



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA



Mateus Franco de Campos

**O impacto dos fundos de private equity na estrutura de capital das
empresas investidas**

CAMPINAS
Ano
2024

Mateus Franco de Campos

**O impacto dos fundos de private equity na estrutura de capital das
empresas investidas**

Monografia apresentada ao Instituto de
Economia da Universidade Estadual de
Campinas como parte dos requisitos
exigidos para a obtenção do título de
Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Miguel Juan Bacic

CAMPINAS
Ano
2024

Ficha catalográfica
Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP)
Biblioteca do Instituto de Economia
Ana Regina Machado - CRB 8/5467

C157i Campos, Mateus Franco de, 1998-
O impacto dos fundos de private equity na estrutura de capital das empresas
investidas / Mateus Franco de Campos. – Campinas, SP : [s.n.], 2024.

Orientador: Miguel Juan Bacic.
Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) – Universidade Estadual de
Campinas (UNICAMP), Instituto de Economia.

1. Fundos de investimentos. 2. Private equity (Finanças). 3. Capital
(Economia). I. Bacic, Miguel Juan, 1954-. II. Universidade Estadual de Campinas
(UNICAMP). Instituto de Economia. III. Título.

Informações adicionais, complementares

Título em outro idioma: The impact of private equity funds on the capital structure of invested companies

Palavras-chave em inglês:

Mutual funds

Private equity

Capital

Titulação: Bacharel em Ciências Econômicas

Banca examinadora:

Miguel Juan Bacic [Orientador]

Pedro Gilberto Cavalcante Filho

Data de entrega do trabalho definitivo: 21-06-2024

Mateus Franco de Campos

**O impacto dos fundos de private equity na estrutura de capital das empresas
investidas**

Monografia apresentada ao Instituto de
Economia da Universidade Estadual de
Campinas como parte dos requisitos
exigidos para a obtenção do título de
Bacharel em Ciências Econômicas.

Data de aprovação: 21/ 06 /2024

Banca Examinadora

Prof(a). Dr(a). Miguel Juan Bacic - Presidente da banca

Prof(a). Mestre Pedro Gilberto Cavalcante Filho - Docente convidado

RESUMO

Este trabalho visa compreender como empresas investidas por fundos de private equity modificam suas estruturas de capital à luz de diversas teorias, via fundos de investimento em participações (FIPs) no Brasil. O problema de pesquisa central questiona até que ponto os investimentos realizados, mais conhecidos como fundos de private equity, representam uma alternativa para a otimização da estrutura de capital das empresas investidas, considerando diferentes teorias sobre a estrutura de capital. A pesquisa propõe a hipótese de que empresas que recebem investimentos de private equity têm mais facilidade para se expandir, visto que o uso de dívidas é oneroso e desafiador para empresas de capital fechado em consolidação no Brasil. Outras hipóteses incluem a possibilidade de essas empresas garantirem dívidas com condições mais atrativas devido ao respaldo dos fundos de private equity.

Para tanto, a metodologia adotada consiste no uso de teorias sobre a estrutura de capital de empresas e na aderência e utilidade dessas teorias no caso de empresas brasileiras que recebem aportes de fundos de private equity. Para isso, serão utilizados trabalhos acadêmicos sobre o assunto, além de dados de organizações como a ABVCAP, fundos de private equity (FIP), bancos e outras organizações para sustentar e tentar provar as hipóteses de pesquisa. Com isso, a abordagem metodológica, até pela natureza fechada das informações das empresas investidas por fundos de private equity, será de caráter mais teórico.

Os objetivos do estudo envolvem discutir os efeitos dos aportes via FIPs nas empresas investidas no Brasil, compreendendo os limites de sua utilização para expansão. Objetivos específicos incluem analisar as modificações causadas pelos aportes de private equity na estrutura de capital, à luz de diferentes teorias. A justificativa destaca a relevância do estudo em um contexto em que as empresas brasileiras enfrentam dificuldades para acessar capital para expansão devido a altas taxas de juros e restrições ao crédito. Nesse cenário, os FIPs ganham importância ao investir em empresas em desenvolvimento, fornecendo capital de longo prazo e melhorando a gestão corporativa. Como será discutido, os resultados mostram, com caráter teórico, que para as empresas brasileiras, receber aportes de fundos de private equity parece

ser mais eficiente em sua estrutura de capital, dado o alto custo da dívida no Brasil, embora mais pesquisas sejam necessárias para averiguar e reforçar essa tese.

O trabalho será dividido em introdução, capítulos sobre teorias de estrutura de capital, condições de financiamento no Brasil, o mercado de private equity no Brasil e a análise do impacto desses fundos na estrutura de capital das empresas investidas.

Palavras-chave: Private Equity; Estrutura de Capital; Fundos de Investimento em Participações; Financiamento Empresarial; Teorias de Estrutura de Capital.

ABSTRACT

This study aims to understand how companies invested by private equity funds modify their capital structures in light of various theories through investment funds in participations (FIPs) in Brazil. The central research problem questions to what extent investments made, better known as private equity funds, represent an alternative for optimizing the capital structure of the invested companies, considering different theories on capital structure. The research proposes the hypothesis that companies receiving private equity investments find it easier to expand, as the use of debt is costly and challenging for privately held companies in consolidation in Brazil. Other hypotheses include the possibility that these companies secure debt with more attractive conditions due to the backing of private equity funds.

To this end, the adopted methodology consists of using theories on the capital structure of companies and the adherence and usefulness of these theories in the case of Brazilian companies receiving private equity fund investments. For this, academic works on the subject will be used, as well as data from organizations such as ABVCAP, private equity funds (FIP), banks, and other organizations to support and attempt to prove the research hypotheses. With this, the methodological approach, due to the closed nature of information on companies invested in by private equity funds, will be more theoretical in nature.

The study's objectives involve discussing the effects of FIP investments in companies invested in Brazil, understanding the limits of their use for expansion. Specific objectives include analyzing the changes caused by private equity investments in the capital structure, in light of different theories. The justification highlights the relevance of the study in a context where Brazilian companies face difficulties in accessing capital for expansion due to high interest rates and credit restrictions. In this scenario, FIPs gain importance by investing in developing companies, providing long-term capital, and improving corporate management. As will be discussed, the results theoretically show that for Brazilian companies, receiving private equity fund investments seems to be more efficient in their capital structure, given the high cost of debt in Brazil, although more research is needed to verify and reinforce this thesis.

The work will be divided into an introduction, chapters on capital structure theories, financing conditions in Brazil, the private equity market in Brazil, and the analysis of the impact of these funds on the capital structure of invested companies.

Keywords: Private Equity; Capital Structure; Investment Funds in Shares; Corporate Financing; Capital Structure Theories.

SUMÁRIO

1	Introdução	9
2	Capítulo 1: Teorias sobre a estrutura de capital das empresas	11
3	Capítulo 2: O mercado dos fundos de private equity no Brasil.....	20
4	Capítulo 3: A relação entre investimentos de fundos de private equity e a estrutura de capital das empresas investidas no Brasil	34
5	Conclusão	42
6	Referências	44

1 - Introdução

A dinâmica do ambiente empresarial, especialmente no contexto brasileiro, é intrinsecamente ligada à busca incessante por recursos financeiros que possibilitem o desenvolvimento, a expansão e a sustentabilidade das organizações. Nesse cenário, os Fundos de Investimento em Participações (FIPs), mais especificamente os de private equity, emergem como atores cruciais no fornecimento de capital a empresas em estágios diversos de desenvolvimento. Este trabalho se propõe a investigar profundamente o papel desempenhado pelos fundos de private equity na modificação das estruturas de capital das empresas investidas, sob o prisma de diversas teorias de estrutura de capital.

O problema central desta pesquisa reside na avaliação do impacto dos investimentos realizados por meio dos FIPs no Brasil como uma alternativa eficaz para a otimização da estrutura de capital das empresas investidas. Essa avaliação será conduzida considerando as múltiplas facetas das teorias que buscam explicar as escolhas de financiamento das empresas, especialmente à luz das características singulares do mercado brasileiro.

A hipótese subjacente a esta pesquisa sustenta que empresas que recebem investimentos de fundos de private equity têm uma vantagem estratégica, visto que o levantamento de capital por meio de dívidas para empresas de capital fechado, em um contexto de consolidação no Brasil, é desafiador e dispendioso. Além disso, investigaremos a possibilidade de que, mesmo quando essas empresas decidem recorrer a capital de terceiros (dívidas), podem obter condições mais atrativas, fruto do aval positivo conferido pelos fundos de private equity, sinalizando solidez às instituições financeiras. Adicionalmente, consideraremos a hipótese de que a teoria da Pecking Order não é particularmente aplicável a empresas investidas por fundos de private equity no Brasil, dada a complexidade em obter financiamento via dívida.

Os objetivos desta pesquisa compreendem uma análise profunda dos efeitos provocados pelos aportes via FIPs nas empresas investidas no Brasil, país marcado pela dificuldade de alavancagem empresarial. De maneira mais específica, buscar-se-á entender as modificações que os investimentos de private equity causam nas

estruturas de capital das empresas, à luz das diferentes teorias existentes sobre a estrutura de capital. A relevância desse estudo reside na contribuição para o entendimento das relações entre o desenvolvimento dos fundos de private equity no Brasil, o financiamento empresarial e as teorias de estrutura de capital.

A abordagem metodológica será pautada no uso de teorias sobre a estrutura de capital, sustentada por trabalhos acadêmicos e dados provenientes de organizações como a Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital (ABVCAP), fundos de private equity, bancos e outras entidades pertinentes. A divisão do trabalho contempla capítulos dedicados à fundamentação teórica sobre a estrutura de capital das empresas, as condições do financiamento empresarial no Brasil, a caracterização do mercado de private equity e uma análise aprofundada do impacto desses fundos na estrutura de capital das empresas investidas.

Neste contexto, a presente monografia almeja trazer contribuições significativas para o entendimento da interação entre os investimentos de private equity, as escolhas de financiamento empresarial e as peculiaridades do mercado brasileiro, consolidando-se como um recurso valioso para acadêmicos, profissionais do mercado financeiro e gestores corporativos que buscam compreender e otimizar as estruturas de capital em um cenário desafiador como o brasileiro.

2 - Capítulo 1: Teorias sobre a estrutura de capital das empresas

A estrutura de capital das empresas é uma questão central quando se trata de finanças corporativas, influenciando as decisões de investimento e a busca por crescimento. Uma empresa pode crescer pelo lado da receita, isto é, aumentando suas vendas e diminuindo custos gerais; porém, também é possível maximizar o valor da empresa pela otimização de sua estrutura de capital. Para compreender as escolhas financeiras das empresas, é fundamental explorar as teorias que fundamentam a tomada de decisões relacionadas à estrutura de capital. Com isso, a definição e compreensão dessas teorias desempenham um papel vital. A estrutura de capital refere-se à composição das fontes de financiamento utilizadas por uma empresa para sustentar suas operações e projetos (isto é, capital próprio e capital de terceiros).

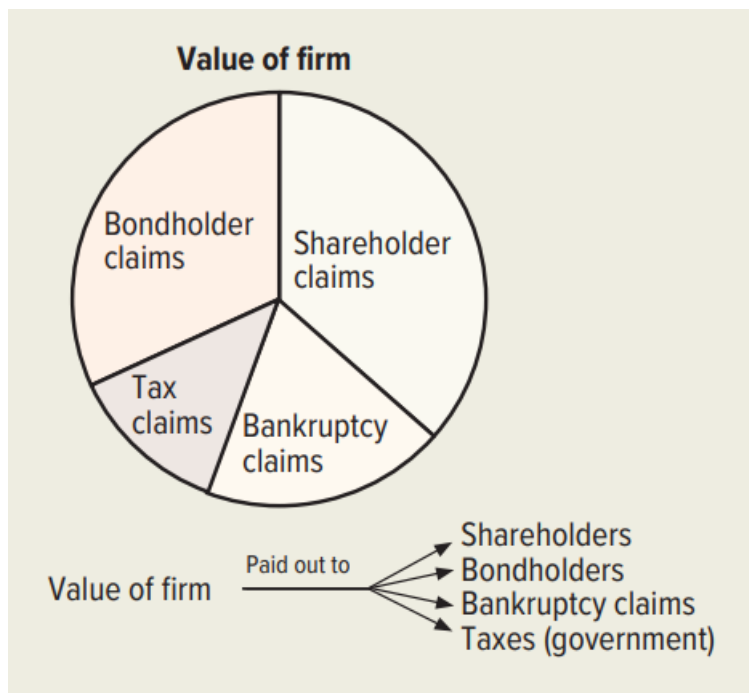
As teorias sobre a estrutura de capital oferecem perspectivas e modelos para explicar como as empresas decidem alocar recursos entre dívida e capital próprio, considerando diversos fatores econômicos, financeiros e organizacionais. A importância dessas teorias na tomada de decisões financeiras reside na capacidade de fornecer um arcabouço conceitual para entender a lógica subjacente envolvida nas escolhas de financiamento. Elas auxiliam os gestores na busca por estratégias ótimas que maximizem o valor da empresa para os acionistas. Ademais, as teorias ajudam a prever e explicar as tendências observadas na prática empresarial, permitindo uma análise mais fundamentada e informada. Ao entender as teorias que permeiam a estrutura de capital, os gestores podem aprimorar a eficácia de suas decisões financeiras, otimizando a alocação de recursos e mitigando os riscos associados. Além disso, as teorias proporcionam insights valiosos para investidores, analistas financeiros e pesquisadores interessados em compreender as dinâmicas financeiras das empresas.

O capítulo adotará uma abordagem abrangente para explorar diversas teorias sobre a estrutura de capital das empresas. Desde as perspectivas clássicas, como a teoria de Modigliani e Miller (MM) em suas proposições I e II, até abordagens mais contemporâneas, cada teoria será analisada em termos de seus princípios

fundamentais e aplicação prática, servindo como subsídio para os capítulos seguintes. Essa análise proporcionará um entendimento aprofundado das diferentes forças que moldam as decisões de financiamento e estabelecerá as bases para a posterior investigação sobre o impacto dos fundos de private equity na estrutura de capital das empresas investidas no contexto brasileiro. De acordo com a pesquisa bibliográfica conduzida por Felipe André Stein (2013), as teorias que abordam a estrutura de capital das empresas destacam-se como um campo relevante no estudo financeiro. Entre essas teorias, a primeira e proeminente é a Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capital, também conhecida como o Teorema de Modigliani e Miller (MM). Conforme destacado por Myers (2003), a Proposição I do teorema afirma que, em um mercado eficiente, sem impostos de renda, custos de falência ou custos de agência, o valor de uma empresa permanece constante, independentemente da fonte de financiamento escolhida, seja por meio da emissão de ações ou através de dívida.

Em termos mais simples, a composição da estrutura de capital entre capital próprio e capital de terceiros é considerada irrelevante. Entretanto, a Proposição II, como mencionada por Ross, Westerfield e Jaffe (2010), incorpora a consideração dos benefícios tributários associados ao uso de dívida. Nessa proposição, argumenta-se que a dedutibilidade fiscal dos juros sobre a dívida pode reduzir o custo de capital para a empresa. No entanto, esse benefício é contrabalançado pelo aumento do risco associado ao capital próprio devido à presença de uma maior parcela de dívida na estrutura de capital. No capítulo 2, voltaremos a essa relação entre dedutibilidade fiscal e aumento do risco na Proposição II da teoria de Modigliani e Miller no caso brasileiro.

Figura 1: Divisão do valor da firma em caso de falência



Fonte:

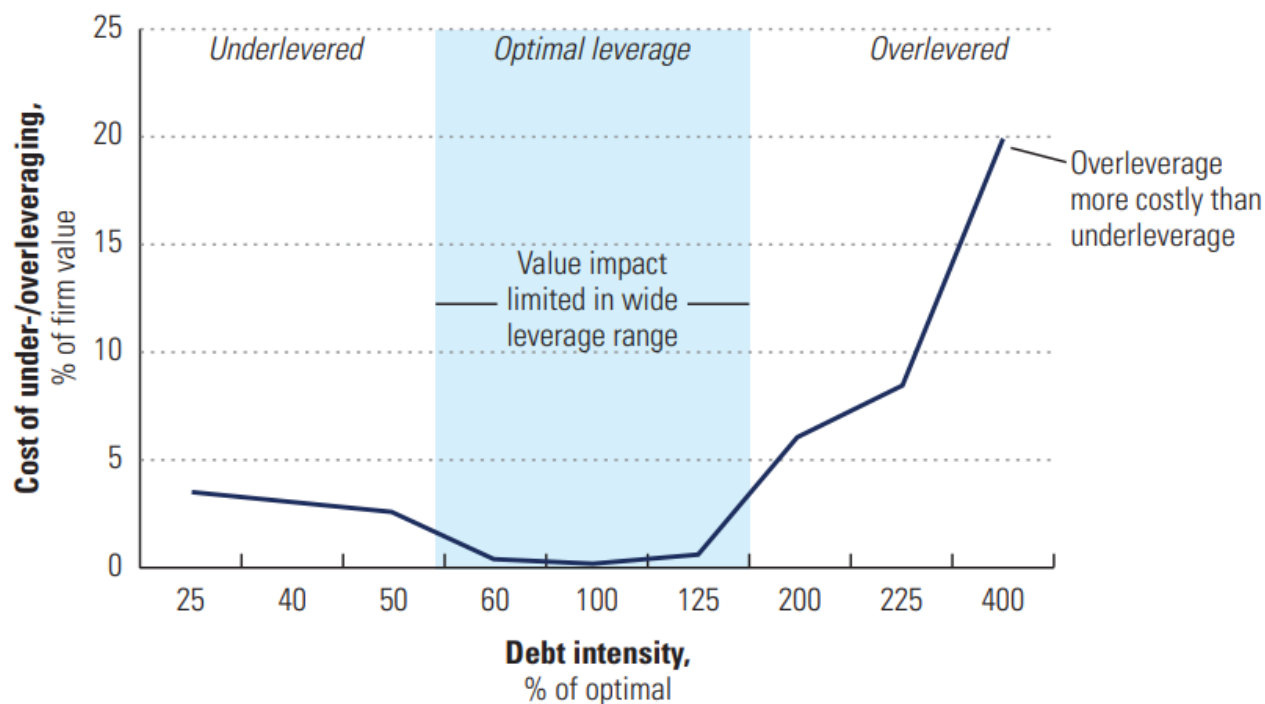
ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. Administração Financeira. 2. ed. 10. reimp. São Paulo: Atlas, 2010

A segunda teoria trabalhada trata-se da teoria do Static Trade-off. Como abordada por Matias (2007), essa teoria propõe uma perspectiva diferente em relação à estrutura de capital das empresas. Conforme delineado por essa teoria, as empresas buscam alcançar uma estrutura de capital ótima que equilibre dois efeitos significativos associados à dívida. De um lado, encontra-se o benefício fiscal gerado pelo uso da dívida como forma de financiamento; por outro lado, deve-se considerar o aumento do risco que a empresa enfrenta devido ao custo associado à dificuldade financeira, resultante do maior endividamento. Assim, a teoria do Static Trade-off postula que as empresas buscam atingir um nível de endividamento que otimize esse equilíbrio, buscando uma estrutura de capital que maximize o valor da empresa através de um "endividamento alvo".

A explicação para isso é a diminuição do custo médio ponderado de capital. Esse termo sugere uma estratégia deliberada de determinar a quantidade apropriada de dívida que uma empresa deve incorporar em sua estrutura de capital. É crucial observar que o conceito de "endividamento alvo" é dinâmico e pode ser influenciado

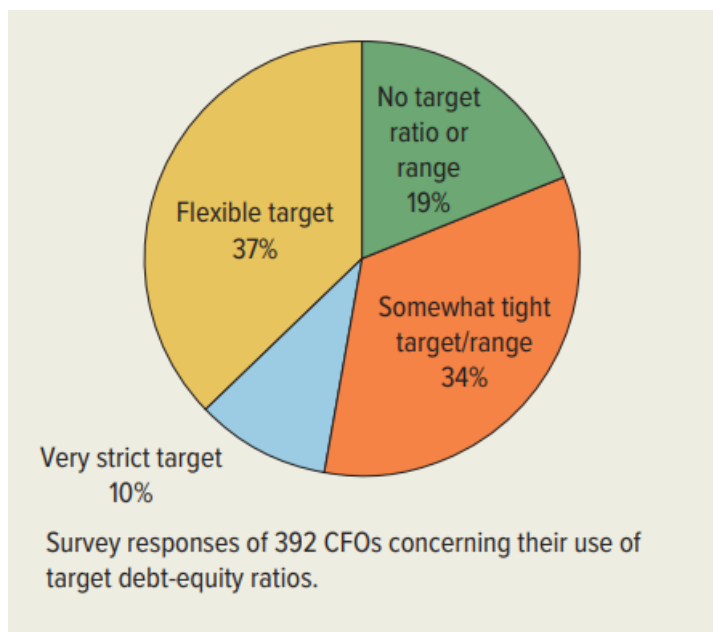
por diversos fatores, como mudanças nas condições de mercado, na situação tributária e nas perspectivas de crescimento da empresa. Além disso, a teoria do Static Trade-off destaca a necessidade de uma abordagem cautelosa na gestão da estrutura de capital, pois o equilíbrio entre os benefícios e os custos associados à dívida pode variar.

Figura 2: relação entre custo de capital e a % da dívida na estrutura de capital



Fonte: MATIAS, Alberto Borges. Finanças Corporativas de Longo Prazo: criação de valor com sustentabilidade financeira. São Paulo. Atlas: 2007

Figura 3: Proporção das empresas em relação a meta da relação dívida e capital próprio



Fonte: ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. Administração Financeira. 2. ed. 10. reimp. São Paulo: Atlas, 2010

A teoria do Pecking Order, conforme discutida por Matias (2007), propõe uma estrutura hierárquica nas fontes de financiamento das empresas, baseada na presença de assimetria de informações entre os administradores da empresa e os mercados, incluindo instituições financeiras. Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2010), essa teoria sugere que, devido a essa assimetria, as empresas tendem a dar preferência aos recursos internos, como lucros acumulados, como fonte primária de financiamento de suas atividades.

O conceito fundamental por trás da teoria do Pecking Order é que as empresas preferem utilizar recursos internos antes de recorrer a fontes externas de financiamento, como a emissão de dívidas. Isso é atribuído à percepção de que os gestores da empresa possuem informações privilegiadas sobre a saúde financeira e as perspectivas da empresa, enquanto os mercados financeiros podem ter acesso limitado a essas informações. No caso de empresas compradas por fundos de private

equity, esse acesso limitado de informação é particularmente relevante, dado o fato de não serem empresas públicas.

A adoção da estratégia do Pecking Order implica que a empresa mantenha uma folga financeira, acumulando reservas de caixa para enfrentar momentos de dificuldade. No entanto, essa precaução financeira pode ter implicações, como a redução dos dividendos distribuídos aos acionistas. Além disso, a alocação excessiva de recursos em projetos já maduros, em detrimento de oportunidades mais promissoras, pode surgir como um desafio, resultando no problema de agência (que será discutido em breve neste capítulo).

É essencial compreender que a teoria do Pecking Order destaca a importância da gestão prudente dos recursos internos, considerando a informação assimétrica entre a administração da empresa e os entes externos.

Figura 3: Ordem das preferências no uso de recursos financeiros pelas empresas

Ordem de importância	Recursos
1	Financiamento interno. Lucros retidos.
2	Emissão de títulos de dívida ou financiamentos não securitizados.
3	Emissão de títulos conversíveis.
4	Participação acionária externa.

Fonte: Fonte: ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. Administração Financeira. 2. ed. 10. reimp. São Paulo: Atlas, 2010

Segundo Jensen (1986) e Meckling (1976), a teoria da agência proporciona uma análise profunda dos conflitos entre controle e propriedade nas organizações, identificando dois tipos principais de custos. O primeiro tipo refere-se ao conflito entre acionistas e gestores, enquanto o segundo, de particular interesse para este trabalho, aborda o conflito entre credores e acionistas. De acordo com Harris e Raviv (1991), esse último conflito emerge porque os acionistas possuem incentivos para realizar investimentos de alto risco. Em caso de sucesso do investimento, eles colhem os benefícios; no entanto, em situações de fracasso, devido à responsabilidade limitada, os credores assumem o ônus.

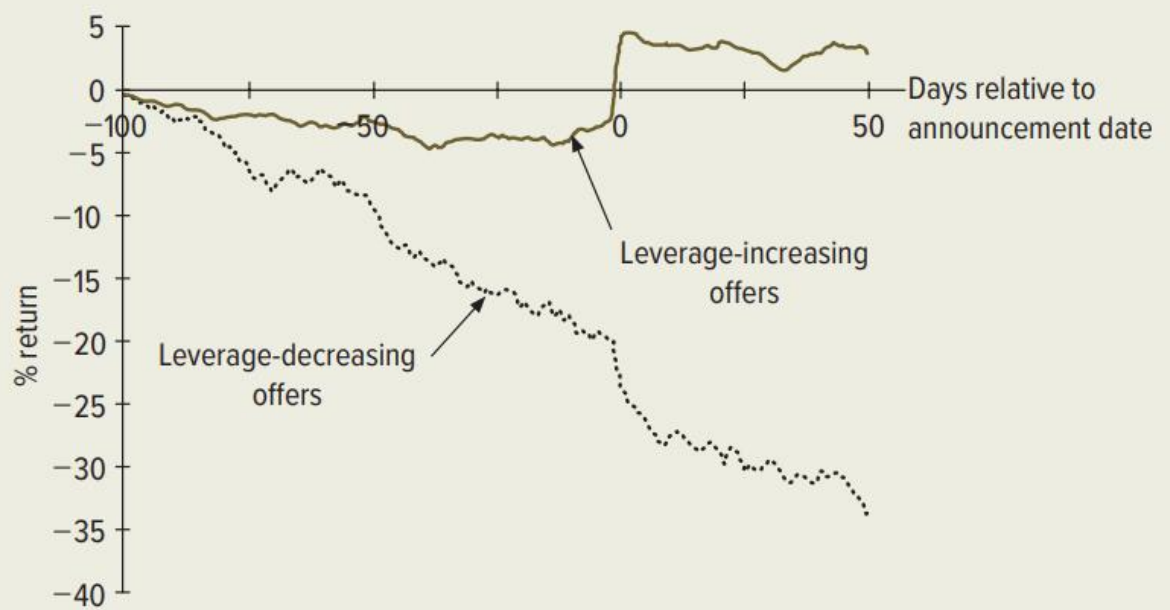
Essa dinâmica implica que, à medida que os acionistas buscam maximizar seus retornos através de investimentos arriscados, os credores enfrentam um maior risco de inadimplência em caso de insucesso do projeto. A responsabilidade limitada dos acionistas implica que, em situações adversas, são os credores que suportam as perdas. Como resultado, os credores podem demandar uma compensação maior pelo risco adicional, manifestando-se na forma de taxas de juros mais elevadas. A explicação é simples: o ganho do credor é predeterminado no momento do empréstimo, independentemente se a empresa teve, contabilmente falando, um lucro líquido irrisório (dado que o credor é pago primeiro) ou um lucro líquido fantástico. Portanto, em geral, o credor prefere projetos mais conservadores do que os acionistas.

A confiança acaba por desempenhar um papel crucial nesse contexto. Quanto menor a confiança dos credores na capacidade dos administradores da empresa de gerenciar riscos e garantir retornos positivos, maior será a taxa de juros exigida como precaução, além de maiores garantias e prazos mais curtos. Isso reflete a necessidade de os credores precificarem o risco percebido em suas transações com as empresas, um elemento fundamental na determinação das condições de financiamento (esse tópico também será tratado no capítulo 2).

Por fim, a teoria do Market Timing, como investigada por Baker e Wurgler (2002), visa compreender como as decisões de timing de mercado influenciam a estrutura de capital das empresas, examinando se esse efeito é de curto ou longo prazo. Segundo os autores, pelo menos no curto prazo, espera-se uma alteração na estrutura de capital, caracterizada por um aumento de capital próprio e uma redução de capital de terceiros. No entanto, a teoria do Static Trade-off sugere que, no longo prazo, a empresa ajustará sua estrutura de capital, minimizando os impactos dessas decisões ao longo do tempo. Para este trabalho, o Market Timing é relevante na medida em que, para fundos de private equity, o momento da compra e da venda da empresa é de grande relevância.

Duas abordagens distintas são apresentadas pelos autores para explicar os efeitos de curto prazo na estrutura de capital. A primeira sugere que os gestores buscam vender participações na empresa quando as ações estão sobrevalorizadas e comprar participações quando estão subvalorizadas. Essa estratégia é orientada pela percepção de que o mercado pode apresentar avaliações irrealistas no curto prazo, proporcionando oportunidades para a otimização do valor das ações. A segunda abordagem parte do princípio de seleção adversa (e de que o mercado não é racional no seu sentido forte), indicando que o valor de mercado da empresa está sujeito a mudanças devido à assimetria de informações. Nesse contexto, a divulgação de informações financeiras pode gerar uma resposta imediata no valor da empresa. Por exemplo, o anúncio de uma emissão de ações pode levar a uma queda no valor da empresa devido à assimetria de informação, uma vez que as empresas podem ser percebidas como emitindo ações quando seus prospectos futuros são menos otimistas. Em resposta, as empresas podem buscar emitir mais ações imediatamente após divulgar números financeiros, com o objetivo de reduzir a incerteza em relação ao seu futuro. Essas abordagens destacam a complexidade das interações entre a dinâmica de mercado e as decisões de estrutura de capital das empresas.

Figura 4: Relação entre preço de ações e mudança na alavancagem



Exchange offers change the debt-equity ratios of firms. The graph shows that stock prices increase for firms whose exchange offers increase leverage. Conversely, stock prices decrease for firms whose offers decrease leverage.

Fonte: ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. Administração Financeira. 2. ed. 10. reimp. São Paulo: Atlas, 2010

3 - Capítulo 2: O mercado dos fundos de private equity no Brasil

Private equity consiste em investimentos em participações em empresas de capital fechado, que possuem baixa liquidez, retornos de longo prazo e menos informações quando comparados a empresas de capital aberto. Portanto, possuem uma maior relação risco-retorno, o que coloca esse tipo de investimento na categoria de investimentos alternativos, de acordo com a publicação "A Indústria de Private Equity e Venture Capital - 2º Censo Brasileiro". Apesar de o investimento via Fundos de Private Equity ser relativamente recente no Brasil, já existem inúmeros casos de sucesso, tais como Rede D'or, B2W, XP, Ambev, ALL, GOL Linhas Aéreas e Natura.

No Brasil, esse tipo de investimento é organizado sob o nome de FIP (Fundo de Investimento em Participações), que é constituído sob o regime de condomínio fechado. Ou seja, as cotas somente são resgatadas ao término de sua duração decidida pela assembleia de cotistas. Os fundos também devem ter participação na decisão da empresa investida, indicando, por exemplo, membros para o conselho de administração ou mesmo diretores para a companhia. São produtos financeiros destinados a investidores qualificados, ou seja, pessoas com mais de um milhão de reais em investimentos financeiros. Os FIPs podem ser divididos em:

FIP – Capital Semente: Participações em companhias ou sociedades limitadas com receita bruta anual de até R\$ 16 milhões. Em geral, são empresas que podemos chamar de startups.

FIP – Empresas Emergentes: Participações em companhias ou sociedades limitadas que tenham receita bruta anual de até R\$ 300 milhões.

FIP – Infraestrutura (FIP-IE) e FIP – Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I): Este tipo de fundo investe em sociedades anônimas, de capital aberto ou fechado, que desenvolvem novos projetos de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação nas áreas de energia, transporte, água e saneamento básico, irrigação e outras áreas prioritárias para o Poder Executivo Federal. Cada FIP-IE e FIP-PD&I deve ter, no mínimo, cinco cotistas, sendo que cada cotista não pode deter mais de

40% das cotas emitidas pelo fundo ou auferir rendimento superior a 40% do rendimento do fundo.

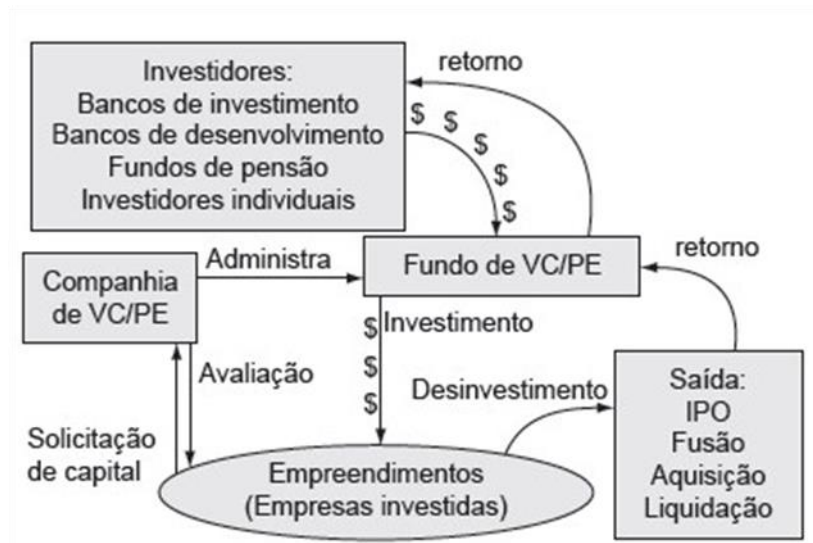
FIP – Multiestratégia: São aqueles que não se classificam nas demais categorias por admitir o investimento em diferentes tipos e portes de sociedades investidas. Estes fundos são os únicos que também podem investir todo seu capital em ativos no exterior, porém, nesse caso, são destinados exclusivamente a investidores profissionais, ou seja, aqueles que possuem investimentos financeiros superiores a dez milhões de reais.

Os FIPs devem investir, no mínimo, 90% de seu patrimônio em ações, debêntures simples, bônus de subscrição ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias abertas ou fechadas, bem como em títulos ou valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas. Podem investir até 20% de seu capital subscrito em ativos no exterior, desde que tais ativos possuam a mesma natureza econômica dos ativos mencionados. Adicionalmente, podem investir em cotas de outros FIP ou em cotas de fundos de ações – mercado de acesso para fins de atendimento do limite mínimo de 90%, de acordo com a B3.

Os fundos de private equity no Brasil possuem duração definida, geralmente entre sete e dez anos, mas com a possibilidade de prorrogação por mais dois anos (RIBEIRO, 2005).

As figuras abaixo, retiradas de (MEIRLLES; JÚNIOR; REBELATTO, 2011) e da compilação de dados da KPMG e ABVCAP, mostram o funcionamento da indústria de private equity e dados do Brasil de 2011 a 2019.

Figura 5: Principais participantes da atividade de private equity



Fonte: (MEIRLLES; JÚNIOR; REBELATTO, 2011)

A figura acima mostra de maneira esquematizada o funcionamento de um fundo de private equity típico. Vários investidores compram cotas em um determinado fundo pertencente a uma empresa de private equity, que, por sua vez, compra participações em diversas empresas. Após alguns anos, realizam o desinvestimento da participação dessas empresas (saída) e, com o lucro dessa saída, o fundo de private equity e os investidores ganham dinheiro.

O processo de investimento dos fundos de PE/VC é marcado por um comportamento cíclico, com etapas que se repetem periodicamente. A primeira fase envolve a captação de recursos dos investidores. Em seguida, ocorre a análise de potenciais investimentos em empresas com alto potencial de retorno. O mapeamento de oportunidades é realizado antes da seleção das companhias e da estruturação dos acordos, procedimento que exige uma diligência rigorosa das empresas investidas e uma revisão detalhada do plano de negócios. Após o período de investimento, os gestores entram na fase final, que é o desinvestimento.

Como destacado por Montenegro (2019), existem cinco alternativas básicas de saída:

Venda da empresa para outra companhia (Trade Sale): Venda da empresa investida para outra companhia.

IPO (Initial Public Offering): Saída através do mercado de ações.

Venda para outro fundo de PE/VC (venda secundária ou sponsor to sponsor): Venda da participação para outro fundo de private equity ou venture capital.

Venda ao proprietário: Venda da participação de volta ao proprietário original.

Write-off: Falência e/ou venda por um valor insignificante.

No Brasil, as primeiras ações governamentais para o desenvolvimento da atividade de private equity datam de 1974, através de programas do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Em 1976, a Financiadora de Estudos e Projetos (Finep) também iniciou ações nesse sentido. No entanto, o setor de private equity no Brasil só começou a se desenvolver significativamente após o Plano Real, em 1994. Os fundos de investimento focados especificamente em participações societárias foram inicialmente regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) com a introdução dos Fundos de Investimento em Empresas Emergentes (FIEE), por meio da Instrução CVM 209/94 (posteriormente revogada). Esta instrução abarcava apenas investimentos em empresas emergentes, com características e propósitos limitados, não beneficiando os investidores interessados em empresas com outras características.

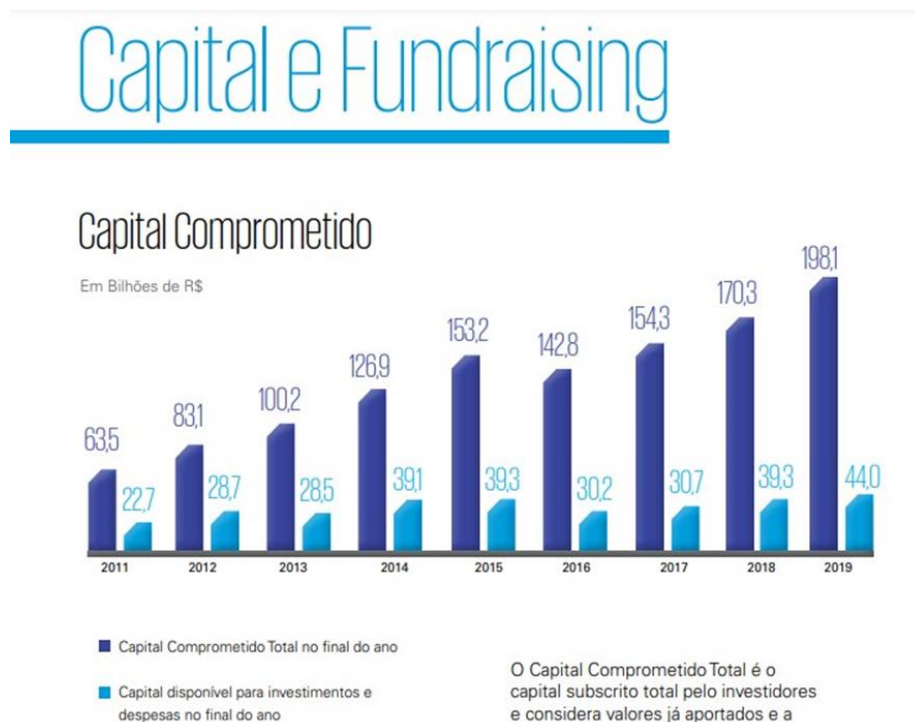
Em 2003, a CVM regulamentou os Fundos de Investimento em Participações (FIP) através da Instrução 391/03 (também revogada), promulgada em 16 de julho de 2003. Em 2014, as quotas do FIP passaram a ser ofertadas exclusivamente a investidores qualificados, conforme a Instrução CVM 554, promulgada em 17 de dezembro de 2014. Já em 2015, a Instrução CVM 558/2015 introduziu alterações regulatórias significativas para administradores e gestores de valores mobiliários, vigentes a partir de janeiro de 2016. Entre as novas exigências estavam a criação de controles internos, além de novos mecanismos de compliance e gestão de riscos para administradores de carteiras de valores mobiliários.

Por fim, na última grande atualização em 2016, a CVM editou as Instruções 578 e 579, que passaram a regulamentar os Fundos de Investimento em Participações (FIPs) brasileiros. A Instrução CVM 578/16 substituiu as Instruções CVM 209/94 e 391/03, modernizando a operação e criando diferentes categorias de FIPs. Esta instrução permitiu investimentos em sociedades limitadas e implementou mecanismos para aprimorar a governança das empresas investidas. A Instrução CVM 579/16 abordou

a elaboração e divulgação das demonstrações contábeis dos FIPs, introduzindo o conceito de valor justo (fair value) para as empresas da carteira dos fundos (CVM, 2022).

Como podemos ver abaixo, houve uma grande evolução no setor de private equity no Brasil nos últimos anos.

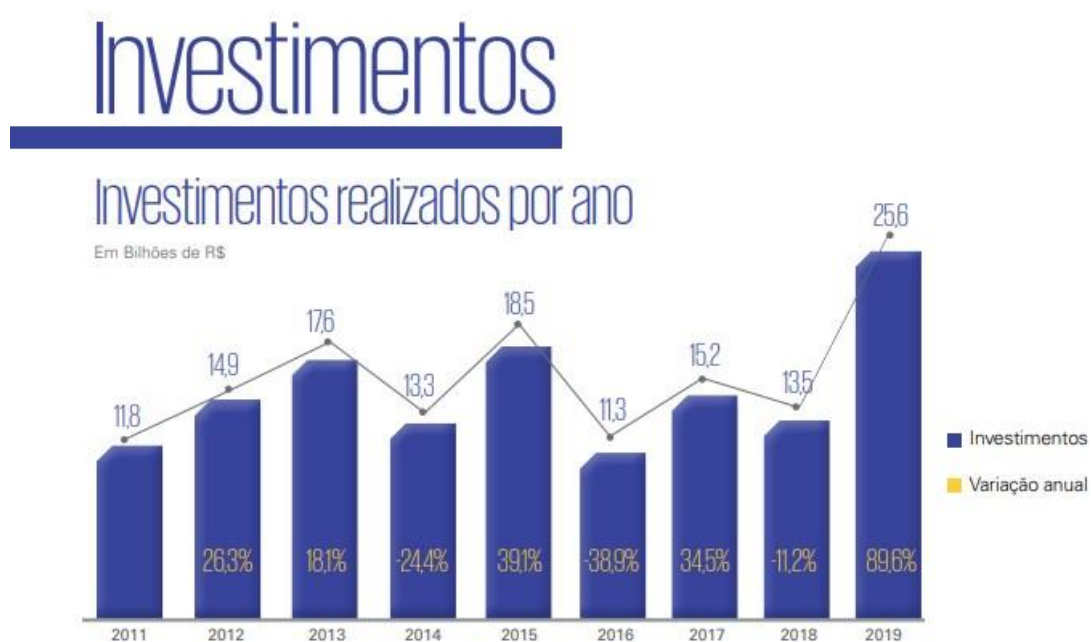
Figura 6: Capital comprometido por ano



Fonte: KPMG e ABVCAP

A imagem acima mostra a evolução no período de 2011 até 2019 do capital comprometido total em fundos de private equity e venture capital, podemos perceber um forte e quase que contínuo crescimento, apesar da desaceleração econômica e a partir de 2014.

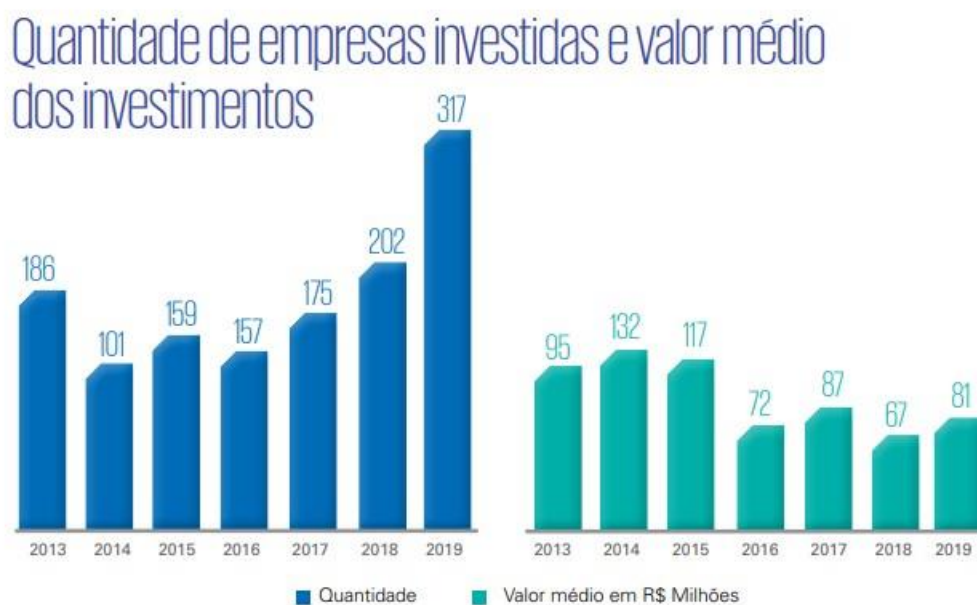
Figura 7: Investimento em private equity por ano



Fonte: KPMG e ABVCAP

Na imagem acima é possível observar as variações e quantidade de investimentos realizados em empresas por fundos de private equity e venture capital no período de 2011 até 2019.

Figura 8: Quantidade de empresas e valor médio de investimentos

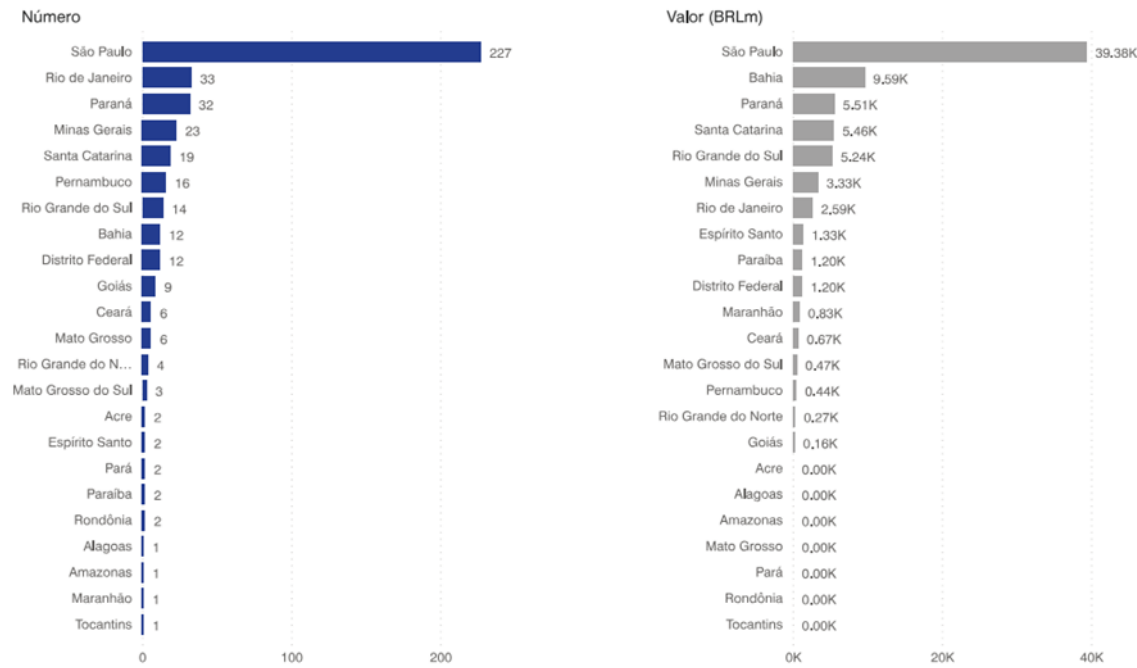


Fonte: KPMG e ABVCAP

Outro fator importante a ser notado nessa indústria é a sua divisão por estados, a figura abaixo mostra uma grande concentração tanto em quantidade como por valor desembolsado no estado de São Paulo.

Figura 9: Distribuição dos investimentos de private equity no Brasil por estado

Número e valor dos investimentos por estado no período 2019 - 2023 2T

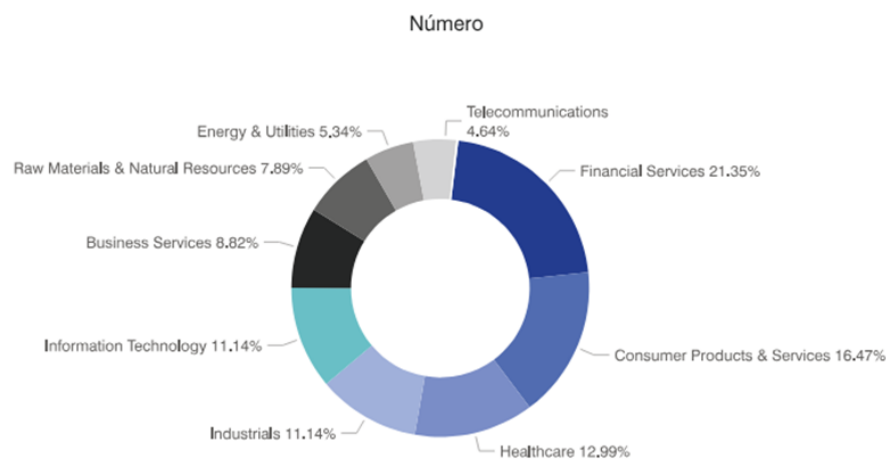


*Análise realizada considerando a localização da empresa adquirida/investida.

Fonte: ABVCAP

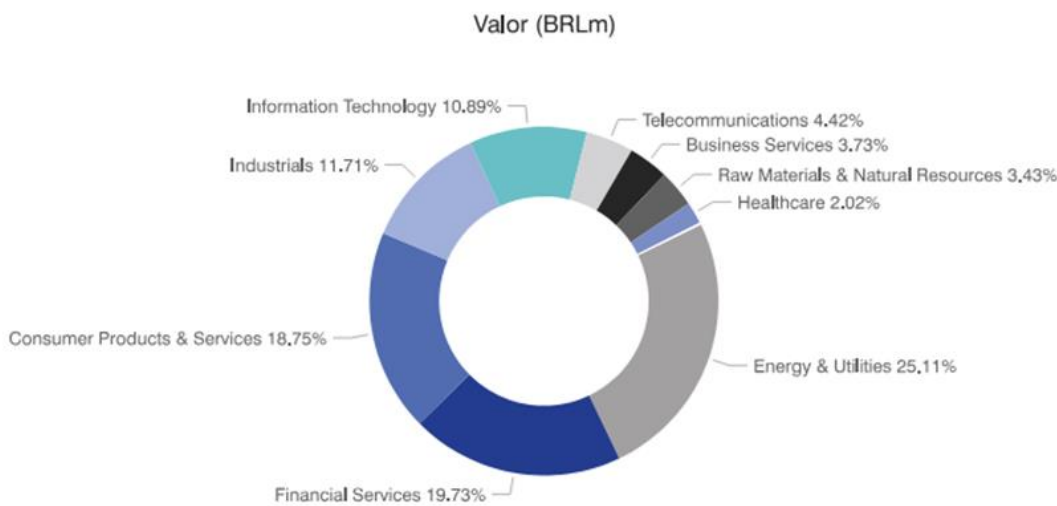
No quesito setores investidos existe uma concentração em serviços financeiros, consumo de bens e serviços e energia e utilidade pública, como pode ser visto nas figuras abaixo:

Figura 10: Distribuição dos investimentos de private equity no Brasil por setor em número de empresas



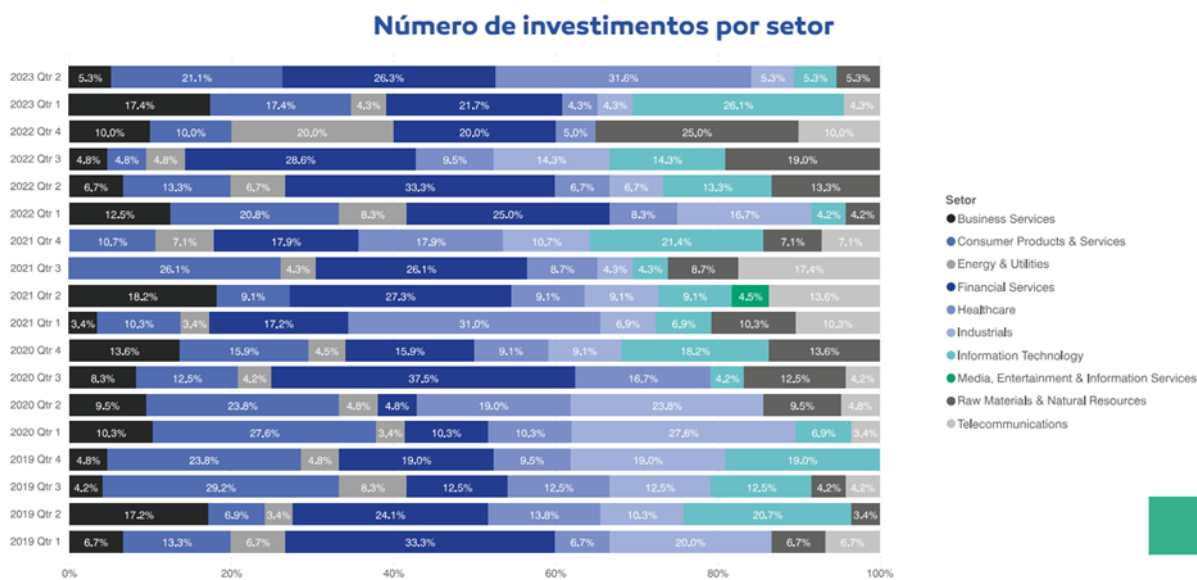
Fonte: ABVCAP

Figura 11: Distribuição dos investimentos de private equity no Brasil por setor por valor investido



Fonte: ABVCAP

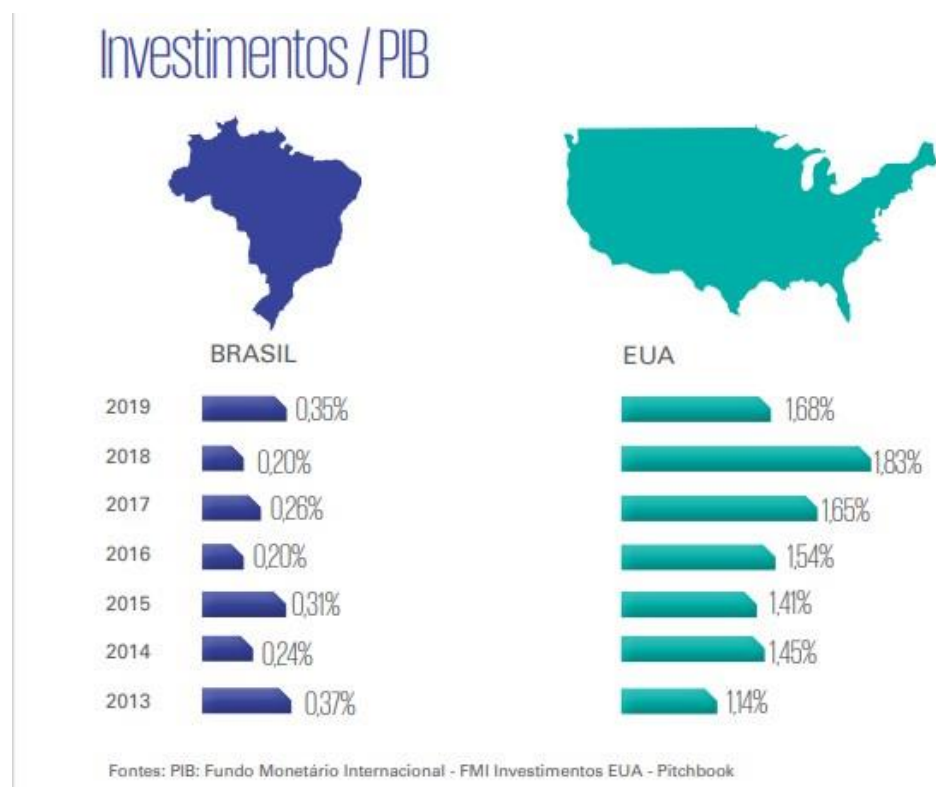
Figura 12: Distribuição dos investimentos de private equity no Brasil por setor por períodos trimestrais



Fonte: ABVCAP

Podemos também para entender o tamanho em potencial e a dimensão do mercado de Private Equity brasileiro uma comparação com o mercado dos Estados Unidos, o maior do mundo.

Figura 13: Valor investido em private equity e venture capital em relação ao tamanho do PIB

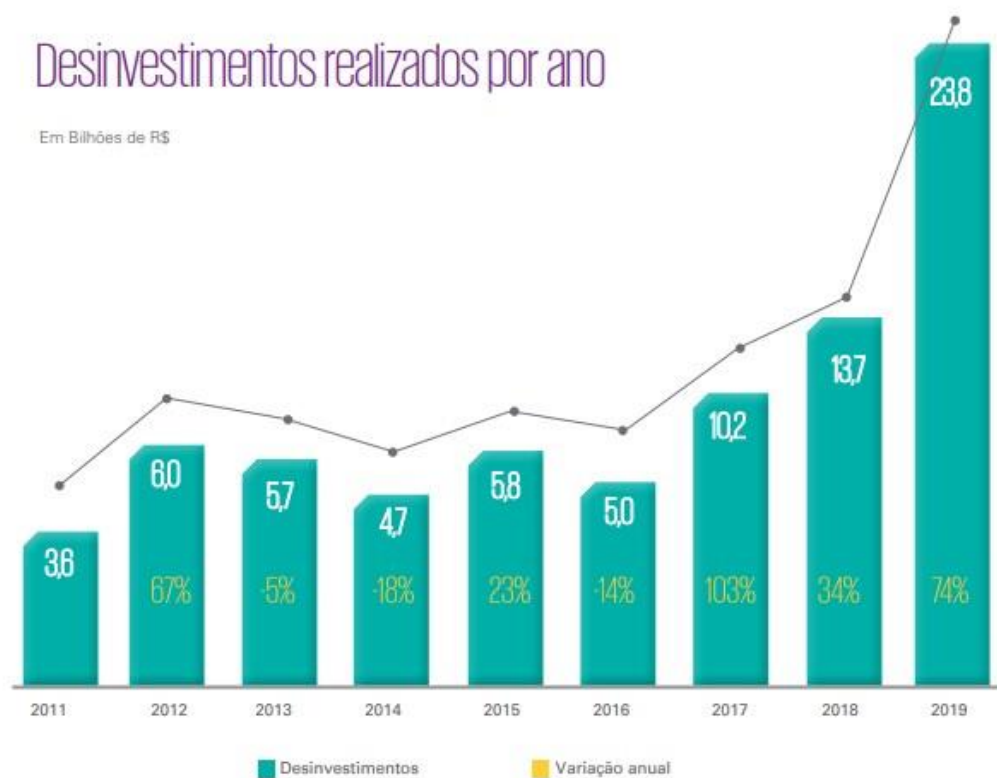


Fonte: KPMG e ABVCAP

Na imagem acima fica claro o potencial do mercado de private equity e venture capital no Brasil quando analisado sob o total investidos nessas modalidades em relação ao PIB e comparado aos Estados Unidos, se o Brasil chegar a uma participação relativa ao tamanho da economia semelhante aos Estados Unidos, o crescimento pode ser por volta de 5 vezes.

Por fim vale notar a forma como é realizado o desinvestimento dos fundos no Brasil, como segue nas imagens abaixo:

Figura 14: Desinvestimentos por ano



Fonte: KPMG e ABVCAP

Na imagem acima vemos os desinvestimentos realizados por ano em bilhões de reais de empresas pertencentes a fundos de private equity e venture capital, o forte crescimento dos últimos anos é um bom indicativo, pois mostra que os fundos conseguiram encontrar formas de sair de suas participações.

Figura 15: Desinvestimentos e formas de saída



Fonte: B3

Fonte: KPMG e ABVCAP

Na imagem acima podemos ver que o uso de IPO como forma de desinvestimento em fundos de private equity varia bastante de ano para ano, mas em geral não é a forma principal de desinvestimento utilizada.

Montenegro (2019) chama atenção ao observar que existe uma relação entre o mercado de private equity e o número de IPOs, isso não é estranho dado que o desinvestimento via IPO é uma das formas mais adotadas em países como os Estados Unidos para esse fim. Essa relação faz ainda mais sentido quando olhamos para a performance dos fundos que é visivelmente maior no Brasil quando é adotado o desinvestimento via IPO.

Figura 16: Taxa de retorno em investimentos em private equity por modalidade de saída

Table 4. Performance by exit type (BRL)

Full sample			
	IRR	MOIC	Holding Period
IPO	68%	4.7	5.9
Trade sale	54%	7.2	4.9
Sale to PEVC	43%	10.3	5.7
Buyback	-3%	1.1	4.6

Fonte: ABVCA

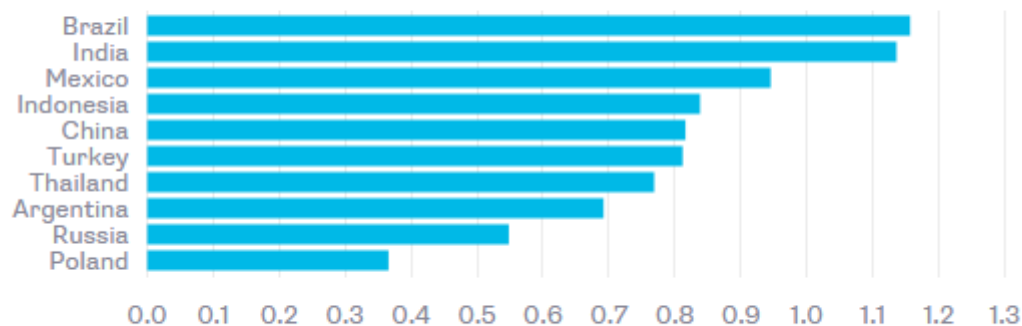
4 - Capítulo 3: A relação entre investimentos de fundos de private equity e a estrutura de capital das empresas investidas no Brasil

Nesse capítulo trataremos da questão do acesso do financiamento das empresas no Brasil, suas características e dificuldades e como esse ambiente interage com a estrutura de capital das empresas e sua relação com os fundos de private equity.

Figura 17: Taxa de alavancagem em empresas não financeiras por país

Who's Levered

Aggregate debt-to-equity ratios of non-financial companies, by country

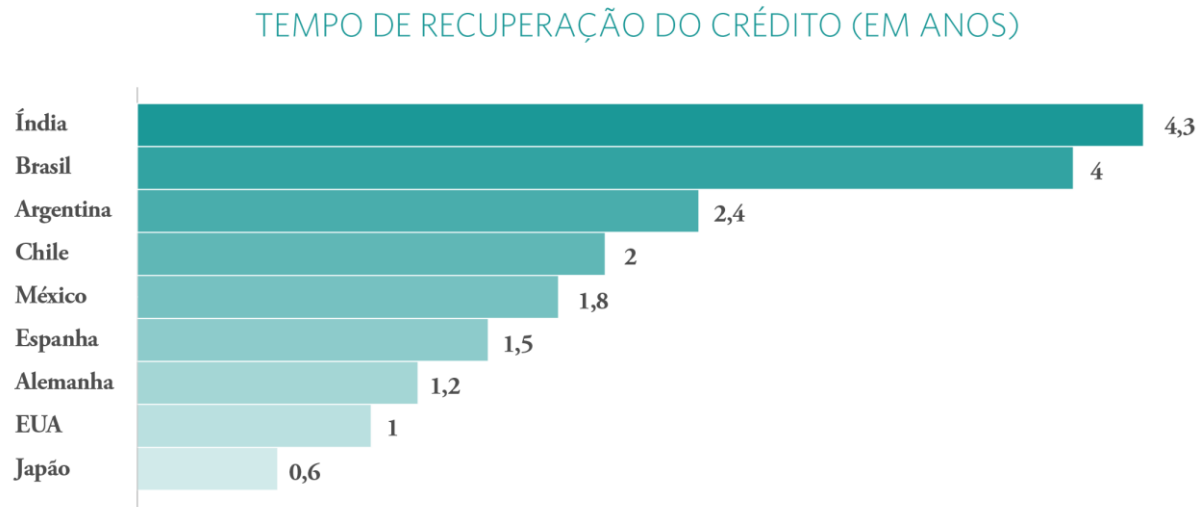


Source: Bloomberg

BloombergView

Fonte: Bloomberg

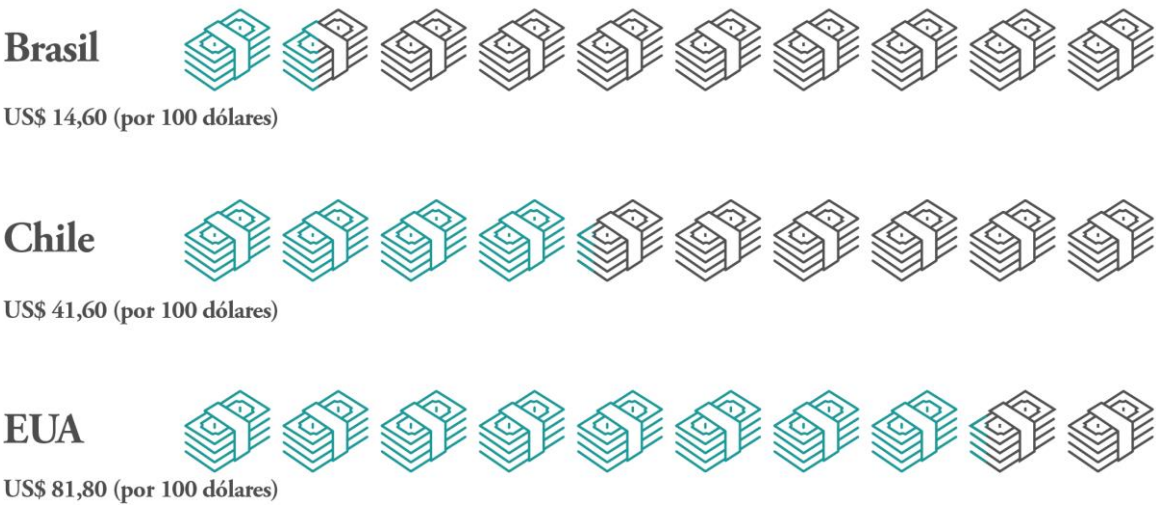
Figura 18: Tempo para a recuperação de créditos



Fonte: Doing Business 2019

Fonte: Doing Business

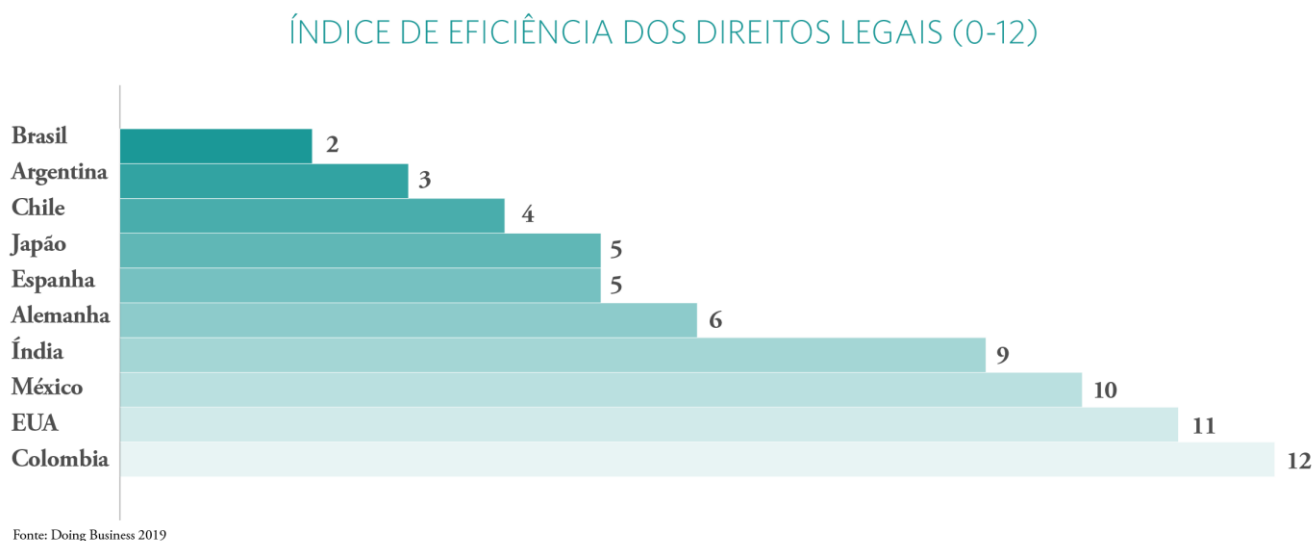
Figura 19: Taxa de recuperação dos credores por país selecionado



Fonte: Doing Business 2019

Fonte: Doing Business

Figura 20: Países por eficiência dos direitos legais



Fonte: Doing Business

Figura 21: Imposto corporativo por país selecionado

país	imposto corporativo
Rússia	20%
Estados Unidos	21%
China	25%
Argentina	25%
Turquia	25%
Coreia do Sul	27,50%
México	30%
União Europeia	21.3%
Brasil	34%

Fonte: elaboração própria

As empresas brasileiras apresentam uma notável tendência à alavancagem financeira (como visto nos dois gráficos), evidenciada pelo elevado endividamento. De maneira curiosa, esse cenário coexiste com desafios significativos, tais como prazos extensos para a recuperação de créditos (quando recuperados) e custos onerosos associados à obtenção de financiamentos devido às altas taxas de juros. A complexidade dessa dinâmica aparentemente ilógica é, entretanto, explicada pelo benefício fiscal associado ao endividamento no Brasil, que pode superar de maneira substancial os fatores adversos, dado que a taxa de impostos tributários no Brasil é uma das mais altas do mundo (como visto na tabela acima). Este fenômeno pode ser

explicado pela eficácia das estratégias fiscais adotadas pelas empresas, remetendo à Proposição II de Modigliani e Miller (MM).

Pode-se concluir que, do ponto de vista das empresas, a princípio, o endividamento é uma opção desejada, dada a grande dedutibilidade fiscal. Entretanto, ao observar mais atentamente, podemos notar que essa aparente vantagem é "compensada" pelo alto custo dos financiamentos através de dívidas no Brasil. Ou seja, na realidade, seja através do capital próprio ou de dívida, o custo para o financiamento das empresas no Brasil é alto: de um lado, temos um alto imposto corporativo, e, de outro, um alto custo de tomar dívida.

De acordo com a publicação Competitividade Brasil 2019-2020 da CNI, o Brasil, quando comparado a 18 países similares, é o pior no quesito custo de capital, com a maior taxa de juros de curto prazo e o maior spread de juros. Por exemplo, o spread de taxa de juros de 2018 foi de 32,2%, quase o triplo do segundo pior país nesse quesito, o Peru, com 11,9%. No fator financeiro como um todo, que também inclui disponibilidade de capital e desempenho do sistema financeiro, o Brasil novamente ficou em último lugar, como mostra o gráfico abaixo.

Figura 22: Desempenho do setor financeiro por país



Fonte: CNI

A tabela abaixo retirada de Lucena (2014), mostra que o custo de capital para empresas de capital fechado já líquido de IR é de quase 19% ao ano e possuem uma alavancagem de 22% muito menor que as maiores empresas de capital fechado e Cias abertas, porém sozinha corresponde por mais de 40% dos ativos totais.

Figura 23: Custo do exigível financeiro e outros indicadores em 2011

Custo do exigível financeiro e outros indicadores - 2011

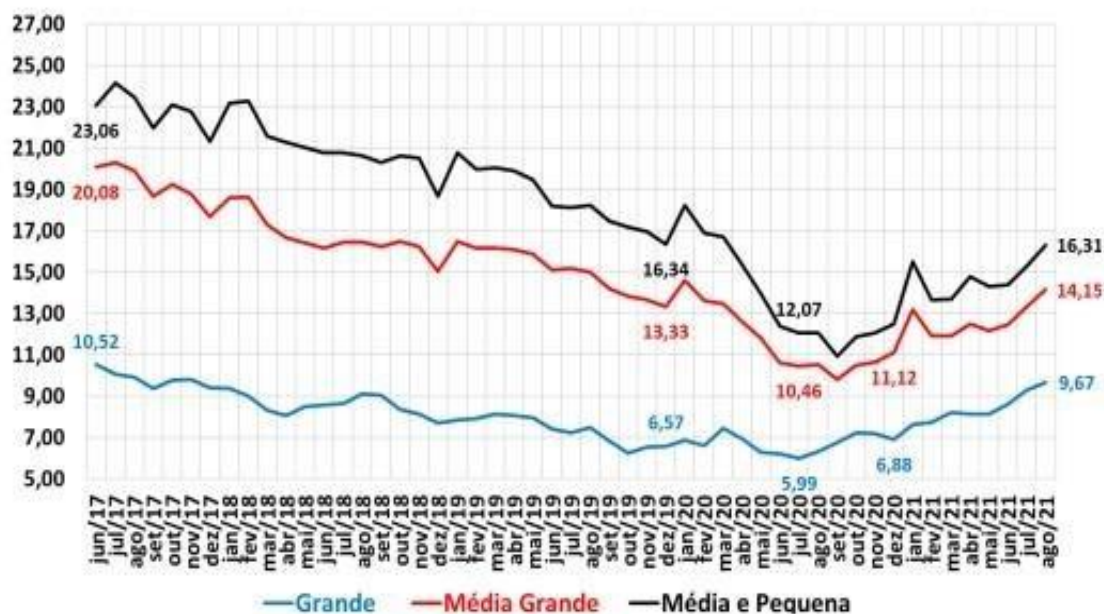
Tipos de empresas (Excl. Financeiras)	Custo médio do passivo oneroso (Taxa bruta)	Custo médio do passivo oneroso (Tax líq. De IR)	Leverage	Participação nos ativos totais
Cias. Abertas	15,2%	10,0%	62,1%	38,7%
Maiores fechadas	18,9%	12,5%	47,3%	19,6%
Outras fechadas	28,6%	18,9%	22,0%	41,6%

Fonte: Rocca, 2013.

Fonte: Rocca

De acordo com o CEMEC – Centro de Estudos de Mercado de Capitais da Fipe em seu Índices CEMEC Fipe do Custo de Capital o custo de capital de empresas tende a acompanhar a taxa SELIC, porém, varia de acordo com o tamanho da empresa como podemos ver na tabela abaixo.

Figura 24: Custo de dívida das empresas Brasileiras por porte em % ao ano



Fonte: CEMEC – Centro de Estudos de Mercado de Capitais da Fipe

É interessante notar que o CEMEC considera que empresas grandes têm receita anual acima de R\$ 300 milhões, médias grandes, entre R\$ 90 e R\$ 300 milhões; médias e pequenas, menos que R\$ 90 milhões, as empresas investidas por FIPs em geral estão na categoria média e pequena e médias grandes.

Nascimento (2004), evidencia o fato do financiamento de empresas no Brasil além de ser prazos curtos possuí um alto custo, sendo um dos maiores do mundo, para ilustrar essa realidade:

O saldo dos empréstimos no sistema financeiro brasileiro atingiu R\$ 841,5 bilhões, em agosto de 2007, representando 33% do PIB – produto interno bruto (BACEN, 2007). A média da intermediação financeira dos países da OCDE (Organização para a Cooperação Econômica e Desenvolvimento) é de 76% do PIB. Mesmo os países em desenvolvimento apresentam uma média de 58% do PIB (BECK; LEVINE, 2000).

Torna-se evidente um cenário brasileiro desafiador marcado por altas taxas de impostos corporativos, custos elevados associados à obtenção de financiamentos devido às altas taxas de juros e prazos extensos para a recuperação de créditos. A notável tendência à alavancagem financeira por parte das empresas brasileiras, embora paradoxal em meio a essas dificuldades, encontra justificativa no benefício fiscal associado ao endividamento, dada a elevada carga tributária no país. A posição desfavorável do Brasil em indicadores como custo de capital, taxas de juros e desempenho do sistema financeiro, conforme comparado a países similares.

Comodo (2009), chama atenção para a diferença entre a maneira de atuação dos fundos de private equity no Brasil com a prática realizada nos Estados Unidos, enquanto nos Estados Unidos é muito comum a prática das comprar alavancadas “Leveraged Buyout” (LBO) que consiste na compra de participações em empresas por meio de instrumentos de dívidas e na mudança da estrutura de capital da empresa investida, enquanto no Brasil pela maior restrição de crédito e pela maior prevalência de estruturas de administração familiares, o modo de participação desses fundos é conhecido como “investidores intervencionistas” que investem nas companhias fazendo pouco uso de dívidas e atuando na administração da empresa investida.

Sasso (2012), em sua pesquisa que analisou IPOs realizados em 2007, observou que empresas que receberam aportes de fundos de private equity são menos endividadas que empresas que não receberam esse tipo de investimento, portanto são empresas com estruturas de capital menos alavancadas.

Nessa mesma linha Bacic, Silveira e Fortes (2014), encontraram evidências estatisticamente significantes que empresas que no momento do IPO (no período de 2004 a 2007) tinham fundos de private equity como acionistas apresentaram um desempenho melhor das ações do que outras empresas sem fundos de private equity, Saito e Maciel (2006) citado por Bacic, Silveira e Fortes (2014), chega a conclusão semelhante e justifica esse fato pelo menor desconto que empresas que fazem IPO com fundos de private equity sofrem, por serem um sinal de que a empresa é mais confiável e portanto existe menos assimetria de informação.

5 - Conclusão

Apesar da natureza fechada dos fundos de private equity dificultar uma análise mais profunda, é possível extrair algumas conclusões e insights que podem servir como base para futuros estudos sobre o tema.

Conforme discutido no Capítulo 1, o Teorema de Modigliani e Miller (MM), em sua Proposição II, sugere uma compensação entre a alta carga tributária das empresas e o alto custo da dívida. Embora um estudo dedicado seja necessário para avaliar se essas duas "pontas" se equilibram, podemos concluir que, apesar de a diferença entre o imposto corporativo do Brasil ser apenas um pouco maior que o de outros países, o valor recebido pelos credores em caso de falência, os spreads de crédito e o tempo para recuperação do capital emprestado são significativamente maiores. Isso sugere que uma grande alavancagem pode não ser a estratégia mais eficiente para empresas no Brasil.

Analisando pela perspectiva da teoria do Static Trade-off, é razoável afirmar que as empresas brasileiras, especialmente as de capital fechado, devem manter uma meta equilibrada entre dívida e capital próprio, dado o alto custo de ambos no Brasil. Um desequilíbrio nessa relação pode levar a sérios problemas financeiros. É importante ressaltar que o alto custo do capital próprio não é apenas resultado do imposto corporativo, mas também do cálculo desse custo pelo modelo CAPM, onde o custo mínimo exigido está diretamente ligado ao ativo livre de risco do mercado brasileiro. No caso do Brasil, a taxa SELIC é um exemplo comum desse ativo, e sua alta taxa de juros contribui para o elevado custo do capital próprio.

Dada a grande dificuldade de acesso a crédito pelas empresas brasileiras, além de seu alto custo e curto período de maturação, a expansão via aporte de fundos FIPs torna-se uma opção interessante. Como discutido no Capítulo 3, o acesso ao crédito via dívida é particularmente difícil e caro no Brasil, o que não surpreende, considerando o alto risco percebido pelos credores de não recuperarem o valor emprestado. Esse cenário prejudica financeiramente até mesmo empresas saudáveis, tornando a teoria do Pecking Order ainda mais relevante. Devido à assimetria de

informações, as empresas preferem usar recursos próprios em vez de dívida. No contexto brasileiro, essa preferência é intensificada pela dificuldade de recuperação de crédito, aumentando o escrutínio e a seletividade dos bancos e outros veículos de financiamento. Portanto, buscar investimentos via equity de fundos FIP pode ser uma alternativa mais viável, invertendo as posições 2 e 4 da ordem de preferências no uso de recursos financeiros pelas empresas, conforme ilustrado na Figura 3.

Essa discussão nos leva à importância dos IPOs. Como mencionado, os IPOs são a forma mais rentável de saída para fundos de private equity. Existe uma relação direta entre o aumento no número de IPOs e o investimento das empresas de private equity, conforme discutido na teoria do market timing. Para que o mercado de private equity se desenvolva plenamente no Brasil, é necessário um mercado robusto de IPOs que possa absorver as empresas dos fundos durante o desinvestimento. Em última análise, um mercado de ações pujante é essencial para um mercado de private equity igualmente robusto. Como mostrado na Figura 13, esse mercado tem um enorme potencial de crescimento.

Portanto, é necessário expandir a capilaridade desses fundos no Brasil, o que será viável quando o mercado financeiro e de capitais crescer como um todo, oferecendo opções de saída de desinvestimento que justifiquem os investimentos realizados.

Em resumo, apesar das dificuldades inerentes ao mercado brasileiro, há potenciais caminhos de crescimento e estratégias que podem ser adotadas para navegar os desafios impostos pelo ambiente financeiro e regulatório do país.

6 - REFERÊNCIAS

Sites:

CVM

<https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/tipos-de-investimentos/fips/contexto-historico>

B3 - Brasil Bolsa Balcão Fundos de Investimento em Participações (FIP)

https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/fundosde-investimento-em-participacoes-fip.htm

The World Bank - relatórios – doing business

<https://archive.doingbusiness.org/pt/reports/global-reports/doing-business-2019>

Bloomberg view

https://www.bloomberg.com/subscriptions?utm_medium=cpc_pmax&utm_campaign=PX_ACQ_XXXXX_XXXXXXXXXXXXX_EVG_XXXX_XXX_Y0469_EN_EN_X_BLOM_GO_SE_PMX_XXXXXXXXXX&gclid=CjwKCAiApuCrBhAuEiwA8VJ6Jm3XJ2SIYziYSIngMGPy1Wuy1AFG9SVAc3COdR9aDBuWiBZf98UheBoCE8AQAvD_BwE&gclsrc=aw.ds

Trabalhos acadêmicos:

STEIN, Felipe André A estrutura de capitais e suas quatro principais teorias: um estudo bibliográfico Revista de Contabilidade Dom Alberto Santa Cruz do Sul, v. 1, n.3, jun. 2013

AMARAL, Paulo Ferreira Decisões de financiamentos em empresas brasileiras: uma comparação entre a static tradeoff e a pecking order theory no Brasil Tese apresentada na Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Ribeirão Preto 2011

RIBEIRO, L.L. O modelo brasileiro de private equity e venture capital São Paulo, 2005. 137 p. Dissertação - (Mestrado em Economia). FEA/USP

SASSO, Rafael de Campos Qualidade de lucros e estrutura de propriedade: a indústria de private equity no Brasil tese apresentada na Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Ribeirão Preto 2012

MONTENEGRO, Joana Santos. Condições de mercado e taxa de entrada de investimentos de private equity e venture capital no brasil 2019

Artigos de periódicos:

FORTES, Pedro Campos Bias; LANNA, Rodrigo Franco da Silveira; BACIC, Miguel
2014

Juan. Desempenho das empresas após ipo: análise da importância dos fundos
de private equity Conference: XV SEMEAD Seminários em Administração FEA-USP
outubro de 2012 ISSN 2177-3866

MYERS, Stewart C. Financing of Corporations. In: CONSTANTINIDES, G. M.;
HARRIS, M.;STULZ, R. Handbook of the Economics of Finance. Amsterdam:
Elsevier B.V,2003

27

MEDEIROS Otávio Ribeiro de e DAHER Cecílio Elias Artigos Testando teorias
alternativas sobre a estrutura de capital nas empresas brasileiras • Rev. adm.
contemp. 12 (1) • Mar 2008

CARVALHO, A.; RIBEIRO, L.; FURTADO, C. A Indústria de Private Equity e Venture
Capital – Segundo Censo Brasileiro, 2009.

KPMG e ABVCAP Consolidação de Dados 2020 Indústria de Private Equity e
Venture Capital no Brasil Anos Base: 2011-2019

ABVCAP private equity e venture capital consolidação de dados da indústria
investimentos 2º tri 2023

Insper, Spectra Investments and ABVCAP performance of Private Equity and
Venture Capital funds in Brazil from 1994 until 2018

Nota CEMEC 09/2021 - Índices CEMEC Fipe do Custo de Capital: Resultados
Preliminares p.37 – 46

Confederação Nacional da Indústria Competitividade Brasil 2019-2020. – Brasília:
CNI, 2020.

JENSEN, Michael C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and
Takeovers. The American Economic Review, v. 76, n. 2, Papers and Proceedings of
the Ninety-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association, p. 323-329,
May, 1986.

MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and
Ownership Structure. Journal of Financial Economics, v. 3, n. 4, p. 305-360, October,
1976

HARRIS, Milton e RAVIV, Artur. The Theory of Capital Structure. The Journal of

Finance, v. 46, n. 1, p. 297-355, mar. 1991

WURGLER Jeffrey, BAKER Malcolm Market Timing and Capital Structure The Journal of Finance Dec 17, 2002

COMODO, Gustavo. Uma análise comparativa entre as estruturas de Private Equity e Venture Capital nos EUA e no Brasil. Dissertação (mestrado) Escola de Administração de empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2009. 52 fls. 28

NASCIMENTO, M. L. Financiamento: importância para o crescimento econômico, condicionantes e análise do caso brasileiro. São Paulo, 2004. 60p. Dissertação - (Mestrado em Economia). FEA/USP.

MEIRLLES; JÚNIOR; REBELATTO, 2011 Venture capital e private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica Gest. Prod. 15 (1) • Abr 2008

Livros:

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. Administração Financeira. 2. ed. 10. reimp. São Paulo: Atlas, 2010

MATIAS, Alberto Borges. Finanças Corporativas de Longo Prazo: criação de valor com sustentabilidade financeira. São Paulo. Atla