestão. O “Novo Mercado” categoriza um nível de governança corporativa superior ao que é exigido pela legislação brasileira. Empresas listadas nesse segmento adotam um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, praticam estruturas de controle e fiscalização internos, e divulgam suas políticas empresariais ao mercado (B3, 2020c).

O “Novo Mercado” possui o objetivo de prover um ambiente mais confiável e seguro para que os investidores realizem negociações de ações de empresas que adotam as melhores práticas de governança corporativa e transparência no sistema de gestão e conseqüentemente alcançam maior demanda e preço por seus papéis (RIBEIRO NETO; FAMÁ, 2003).

O “Novo Mercado” é integrado por companhias que possuem elevados padrões de governança corporativa, por exemplo, emitem apenas ações ordinárias, equalizam os direitos dos acionistas, adotam padrão de transparência mais elevado, incluindo a elaboração de políticas específicas, como de remuneração e indicação. Demandam estruturas internas de fiscalização e controle, como áreas de auditoria interna, controles internos, compliance e riscos, devidamente descritas em política de gerenciamento de riscos, além da instalação de comitê de auditoria. (B3, 2021g, p.8).

Entre o ano de 2004 e 2020 foram realizados 190 (cento e noventa) IPOs na B3, desse universo, apenas a empresa BTG Pactual aderiu ao nível básico de listagem, as empresas Nutriplant e Senior Sol aderiram ao segmento Bovespa Mais, que é o segmento destinado às pequenas e médias empresas. As demais 187 (cento e oitenta e sete) empresas aderiram aos segmentos de listagem caracterizados por diferenciadas regras de governança corporativa (B3, 2020b). Conforme observado no gráfico 2 a seguir, 83% (oitenta e três por cento) das empresas que compõem os segmentos diferenciados de listagem optaram voluntariamente por abrir capital no “Novo Mercado”, que é o segmento de listagem da B3 com mais elevado nível de exigências quanto à governança corporativa:

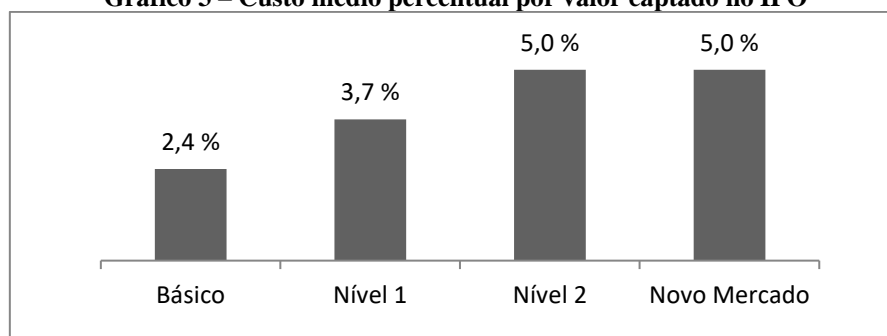
Gráfico 2– Quantidade de IPO por segmento de listagem.



Fonte: Elaborado pela autora com dados da B3.

O gráfico 3 abaixo demonstra os custos médios em termos percentuais do valor captado no IPO em cada um dos segmentos de listagem (Básico, Nível 1, Nível 2 e “Novo Mercado”) com base nas informações entre o ano de 2004 e 2020.

Gráfico 3 – Custo médio percentual por valor captado no IPO



Fonte: Elaborado pela autora com dados da B3.

Analisando o gráfico 2, pode-se perceber que não há diferença de custos para a abertura de capital no Nível 2 e no “Novo Mercado”, demonstrando que não há incentivo financeiro que justifique a maior adesão ao segmento “Novo Mercado”, desta forma é possível inferir que outros fatores motivam as organizações a realizarem IPO no segmento com mais elevado padrão de governança corporativa, como, por exemplo, maior prestígio junto aos investidores do mercado de capitais, bem como menor oscilação nos preços de suas ações em períodos de crise.

O índice Bovespa (IBOV) é o principal indicador médio do comportamento das cotações do mercado acionário brasileiro, através dele é auferido o desempenho de uma

carteira teórica composta pelas principais ações negociadas na B3, a partir de uma aplicação hipotética em unidades monetárias (ASSAF NETO; LIMA, 2011).

Como consequência da estruturação do “Novo Mercado”, surgiu a necessidade de indicadores para o acompanhamento do desempenho da cotação dos ativos das empresas listadas na B3 e que aderiram aos altos níveis de práticas de governança corporativa. Por esta razão, no último trimestre do ano de 2004 a B3 criou uma carteira teórica de ativos chamada Índice de governança corporativa Diferenciada (IGCX), composta exclusivamente por ações de companhias que aderiram ao Nível I, Nível II ou ao “Novo Mercado”. O IGCX, no período compreendido entre os meses de maio a agosto de 2021, era composto por ações de um total de 249 (duzentas e quarenta e nove) empresas (B3, 2021d). Esse número representa 55% (cinquenta e cinco por cento) do total das 448 (quatrocentas e quarenta e oito) empresas listadas na B3 em março de 2021.

O gráfico 4 a seguir demonstra o histórico do IGCX desde sua criação no último trimestre de 2004, apresentando uma comparação com o IBOV, através do qual é possível observar que o IGCX teve uma valorização de 857% (oitocentos e cinquenta e sete por cento), enquanto no mesmo período o IBOV teve uma valorização de 546% (quinhentos e quarenta e seis por cento). O crescimento do IGCX está intimamente relacionado à confiança dos investidores em relação às empresas que adotam altos níveis de boas práticas de governança corporativa, as quais são certificadas pelas regras e normativos do IGCX da Bolsa de Valores brasileira.

Gráfico 4– Comparativo IGCX e IBOV.



Fonte: Elaborado pela autora com ferramentas do site da B3.

O valor de mercado das ações de uma empresa significa o valor atual de cotação de cada ação da empresa na bolsa de valores, o qual reflete as expectativas dos investidores no que se refere ao prognóstico potencial de desempenho financeiro da empresa (ASSAF NETO; LIMA, 2011). Segundo Rossetti e Andrade (2019), as reações do mercado de capitais também atuam como forças externas de controle da governança corporativa.

O indicador fundamental da reação do mercado de capitais à qualidade da governança corporativa e dos resultados por ela proporcionados aos acionistas é a cotação das ações. O mercado reage aos resultados das operações das companhias, a fatos relevantes que envolvem questões societárias e de negócios e às expectativas de retornos futuros. É farta a literatura que examina, de um lado, os efeitos da governança sobre as cotações de mercado das companhias de capital aberto e, de outro lado, as pressões exercidas pelas cotações sobre a administração corporativa. (ROSSETTI; ANDRADE, 2019, p.224).

Durante o processo de IPO, as organizações buscam compor seu quadro de executivos com profissionais experientes e tecnicamente capacitados para auxiliar nas demandas inerentes à abertura de capital. Além disso, buscam por profissionais com reputação forte e histórico de atuação baseada em princípios éticos, afinal, os executivos exercem o papel de interlocutores junto ao mercado durante o período pré IPO, momento em que ocorrem os *roadshows*, que são as apresentações a potenciais investidores a respeito dos dados operacionais, financeiros e estratégicos da organização, sendo, dessa forma, responsáveis por

transmitir uma boa impressão do quadro de gestores, bem como a respeito da organização como um todo (DELOITTE, 2020).

A insuficiência da preparação para o IPO pode impactar a empresa de diversas formas, como a identificação tardia de assuntos relevantes que podem atrasar – ou até impossibilitar – a conclusão do processo, ou a falta de estrutura e de profissionais com capacidade para atender os requerimentos. Dessa forma, as consequências de um insucesso ou atraso no IPO podem ser significativas para qualquer organização, com implicações sobre o caixa, a reputação, a manutenção de profissionais e a moral, bem como custos relevantes incorridos durante o processo. (DELOITTE, 2020, p.10).

Possuir uma equipe talentosa e qualificada é fundamental para o sucesso do IPO de uma organização, essa equipe multidisciplinar envolve funcionários de diversos departamentos, além dos executivos, coordenadores financeiros e outros profissionais, como advogados e auditores. Todo o trabalho burocrático e de aculturação que envolve o processo do IPO, bem como o investimento de tempo dos funcionários da organização e a quantidade de prestadores de serviços envolvidos, tornam o processo de IPO bastante dispendioso (DELOITTE, 2020).

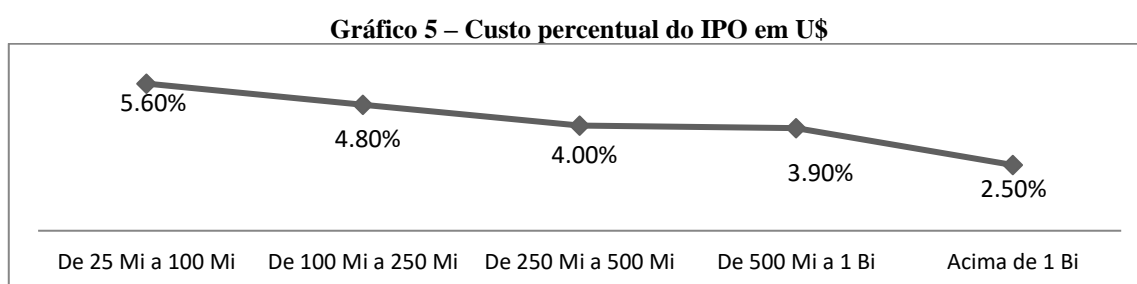
Os custos relativos à preparação da empresa para a realização do IPO estão diretamente relacionados à sua estrutura pré existente, como, por exemplo: governança corporativa, processos transparentes, controles internos e realização periódica de auditoria independente. Desta forma, as organizações que já investiam nesses processos antes do IPO serão menos impactadas pelos custos inerentes à adequação para se tornarem empresas de capital aberto em bolsa de valores. Por esta razão, pode-se afirmar que os custos para a realização de um IPO variam consideravelmente entre as organizações. As organizações que não investem em governança corporativa e nem no aperfeiçoamento de sua gestão, ao iniciarem o processo de IPO, terão gastos muito maiores, bem como o enfrentamento de barreiras culturais dentro da organização (DELOITTE, 2020).

Segundo Assaf Neto e Lima (2011), os principais custos para a realização do IPO para uma empresa são:

- a) Legais: taxas de registro e fiscalização devidas à CVM, anuidade à bolsa de valores, cadastros;
- b) Publicações: editais, demonstrações financeiras, materiais informativos, informes obrigatórios aos acionistas;
- c) Intermediação financeira: comissões, custos dos trabalhos de coordenação;

d) Projeto: estudos de viabilidade da abertura de capital, consultorias externas.

O gráfico 5 abaixo demonstra dados da pesquisa realizada pela PWC (2019), referente aos custos para a realização de IPO por empresas brasileiras entre os anos de 2004 a 2018, no qual pode-se observar uma relação inversamente proporcional entre o valor e os custos para a realização do IPO em termos percentuais em comparação ao valor da oferta, em outras palavras, quanto maior o valor da oferta, menor o percentual de custos, o que sugere que há um custo fixo comum a todas as empresas para a realização dos trâmites do IPO independentemente de seu tamanho.



Fonte: Adaptado de PWC, 2019.

Realizar um IPO de ações é exequível exclusivamente para as empresas que estão em boas condições financeiras, além disso a empresa precisa se enquadrar em um nível mínimo de valores de patrimônio líquido e faturamento. O processo de abertura de capital em bolsa de valores é extremamente burocrático, o qual exige que a empresa atenda a diversas e rigorosas exigências (GORGULHO, 1996).

As empresas brasileiras listadas na B3 (2021c) são classificadas em diversos setores econômicos em função de seus respectivos ramos de atuação, considerando os tipos e usos dos produtos e serviços que são desenvolvidos por essas respectivas empresas e que mais contribuem para a formação de suas receitas. Desta forma, estão estabelecidos três níveis de classificação das empresas conforme atividade econômica predominante, são elas:

- a) Setor Econômico: que é o nível mais abrangente, composto por 11 (onze) setores;
- b) Subsetor: é o nível intermediário, composto por 46 (quarenta e seis) subclassificações;
- c) Segmento: é o nível mais específico para discriminar a atuação da empresa, esta classificação é composta por 86 (oitenta e seis) especificações.

A realização do IPO é a opção mais bem-sucedida que um fundo de capital de risco pode fazer para a venda de sua participação em uma empresa, se comparada à venda direta. Os fundos de investimento apresentam uma média anual de retorno financeiro de 60% (sessenta por cento) nas operações de saída, ou seja, desinvestimento, através de venda de ações das empresas investidas via IPO, contra uma média anual de retorno 15% (quinze por cento) em saídas através de venda direta ou estratégica. (GOMPERS, 1995 apud SIQUEIRA *et al.* 2011). O IPO flexibiliza ao fundo de investimento de capital de risco realizar apenas a venda parcial de sua participação na empresa investida, com a possibilidade de posterior venda das ações restantes ou, ainda, realizar uma distribuição de ações para os cotistas do fundo de capital de risco (CUMMING; MACINTOSH, 2003).

Deve-se considerar, portanto, que o modo de desinvestimento que o fundo de capital de risco opta em realizar também considera o estágio em que a empresa se encontra na ocasião do término do investimento, sendo a venda direta a opção acessível para o encerramento da participação dos fundos de capital de risco em empresas em fase inicial de negócios ou que sejam de pequeno porte, as quais ainda não atingiram magnitude suficiente para atender os pré-requisitos para a realização de um IPO. Conforme Brasil (2014), a realização de um IPO como meio de saída para os investimentos realizados por capital de risco representa um importante mecanismo de saída para os fundos de investimentos, sobretudo em países de economia mais desenvolvida, porém no Brasil ainda há um empecilho para a realização de IPOs no que se refere à grande dificuldade de abertura de capital para empresas cujo valor de mercado é baixo, as quais realizam IPO de valor reduzido.

A venda da participação de um fundo de investimento em uma determinada empresa por um IPO é uma opção atrativa para os investidores de capital de risco, pelo fato de ser um método de venda capaz de alcançar alto nível de liquidez e negociabilidade. Por esta razão, os capitalistas de risco, ao analisar o perfil das empresas candidatas a uma futura parceria com investidores de capital de risco, consideram como pré-requisito ideal que os empresários compreendam as características típicas dos custos de capital nesta modalidade de negócio, possuam expectativas realistas sobre os resultados do investimento e reconheçam a necessidade de velocidade para a realização de um IPO em bolsa de valores (ZIDER, 1998).

A abertura de capital é uma forma de desinvestimento que demonstra que a operação investimento realizada pelo fundo de capital de risco em uma determinada empresa foi eficiente, o que conseqüentemente proporcionou ao fundo realizar uma venda rentável no

mercado de capitais para os investidores interessados no prognóstico de crescimento da empresa (GOMPERS, 1995 apud SIQUEIRA *et al.* 2011). Nesse contexto, ocorre uma dominação cultural para a ampliação da dependência das empresas parceiras do capital de risco em relação ao mercado financeiro em geral (MUNDO NETO; SALTORATO, 2017).

Antes da crise financeira mundial de 2008, as condições do mercado eram as considerações mais importantes a serem observadas pelos fundos de investimento de capital de risco na tomada de decisão estratégica de abertura de capital em bolsa de valores. Porém, após a crise financeira global de 2008, em razão do aumento da volatilidade e das incertezas que caracterizaram o mercado financeiro a partir de então, os fundos de investimento de capital de risco não puderam mais aguardar o momento em que as condições de mercado se apresentassem promissoras para que pudessem realizar a saída dos investimentos através de um IPO, sendo assim, os fundos passaram a concentrar esforços nos fatores que podem influenciar, ou seja, nos fundamentos da empresa investida, em outras palavras, nas suas condições financeiras, reputação e perspectivas (MOLLER; HOLM, 2017).

Os investidores do mercado de ações, que tomam decisões baseadas em análise fundamentalista, consideram as características particulares de cada empresa, que se sobrepõem à volatilidade de curto prazo. Esse modelo busca retorno no longo prazo, ancorado no potencial e nos fundamentos da empresa, nessa análise são considerados itens como demonstrações financeiras, ambiente de negócios e situação setorial (GOMES, 2000).

Os acionistas investidores das empresas de capital aberto em bolsa de valores possuem três interesses básicos, conforme demonstra Rossetti e Andrade (2019):

- a) O usufruto de uma parcela do lucro da companhia, líquido de impostos, destinada ao pagamento de dividendos;
- b) O aumento do valor de mercado da companhia, traduzido em valorização das ações no mercado de capitais;
- c) No caso de liquidação ou de venda da companhia, receber por suas ações a parte correspondente aos valores praticados.

Visando atrair o prestígio dos investidores fundamentalistas, os fundos de investimento de capital de risco buscam agregar valor às empresas investidas de diversas formas, tais como: melhoria da eficiência, iniciativas estratégicas e principalmente através da incorporação de melhorias operacionais. Quanto melhor for o desempenho da empresa

investida, maior a probabilidade de que a venda da participação que o fundo de investimento possui nessa empresa seja realizada por meio de IPO, em detrimento da venda direta com negociação particular, esta última estratégia é utilizada para venda de empresas com menor desempenho ou menor valor (MOLLER; HOLM, 2017).

O legado que os fundos de investimento de capital de risco proporcionam para as empresas investidas prevalece por anos após o IPO, isso se deve ao fato de o longo prazo ser uma das principais características das decisões de políticas de investimento e financiamento de uma organização. As empresas que foram parceiras de capital de risco apresentam maiores disponibilidade de caixa e menor nível de alavancagem, além de demonstrarem melhor desempenho operacional e performance de crescimento em vendas, somado ao fato de atingirem maior Retorno sobre o Ativo (ROA) (SINCERRE *et al.*, 2019).

As empresas que recebem investimento de capital de risco aderem às políticas de gestão diferentes, se comparadas às empresas que não possuem participação desses investidores. Por esta razão, as empresas apoiadas por capital de risco são capazes de atingir o IPO em uma idade mais jovem do que as demais empresas estreantes em bolsa de valores que não são parceiras desses investidores (MEGGINSON; WEISS, 1991).

Estudos realizados por Gioielli *et al.* (2013) demonstram que as empresas que recebem investimento de capital de risco não gerenciam resultado nos períodos contábeis que antecedem o IPO de ações em bolsa de valores, porém as empresas que não recebem tal investimento, manipulam resultados no trimestre imediatamente anterior ao IPO. O gerenciamento de resultados, ainda que não seja um ato ilegal, ao distorcer o conteúdo das informações contábeis, prejudica os investidores. Sendo assim, os dois grupos de empresas se comportam de forma diferente, pois a presença do investidor de capital de risco implica em procedimentos de auditoria efetiva, indicando um compromisso para que não haja gerenciamento de resultados, a fim de garantir a reputação e confiabilidade dos fundos de investimento nas futuras operações de IPO a serem realizados por estes fundos.

Ainda a respeito dessa confiabilidade que os fundos de investimento de capital de risco transparecem para os investidores do mercado acionário, os autores Cumming e Macintosh (2003) relatam que os gestores desses fundos de investimento no Canadá e Estados Unidos, algumas vezes, optam por efetuar venda parcial de sua participação na empresa, ao invés da venda total, no ato do IPO em bolsa de valores, demonstrando para o mercado a credibilidade da empresa estreante em bolsa de valores e a transparência das informações

referentes à operação de venda de ações, através da continuidade, ainda que em menor percentual, da participação do fundo na referida empresa, traduzindo, desta forma, que o fundo de investimento mantém seu interesse na empresa que realizou o IPO, bem como permanecerá atuando junto a ela para reduzir a assimetria informacional.

2.3 Governança Corporativa

No início deste século, ocorreram diversos escândalos financeiros envolvendo grandes empresas internacionais, como, por exemplo: a Enron e a Worldcom. Essas empresas esconderam suas gigantescas dívidas através da manipulação de relatórios contábeis em seus respectivos balanços patrimoniais. Diante disso, fica evidente a necessidade da adoção de uma adequada estrutura de governança corporativa por parte das empresas para a proteção dos investidores e do mercado financeiro como um todo, afinal, a transparência contábil garante que os valores expressos nos relatórios espelham a verdadeira situação financeira da empresa. Considerando que uma das características das empresas brasileiras é a possuir processos de controle altamente concentrados, a governança corporativa deve ser aplicada no sentido de priorizar que os investidores recebam adequadamente o retorno sobre seu capital investido, defendendo os acionistas minoritários contra a expropriação pelos majoritários (GIOIELLI, 2008).

Conselheiros, executivos, investidores, contadores, auditores, advogados e analistas – comportem-se. Os escândalos, as fraudes contábeis e os conflitos com analistas de investimentos trouxeram novas leis e regulamentos que disciplinam o comportamento no mundo corporativo. (HASSET; MAHONEY, 2002 apud ROSSETTI; ANDRADE, 2019, p.177).

A Lei Sarbanes-Oxley foi criada em 2002 nos Estados Unidos com o objetivo de promover reformas nos parâmetros de governança corporativa, a fim de reduzir os níveis de risco das organizações a partir da adoção de práticas éticas que simplificam e padronizam os processos. As empresas brasileiras com ações negociadas nos mercados de capitais norte-americano devem obrigatoriamente seguir os critérios da Lei Sarbanes-Oxley, as demais empresas brasileiras podem adotar esta lei voluntariamente (RIBEIRO, 2018).

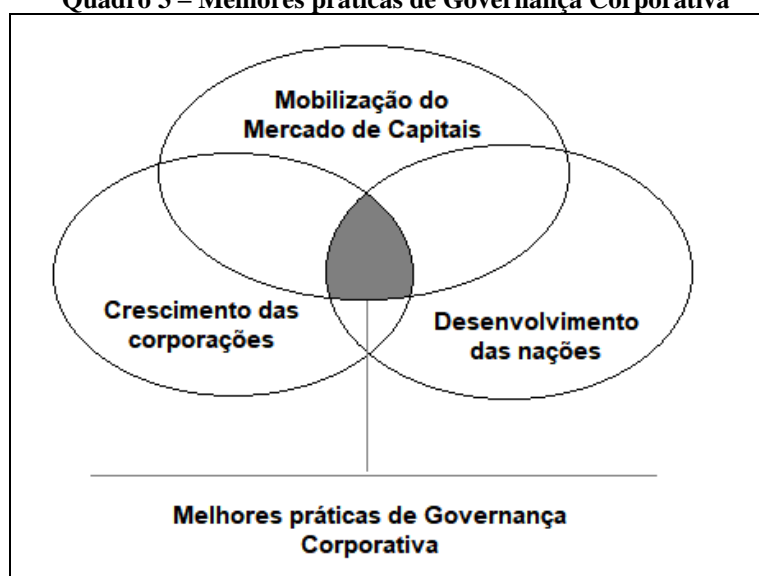
A polêmica lei americana *Sarbanes-Oxley Act* está direcionada principalmente aos administradores. O propósito desta lei é dificultar as fraudes contábeis, para que não aconteçam escândalos do tipo Enron, Arthur Andersen, Worldcom, e outros. Depois da Enron, a contabilidade passa por nova revolução [...] Manter a transparência é

importante, pois é respeito ao investidor, é cultura de investimento. A informação é um bem valioso, e escasso por definição; é necessário criar mecanismos de incentivo para que se revelem mais informações aos investidores. (SILVA; ZOSTES, 2004, p.30).

Ao realizar um IPO, a instituição se responsabiliza pela transparência das informações prestadas e pela qualidade de sua relação com os sócios investidores, ou seja, os proprietários das ações as quais representam uma parcela do capital social da empresa, bem como com todas as demais partes interessadas, como: credores, funcionários, fornecedores, consumidores, entre outros. Esse conjunto de práticas de relacionamento ético adotados pelas empresas é denominado governança corporativa (ASSAF NETO; LIMA, 2011).

A governança corporativa surgiu nos Estados Unidos e na Inglaterra e continua evoluindo desde seu início (SILVA; ZOSTES, 2004). A maioria das economias de mercado avançadas conseguiu aprimorar seus processos de governança corporativa adotando mecanismos que buscavam garantir que os gerentes ou empresários profissionais que dirigem as empresas fizessem a adequada utilização do investimento recebido, bem como buscando salvaguardar o retorno do investimento aos respectivos investidores, o que conseqüentemente fomentou o movimento de fluxos de capital para as empresas. Mas isso não significa que as práticas de governança corporativa desses países não podem ser melhoradas, pois mesmo em economias de mercado avançadas há muita discussão sobre os pontos positivos e negativos dos processos vigentes (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Quadro 3 – Melhores práticas de Governança Corporativa



Os processos de governança corporativa variam muito em todo o mundo. Nos Estados Unidos e no Reino Unido as empresas dependem substancialmente de recursos legais para proteção dos investidores. Já em grande parte do continente Europeu, bem como no Japão, observa-se menor dependência dos aspectos jurídicos de proteção ao investidor, havendo maior confiança entre os grandes investidores e bancos (SHLEIFER; VISHNY, 1997). No Brasil, a governança corporativa é uma das principais aliadas das empresas de sociedade anônima (S.A.), tendo sua importância na prevenção aos possíveis abusos de poder dos acionistas majoritários sobre os minoritários, bem como fraudes e erros estratégicos (SILVA; ZOSTES, 2004).

No resto do mundo em geral, a propriedade é fortemente concentrada nas famílias, havendo nesse cenário a presença de alguns grandes bancos e investidores internacionais. No entanto, o fato de a propriedade das empresas ser tão concentrada quase em todo o mundo, sugere que a falta de diversificação não é um custo privado tão grande para grandes investidores quanto abrir mão do controle. Porém, um argumento utilizado em defesa dos benefícios da propriedade dispersa é que quando os investimentos não são diversificados, assume-se um risco excessivo desnecessariamente (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

A concentração de controle minimiza o conflito de interesses entre os acionistas controladores e os administradores, mas pode aumentar os conflitos entre controladores e acionistas minoritários. Esse conflito vem sendo reconhecido no Brasil e várias iniciativas foram tomadas para mitigá-lo; entre elas, a criação do Novo Mercado pela Bovespa [...]. (SILVA; ZOSTES, 2004, p.30).

No Brasil, a adoção da governança corporativa como solução para o aprimoramento dos mecanismos de gestão são pouco difundidas e aplicadas efetivamente pelas empresas. A implantação da governança corporativa em uma firma ocorre em uma fase posterior ao processo de profissionalização da gestão da empresa. Porém, o modelo de gestão de empresas predominante no país é o modelo de gestão familiar e pouco profissionalizada, no qual o fundador e dono é o responsável pela maior parte das decisões, o que conseqüentemente limita o horizonte de crescimento em função da centralização dos processos de controle (RIBEIRO NETO; FAMÁ, 2003).

No modelo de administração familiar, o interesse do proprietário se sobrepõe aos interesses dos demais agentes envolvidos com a empresa, o que repercute negativamente a

avaliação da firma nos critérios considerados importantes para os processos de captação de recursos financeiros por parte da empresa (RIBEIRO NETO; FAMÁ, 2003).

Por outro lado, em empresas que adotam o modelo de gestão profissional, os proprietários da empresa nomeiam profissionais administradores (agentes) para o trabalho de gestão da firma, o principal objetivo de trabalho desses profissionais é maximizar a riqueza do proprietário da empresa. Neste modelo de gestão subordinada aos proprietários frequentemente ocorrem problemas de assimetria informacional entre os envolvidos, ou seja, o gestor direto, durante o curso de suas atribuições, dispõe de informações que não são de conhecimento dos proprietários da empresa (RIBEIRO NETO; FAMÁ, 2003).

A partir do estabelecimento dessa assimetria informacional entre os agentes, é possível que ocorra o chamado Conflito de Agência. Segundo a Teoria da Agência de autoria de Jensen e Meckling (1976), o conflito de agência se configura a partir de decisões tomadas por parte do administrador, que podem ser motivadas por comodidade ou por diversas outras razões pessoais, as quais se demonstram conflitantes com os interesses essenciais dos proprietários, como, por exemplo: busca por segurança no emprego, enriquecimento pessoal, vantagens pessoais, entre outros.

A Teoria da Agência prevê que os proprietários de empresas possuem interesses diferentes dos administradores contratados, sendo necessário gastos, ou seja, custos com adoção de métodos para o monitoramento dos administradores, de forma a garantir a defesa dos interesses dos acionistas e proprietários (COLLARES, 2020).

No contexto desta pesquisa, o Problema de Agência se refere às dificuldades que os investidores encontram para conseguir assegurar que os recursos investidos não sofram de oportunismo gerencial, em outras palavras, não sejam expropriados pela empresa ou desperdiçados em projetos que não possuam potencial de retorno satisfatório (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Considere o exemplo hipotético de um gerente que não possua participação acionária na empresa e opte por realizar um projeto que lhe trará um retorno financeiro pessoal de importância “x”, porém que custará aos investidores da empresa uma perda de riqueza no valor de “2x”. A decisão do gerente trará um prejuízo tanto para os investidores quanto para a empresa, a qual deixará de receber futuros investimentos, por questões de ineficiência e reputação. Desta forma, o oportunismo gerencial reflete em uma redução da quantidade de

recursos que os investidores estavam dispostos e possuíam como estimativa de investimento na empresa (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Porém, através da governança corporativa, as empresas conseguem reduzir os Problemas de Agência, sendo utilizada como um instrumento para alinhar os interesses entre os acionistas e administradores, culminando em uma melhor gestão do desempenho empresarial e conseqüente segurança aos investidores (COLLARES, 2020). A adesão às boas práticas de governança corporativa, além de reduzir o grau de assimetria informacional, desdobra-se em uma conseqüente redução dos Custos de Agência (DIAS *et al.*, 2020).

O pressuposto de que um conjunto bem estruturado de governança corporativa fornece instrumentos mais eficazes para a minimização dos Problemas de Agência – representando uma significativa redução nos custos de captação, seja de capital próprio ou de terceiros, acarretando conseqüente redução do custo médio ponderado de capital e, portanto, um maior valor para empresa dado a premissa de maximização dos fluxos líquidos de caixa futuros a serem gerados pela companhia – parece ser confirmado pelo desempenho do Índice de governança corporativa Diferenciada – IGCX [...] uma análise do desempenho do IGCX mostra que os investidores parecem reconhecer o esforço das empresas com uma melhor precificação de suas ações. (BORGES; SERRÃO, 2005, p.139).

Os assuntos referentes ao poder de controle e direção de uma instituição são competência da governança corporativa, bem como a tratativa dos diferentes interesses relacionados às sociedades comerciais. Na prática, a aplicação da governança corporativa se materializa através da criação de comitês direcionados, com o objetivo de controlar os diversos setores da organização. Um dos principais instrumentos de controle da governança corporativa é a auditoria, a qual preza pela qualidade das informações da companhia (ASSAF NETO; LIMA, 2011). Ainda segundo os autores, os principais instrumentos da governança corporativa que possibilitam o controle da sociedade pelos controladores são: a) Conselho de Administração; b) Auditoria Independente; c) Conselho Fiscal.

- a) Conselho de Administração: deve representar os acionistas, exercendo o papel de controlador da propriedade. Assume a responsabilidade de estabelecer as estratégias da empresa, fiscalizar e avaliar seu desempenho, eleger os principais executivos e escolher a Auditoria Independente;
- b) Auditoria Independente: externa à instituição, possui o dever de confirmar se as demonstrações contábeis refletem a real situação financeira da empresa, se foram respeitados os princípios contábeis e legais em sua elaboração e se

há concordância entre os critérios contábeis utilizados nos exercícios anteriores;

- c) Conselho Fiscal: fiscaliza os atos praticados pela diretoria executiva e pelo Conselho de Administração, convoca assembleias, emite opiniões a respeito da situação geral da empresa, elabora propostas a respeito de políticas de investimento, alterações do estatuto social, fusões, incorporações e cisões, entre outros.

O quadro 4 a seguir demonstra uma síntese dos oito princípios (8 Ps) da governança corporativa, que são: propriedade, princípios, propósitos, papéis, poder, práticas, pessoas e perpetuidade.

Quadro 4 – Os oito princípios da Governança Corporativa

Princípio	Descrição
Propriedade	<ul style="list-style-type: none"> • Atributo fundamental, diferenciador das companhias. Tipologias: <ul style="list-style-type: none"> - Familiar, consorciada, estatal, anônima. - Fechada, aberta. - Concentrada, pulverizada. • Estreitas relações com as razões de ser e com as diretrizes de governança.
Princípios	<ul style="list-style-type: none"> • Legados éticos dos fundadores. • Código de conduta formalizado. • Valores universais de boa governança: <i>Fairness, disclosure, Accountability, Compliance.</i>
Propósitos	<ul style="list-style-type: none"> • Alinhamento da Administração: <ul style="list-style-type: none"> - Missão (propósito orientador). - Visão (propósito empresarial). • Estratégia bem fundamentada para os negócios e a gestão. • Maximização do retorno total dos investimentos dos <i>shareholders</i> (RTS). • Conciliação do RTS com os interesses de outros <i>stakeholders</i>.
Papéis	<ul style="list-style-type: none"> • Clareza na separação de papéis. <ul style="list-style-type: none"> - Acionistas, conselheiros, gestores. - Conselho de Administração e Diretoria Executiva. - Chairman e CEO. • Alçadas e responsabilidades claramente definidas.
	<ul style="list-style-type: none"> • Estrutura de poder claramente definida, visível e aceita. • Ausência de sinais de lutas pelo poder, de consequências destrutivas. • Lideranças fortes, admiradas interna e externamente por estilos e competências

Poder	<ul style="list-style-type: none"> reconhecidas. • Estrutura organizacional bem definida e preenchida por critérios meritocráticos. • Definição compartilhada de decisões de alto impacto. • Planejamento das sucessões nos órgãos da administração.
Práticas	<ul style="list-style-type: none"> • Não acumulação das presidências do Conselho de Administração e da Diretoria Executiva. • Conselho de Administração: dimensões, constituição, atribuições e focos eficazes. • <i>Empowerment</i> dos órgãos de governança constituintes do ambiente de governança. • Fluidez nos canais internos de comunicação e nas relações internas e externas. • Gestão de conflitos de interesse, de transações entre partes relacionadas e de custo de agência.
Pessoas	<ul style="list-style-type: none"> • Gestão estratégica de RH. • Clima organizacional avaliado com regularidade e com altos índices de favorabilidade. • Meritocracia. PPR – Programas de Premiação por Resultados bem definidos e bem gerido. • Processo sucessório para funções chave da companhia.
Perpetuidade	<ul style="list-style-type: none"> • Salvo em casos excepcionais, objetivo último das organizações. • Presente em todas as empresas, com maior visibilidade nas familiares. • Fortemente associável a: <ul style="list-style-type: none"> - Ciclo de vida dos negócios. - Coesão e alinhamentos internos. - Direcionamento estratégico. - Perspectivas promissoras de resultados. - Atributos, posturas e qualidade da Administração. - Atenção ao tripé da sustentabilidade: econômico-financeiro, social e ambiental.

Fonte: ROSSETTI; ANDRADE, 2019, p.145.

A governança corporativa tem como principal propósito maximizar o retorno total de longo prazo do capital dos *shareholders* (acionistas), priorizando a conciliação dos interesses, com a finalidade de satisfazer as expectativas dos investidores, afinal, esta é a condição essencial para a manutenção dos negócios da empresa. Porém, a governança corporativa também prioriza alguns outros objetivos no que se refere à administração estratégica organizacional, e no que tange aos *stakeholders* (clientes, funcionários, fornecedores, comunidade, entre outros) possui o propósito estratégico de gerar condições de sustentação e de continuidade para a companhia (ROSSETTI; ANDRADE, 2019).

Governança corporativa é uma forma como as sociedades são gerenciadas, controladas, ou seja, é a preocupação pela transparência no modo como as sociedades são monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas, cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. [...] é um sistema de valores que governa as empresas tanto em suas relações internas como externas. Sua finalidade é aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para sua perpetuidade. (ASSAF NETO; LIMA, 2011, p.240).

A governança corporativa viabiliza a adequada realização das atividades empresariais como um todo, através da implantação de métodos de controle capazes de minimizar os possíveis prejuízos aos acionistas, auxiliando o administrador no processo decisório de análise

dos riscos inerentes ao processo, visando o aumento do patrimônio da empresa, bem como de todo o capital externo nela investido. A governança corporativa prevê em seu código de boas práticas que as empresas adotem um modelo de gestão compartilhada, transparente e eficaz. Por esta razão, representam uma grandeza para os investidores do mercado financeiro, devido ao fato de priorizar o aumento do retorno financeiro aos seus acionistas, normatizar a transparência nos processos de gestão empresarial, assim como reduzir os riscos aos quais os investidores estão expostos (SILVA; ZOSTES, 2004).

Entendem-se como posturas essenciais para a boa governança a integridade ética, permeando todos os sistemas de relações internas e externas: o senso de justiça, no atendimento das expectativas e das demandas de todos os “constituintes organizacionais”; a exatidão na prestação de contas, fundamental para a confiabilidade na gestão; a conformidade com as instituições legais e com os marcos regulatórios dentro dos quais se exercerão as atividades das empresas; e a transparência, dentro dos limites em que a exposição dos objetivos estratégicos, dos projetos de alto impacto, das políticas e das operações das companhias não sejam conflitantes com a salvaguarda de seus interesses. (ROSSETTI; ANDRADE, 2019, p.142).

A Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), no documento dos Princípios de Governo das Sociedades do G20 (2016), orienta a divulgação de informações relativas aos processos de governança corporativa das empresas, para que seja realizada de forma ampla, acessível, equitativa, transparente, regular, confiável, comparável e detalhada, de forma a garantir a aplicação de métodos para a avaliação sobre a eficácia da gestão da empresa. Entre as diversas informações que devem ser divulgadas, pode-se destacar:

- a) Resultados Financeiros e Operacionais;
- b) Objetivos não financeiros;
- c) Quadro de Acionistas;
- d) Valor de remuneração dos gestores;
- e) Informação sobre os membros do Conselho;
- f) Transações relevantes;
- g) Riscos previsíveis;
- h) Informações de Recursos Humanos;
- i) Códigos e Políticas de Governança.

O Instituto Brasileiro de governança corporativa (IBGC), através do Código de Melhores Práticas de governança corporativa (2015), dispõe sobre as melhores práticas de

governança corporativa a serem seguidas pelas organizações no país. O código contextualiza a governança corporativa como um sistema através do qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas; alinhando interesses e objetivando a qualidade da gestão com foco no crescimento de longo prazo das organizações. De acordo com o código, os princípios básicos de governança corporativa são:

- a) Transparência;
- b) Equidade entre todos os *stakeholders*;
- c) Prestação de Contas (*accountability*);
- d) Responsabilidade Corporativa.

Os principais valores da governança corporativa, que lhe proporciona sustentação, amarrando concepções, práticas e processos de alta gestão, são quatro:

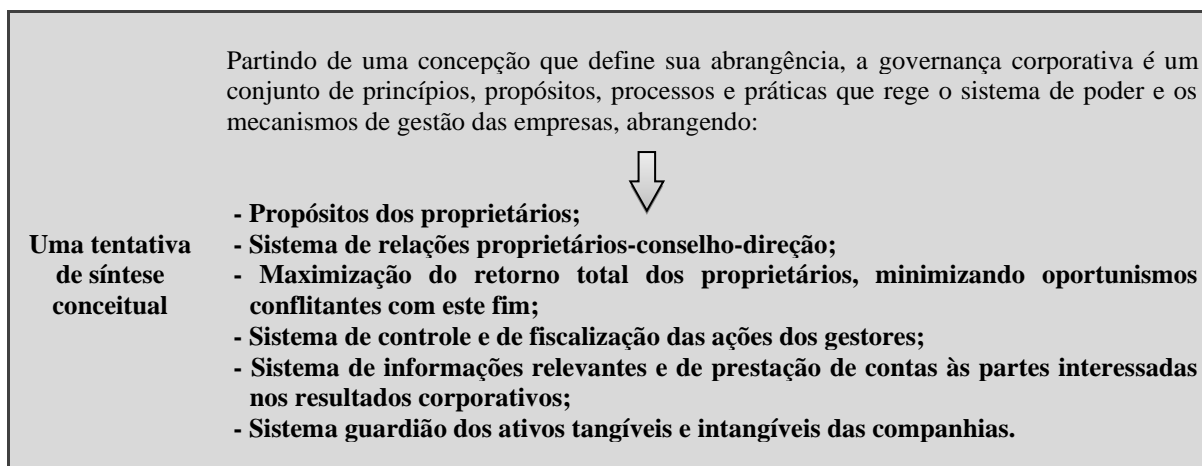
- a) *Fairness* – Senso de justiça, equidade no tratamento dos acionistas. Respeito aos direitos dos minoritários, por participação equânime com a dos majoritários, tanto no aumento da riqueza corporativa quanto nos resultados das operações, quanto ainda na presença ativa em assembleias gerais.
- b) *Disclosure* – Transparência das informações, especialmente das de alta relevância, que impactam os negócios e que envolvem resultados, oportunidades e riscos.
- c) *Accountability* – Prestação responsável de contas, fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria.
- d) *Compliance* – Conformidade no cumprimento de normas reguladoras, expressas nos estatutos sociais, nos regimentos internos e nas instituições legais do país. (ROSSETTI; ANDRADE, 2019, p.140).

O quadro 5 a seguir propõe uma síntese ao conceito de governança corporativa:

Quadro 5 – Síntese do conceito de Governança Corporativa

Da diversidade à síntese	Expressões-chave e Conceitos alternativos	
Abrangência e diversidade das categorias conceituais	VALORES	Sistema de valores que rege as corporações, em suas relações internas e externas.
	DIREITOS	Sistema de gestão que visa preservar e maximizar o máximo retorno total de longo prazo dos proprietários, assegurando justo tratamento aos minoritários e a outros grupos de interesse.
	RELAÇÕES	Práticas de relacionamento entre acionistas, conselhos e direção executiva, objetivando maximizar o desempenho da organização.
	GOVERNO	Sistema de governo, gestão e controle das empresas que disciplina suas relações com todas as partes interessadas em seu desempenho.
	PODER	Sistema e estrutura de poder que envolve a definição da estratégia, as operações, a geração de valor e a destinação dos resultados.
	NORMAS	Conjunto de instrumentos, derivados de estatutos legais e de regulamentos, que objetiva a excelência da gestão e a observância dos direitos de <i>stakeholders</i> que são afetados pelas decisões dos gestores

**Quadro 6 – Síntese do conceito de Governança Corporativa
(Continuação)**



Fonte: ROSSETTI; ANDRADE, 2019, p.141.

Os agentes de governança das instituições devem ter grande capacidade de avaliação, fundamentação e julgamento, observando em seus processos de tomada de decisões se a estratégia traçada está em consonância com os princípios éticos da organização, além de considerar o grau de exposição a riscos, com o objetivo de preservar o sucesso das organizações no longo prazo. Os tomadores de decisão das organizações devem considerar o impacto de suas decisões sobre todas as partes interessadas, não apenas os sócios e administradores das empresas, devendo considerar um grupo mais amplo de envolvidos no processo, como, por exemplo, os investidores. Esses parâmetros de tomada de decisão baseados nos princípios de governança corporativa formam a identidade da organização dentro dos padrões de boa reputação, o que contribui para a redução dos custos de transação e custos de capital, favorecendo a saúde financeira da empresa (IBGC, 2015).

Nos países que compõem a OCDE, com o intuito de estimular os investimentos externos para as empresas, é conferido aos administradores, por princípio, o dever de agir com lealdade em favor do interesse dos investidores. Afinal, os demais atores envolvidos no contexto da empresa, como funcionários e credores, possuem maior proteção contra a desapropriação se comparados aos investidores. No caso dos funcionários, o pagamento de seu trabalho é realizado em curto prazo, além de possuírem preferências de recebimento nos casos de falência, no caso dos credores, existem as garantias materiais que respaldam os contratos de empréstimo. Entretanto, os investidores possuem menos proteção contra desapropriação financeira em comparação com as demais partes envolvidas com a empresa,

resultando em uma maior demanda para que o administrador resguarde os interesses dos investidores (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Nesse contexto, o contrato tem por ideal especificar as condições da negociação entre o investidor e a empresa, nesse contrato são descritos os direitos e obrigações de ambas as partes, salvaguardando o retorno dos recursos ao investidor e discriminando as condições de uso do capital investido por parte da empresa (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Porém, a elaboração do contrato possui limites no que se refere à abrangência e precaução quanto a futuras possíveis questões e acontecimentos, o que conseqüentemente confere ao gerente da empresa o controle residual, em outras palavras, o direito de tomar decisões em circunstâncias não totalmente previstas pelo contrato. Nas circunstâncias em que ocorrem os limites contratuais é que a importância da governança corporativa se revela, fazendo com que prevaleçam as decisões racionais baseadas nos princípios éticos da empresa, considerando o nível de risco dessas decisões e seu impacto no longo prazo, bem como garantindo a adequação aos interesses de todas as partes envolvidas (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Segundo o Axioma de Klein (1983), é impossível que haja um contrato completamente abrangente, que isente totalmente os custos adicionais com decisões de contingência nas organizações empresariais. O gerente é a figura responsável pelo desempenho de diversas atribuições que envolvem tomadas de decisões durante o cotidiano de seu trabalho, o que torna a cobertura contratual limitada frente à totalidade da responsabilidade do gerente. Sendo assim, os contratos são incompletos por duas principais razões:

- a) A incerteza implica a existência de um grande número de contingências possíveis, inviabilizando a especificação prévia de acontecimentos improváveis.
- b) Os níveis de desempenhos específicos são impossíveis de serem mensurados e, portanto, de serem especificados contratualmente.

Os contratos de uma organização não consistem exclusivamente em documentos teóricos capazes de salvaguardar os processos de decisão, tampouco como instrumento jurídico utilizado para respaldar futuras reclamações residuais. Porém, um dos principais benefícios do contrato é possibilitar a separação jurídica entre propriedade e controle,

viabilizando o compartilhamento e limitações de riscos entre proprietários e administradores. A separação entre propriedade e controle possibilita que as grandes instituições continuem crescendo e enriquecendo, ao passo que, para as pequenas organizações, a separação contratual entre propriedade e controle representa um processo oneroso e inviável (KLEIN, 1983).

À medida que a riqueza na forma de capital acionário foi se dispersando, a propriedade e o controle das companhias deixaram cada vez mais de estar nas mesmas mãos. O divórcio entre a propriedade e o controle praticamente envolve uma nova forma de organização da sociedade. Segundo uma visão mais ampla, a moderna sociedade anônima pode ser considerada não apenas como forma de organização social, mas potencialmente como a instituição dominante do mundo moderno. (ROSSETTI; ANDRADE, 2019, p.72).

Devido ao fato de possuírem volumosa participação na empresa, os grandes investidores obtêm mais direitos de controle, como, por exemplo, o voto em assembleia. Quando os direitos de controle estão concentrados nas mãos de um pequeno número de investidores com grande participação, o poder de decisão desses investidores é muito mais efetivo se comparado a um cenário em que os direitos de controle estão divididos entre muitos investidores. Havendo poder suficiente de voto, pode ser possível ao investidor pressionar a gestão em algum aspecto de seu interesse ou até mesmo destituir uma determinada gestão. Uma questão fundamental a ser considerada é que os grandes investidores representam seus próprios interesses, que não precisam coincidir com os interesses de outros investidores da empresa ou com os interesses de gestores (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Considerando o cenário de elevada competitividade do mercado empresarial, as organizações brasileiras seguem uma tendência de constante aprimoramento de seus respectivos sistemas de governança corporativa, aderindo voluntariamente às regras mais rígidas de governança, para figurar nos segmentos de níveis mais elevados de classificação quanto à governança corporativa da B3, buscando atender às expectativas do mercado de investidores em relação às empresas de capital aberto em bolsa de valores (CRISÓSTOMO; GIRÃO, 2019).

As empresas brasileiras listadas na B3 transparecem confiabilidade para os investidores do mercado de capitais ao aderirem aos mais altos níveis de classificação das boas práticas de governança corporativa, o que conseqüentemente reduz o grau de assimetria informacional da empresa perante o mercado (DIAS *et al.*, 2020). A assimetria informacional ocorre quando algum *stakeholder* possui informações importantes que não estão disponíveis

para o mercado em geral. Nesse contexto, investidores desinformados se dispõem a pagar um valor menor pelos ativos, a fim de minimizar os riscos da operação. De outro lado, os investidores informados têm condições de obter vantagens nas negociações, comprando ativos por um baixo preço, caso possuam informação privilegiada sobre o prognóstico de valorização da empresa, ou realizando a venda dos ativos durante a alta dos preços, desde que possuam informações privilegiadas sobre o prognóstico de desvalorização da empresa (RODRIGUES; GALDI, 2017).

Alguns grupos organizados ressaltam a importância da governança corporativa, como é o caso dos fundos de capital de risco e de investidores institucionais, tais como os Fundos Mútuos de Ações e os Fundos de Pensão. Esses grupos possuem interesse na segregação entre gestão e propriedade e na extinção de antigas práticas viciosas, que por ventura se enraízam nas organizações, como no caso da supremacia questionável de certos acionistas majoritários. As pressões por melhores práticas de governança corporativa exigidas por esses grupos visam corrigir os desvios de conduta, bem como as demais deficiências gerenciais (ROSSETTI; ANDRADE, 2019).

Há uma relação positiva entre custo e benefício para a adoção de boas práticas de governança corporativa, estas práticas resultam não apenas em criação de valor tangível e intangível para as empresas, mas também em um desempenho financeiro superior para essas instituições que a adotam (CRISÓSTOMO; GIRÃO, 2019).

A adoção dos diversos princípios de governança corporativa norteia a tomada de decisão da empresa em relação à composição de capital, endividamento e dependência financeira, orienta a escolha dos gestores quanto às opções de alocação de capital próprio ou de capital de terceiros, além de orientar as definições da empresa no que se refere à adesão às categorias de financiamento disponíveis (RODRIGUES; SANTOS; SANTOS, 2018). Essas empresas, quando optam por utilizar fontes de financiamento composta por recursos de terceiros, obtêm endividamento de qualidade, ou seja, em um nível “ótimo” para seu bom desempenho (DIAS *et al.*, 2020).

O autor Pinheiro *et al.* (2017) realizou um estudo das empresas não financeiras listadas na B3, no período entre o ano de 2010 e o ano de 2014, comparando a estrutura de capital das empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa em relação às demais, no qual foi observada uma significativa diferença estatística em relação ao nível de endividamento das empresas que compunham a amostra, constatando que as empresas não

adeptas às boas práticas de governança corporativa possuem maior nível de endividamento. Uma das possíveis justificativas apontadas pelos autores está no fato de que as empresas que figuram nos mais altos níveis de classificação quanto às boas práticas de governança corporativa aplicam modelos de gestão e planejamento voltados para a utilização prioritária de seus recursos financeiros próprios, em detrimento aos empréstimos bancários.

Um estudo quantitativo realizado por Lameira *et al.* (2007) avaliou 355 (trezentos e cinquenta e cinco) companhias abertas na B3, no ano de 2005, e encontrou resultados similares a diversas investigações feitas anteriormente no Brasil e no exterior, que relacionam práticas de governança corporativa ao valor das empresas, pois estas afetam a percepção do investidor na relação risco-retorno e liquidez do ativo da companhia. Desta forma, concluíram que a melhoria das práticas de governança corporativa está diretamente associada ao impacto no valor das empresas. Aumentar o valor das empresas é a meta dos administradores, logo a governança corporativa é um instrumento para o alcance desta meta.

Porém, Malacrida e Yamamoto (2006) defendem que a governança corporativa não deve ser utilizada com intuito exclusivo de agregar valor à empresa, afinal, deve-se considerar que as boas práticas de governança corporativa contribuem para os processos da organização, objetivando a transparência, responsabilidade e a observação dos princípios éticos, agregando, desta forma, um valor intangível à identidade da empresa, independente do ganho financeiro que possa ser proporcionado.

2.3.1 Estrutura de Capital

No último século, várias abordagens e teorias financeiras foram desenvolvidas na área de finanças corporativas, na tentativa de explicar a forma como as empresas determinam sua estrutura de capital. Até 1958, havia um consenso nas teorias do mundo acadêmico a respeito do custo de capital das empresas. Até então, acreditava-se que, dado o fato de o custo de capital de terceiros ser relativamente mais baixo se comparado ao capital próprio, aumentar o endividamento de uma empresa até um nível “ótimo” seria a estratégia ideal para reduzir o custo médio de capital e aumentar o seu valor.

A maioria dos proprietários mantêm apenas uma parcela relativamente pequena de sua riqueza pessoal investida em sua própria firma, fato que pode ser justificado pela aversão ao risco. Pois o proprietário que investe toda a sua riqueza em sua própria firma está assumindo mais riscos do que o necessário. Para mitigar os riscos do negócio, ele aceitará arcar com os

Custos de Agência, a fim de solucionar os problemas de assimetria informacional e conflito de interesses, à medida que reduz a sua parcela de propriedade em favor da participação societária de acionistas. Em suma, a aversão ao risco por parte do proprietário resulta em uma redução de sua participação societária em sua própria empresa, bem como no aceite da descentralização das decisões e poder de controle (JENSEN; MECKLING, 2008).

Não encontramos muitas grandes firmas financiadas quase inteiramente com capital de terceiros em virtude do efeito que uma estrutura financeira como essa teria sobre o comportamento do proprietário administrador [...] com essa estrutura financeira, o proprietário-administrador terá um grande incentivo a se envolver em atividades (investimentos) [...] se as atividades tiverem sucesso, ele se favorece da maior parte dos ganhos, mas, se não tiverem sucesso, os credores arcam com a maior parte dos custos [...] Nesse cenário, deve-se considerar os efeitos dos custos de monitoramento e de concessão de garantias contratuais, transferências de riqueza e a incidência de custos de agência. (JENSEN; MECKLING, 2008, p.104).

Modigliani e Miller (1958) defenderam que o valor de uma empresa não está alicerçado em sua estrutura de capital, mas sim em sua política de investimentos, ou seja, projetos que ofereçam um retorno igual ou maior que o custo de capital, seja ele próprio ou de terceiros. A teoria “MM” de Modigliani e Miller (1958) foi estruturada em um cenário hipotético que considerava um mercado de capitais perfeito: ausente de impostos, custos de transação, custos de falência, taxa de juros e Custos de Agência, além de haver capacidade ilimitada de financiamento e completa simetria de informação.

Entretanto Modigliani e Miller (1963) reconhecem que, o fato de haver subsídios fiscais para o pagamento de juros, porém ainda mantendo o cenário hipotético do mercado perfeito, quanto mais a empresa utilizasse o capital de terceiros em detrimento do capital próprio até mesmo ao nível da sua quase totalidade, maior seria o valor dessa empresa. Todavia, se adicionadas as demais variáveis suprimidas no estudo, ou seja, as demais condições de mercado, como limite de crédito e valor dos juros, então se torna mais racional e efetivo que a empresa mantenha reservas substanciais de capacidade de endividamento inexploradas, para que a empresa possa preservar sua flexibilidade de estratégia financeira.

Considerando que na prática existem fatores relevantes para a tomada de decisão, no que se refere à estruturação do custo de capital, bem como para a determinação do valor das empresas, sendo eles: impostos, custos de transação, custos de falência, taxa de juros, limite de crédito, assimetria informacional e Custo de Agência, diversos estudos foram realizados na tentativa de preencher as lacunas até então existentes na literatura a respeito da estrutura de

capital das empresas, resultando nas seguintes teorias: *Trade-off*, *Pecking Order*, Teoria da Agência e *Market Timing*.

Segundo a teoria *Trade-off*, existe uma estrutura ideal de composição de capital para a empresa, a qual pode ser alcançada através de uma combinação entre o uso de capital de terceiros e o capital próprio da firma, bem como as decisões a respeito do nível de pagamento de dividendos. Essa estrutura ideal de capital deve ser capaz de usufruir do maior nível de endividamento possível até o nível “ótimo” e os recursos obtidos através desse endividamento devem ser aplicados em financiamento para os investimentos da empresa (MYERS, 1984).

Nesse sentido, a teoria *Pecking Order* de Myers (1984) e Myers e Majluf (1984) estabelece uma ordem de preferência “ótima” para as escolhas de financiamento da empresa, devendo esta priorizar a utilização dos lucros auferidos como a primeira opção de origem de recursos para seus investimentos, a partir de então, caso o valor disponível seja insuficiente, a segunda opção deveria ser a obtenção de empréstimos bancários. A última opção, segundo os autores, seria a emissão de ações e consequente pagamento de dividendos, pois a abertura de capital resulta em uma alteração da estrutura proprietária da empresa, impactando diretamente o poder de controle dos fundadores e principais acionistas. Para Shleifer e Vishny (1997), o pagamento de dividendos está para o patrimônio, assim como o pagamento de juros está para a dívida.

A Teoria da Agência de Jensen e Meckling (1976) explica os problemas e os Custos de Agência, além de definir a figura do principal como sendo o proprietário da empresa e o agente como sendo a pessoa contratada pela empresa para desempenhar determinada função de poder decisório. No desempenho de sua função, o agente tende a optar por decisões mais cômodas para si, em detrimento dos interesses da empresa. Para estimular o agente a alinhar seus interesses aos interesses da empresa, é necessário o dispêndio de recursos, quer seja na sua bonificação mediante o atingimento dos objetivos da empresa, quer seja com mecanismos de monitoramento.

Em princípio, seria possível para os detentores da dívida, por meio da inclusão de várias disposições contratuais, limitar o comportamento dos administradores, o que resultaria em reduções do valor das obrigações. Cláusulas que impõem restrições às decisões da administração [...] Porém, pelo fato de a administração se manter em um processo decisório contínuo, seria praticamente impossível especificar completamente todas as condições sem que os próprios detentores das obrigações fossem obrigados a assumir as funções do administrador. Todos os custos associados a cláusulas como essas são o que chamamos de custos de monitoramento. (JENSEN; MECKLING, 2008, p.106).

Jensen (1986) afirma que, se a empresa mantiver uma estrutura de capital com maior utilização da capacidade de endividamento e menor fluxo de caixa livre disponível, é possível reduzir os custos de agência, ou seja, custos com o monitoramento das decisões do agente administrador e evitar o conflito de interesses entre o principal e o agente. Afinal, mediante a redução do fluxo de caixa livre disponível para gerenciamento do agente, conseqüentemente é reduzido o poder decisório do agente sobre os recursos da empresa, evitando que ocorram gastos desnecessários de recursos que poderiam ser aplicados assertivamente na solução de eventuais ineficiências da firma.

Apesar de existirem os conflitos de interesse entre investidores e empresas, os Problemas de Agência e os riscos de investimento, ainda assim a captação de recursos externos por parte das empresas ocorre em quase todas as economias de mercado, e principalmente nas economias desenvolvidas onde ocorre em grande escala. Porém, para garantir um fluxo de captação de recursos que viabilize o aumento de seus respectivos patrimônios, as empresas precisam construir uma boa reputação perante o mercado, pagando seus empréstimos em dia, bem como distribuindo dividendos aos acionistas (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

No mercado de capitais perfeito e hipotético estudado por Modigliani e Miller (1958), os custos das diferentes formas de capital não variam, portanto não há vantagem para a empresa em alternar de forma oportuna a estrutura de seu capital entre patrimônio próprio e aquisição de dívidas. Porém, segundo a teoria *Market Timing* formulada por Baker e Wurgler (2002), a estrutura de capital da empresa está diretamente relacionada aos seus valores históricos de mercado, nesse contexto as empresas praticam a estratégia de emitir ações em um momento de sua valorização perante os investidores do mercado de capitais, bem como realizam a recompra de ações quando o preço dos papéis está baixo. Através do *Market Timing* as empresas buscam explorar flutuações temporárias do seu custo de capital em relação ao custo de outras formas de financiamento.

Um dos mais altos custos a serem considerados pela empresa ao optar por um IPO é a taxa de retorno mínima que os investidores do mercado acionário possuem como expectativa para a performance de resultado financeiro das respectivas ações das empresas. O que pode resultar um custo de capital mais alto se comparado ao período em que o capital da empresa não estava pulverizado no mercado de ações (ASSAF NETO; LIMA, 2011).

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Com a finalidade de responder a pergunta da pesquisa, que propunha identificar qual é a relação entre a governança corporativa e a abertura de capital na bolsa de valores brasileira no período de 2004 a 2020, por empresas apoiadas por capital de risco, foram utilizados alguns procedimentos científico-metodológicos.

Do ponto de vista da natureza, esta pesquisa se classifica como aplicada, por tratar de interesses e verdades locais, a pesquisa aplicada possui o objetivo de produzir novos conhecimentos úteis para a solução de problemas específicos e com aplicações práticas. Quanto à abordagem do problema, a pesquisa se classifica como qualitativa, por abordar a estatística explicativa. Os fenômenos foram interpretados à luz da literatura para atribuir-lhes significado e relevância (PRODANOV; FREITAS, 2013).

Quanto ao objetivo geral, esta pesquisa se define como explicativa e utilizou principalmente a modalidade de análise documental. Segundo Gil (2008), a pesquisa explicativa tem como objetivo principal identificar os fatores determinantes para justificar a ocorrência dos acontecimentos observados.

Para realizar a análise empírica dos fatos e confrontar a teoria com a realidade, o modelo operacional utilizado na pesquisa, no que concerne aos procedimentos técnicos conforme direcionamento de Gil (2008) foram: coleta de dados documentais, análise de dados documentais e realização de inferência de suposições com base nas teorias observadas a partir de pesquisa bibliográfica.

A pesquisa documental se caracteriza pela análise de fontes primárias, ou seja, utilização de dados que não foram submetidos a interpretações por parte de outros pesquisadores, devido ao fato de não terem recebido nenhum tratamento analítico, os dados podem ser reelaborados em razão dos objetivos da pesquisa. A pesquisa documental proporciona uma visão ampla do fato estudado, além de viabilizar o acesso a uma grande quantidade de informações, as quais não poderiam ser coletadas pessoalmente pelo pesquisador junto a cada um dos atores de maneira presencial (GIL, 2008).

A vantagem da pesquisa bibliográfica consiste na possibilidade de acesso a uma grande quantidade de teoria e conhecimento, valendo-se da contribuição de diversos autores, além de viabilizar o acesso a informações históricas e de diversas regiões, inclusive

contribuições internacionais, permitindo o estudo de fatos similares ocorridos em diversas épocas e regiões sob a ótica de diversos pesquisadores (GIL, 2008).

3.1 Delimitação

A pesquisa analisou as 190 (cento e noventa) empresas brasileiras que realizaram IPO na B3, no período compreendido desde o ano de 2004 até o ano de 2020. O ano de 2004 representa o marco inicial para a coleta de dados, pois segundo ABDI (2011b) foi no ano de 2004 que ocorreram as primeiras IPOs de empresas investidas por capital de risco estreantes na B3.

Entretanto, algumas análises dessa pesquisa apresentam um recorte temporal compreendido entre o ano de 2008 a 2020, tendo o ano de 2008 representado uma data de referência para o cenário dos IPOs ocorridos no Brasil, em razão da crise financeira mundial. As análises que utilizaram o ano de 2008 como marco inicial foram:

- a) Idade das empresas na data do IPO.
- b) Tipo de oferta (secundária/primária).
- c) Destinação dos recursos captados na oferta pública inicial.

O ano de 2008 foi marcado por uma ruptura das características dos IPOs observados desde então no mercado brasileiro, pois até o ano de 2007 o mercado de ações do Brasil apresentou quantidades significativas de IPOs, os quais representaram importante fonte de dados para diversos estudos encontrados na literatura a respeito da temática capital de risco. Esses estudos foram utilizados como referência bem como foram amplamente citados na presente pesquisa.

3.2 Coleta de dados

A coleta de dados foi realizada na plataforma da B3, a qual disponibiliza dados fundamentais para a identificação de quais empresas realizaram IPO desde 2004 até o ano de 2020. Os dados lá coletados foram:

- a) Nome da empresa que realizou o IPO;
- b) Data da realização do IPO;

- c) Valores captados no IPO;
- d) Investidores participantes da oferta;
- e) Segmento de listagem (Nível 1, Nível 2 e “Novo Mercado”).

Foi realizada consulta ao documento oficial chamado “Prospecto Definitivo da Distribuição Pública de Ações Ordinárias”, comumente conhecido como “Prospecto de Distribuição” disponível no site da CVM, os quais foram arquivados na base de dados da pesquisadora. O documento é extenso, chegando em alguns casos a conter mais de 600 (seiscentas) páginas, essa variação se deve ao cumprimento de especificações da CVM no que se refere à abrangência e transparência de informações, bem como em razão das características específicas do setor e tipo de negócio de cada uma das companhias emissoras.

Foi realizado um trabalho minucioso, o qual exigiu dedicação de considerável quantidade de carga horária para análise e leitura de cada um dos Prospectos de Distribuição das 190 (cento e noventa) empresas estudadas nesta pesquisa, para a realização da coleta de dados referentes à composição do capital social das empresas e seus respectivos valores, bem como a composição do capital social para identificar a presença do investidor de capital de risco.

A partir da coleta dos dados, foi possível classificar as empresas entre as que possuíam investimento de capital de risco e as que não possuíam o referido investimento na data do IPO. Eventualmente foram necessárias pesquisas adicionais para compreensão detalhada dos grupos que compunham o capital social das empresas, através de consulta de Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica (CNPJ), bem como a *homepage* dos fundos de investimento ou *holdings*.

Nesta pesquisa não há análise de distinção entre os recursos oriundos de fundos de *venture capital* e *private equity*, uma vez que tal informação não está disponível de forma transparente no Prospecto de Distribuição, por esta razão as duas categorias foram agrupadas e tratadas como: investimento de capital de risco.

O Prospecto de Distribuição Pública das empresas foi utilizado adicionalmente para a extração do número do CNPJ de cada uma delas, os quais foram individualmente consultados junto ao site da Receita Federal, para a geração do arquivo cartão de CNPJ de cada uma das 92 (noventa e duas) empresas que realizaram IPO entre os anos de 2008 e 2020, os quais foram arquivados na base de dados da pesquisadora. Através da análise do cartão de CNPJ,

foi possível identificar a data de fundação da empresa que realizou o IPO, essa informação é de extrema relevância para aferição da idade da empresa na data do IPO.

O Prospecto de Distribuição de cada uma das 92 (noventa e duas) empresas que realizaram IPO entre o ano de 2008 e 2020 foi utilizado como base de dados para identificação do perfil de IPO, no que se refere à destinação dos recursos financeiros obtidos na oferta, com a finalidade de identificar se tratar de uma oferta primária, oferta secundária ou oferta mista. Considerando que na oferta secundária a totalidade dos recursos financeiros é destinada aos sócios, para pagamento da venda de sua participação, através da análise minuciosa do item “Destinação dos Recursos” da oferta primária no Prospecto de Distribuição, foi possível categorizar a projeção das empresas para aplicação do valor captado na oferta primária entre:

- a) Pagamento de Dívidas;
- b) Expansão;
- c) Aquisição;
- d) Investimento;
- e) Pesquisa e Desenvolvimento;
- f) Estrutura de Capital;
- g) Capital de Giro;
- h) Dividendos;
- i) Outros.

3.3 Análise dos dados coletados

A análise dos dados coletados foi realizada mediante a inserção dos dados numéricos no programa “Microsoft Excel” para consolidação das informações, confecção de gráficos e tabelas. A discussão dos resultados foi realizada à luz da literatura nacional e internacional existente a respeito do tema “Capital de Risco”, comparando cenários e características, a fim de atingir compreensão sobre o problema da pesquisa.

A autora compilou as informações em um banco de dados próprio, o qual é reconhecido como produto final da pesquisa. O banco de dados confeccionado categoriza informações referentes aos últimos 17 (dezessete) anos de Ofertas Públicas Iniciais realizadas na B3, detalhando todos os dados compilados e demonstrados nesta pesquisa.

3.4 Limitações do método de pesquisa

O fato de a pesquisa explicativa buscar a compreensão da razão das coisas a torna complexa e delicada, o que conseqüentemente aumenta o risco de possíveis erros. No que se refere à utilização da pesquisa bibliográfica, a possível limitação da utilização desse método está no fato de o acesso secundário às informações ocorrer de forma secundária, ou seja, a partir da interpretação de outro pesquisador sobre o fato analisado. No caso da coleta de dados, as limitações podem eventualmente ocorrer no que se refere à representatividade dos dados e sua capacidade de representar a realidade (GIL, 2008).

3.5 Limitações da pesquisa

A coleta de informações em base de dados públicas apresenta limitações, como possíveis desatualizações ou falhas de registro, que podem ser potencializadas em função do extenso horizonte temporal de abrangência da pesquisa, período no qual possivelmente ocorreram alterações societárias das empresas, casos de fusões, aquisições, incorporações e até mesmo falências. Os fundos de capital de risco, a exemplo do que acontece com as empresas, foram igualmente sujeitos a alterações administrativas e de atuação desde 2004, ano que representa o marco inicial para coleta de dados desta pesquisa.

A fim de minimizar as conseqüências dos possíveis eventos que pudessem representar limitações para a qualidade deste estudo, a pesquisadora utilizou um segundo marco referencial mais recente no horizonte temporal da coleta de dados, representado pelo ano de 2008, para realizar as análises específicas dos objetivos da pesquisa.

4 ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS

No mês de março de 2021, existiam 448 (quatrocentas e quarenta e oito) empresas listadas na B3 (B3, 2021^a). Nesse cenário, as 190 (cento e noventa) empresas que realizaram IPO desde o ano de 2004, ano do primeiro IPO de empresa parceira de capital de risco, representam 42% (quarenta e dois por cento) do total de empresas listadas na B3 em março de 2021. Esses números conferem significância estatística para as análises realizadas neste estudo (MORETTIN; BUSSAB, 2010).

O quadro 6 a seguir lista o nome das 100 (cem) empresas que realizaram abertura de capital no período estudado e que possuíam investimento de capital de risco na data do IPO:

Quadro 7 – Empresas com investimento de Capital de Risco na data do IPO

3R PETROLEUM	BR PROPERT	EVEN	METALFRIO	RENOVA
ABRIL EDUCA	BRASILAGRO	FER HERINGER	MILLS	SANTOS BRAS
ABYARA	BTG PACTUAL	GAFISA	MRV	SATIPEL
ALIANSCE	CAMIL	GOL	MULTIPLAN	SENIOR SOL
ALL AMER LAT	CARREFOUR BR	HIDROVIAS	NATURA	SEQUOIA LOG
ALLIAR	CENTAURO	HRT PETROLEO	NEOGRID	SER EDUCA
ALPHAVILLE	CETIP	IHPARDINI	ODONTOPREV	SIERRABRASIL
ALUPAR	CPFL ENERGIA	IMC HOLDINGS	OGX PETROLEO	SMILES
ANHANGUERA	CPFL RENOVAV	INTERMEDICA	OMEGA GER	SPRINGS
ANIMA	CR2	IRBBRASIL RE	OUROFINO S/A	SUBMARINO
AREZZO CO	CREMER	LE LIS BLANC	PAGUE MENOS	TAM S/A
AZUL	CSU CARDSYST	LINX	PARCORRETORA	TECHNOS
BEMATECH	CVC BRASIL	LOCALIZA	PDG REALT	TEMPO PART
BIOSEV	DASA	LOCAMERICA	PETZ	TENDA
BK BRASIL	DATASUL	LOCAWEB	PRINER	TIME FOR FUN
BMF	DIRECIONAL	LOG-IN	PROVIDENCIA	TIVIT
BOA VISTA	ECODIESEL	LUPATECH	QUALICORP	TOTVS
BR INSURANCE	ENJOEI	MAGAZ LUIZA	QUERO-QUERO	UOL
BR MALLS PAR	EQUATORIAL	MARFRIG	RAIA	VISANET
BR PHARMA	ESTAPAR	MELIUZ	REDE D OR	VIVAX

Fonte: Elaborado pela autora com dados de B3; CVM.

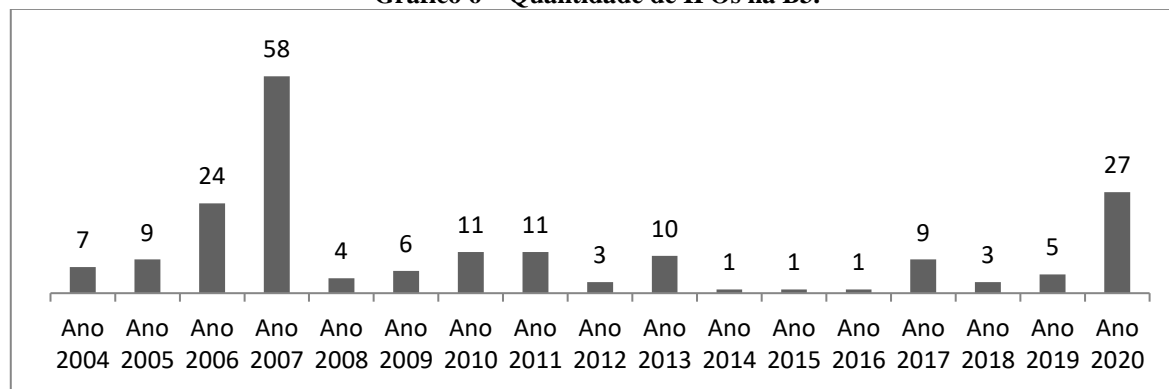
O quadro 7 a seguir lista o nome das 90 (noventa) empresas que realizaram abertura de capital no período estudado e que não possuíam investimento de capital de risco na data do IPO:

Quadro 8 – Empresas sem investimento de Capital de Risco na data do IPO

ABC BRASIL	CRUZEIRO SUL	IGUATEMI	MMX MINER	QGEP PART
ABNOTE	CURY S/A	INDUSVAL	MOURA DUBEUX	REDECARD
AERIS	D1000VFARMA	INPAR S/A	MOVIDA	RENAR
AGRA INCORP	DAYCOVAL	INTER BANCO	MPX ENERGIA	RODOBENSIMO
AMBIPAR	ECORODOVIAS	INVEST TUR	MULTIPLUS	SANTANDER BR
AMIL	ENERGIAS BR	JBS	NEOENERGIA	SÃO MARTINHO
AUTOMETAL	ESTACIO PART	JHSF PART	NOSSA CAIXA	SEB
BANCO BMG	EZTEC	JULIO SIMOES	NUTRIPLANT	SLC AGRICOLA
BB SEGURIDADE	FLEURY	KLABINSEGALL	OHL BRASIL	SOFISA
BICBANCO	GENERALSHOPP	KROTON	OSX BRASIL	SUL AMERICA
BOVESPA HLD	GRENDENE	LAVVI	PANAMERICANO	TECNISA
BR BROKERS	GRUPO MATEUS	LOPES BRASIL	PARANA	TEGMA
BRASCAN RES	GRUPO SOMA	M.DIASBRANCO	PETROBRAS BR	TERNA PART
CC DES IMOB	GUARANI	MARISA	PINE	TRACK FIELD
CEA MODAS	GVT HOLDING	MEDIAL SAUDE	PLANOEPLANO	TRISUL
COMPANY	HAPVIDA	MELNICK	PORTO SEGURO	TRIUNFO PART
COPASA	HELBOR	MINERVA	POSITIVO INF	UNICASA
COSAN	HYPERMARCAS	MITRE REALTY	PROFARMA	VIVARA S.A.

Fonte: Elaborado pela autora com dados de B3; CVM.

A apuração dos dados coletados demonstra, conforme se pode observar através do gráfico 6 a seguir, que entre os anos de 2004 e 2007 os IPOs apresentaram crescimento ascendente, porém, a partir de 2008, houve uma descontinuidade dos níveis prósperos observados até então no mercado de capitais brasileiro. A crise financeira mundial de 2008 alterou drasticamente a performance dos IPOs na bolsa de valores brasileira.

Gráfico 6 – Quantidade de IPOs na B3.

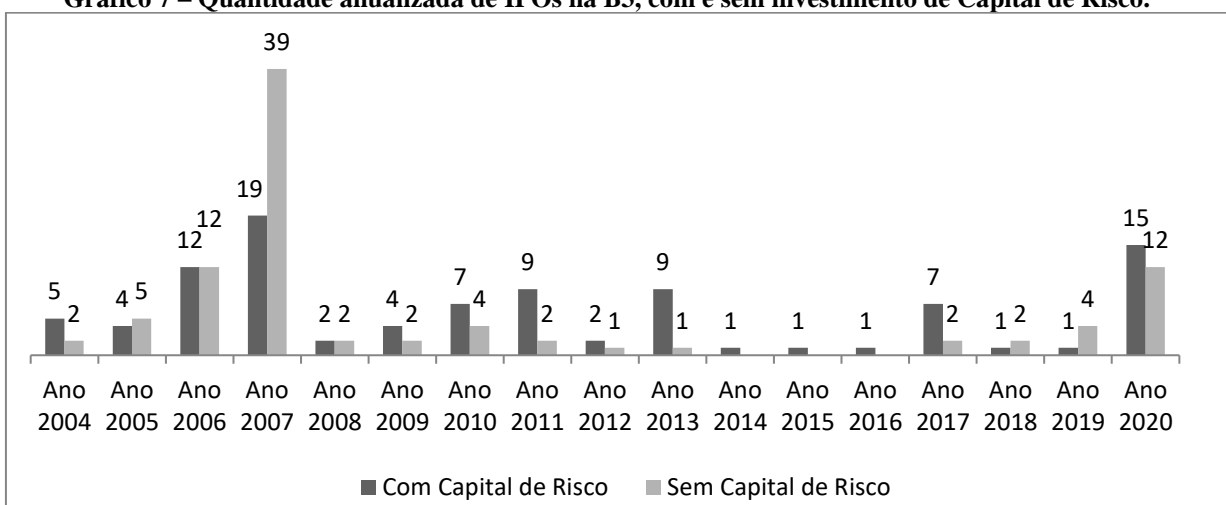
Fonte: Elaborado pela autora com dados de B3; CVM.

Após a classificação do universo das empresas analisadas neste estudo em dois grupos: as que possuíam investimento de capital de risco na composição de seu capital social na data do IPO e as que não possuíam tal investimento, foi identificado que a maioria dos IPOs ocorridos na B3 no período eram de empresas apoiadas por capital de risco.

Ao longo do período foram realizados 100 (cem) IPOs de empresas apoiadas por capital de risco, em termos percentuais, o capital de risco está presente em 53% (cinquenta e três por cento) do quantitativo de eventos de IPO na B3 no período estudado, e as demais empresas somam 90 (noventa) IPOs, o que representa 47% (quarenta e sete por cento) das aberturas de capital realizadas no período.

Pela análise do gráfico 7 a seguir é possível observar que a partir do ano de 2008, ano em que ocorreu a Crise Financeira Mundial, a qual impactou negativamente os mercados financeiros ao redor do mundo, houve uma alteração significativa da representatividade do capital de risco no cenário de IPOs do mercado de capitais brasileiro, observa-se maioria significativa de IPOs realizados por empresas apoiadas por capital de risco.

Gráfico 7 – Quantidade anualizada de IPOs na B3, com e sem investimento de Capital de Risco.



Fonte: Elaborado pela autora com dados de B3; CVM.

A Crise Financeira Mundial ocorrida no ano de 2008 teve início na bolha especulativa do mercado de hipotecas imobiliárias dos Estados Unidos e avançou rapidamente para todos os mercados mundiais devido à interligação do sistema financeiro internacional globalizado, causando perdas econômicas e financeiras na maioria das regiões, porém os países que ofereciam menor proteção para o capital dos investidores foram os mais impactados pela fuga

de capitais. O mercado brasileiro sofreu o impacto da crise entre os meses de agosto e outubro de 2008. (ESPEJO; CLEMENTE, 2016).

A crise financeira mundial de 2008 trouxe em voga a necessidade de assegurar a estabilidade econômica dos países e das relações financeiras em todas as esferas, através de normas e regulamentações que disciplinem as transações dos mercados financeiros (MAZZUCHELLI, 2008). Em um cenário de crise, investidores e empresas se preocupam em proteger seu capital contra riscos, sendo a governança corporativa um instrumento de gestão capaz de mitigar riscos e assegurar os interesses tanto da empresa quanto dos investidores (ESPEJO; CLEMENTE, 2016).

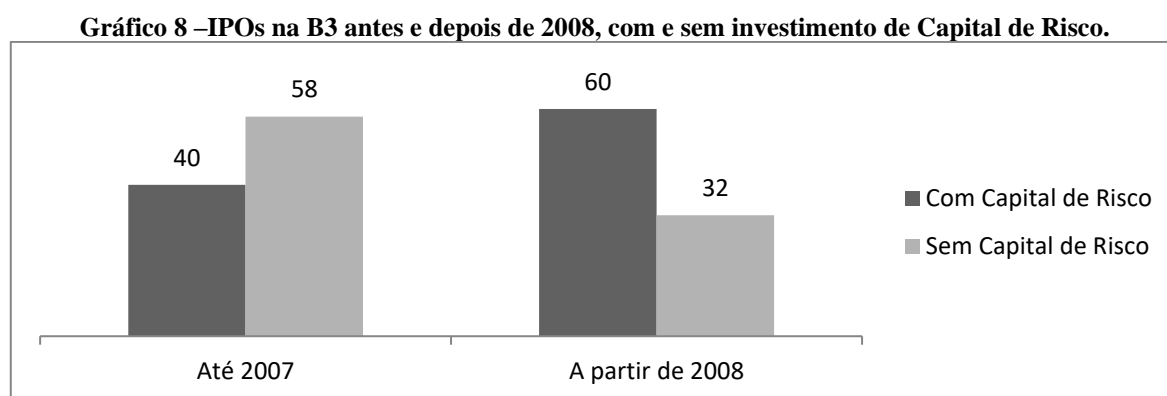
A aplicação de boas práticas de governança corporativa por parte das empresas se tornou essencial principalmente após escândalos financeiros ocorridos no início deste século, como no caso das empresas americanas Enron e Worldcom, que utilizaram de lacunas contábeis para esconder grandes dívidas na demonstração de seus balanços patrimoniais. No Brasil, o controle das companhias é altamente concentrado, o que demanda que a governança corporativa priorize que os fornecedores de capital recebam adequadamente o retorno sobre seus investimentos, defendendo os acionistas minoritários contra a expropriação pelos majoritários (GIOIELLI, 2008).

De acordo com a Federação Mundial das Bolsas de Valores, a desvalorização da riqueza acionária global somou US\$29,5 trilhões (vinte e nove trilhões e quinhentos bilhões de dólares) entre outubro de 2007 e outubro 2008 (MAZZUCHELLI, 2008). No Brasil, o índice Bovespa, que é o resultado de uma carteira teórica dos ativos mais negociados na bolsa brasileira, em outubro de 2007 estava cotado em 60.958,57 (sessenta mil, novecentos e cinquenta e oito vírgula cinquenta e sete) pontos e teve sua pontuação reduzida pela metade em outubro de 2008, quando atingiu a mínima de 29.435,11 (vinte e nove mil, quatrocentos e trinta e cinco, vírgula onze) pontos (B3, 2021e).

Se, em 2007, o mercado de capitais do país viveu um momento exuberante, em que 58 empresas realizaram IPOs, o cenário internacional adverso e a instabilidade econômica e política no Brasil atingiram diretamente o ambiente de negócios brasileiro após 2008, reduzindo os fluxos financeiros internacionais e revertendo a tendência de crescimento que se esperava para a atividade econômica no mundo. (DELOITTE, 2020, p.8).

Considerando que no ano de 2004 foi registrada o primeiro IPO de empresa apoiada por capital de risco, pode-se observar, através da consolidação dos dados apresentada no

gráfico 8 a seguir, fato relevante no que se refere ao marco da alteração do perfil de eventos de IPO ocorridos no Brasil a partir do ano de 2008, quando os IPOs de empresas apoiadas por capital de risco passaram a representar predominância no cenário do mercado acionário brasileiro.



Fonte: Elaborado pela autora com dados de B3; CVM.

Nos quatro anos anteriores ao ano de 2008, ou seja, entre os anos de 2004 e 2007, foram realizados um total de 98 (noventa e oito) IPOs na B3, esse número representa 51,5% (cinquenta e um e meio por cento) de todos os IPOs realizados desde 2004 até 2020. É importante salientar que antes da Crise Financeira Mundial de 2008, em um período de apenas 4 (quatro) anos, foram realizados mais IPOs no Brasil do que nos 13 (treze) anos seguintes à referida crise.

Entre os anos de 2004 e 2007, apenas 40 (quarenta) IPOs foram realizados por empresas parceiras de capital de risco, representando 40,8% (quarenta vírgula oito por cento) do total apurado nesse período. Nesse período, coube às empresas, sem a presença de capital de risco, a participação majoritária nos eventos de IPO observados.

Já a partir do ano de 2008 a representatividade do capital de risco para os IPOs no Brasil saltou de 39,7% (trinta e nove vírgula sete por cento) para 65,2% (sessenta e cinco vírgula dois por cento), ou seja, um crescimento de 60% (sessenta por cento) da participação da indústria de capital de risco no mercado brasileiro de capitais a partir da Crise Financeira Mundial de 2008.

Os IPOs de empresas sem a participação de capital de risco apresentaram uma retração de 45,7% (quarenta e cinco vírgula sete por cento). O que antes de 2008 representava 60,3% (sessenta vírgula três por cento) do mercado de IPOs, passou a representar 34,8% (trinta e quatro vírgula oito por cento).

Em suma, a expressividade da participação da indústria de capital de risco no Brasil após o ano de 2008 não se refere exclusivamente à observação do crescimento dos números absolutos dos IPOs realizados por empresas investidas por capital de risco, mas pelo contraste observado na comparação com os números de IPOs das empresas que não eram parceiras do capital de risco na data da sua execução.

Em outras palavras, a partir de 2008 o número total dos eventos de IPO no Brasil apresenta um decréscimo. Neste cenário, o crescimento de 60% (sessenta por cento) da participação da indústria de capital de risco no período posterior ao ano de 2008 não significou um crescimento absoluto que representasse uma continuidade próspera dos números apresentados no período entre 2004 e 2007. O que se observa é o aumento de representatividade dos eventos de IPO de empresas apoiadas por capital de risco, por efeito de comparação com as demais empresas da amostra. No período pós 2008, houve uma retração do total de IPOs ocorridos no Brasil, o qual conferiu às empresas sem capital de risco maior retração em seu desempenho histórico se comparado ao período de 2004 a 2007.

As empresas apoiadas por fundos de capital de risco se demonstram melhor preparadas para realizar o IPO de ações na bolsa de valores, pois dispõem do auxílio experiente dos fundos de investimento no curso dos trâmites burocráticos para a realização da abertura de capital em bolsa de valores, além de possuírem processos de gestão profissionalizados e transparentes, aliados à cultura de adoção de boas práticas de governança corporativa e experiência de relacionamento com investidores.

Em oposição a isso, encontram-se as empresas que não contam com o apoio experiente dos fundos de capital de risco para enfrentar os desafios rumo ao IPO. *Um dos fatores mais importantes para o sucesso do IPO é a formação de um bom grupo de trabalho. Uma equipe qualificada de profissionais, aliada a assessores com experiência no mercado de capitais, é um fator chave para o sucesso do IPO* (DELOITTE, 2020).

Dentre as 92 (noventa e duas) empresas que abriram capital na B3, desde o ano de 2008 até 2020, apenas 9 (nove) empresas não estão mais listadas na bolsa, quer seja por incorporação, falência, cancelamento ou Oferta Pública de Aquisição (OPA), que ocorre quando a empresa realiza a recompra de suas ações para a retomada do controle de propriedade.

Quadro 9 – Empresas com listagem encerrada na B3

NOME DE PREGÃO	CAPITAL DE RISCO	PERÍODO NEGOCIAÇÃO		MOTIVO
BR PHARMA	SIM	27/06/2011	26/06/2019	FALÊNCIA
OGX PETROLEO	SIM	13/06/2008	06/02/2019	INCORPORAÇÃO
ALIANSCCE	SIM	29/01/2010	30/08/2019	INCORPORAÇÃO
MULTIPLUS	NÃO	05/02/2010	08/05/2019	OPA
AUTOMETAL	NÃO	07/02/2011	17/10/2014	OPA
TIVIT	SIM	28/09/2009	17/01/2011	OPA
ABRIL EDUCA	SIM	26/07/2011	22/05/2019	OPA
CETIP	SIM	28/10/2009	14/07/2017	CANCELAMENTO
IMC HOLDINGS	SIM	09/03/2011	20/04/2015	CANCELAMENTO

Fonte: Elaborado pela autora com dados de B3; CVM.

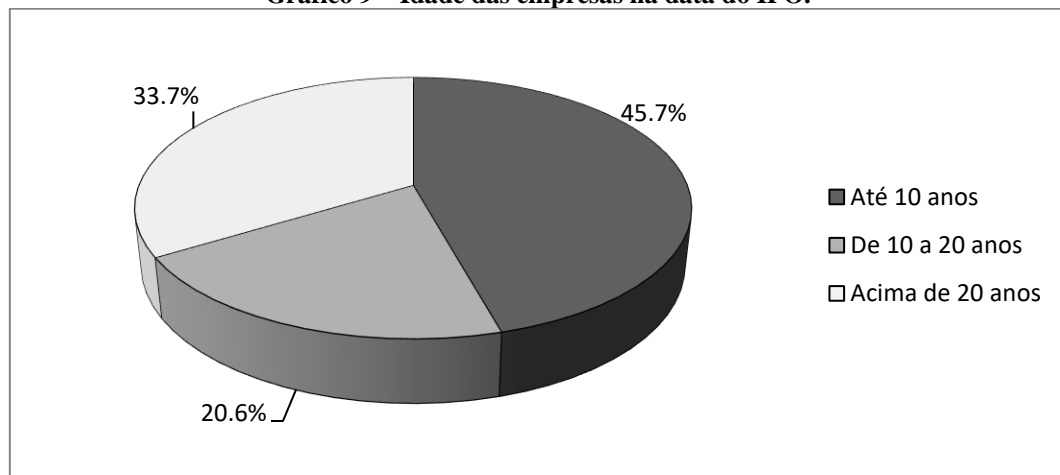
As empresas optam por retirar suas ações da negociação em bolsa de valores por duas principais razões, que podem ser: o elevado custo de manutenção das exigências aplicadas às empresas listadas ou pelo fato de a empresa valer mais do que o mercado está precificando.

Os custos incorridos pelas companhias de capital aberto em bolsa de valores estão associados ao cumprimento de todas as exigências dos órgãos reguladores, porém alguns desses custos também são comuns às empresas de capital fechado que possuem boa estrutura de governança e disponibilizam informações de forma transparente (DELOITTE, 2020).

As empresas realizam a recompra de ações quando o preço dos papéis está baixo, colocando em prática as vantagens observadas pela teoria *Market Timing*. As empresas buscam explorar flutuações do seu custo de capital em relação ao custo de outras formas de financiamento (BAKER; WURGLER, 2002).

O gráfico 9 a seguir demonstra a idade das empresas que realizaram IPO do período de 2008 a 2020, através do qual é percebida a predominância de empresas com até dez anos de idade na data do IPO, retratando que as aberturas de capital ocorridas na B3 no período foram majoritariamente realizadas por empresas jovens.

Gráfico 9 – Idade das empresas na data do IPO.

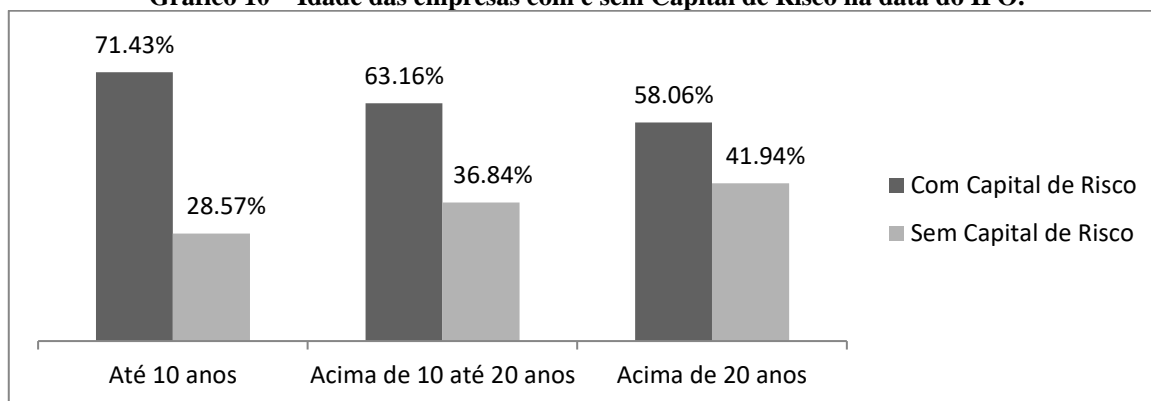


Fonte: Elaborado pela autora com dados de B3; CVM.

Pesquisas internacionais de Megginson e Weiss (1991) já apontavam que as empresas apoiadas por capital de risco eram capazes de atingir o IPO em uma idade mais jovem do que as demais empresas estreantes em bolsa de valores que não são parceiras de investidores de capital de risco. No Brasil, esta afirmação foi confirmada por Gioielli (2008). Ao analisar os IPOs de empresas brasileiras com e sem investimento de capital de risco, referente ao período de janeiro de 2004 a julho de 2007, o autor constatou uma maior concentração de empresas investidas por capital de risco com até 10 (dez) anos de existência na realização de IPOs. Na mesma vertente, Testa *et al.* (2013) constataram que empresas com investimento de capital de risco chegam mais rápido à bolsa de valores, identificando uma concentração de 61,28% (sessenta e um vírgula vinte e oito por cento) de empresas investidas por capital de risco com até 10 (dez) anos de existência e que realizaram IPO no período de janeiro de 2004 a dezembro de 2007.

As afirmações do parágrafo anterior de Megginson e Weiss (1991), Gioielli (2008) e Testa *et al.* (2013) foram testadas nesta pesquisa a partir da análise de dados do período compreendido entre o ano de 2008 e o ano de 2020. No período observado, 45,7% (quarenta e cinco vírgula sete por cento) das empresas que realizaram o IPO tinham até 10 (dez) anos de idade. Os achados confirmam que a maioria das empresas com até 10 (dez) anos de idade na data do IPO foram apoiadas por investimento de capital de risco. Conforme o gráfico 10 a seguir é possível observar que quanto maior a idade da empresa na data do IPO, menor é a participação do capital de risco.

Gráfico 10 – Idade das empresas com e sem Capital de Risco na data do IPO.



Fonte: Elaborado pela autora com dados de B3; CVM.

As Ofertas Públicas Iniciais de empresas com até um ano de existência são: BB Seguridade, Vivara, Ourofino, Multiplus, BR Insurance, Smiles e QGEP Participações, referem-se a companhias em fase pré-operacional ou empresas que realizaram processo de reorganização societária.

Megginson e Weiss (1991) afirmaram que as empresas parceiras de fundos de capital de risco, ao realizarem IPO na bolsa de valores, atraem mais prestígio junto aos auditores e despertam maior interesse de investidores institucionais. A fim de testar esta afirmação, a presente pesquisa utilizou de investigação a respeito dos dados da participação dos investidores institucionais nos IPOs do período compreendido entre o ano de 2004 e ano de 2020 no Brasil. Conforme o Quadro 11 a seguir é possível identificar que a concentração de investidores institucionais em IPOs de empresas apoiadas por capital de risco é superior se comparada a participação de investidores institucionais em IPOs de empresas sem parceria do Capital de Risco.

Quadro 10 – Participação percentual dos investidores nos IPOs

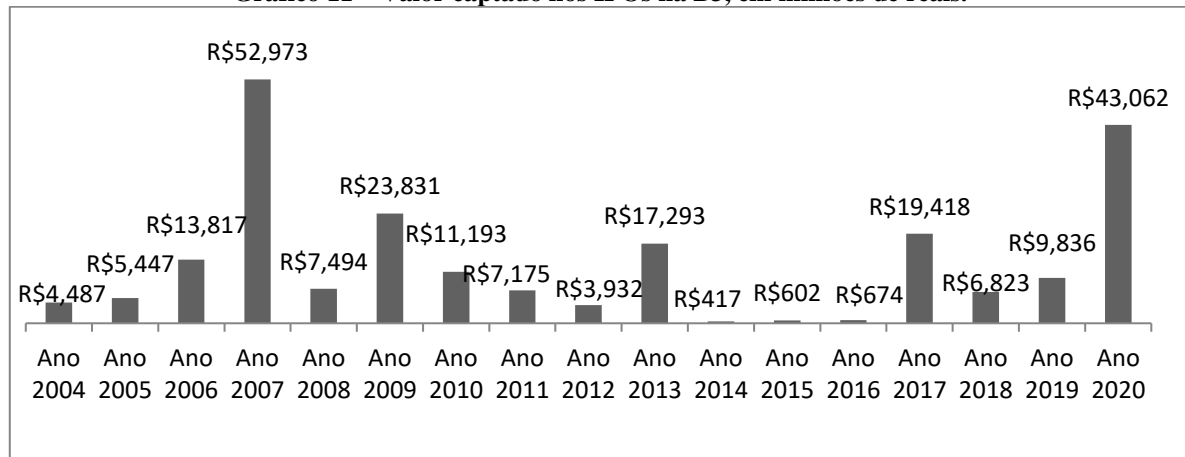
TIPO DE EMPRESA	INSTITUCIONAL	VAREJO	ESTRANGEIROS	OUTROS	TOTAL
Com Capital de Risco	26,4%	8,7%	59,3%	5,6%	100%
Sem Capital de Risco	25,9%	9,5%	61,3%	3,3%	100%

Nota: Por investidor institucional entende-se bancos, fundos de investimento, fundos de pensão, gestoras, seguradoras, entre outros grupos gestores de grande volumes de recursos capazes de prover liquidez ao mercado financeiro. A coluna outros refere-se ao acionista controlador, coordenadores da oferta e líder, demais pessoas jurídicas ligadas à companhia, empresas e órgãos públicos, instituições financeiras ligadas à companhia, instituições intermediárias, instituições subcontratadas.

Fonte: Elaborado pela autora com dados de B3; CVM.

O gráfico 11 a seguir demonstra o valor anual captado nos IPOs, cujo total foi de R\$228.483.578.127,04 (duzentos e vinte e oito bilhões, quatrocentos e oitenta e três milhões, quinhentos e setenta e oito mil, cento e vinte e sete reais e quatro centavos) em valor corrente.

Gráfico 11 – Valor captado nos IPOs na B3, em milhões de reais.



Fonte: Elaborado pela autora com dados de B3; CVM.

Neste contexto, as empresas que possuíam capital de risco captaram 49,6% (quarenta e nove vírgula seis por cento) do total do período, e as empresas que não possuíam investimento de capital de risco captaram no IPO 50,4% (cinquenta vírgula quatro por cento). Apesar de ser maior a quantidade de IPOs de empresas parceiras de capital de risco, o valor captado por elas foi menor, ou seja, 53% (cinquenta e três por cento) do quantitativo de eventos de IPO captaram 49,6% (quarenta e nove vírgula seis por cento) do valor total movimentado no período.

O fato de não haver uma relação positiva e diretamente proporcional entre a quantidade de IPOs e o valor captado nos IPOs dos dois grupos de empresas, as que são parceiras de capital de risco e as que não são, pode ser justificado pelas características de cada grupo. As empresas que não possuíam capital de risco na data do IPO são em geral mais antigas, conforme observado no gráfico 10 (anterior), justificando seu maior valor de mercado, bem como por atuarem em setores econômicos tradicionais e intensivos em capital.

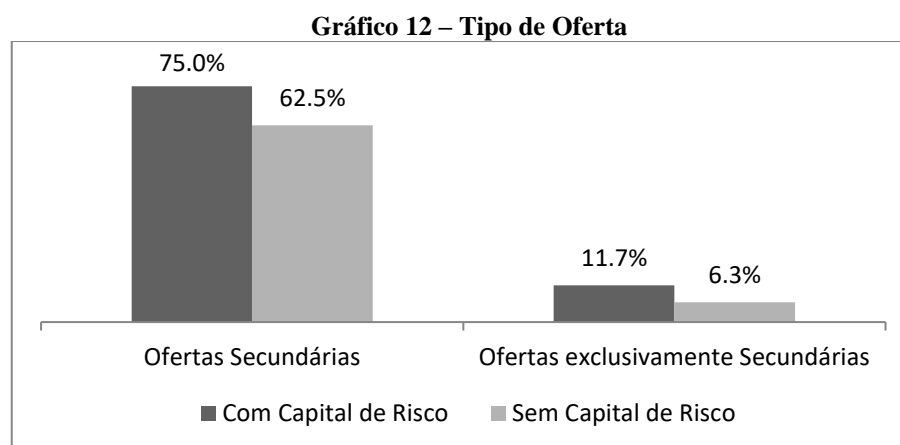
Por outro lado, as empresas que receberam investimento de capital de risco possuem um perfil diferente, são em geral empresas mais jovens, como visto no mesmo gráfico 10 (anterior), justificando seu valor de mercado ser comparativamente inferior, além do fato de atuarem em negócios inovadores e possuírem vantagem competitiva baseada em ativos intangíveis.

Nesse contexto, os fundos de investimento de capital de risco atuam reduzindo a assimetria de informação entre a empresa que realizará o IPO e os demais agentes, como a equipe de auditores, subscritores, especialistas financeiros e banco ofertante. Desta forma, as empresas apoiadas por capital de risco conseguem reduzir os custos de abertura de capital

(MEGGINSON; WEISS, 1991). Por essa razão, compreende-se que as empresas apoiadas por capital de risco alcancem o IPO em idade mais jovem, bem como em maior número, apesar de apresentarem menor capital social.

A constatação de que uma maior quantidade de IPOs de empresas apoiadas por capital de risco não resultou necessariamente em uma maior captação de recursos financeiros sugere que a presença dos fundos de capital de risco ocorre de forma pulverizada, em outras palavras, o capital de risco contempla um maior número de empresas de menor valor. A suposição que os fundos de capital de risco utilizam a estratégia de pulverização e diversificação dos investimentos se justifica como uma forma de mitigação dos riscos peculiares comuns à modalidade de investimento de capital de risco. Essa estratégia favorece o mercado de capitais brasileiro, pois demonstra que os fundos de capital de risco apoiam empresas de menor porte a alcançar o IPO.

Analisando os dados das Ofertas Públicas Iniciais realizadas na B3 entre o ano de 2008 a 2020 no que se refere ao motivo da abertura de capital da empresa, em outras palavras, a projeção da destinação dos recursos financeiros a serem captados na oferta, puderam ser observadas características que revelam a diferença de perfil do IPO entre empresas que receberam investimento de capital de risco e as empresas que não receberam o referido investimento. O gráfico 12 a seguir demonstra dados numéricos referentes ao tipo de oferta realizada pelos dois grupos de empresas no período:



Fonte: Elaborado pela autora com dados de B3; CVM.

Quando a empresa realiza uma oferta pública secundária, os recursos financeiros captados são destinados exclusivamente aos sócios, como pagamento referente à venda de sua participação, e a empresa não recebe nenhum valor oriundo desse tipo de oferta. Isto posto,

observando-se o gráfico 12 acima, é possível perceber que as empresas apoiadas por capital de risco realizam uma maior quantidade de ofertas secundárias, ou seja, oferta destinada à venda da participação dos sócios ou saída dos investidores.

Pode-se destacar, ainda, que em 11,7% (onze vírgula sete por cento) do total de IPOs realizados por empresas que receberam investimento de capital de risco ocorreram exclusivamente ofertas secundárias, não havendo, desta forma, qualquer alteração no capital social da empresa, mas sim na composição e características dos sócios. O que sugere que as empresas apoiadas por capital de risco utilizam o IPO como forma de saída dos investidores, conforme comprovado na literatura pelos seguintes autores: Metrik e Yasuda (2010); Zider (1998). Gorgulho (1996); Gompers (1995) apud Siqueira *et al.* (2011);

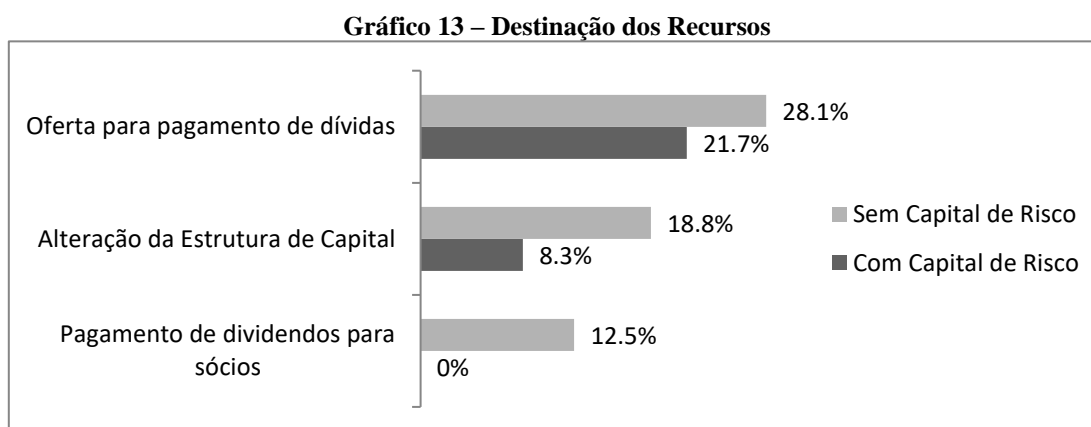
Segundo Gorgulho (1996), autora de extrema relevância para a literatura de capital de risco no Brasil, a Oferta Pública Inicial representa a forma de desinvestimento mais rentável para a indústria de capital de risco, através da qual é possível superar os ganhos de negociação possíveis nas demais formas de saída do investimento, tais como: aquisição por outra empresa, recompra da participação pela própria empresa ou por terceiros.

Através do IPO, o fundo de capital de risco consegue realizar a mais bem-sucedida estratégia de venda de sua participação em uma empresa, em detrimento, por exemplo, da venda direta. A média anual de retorno financeiro para os fundos na venda de sua participação na empresa investida através de IPO é de 60% (sessenta por cento), em comparação a uma média anual de retorno de 15% (quinze por cento) em vendas diretas ou estratégicas (GOMPERS, 1995 apud SIQUEIRA *et al.*, 2011). Por esta razão, segundo Gompers (1995) apud Siqueira *et al.* (2011), os investidores de capital de risco realizam o aporte de recursos financeiros divididos em rodadas de financiamento, as quais são descontinuadas caso a empresa não apresente potencial para abertura de capital em bolsa de valores.

Os fundos de investimento de capital de risco são intermediários financeiros com a obrigação contratual de devolver capital aos seus investidores. No entanto, o próprio processo de venda da participação na empresa investida requer conhecimentos e habilidades, além de planejamento estratégico detalhado. Os fundos de investimento em capital de risco buscam maximizar os lucros inferidos na negociação, realizando o desinvestimento através de venda direta ou de IPO de ações em bolsa de valores, pois historicamente o IPO é o meio mais lucrativo para a venda da participação do fundo na empresa investida (METRIK; YASUDA, 2010).

O mercado acionário é um ambiente acessível que proporciona o alcance de grande negociabilidade e alto nível de liquidez para os ativos, por isso os fundos de capital de risco consideram o IPO como a opção mais atrativa para a venda de sua participação em uma empresa. Desde o início do relacionamento com a empresa investida, os fundos deixam claras as informações a respeito das características do investimento de capital de risco, no que se refere aos custos de capital e suas relações com a necessidade de velocidade para a realização de um IPO em bolsa de valores (ZIDER, 1998).

O gráfico 13 a seguir demonstra os itens que apresentam significativa diferença de dados numéricos referentes à destinação dos recursos das Ofertas Públicas Iniciais realizadas na B3 entre o ano de 2008 e 2020, entre as empresas que receberam investimento de capital de risco e as que não receberam:



Fonte: Elaborado pela autora com dados de B3; CVM.

As empresas que não possuíam investimento de capital de risco na data do IPO apresentaram um maior número de ofertas cuja destinação dos recursos deveriam ser parcialmente aplicadas no pagamento de dívidas, bem como na organização da sua estrutura de capital ou, ainda, para o pagamento de dividendos aos sócios, o que sugere que as empresas apoiadas por capital de risco, conforme encontrado na literatura, possuem um menor nível de endividamento, bem como uma estrutura de capital mais autônoma, em suma, apresentam uma melhor situação financeira.

As empresas que figuram nos mais altos níveis de classificação quanto às boas práticas de governança corporativa aplicam modelos de gestão e planejamento voltados para a utilização de recursos próprios em detrimento do recurso de terceiros (PINHEIRO *et al.*, 2017). Porém, realizar parcerias com fundos de investimento de capital de risco se torna uma

alternativa interessante para as empresas no que se refere à redução do custo de capital de terceiros (D'SOUZA; AMARAL, 2018).

As empresas que recebem investimento de capital de risco apresentam maiores disponibilidade de caixa e menor nível de alavancagem, somado ao fato de atingirem maior ROA (SINCERRE *et al.*, 2019). Essas empresas, em tese, não gerenciam resultado nos períodos contábeis que antecedem o IPO, pois a presença do investidor de capital de risco origina procedimentos de auditoria que garantem a boa reputação e confiabilidade não somente da empresa, mas também do fundo de investimento de capital de risco, no que se refere às futuras operações de IPO a serem realizadas por empresas investidas por esses fundos (GIOIELLI *et al.*, 2013).

5 CONCLUSÕES

O presente trabalho analisou a relação entre a governança corporativa e a abertura de capital na bolsa de valores brasileira no período de 2004 a 2020, por empresas apoiadas por capital de risco. A pesquisa complementa outros estudos sobre a indústria de capital de risco no Brasil, que verificam as contribuições dos fundos de investimento de capital de risco para as empresas investidas e suas respectivas consequências para o mercado financeiro. Em síntese, as evidências encontradas nesta pesquisa, demonstram a expressiva representatividade de IPOs realizados por empresas apoiadas por investidores de capital de risco frente ao contexto nacional de IPOs realizados a partir do ano de 2008.

A quantidade total de IPOs no mercado de capitais brasileiro sofreu uma queda significativa desde o ano de 2008. Observando-se maior retração na quantidade de IPOs das empresas que não possuíam parceria com investidores de capital de risco. Esse fato conferiu à indústria de capital de risco maior representatividade na quantidade de IPOs realizados na B3 após o ano de 2008, ainda que os IPOs de empresas investidas por capital de risco não apresentassem um crescimento que demonstrasse uma continuidade dos níveis prósperos de crescimento observados antes de 2008.

Os IPOs de empresas parceiras de capital de risco representam 53% (cinquenta e três por cento) de todos os IPOs observados desde o ano de 2004 até o ano de 2020, se for considerado o ano de 2008 em diante, os IPOs de empresas parceiras de capital de risco passam a representar 65,2% (sessenta e cinco vírgula dois por cento) do total. Esses números expressam a representatividade do capital de risco para os IPOs do mercado de capitais brasileiro. Neste universo, 45,6% (quarenta e cinco vírgula seis por cento) das empresas que realizaram o IPO tinham até 10 (dez) anos de idade na data de sua execução, sendo que 71,43% (setenta e um vírgula quarenta e três por cento) dessas empresas que realizaram IPO com até dez anos de idade eram parceiras de capital de risco, o que confirma as afirmações de Megginson e Weiss (1991), Gioielli (2008) e Testa *et al.* (2013), de que as empresas apoiadas por capital de risco conseguem atingir o IPO em idade mais jovem.

As empresas apoiadas por investidores de capital de risco adotam políticas de gestão estratégicas, objetivando a realização do IPO mais rapidamente. A presença de investidores de capital de risco na composição do capital social de uma empresa certifica que o preço da ação no IPO reflete todas as informações contábeis e estratégicas disponíveis de forma transparente

para o mercado, conquistando boa reputação perante os auditores, além de despertar maior interesse dos investidores institucionais. (MEGGINSON; WEISS, 1991). Por esta razão, alguns fundos adotam a estratégia de permanecer com parte de sua participação na composição do capital social da empresa após o IPO, com o objetivo de demonstrar para o mercado que o fundo de investimento mantém seu interesse pelo potencial de resultados a serem alcançados pela empresa, bem como permanecerá atuando junto a ela no sentido de reduzir a assimetria informacional (CUMMING; MACINTOSH, 2003).

Nesta pesquisa também pôde ser confirmada a afirmação Megginson e Weiss (1991), de que empresas apoiadas por capital de risco atraem mais investidores institucionais no IPO. No período compreendido entre os anos de 2004 e 2020, a participação dos investidores institucionais em IPOs de empresas apoiadas por capital de risco foi de 26,4% (vinte e seis vírgula quatro por cento), número superior se comparado ao observado no IPO das empresas que não são parceiras de capital de risco.

Quanto aos achados da pesquisa, no que se refere ao fato de não haver uma relação positiva e diretamente proporcional entre a quantidade de IPOs e o valor captado no IPO das empresas parceiras de capital de risco, justifica-se em razão de essas empresas possuírem valor de mercado menor, característica que atende à estratégia de pulverização dos investimentos dos fundos de capital de risco, para reduzir os riscos inerentes às operações. Essa estratégia conseqüentemente resulta em um fomento ao mercado de capitais brasileiro e reforça a importância do capital de risco para o mercado acionário nacional, uma vez que, além de estimular um maior quantitativo de IPOs, o capital de risco também viabiliza que empresas de menor porte realizem o IPO graças ao apoio e investimentos obtidos pela parceria com ele.

Esta pesquisa revelou que as empresas apoiadas por capital de risco realizam proporcionalmente maior quantidade de ofertas secundárias e exclusivamente secundárias em comparação às empresas que não possuem investimento de capital de risco. Este perfil se justifica, conforme encontrado na literatura, pelo fato de que para os fundos de capital de risco a forma mais rentável de realizar o desinvestimento é através da abertura de capital das empresas na bolsa de valores (GOMPERS 1995 apud SIQUEIRA *et al.*, 2011; GORGULHO, 1996; METRIK; YASUDA, 2010). A Oferta Pública Inicial é o meio de venda capaz de alcançar um alto nível de liquidez, essa negociabilidade das ações de forma fracionada e

acessível para um grande número de investidores torna o IPO o método predileto para a venda da participação de um fundo de investimento em uma determinada empresa (ZIDER, 1998).

Os achados da pesquisa demonstraram a diferença entre os dois grupos de empresas, com e sem investimento de capital de risco, no que se refere à destinação dos recursos captados no IPO. As empresas que não possuem investimento de capital de risco apresentaram maior incidência de destinação de recursos para fins de pagamento de dívidas, alteração da estrutura de capital e pagamento de dividendos para sócios. Esses achados comprovam as informações encontradas na literatura a respeito das empresas apoiadas por capital de risco apresentarem um menor nível de endividamento, uma estrutura de capital mais autônoma e uma melhor situação financeira (D'SOUZA; AMARAL, 2018; GIOIELLI *et al.*, 2013; MINARDI *et al.* 2012, PINHEIRO *et al.*, 2017).

Em suma, os resultados demonstraram que o capital de risco representa o grande impulsionador dos IPOs do mercado de capitais brasileiro a partir da crise financeira de 2008, a qual alterou a relação entre investidores e o mercado de capitais. As empresas apoiadas por capital de risco atingiram o IPO em idade mais jovem, apresentaram-se mais qualificadas para o processo de IPO principalmente no que se refere à governança corporativa e estrutura de capital, além de serem mais bem avaliadas pelos os investidores institucionais.

Empresas que possuem parceria com fundos de capital de risco estão mais bem preparadas para o IPO, bem como apresentam melhor desempenho nele e no valor de suas ações no longo prazo (FORTES *et al.*, 2012; MINARDI *et al.*, 2012; TESTA *et al.*, 2013). Devido ao fato de possuírem modelo de gestão profissional e alto nível de governança corporativa, independência em seus conselhos administrativos, baixo nível de endividamento, somado ao fato de haver convergência entre os interesses de investidores e administradores (MINARDI *et al.* 2012).

A pesquisa revelou a importância do capital de risco para o mercado de capitais brasileiro, nesse contexto, a maior representatividade quantitativa da abertura de capital de empresas que receberam investimento de capital de risco desde o ano de 2008 pode ser justificada pelo apoio que os fundos de investimento proporcionam às empresas investidas, no que se refere à redução da assimetria informacional, transparência contábil e governança corporativa, conseqüentemente preparando a empresa para atender às expectativas dos investidores do mercado de capitais, considerando o cenário de cautela observado no sistema financeiro mundial após o ano de 2008. Os benefícios que os fundos de capital de risco

proporcionam para as empresas se desdobram em consequências favoráveis para o fomento ao mercado de capitais brasileiro como um todo.

5.1 Limitações e sugestões para próximas pesquisas

Durante o curso desta pesquisa foram realizadas diversas formas de análise na tentativa de compreender o perfil das empresas que abriram capital na B3 entre 2004 e 2020, porém cabe registrar como experiência para as pesquisas posteriores algumas análises que não obtiveram êxito, em razão da característica das informações que são disponibilizadas pelas empresas.

Buscou-se compreender se no universo das empresas estudadas o investimento de capital de risco se encontrava de forma concentrada naquelas de maior valor ou até mesmo de menor valor, baseado no capital social declarado da empresa na data da Oferta Pública Inicial, porém foi observado que em alguns casos o valor declarado do capital social das empresas era ínfimo, o qual não espelhava a realidade da situação econômica da organização, inviabilizando a realização da análise do perfil das empresas em função do capital social.

Uma segunda tentativa de análise que se demonstrou inviável foi o estudo da concentração do investimento de capital de risco em função da classificação setorial das empresas, uma vez que o universo das 190 (cento e noventa) empresas que realizaram o IPO ao longo dos últimos 17 (dezessete) anos apresentou grande dispersão setorial, no qual os investimentos de capital de risco se apresentaram de forma extremamente pulverizada. Foram realizadas tentativas de agrupamento das empresas conforme o Cadastro Nacional de Atividade Econômica (CNAE), bem como conforme a classificação setorial da B3, em ambos os casos não foi possível realizar uma consolidação de dados que demonstrasse a concentração setorial do investimento de capital de risco. Tal constatação sugere que, no momento do processo seletivo, os fundos atribuem valor a diversos requisitos, como nível de governança corporativa, que se sobrepõem ao setor de atuação das empresas.

Uma sugestão para as pesquisas futuras é a replicação do presente estudo para que seja verificada possível alteração do cenário, bem como das características das aberturas de capital na B3 por empresas apoiadas por capital de risco, uma vez que o ano de 2021 foi um ano recorde na realização de IPOs. Até agosto de 2021 haviam sido contabilizadas 64 (sessenta e quatro) aberturas de capital na B3, superando o recorde anterior conferido ao ano de 2004, no

qual foram realizadas 58 (cinquenta e oito) aberturas de capital no período de janeiro a dezembro. Considerando o fato de o ano de 2021 ser de grande relevância estatística para os IPOs brasileiros, caso o ano seguinte (2022) apresente uma continuidade próspera dos números apresentados em 2021, nos próximos 2 (dois) anos haverá uma quantidade de IPOs a serem estudados maior do que a quantidade observada no mercado acionário brasileiro desde a crise financeira mundial de 2008.

Recomenda-se que os próximos estudos busquem esclarecer e compreender os possíveis fatores que explicam a diferença de perfil de IPO entre as empresas que receberam investimentos de capital de risco e as empresas que não receberam tal investimento. Conforme a evolução e crescimento do mercado de capitais brasileiros e da indústria de capital de risco no Brasil, futuros trabalhos poderão ter acesso a bases de dados mais amplas, representativas e com aspecto temporal mais extenso, permitindo a produção de estudos de qualidade que melhor elucidem a realidade observada.

Outra sugestão para próximas pesquisas basea-se no estudo do cenário e na categorização de dados com o objetivo de identificar possíveis novas classificações para o desenvolvimento da indústria de capital de risco brasileira no período posterior a publicação do livro da Cláudia Pavani em 2003, afinal diversas alterações no cenário econômico, político, social e tecnológico ocorreram desde então no país.

REFERÊNCIAS

ABDI – Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial. **Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores**. Brasília: ABDI, 2011a. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/8421>. Acesso em: 01 jun. 2020.

ABDI – Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial. **A indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro**. Brasília: ABDI, 2011b. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/8419>. Acesso em: 29 mai. 2020.

ABVCAP – Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital. **Consolidação de Dados 2020**. Rio de Janeiro: ABVCAP, 2019a. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/4494.pdf>. Acesso em: 02 jan. 2021

ABVCAP – Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital. 2019. **Quem somos?**. Rio de Janeiro: ABVCAP, 2019b. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/associacao/quem-somos.aspx>. Acesso em: 20 mai. 2020.

ABVCAP – Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital. **Sobre o setor**. Rio de Janeiro: ABVCAP, 2019c. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/industria-de-pe-vc/sobre-o-setor.aspx?c=pt-br>. Acesso em: 21 mai. 2020.

AIZENMAN, Joshua; KENDALL, Jake. The internationalization of venture capital. **Journal of Economic Studies**, Bingley, v. 39, n. 5, p. 488-511, 21 set. 2012.

AMIT, Raphael; BRANDER, James; ZOTT, Christoph. Why Do Venture Capital Firms Exist? Theory and Canadian Evidence. **Journal of Business Venturing**, Amsterdã, v. 13, n. 6, p. 441-466, nov. 1998.

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **Código ABVCAP | ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Mercado de FIP e FIEE**. 2011. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/9F/61/C0/D2/2CC575106582A275862C16A8/C_digo_20ANBIMA_20ABVCAP_1_.pdf. Acesso em: 20 mai. 2020.

ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano Guasti. **Investimento em ações: guia teórico e prático para investidores**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2011. 280 p.

Baker, Malcon; Wurgler, Jeffrey. Market timing and capital structure. **The Journal of Finance**, Philadelphia, v. 57, n. 1, p. 1–32, fev. 2002.

BRASIL. **Lei n.º11.312, de 27 de junho de 2006**. Reduz a zero as alíquotas do imposto de renda e da Contribuição Provisória sobre Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira - CPMF nos casos que especifica; altera a Lei nº 9.311, de 24 de outubro de 1996; e dá outras providências. Brasília: Presidência da República, 2006. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2006/Lei/L11312.htm. Acesso em: 31 mai. 2020.

BRASIL. Congresso Nacional. Câmara dos Deputados. **Capital empreendedor**. Brasília: Edições Câmara, 2014. 303 p. (Série Estudos Estratégicos, n.4).

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. **Ações**. 2020a. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/acoes.htm. Acesso em: 30 jul. 2020.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. **Ofertas Públicas**. 2020b. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/ofertas-publicas/estatisticas/. Acesso em: 28 jul. 2020.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. **Segmentos de Listagem**. 2020c. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/. Acesso em: 28 jul. 2020.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. **Empresas Listadas**. 2021a. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm. Acesso em: 21 mar. 2021.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. **Fundos de Investimento em Participações - FIP**. 2021b. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/fundos-de-investimento-em-participacoes-fip.htm. Acesso em: 21 mar. 2021.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. **Crterios de Classificao Setorial - Ações**. 2021c. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/acoes/consultas/criterio-de-classificacao/. Acesso em: 29 mar. 2021.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. **Índice de Governana Corporativa Diferenciada (IGC B3)**. 2021d. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-governanca/indice-de-acoes-com-governanca-corporativa-diferenciada-igc.htm. Acesso em: 07 mai. 2021.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. **Índice Bovespa (IBOVESPA B3)**. 2021e. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-estatisticas-historicas.htm. Acesso em: 12 jul. 2021.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. **Quem somos**. 2021f. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/b3/institucional/quem-somos/. Acesso em: 12 jul. 2021.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. **Guia do IPO na B3**. 2021g. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/abertura-de-capital/como-abrir-o-capital/. Acesso em: 01 set. 2021.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier; SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. Aspectos de Governana Corporativa moderna no Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 24, p. 111–148, dez. 2005.

CMN – Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº. 3.790, de 24 de setembro de 2009.** Dispõe sobre as aplicações dos recursos em moeda corrente dos regimes próprios de previdência social instituídos pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios. Brasília: CMN, 2009. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2009/pdf/res_3790_v2_L.pdf. Acesso em: 01 jun. 2020.

COLLARES, Marta Leite. Governança Corporativa: Fator Preponderante no Ativismo de Acionistas no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, Maringá, v. 24, n. 5, p. 414-431, set./out. 2020. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rac/a/3cSCzt5HjgG8gBFqGBDhdRt/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 01 set. 2021.

CRISÓSTOMO, Vicente Lima; GIRÃO, Aline Maria Coelho. Análise do compliance das empresas brasileiras às boas práticas de governança corporativa. **Revista Ambiente Contábil**, Natal, v. 11, n. 2, p. 40-64, 3 jul. 2019. Disponível em: <https://periodicos.ufrn.br/ambiente/article/view/16369/11849>. Acesso em: 01 set. 2021.

CRISPIM, Sérgio; BALDASSI, Douglas. Fundos de capital de risco: suporte para romper as barreiras de entrada? **Gestão & Regionalidade**, São Caetano do Sul, v. 25, n. 73, p. 101-110, jan./abr. 2009. Trimestral.

CUMMING, Douglas; MACINTOSH, Jeffrey. A cross-country comparison of full and partial venture capital exits strategies. **Journal of Banking and Finance**, Amsterdã, v. 27, n. 3, p. 511-548, mar. 2003.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM n.º 209, de 25 de março de 1994.** Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes. Rio de Janeiro: CMV, 1994. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/200/inst209consolid.pdf>. Acesso em: 18 mai. 2020.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM n.º 391, de 16 de julho de 2003.** Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Rio de Janeiro: CVM, 2003. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst391consolid.pdf>. Acesso em: 18 mai. 2020.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Sobre a CVM.** 2020. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm>. Acesso em: 21 mai. 2020.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa.** 2002. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>. Acesso em: 09 fev. 2021.

DELOITTE (org.). **Preparação e custos para abertura de capital no Brasil**: uma análise sobre as ofertas de ações no país entre 2004 a 2020. São Paulo: DELOITTE, 2020. 40 p. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/abertura-de-capital/como-abrir-o-capital/. Acesso em: 01 set. 2021.

DIAS, Alexandre Teixeira *et al.* As influências da governança corporativa e da estrutura de capital no desempenho e no risco da firma. **Revista Gestão & Tecnologia**, Pedro Leopoldo, v. 20, n. 2, p. 123-145, abr./jun. 2020. Trimestral.

D'SOUZA, Márcia Figueredo; AMARAL, Juliana Ventura. Financiamento por capital empreendedor e aspectos econômicos: um estudo realizado em empresas brasileiras listadas no BM&F Bovespa. **Racef**: Revista de Administração, Contabilidade e Economia da FUNDACE, Ribeirão Preto, v. 9, n. 2, p. 1-14, ago. 2018. Disponível em: https://www.fundace.org.br/revistaracef/index.php/racef/article/view/378/pdf_70. Acesso em: 09 fev. 2021.

ESPEJO, Robert Armando; CLEMENTE, Ademir. Os níveis de governança corporativa enquanto fatores redutores de risco na crise financeira de 2008. **Revista de Contabilidade**: do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ, Rio de Janeiro, v. 21, n. 2, p. 34-51, mai./ago. 2016. Quadrimestral.

FORTES, Pedro Campos Bias; SILVEIRA, Rodrigo Lanna Franco da; BACIC, Miguel Juan. Desempenho das empresas após IPO: análise da importância dos fundos de *private equity*. In: Semead: Seminários em Administração, 15, out. 2012, São Paulo. **Anais [...]**. São Paulo, 2012. v. 15, p. 1-16.

GIL, Antônio Carlos. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008. 200 p.

GIOIELLI, Sabrina Patrocínio Ozawa. **Os gestores de *private equity* e *venture capital* influenciam a governança corporativa das investidas?** evidências das empresas estreadas na Bovespa. 2008. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, p. 107. 2008.

GIOIELLI, Sabrina Patrocínio Ozawa; CARVALHO, Antonio Gledson de; SAMPAIO, Joelson Oliveira. Venture capital and earnings management in IPOs. **Brazilian Business Review**, Vitória, v. 10, n. 4, p.30-64, 30 dez. 2013.

GOMES, Adriana Salles. **Como cuidar do seu dinheiro**. São Paulo: Bei Comunicação, 2000. 258 p. (Coleção Entenda e Aprenda).

GOMPERS, Paul. Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital. **The Journal of Finance**, Philadelphia, v. 50, n. 5, p. 1461–1489, dez. 1995.

GORGULHO, Luciane. **O Capital de Risco como Alternativa de Financiamento às Pequenas e Médias Empresas de Base Tecnológica**: o Caso Contec/BNDES. 1996.

Dissertação (Mestrado em Economia) - Instituto de Economia Industrial, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, p. 180. 1996.

HEARN, Bruce; FILATOTCHEV, Igor. Founder retention as CEO at IPO in emerging economies: the role of private equity owners and national institutions. **Journal Of Business Venturing**, Amsterdã, v. 34, n. 3, p. 418-438, mai. 2019.

IBGC - INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de Governança Corporativa**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015. 108 p.

IPEA – Instituto de Pesquisas Econômicas Aplicadas. **Ativos Intangíveis: Avaliação e Mensuração no contexto de Private Equity e Venture Capital**. Texto para Discussão nº. 1280. 2007. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/1929>. Acesso em: 13 mai. 2020.

JENSEN, Michael Cole; MECKLING, William Henry. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal Of Financial Economics**, Amsterdã, v. 3, n. 4, p. 305-360, out. 1976.

JENSEN, Michael Cole. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American Economic Review**, Nashville, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

JENSEN, Michael Cole; MECKLING, William Henry. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. **RAE: CLÁSSICOS**, São Paulo, v. 48, n. 2, p. 87-125, abr./jun. 2008. Trimestral.

KLEIN, Benjamin. Contracting costs and residual claims: the separation of ownership and control. **Journal Of Law & Economics**, Chicago, v. 26, n. 2, p. 367-374, jun. 1983.

LAMEIRA, Valdir de Jesus; NESS JUNIOR, Walter Lee; MACEDO-SOARES, Teresia Diana Lewe van Aduard de. Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração: RAUSP**, São Paulo, v. 42, n. 1, p. 64-73, mar. 2007. Trimestral.

LERNER, Josh. The future of public efforts to boost entrepreneurship and venture capital. **Small Business Economics**, Berlim, v. 35, n. 3, p.255-264, 27 jul. 2010.

MAGALHÃES, Juliano Machado de; DAUDT, Cláudio Gustavo; PHONLOR, Patrícia Ross. Vantagens Proporcionadas às Pequenas e Médias Empresas por meio da União em Redes de Cooperação no Contexto do Venture Capital. **RAC**, Curitiba, v. 13, n. 4, p. 583-603, out./dez. 2009. Trimestral.

MALACRIDA, Mara Jane Contrera; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. Governança Corporativa: Nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. **Revista de Contabilidade e Finanças - USP**: Edição Comemorativa, São Paulo, v. 17, n. nspe1, p. 65-79, set. 2006.

- MARCONDES, Reynaldo Cavalheiro *et al.* **Metodologia para trabalhos práticos e aplicados**. São Paulo: Mackenzie, 2017. 105 p.
- MARKHAM, Stephen K.; MUGGE, Paul C.. **Atravessando o Vale da Morte: Um guia prático para os líderes de inovação nas empresas**. Viçosa: Editora UFV, 2018. 182 p.
- MASULIS, Ronald W.; THOMAS, Randall S. 2008. Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivatives Usage on Corporate Governance. **Vanderbilt Law and Economics Research**, Chicago, v. 76, n. 8, p. 219-260, 29 set. 2008.
- MAZZUCHELLI, Frederico. A crise em perspectiva: 1929 e 2008. **Novos Estudos - CEBRAP**, São Paulo, v. 82, s.n, p. 57-66, nov. 2008.
- MEGGINSON, Willian L.; WEISS, Kathleen A. Venture capitalist certification in initial public offerings. **The Journal of Finance**, Philadelphia, v. 46, n. 3, p. 879-903, 1991.
- METRIK, Andrew; YASUDA, Ayako. The vc industry. *In*: METRIK, Andrew; YASUDA, Ayako. **Venture capital & the finance of innovation**. 2. ed. New Jersey: Wiley-John Wiley & Sons, Inc., 2010. p. 03-20. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=929145. Acesso em: 26 out. 2020.
- MINARDI, Andrea Maria Accioly Fonseca; FERRARI, Guilherme Lopes; TAVARES, Pedro Carvalho de Araújo. Performances of Brazilian IPOs backed by private equity. **Journal of Business Research**, Amsterdã, v. 66, n. 3, p. 448-455, 2012.
- MODIGLIANI, Franco; MILLER, Miller. The cost of capital, corporation finance and theory of investment. **The American Economic Review**, Nashville, v. 48, n. 3, p. 261-297. jun. 1958.
- MODIGLIANI, Franco; MILLER, Miller. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction, **The American Economic Review**, Nashville, v. 53, n. 3, p. 433-443. jun 1963.
- MOLLER, Emil Plagborg; HOLM, Morten. IPO or SBO?: the increasing importance of operational performance for private equity exits following the global financial crisis of 2007-08. **Journal Of Applied Corporate Finance**, Nova Iorque, v. 29, n. 1, p. 115-121, 2017.
- MORETTIN, Pedro Alberto; BUSSAB, Wilton O.. **Estatística Básica**. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2010. 540 p.
- MUNDO NETO, Martin; SALTORATO, Patrícia. Atores, ações e dominação cultural na construção da indústria de capital de risco no Brasil. **Estudos de Sociologia**, Araraquara, v. 22, n. 43, p. 217-234, 01 jul. 2017. Semestral.
- MYERS, Stewart Clay. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, Philadelphia, v. 39, n. 3, p. 575-592. jul. 1984.

MYERS, Stewart Clay; MAJLUF, Nicholas. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal Of Financial Economics**, Amsterdã, v. 13, n. 2, p. 187-221. Jun. 1984.

MENDES, Carlos Silveira (Trad.). **O livro da economia**. Diversos autores. São Paulo: Globo, 2013. 352 p.

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. **Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE**. Paris: OCDE, 2016. Disponível em: https://www.oecd-ilibrary.org/governance/principios-de-governo-das-sociedades-do-g20-ocde_9789264259195-pt. Acesso em: 26 out. 2020.

PAVANI, Claudia. **O Capital de Risco no Brasil: conceito evolução perspectivas**. Rio de Janeiro: E-papers, 2003. 98 p.

PINHEIRO, Bruno Goes; VASCONCELOS, Alessandra Carvalho de; LUCA, Márcia Martins Mendes de; CRISÓSTOMO, Vicente Lima. Estrutura de Capital e Governança Corporativa nas Empresas Listadas na BM&FBovespa. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**: REPEC, Brasília, v. 11, n. 4, p. 451-466, 2017. Trimestral. Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=441654601006>. Acesso em: 03 jan. 2021.

PRODANOV, Cleber Cristiano; FREITAS, Ernani Cesar de. **Metodologia do Trabalho Científico: métodos e técnicas de pesquisa e do trabalho acadêmico**. 2. ed. Novo Hamburgo: Editora da Universidade Feevale, 2013. 277 p.

PWC – PricewaterhouseCoopers Brasil (org.). **O IPO como alternativa para impulsionar o futuro de sua empresa**. São Paulo: PWC, 2019. 33 p. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/DB/75/47/58/B07CA610F33E5CA6AC094EA8/Estudo_-_Custo_do_IPO.pdf. Acesso em: 01 set. 2021.

REIS, Gabriel de Souza; MENDES, Felipe Lopes; JUCÁ, Michele Nascimento; HADAD JUNIOR, Eli. A Participação de Fundos de Venture Capital e Private Equity Adiciona Valor às Empresas Brasileiras? Um Estudo sobre IPOs. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, Rio de Janeiro, v. 14, n. 2, p. 144-163, 3 jun. 2019.

RIBEIRO, Rafael Lopes. **Barreiras e benefícios encontrados para adesão dos níveis diferenciados de governança corporativa: uma proposta para adesão em um grupo siderúrgico**. 2018. Dissertação (Mestrado) - Curso de Mestrado Profissional em Gestão e Estratégia, Instituto de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro, Seropédica, p. 97. 2018.

RIBEIRO NETO, Ramon Martinez; FAMÁ, Rubens. A importância da governança corporativa na gestão das empresas: o caso do Grupo Orsa. *In: Semead: Seminários em Administração*, 6, 2003, São Paulo. **Anais [...]**. São Paulo, 2003. v. 6, p. 1-12.

RODRIGUES, Maysa Santos; SANTOS, José Glauber Cavalcante dos; SANTOS, Greyciane Passos dos. Governança corporativa e estrutura de capital nas maiores empresas de capital

aberto à luz da teoria pecking order. **Revista Unemat de Contabilidade**, Mato Grosso, v. 7, n. 13, p. 78-97, 2018.

RODRIGUES, Sandrielem da Silva.; GALDI, Fernando Caio. Relações com investidores e assimetria informacional. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, São Paulo, v. 28, n. 74, p. 297-312, 2017.

ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança corporativa: Fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2019. 604 p.

SÁ, Miller Gazolla Correa de. O Capital de Risco aplicado em start-ups no Brasil: Uma reflexão sobre o ecossistema dos empreendimentos inovadores a partir da visão do investidor. **Gestão, Finanças e Contabilidade**, Salvador, p. 97-120, 16 jan. 2017.

SCHUMPETER, J. A. **Teoria do desenvolvimento econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico**. São Paulo: Abril Cultural, 1982. Disponível em: https://www.ufjf.br/oliveira_junior/files/2009/06/s_Schumpeter_-_Teoria_do_Developolvimento_Econ%C3%B4mico_-_Uma_Investiga%C3%A7%C3%A3o_sobre_Lucros_Capital_Cr%C3%A9dito_Juro_e_Ciclo_Econ%C3%B4mico.pdf. Acesso em: 21 mai. 2020.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert Ward. A Survey of Corporate Governance. **The Journal Of Finance**, Philadelphia, v. 52, n. 2, p. 737-783, jun. 1997.

SILVA, Edson Cordeiro da; ZOTES, Luiz Peres. Governança corporativa e sua influência na gestão da qualidade. **Revista Brasileira de Contabilidade**, Rio de Janeiro, v. 33, n. 147, p. 21-30, mai./jun. 2004. Disponível em: <http://rbc.cfc.org.br/index.php/rbc/article/view/368/156>. Acesso em: 23 ago. 2021.

SINCERRE, Bianca; FAMÁ, Rubéns; FLORES, Eduardo. The Impact of Private Equity and Venture Capital Funds on post-IPO Operational and Financial Performance in Brazilian invested companies. **Brazilian Business Review**, Vitória, v. 16, n. 1, p. 87-101, 1 jan. 2019.

SIQUEIRA, Eduardo Madureira Rodrigues; CARVALHO, Antonio Gledson de; NETTO, Humberto Gallucci. Determinantes do Sucesso dos Investimentos de Private Equity e Venture Capital no Brasil. **Rev. Bras. Finanças**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, p. 189-208, jun. 2011.

SOUZA, João Vitor Tibincovski de; TEIXEIRA, Clarissa Stefani. **Fomentos à Inovação**. Florianópolis: Perce, 2017. 36 p.

TAMBOSI FILHO, Elmo. **Mercado de capitais e bolsa de valores**. 3. ed. Palhoça: Unisul Virtual, 2011. 168 p.

TESTA, Carlos Henrique Rodrigues; LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de; SECURATO, José Roberto. O desempenho de longo prazo dos IPOs: evidências de empresas investidas por fundos de private equity e venture capital. In: **Semead: Seminários em Administração**, 16, out. 2013, São Paulo. **Anais [...]**. São Paulo, 2013. v. 16, p. 01-16.

TIAN, Xuan. The causes and consequences of venture capital stage financing. **Journal of Financial Economics**, Amsterdã, v. 101, n. 1, p. 132-159, jul. 2011.

TYKVOVÁ, Tereza. Legal framework quality and success of (different types of) venture capital investments. **Journal Of Banking and Finance**, Amsterdã, v. 87, p.333-350, fev. 2018.

ZIDER, Bob. How Venture Capital Works. **Harvard Business Review**, Boston, n. 98611, p. 131-139, nov./dez. 1998.