

FINANCIAMENTO POR CAPITAL EMPREENDEDOR E ASPECTOS ECONÔMICOS: UM ESTUDO REALIZADO EM EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NO BM&F BOVESPA

*FINANCING BY ENTREPRENEUR CAPITAL AND ECONOMIC ASPECTS: A STUDY
CONDUCTED IN BRAZILIAN COMPANIES LISTED ON THE BM&F BOVESPA*

DOI: <http://dx.doi.org/10.13059/racef.v9i2.378>

Márcia Figueredo D'Souza^a e Juliana Ventura Amaral^b

^a **Márcia Figueredo D'Souza**
marciafdsouza@yahoo.com.br
Universidade do Estado da Bahia

^b **Juliana Ventura Amaral**
juliana.ventura.amaral@usp.br
Universidade de São Paulo

Data de envio do artigo: 08 de junho de 2016.

Data de aceite: 22 de junho de 2018.

Palavras-chave:

Financiamento; Capital Empreendedor; *Private Equity*; *Venture Capital*, Governança Corporativa.

Keywords:

Financing; *Entrepreneurial Capital*; *Private Equity*; *Venture Capital*; *Corporate Governance*.

Resumo A motivação do presente estudo foi examinar a relação do capital empreendedor com os índices de governança corporativa (IGC), o volume de negociações, o número de investidores, o número de corretoras e a posição acionária de fundos *Private Equity* (PE) e *Venture Capital* (VC) nas empresas brasileiras listadas na BM&F BOVESPA de 2004 a 2012. Para tanto, adotou-se a abordagem empírica para captura dos dados de empresas que realizaram *Initial Public Offering* (IPO), disponível no site BM&F BOVESPA. Aplicou-se ainda a análise fatorial e a regressão logística para análise dos dados. Os resultados sugerem que as variáveis econômicas mencionadas corroboram com a probabilidade de captação de recursos pelo capital empreendedor. Esses achados contribuem para ampliar o debate sobre a temática e oportunizar a reflexão de que os fundos se apresentam como alternativas potenciais de financiamento, que podem oportunizar às empresas, a redução do custo de capital de terceiros.

Abstract The motivation of the present study was to examine the relationship between entrepreneurial capital and corporate governance indexes, trading volume, number of investors, number of brokerage firms and the equity position of Private Equity and Venture Capital (VC) in the Brazilian companies listed on the BM&F BOVESPA from 2004 to 2012. For this purpose, the empirical approach was to capture the data of Initial Public Offering (IPO), available on the BM&F BOVESPA website. The factor analysis and the logistic regression were also used to analyze the data. The results suggest that the economic variables mentioned corroborate the probability of attracting resources by the entrepreneurial capital. These findings contribute to broadening the debate on the theme and provide the reflection that the funds are presented as potential financing alternatives, which can give companies the opportunity to reduce the cost of third-party capital.

1. INTRODUÇÃO

O empreendedorismo, a criatividade e a inovação são reconhecidamente cruciais para a promoção do desenvolvimento socioeconômico (EDWARDS-SCHACHTER et al, 2015). A dinâmica de perceber e criar novas oportunidades econômicas coloca o empreendedor como um inovador, alguém que transforma invenções e ideias em algo concreto (WENNEKERS; THURIK, 1999). No entanto, a inovação não basta e um dos principais fatores de sucesso para a atividade empreendedora é a capacidade de projetar a posição da empresa no futuro (FILION, 1993). Essa projeção está associada à dinâmica das finanças empresariais que se caracteriza pela decisão de investimento e de financiamento. O empreendedor busca recursos para viabilizar o projeto empresarial que considera inovador e capaz de gerar rentabilidade aos investidores.

A captação desses recursos é bem-sucedida quando os detentores das fontes de financiamento confiam que o projeto é inovador – seja em estágio inicial, seja em fase de expansão/amadurecimento – e terá viabilidade. Nesse ponto está a principal

dificuldade do empreendedor: Como captar recursos? Como tornar transparente a informação do negócio, com o intuito de atrair investidores? Quais as fontes de financiamento adequadas ao negócio?

É nesse contexto que ganha destaque a captação de recursos nos mercados de capitais, pois ela oportuniza a emergência de novos empreendimentos e favorece o amadurecimento e o crescimento dos empreendimentos já existentes. Dentre as modalidades atualmente disponíveis nos mercados de capitais, sobressaltam-se os fundos de investimento *Venture Capital* (VC) e *Private Equity* (PE), também denominados Capital de Risco ou Capital Empreendedor. Segundo Monteiro, Palma e Lopes (2012), o Capital Empreendedor agrega valor à empresa pela sua forma de operação, sobretudo por oportunizar uma gestão voltada para a inovação, que permite a organização de um capital dinâmico e diferenciação das organizações nos seus mercados.

Hochberg (2011), Gioielli (2008), Wongsunwai (2007) e Hellmann e Puri (2002) apontam que os empreendedores brasileiros têm buscado o mercado de capitais como fonte para captar recursos e

alavancar as atividades empresariais. Captações externas por intermédio de operações de repasse, emissões de bônus (*bonds*) e *commercial papers*, além de investimentos diretos por meio do capital social (fundos de investimentos) têm sido vistas com mais frequência, fomentando as boas práticas de governança corporativa. Isso porque elas costumam exigir a transparência das informações financeiras e a redução da assimetria das informações entre os *stakeholders* (administradores, acionistas, funcionários e credores).

Os recursos captados por meio de VC e PE, especificamente, são monitorados por um conselho administrativo que inclui profissionais especializados em gerenciamento de riscos, controles internos, contabilidade, auditoria, entre outros. De acordo com a Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI; FGV, 2011), os investidores atuam na gestão das empresas, fazendo novos aportes de capital, a partir do cumprimento de metas e sistemas de remuneração variável, com o objetivo de motivar os principais interessados no crescimento e liquidez do negócio.

O VC e o PE foram objeto de estudo para análise da implicação entre a presença do fundo de *private equity* ou do venture capital durante a abertura de capital das empresas brasileiras e a melhoria das métricas operacionais (LEE, 2017), as alternativas de financiamento do processo criam de valor para a empresa (PACHECO, 2016), da comparação entre o retorno das ações das empresas que foram investidas por gestores de *private equity* e/ou *venture capital* e àquelas que não receberam esse tipo de investimento (ARAÚJO; OLIVEIRA, 2015), do papel certificador dos fundos sobre a qualidade das empresas estreadas na BM&FBovespa (TESTA; LIMA, 2014), do estudo sobre a indústria brasileira de *Private Equity* e o reconhecimento oportuno de perdas (conservadorismo) e o endividamento das empresas investidas que fizeram IPO (SASSO, 2012), dos efeitos e apoio à governança corporativa de empresas (HOCHBERG, 2011; GIOIELLI, 2008; WONGSUNWAI, 2007) e o impacto sobre o desenvolvimento de novas empresas (HELLMANN; PURI, 2002).

Nesse contexto, o presente artigo tem a proposta de identificar as situações que favorecem a presença do Capital Empreendedor, com variáveis ainda não exploradas na literatura. Pretende-se, portanto, analisar a relação do capital empreendedor com características econômicas associadas à Governança

Corporativa, tais como os índices de governança corporativa, o volume de negociações, o número de investidores, o número de corretoras e a participação acionária em fundos PE/VC. De forma pontual, esta pesquisa visa elucidar a seguinte questão: Existe relação entre características econômicas e a captação de recursos através de fundos *Private Equity* e *Venture Capital* em empresas brasileiras? Este estudo ampliará a discussão sobre a temática, sobretudo pela necessidade de potencializar investigações científicas que evidenciem empiricamente os benefícios que esses fundos podem oportunizar as empresas, sobretudo pela redução do custo de capital que proporcionam e a possibilidade de participar da gestão da empresa.

Assim, o artigo é desenvolvido com da seguinte forma: contextualização, discussão sobre o tema, a partir da revisão de literatura, apresentação do método, análise dos resultados e conclusões com sugestões para investigações futuras.

2. CAPITAL EMPREENDEDOR

2.1 Empreendedorismo e inovação

Para Schumpeter (1934), empreendedor é, sobretudo, um inovador que impulsiona o desenvolvimento econômico por meio da reforma ou revolução do padrão de produção. É, pois, um incentivador da abertura de um novo mercado. O autor acrescenta que a principal função do empreendedor é a de, por meio da inovação, produzir perturbações (ou desequilíbrios) numa situação existente de equilíbrio. É, por assim dizer, o agente que inicia as mudanças nesse sistema originalmente em equilíbrio, identificando e gerando novas oportunidades. O sistema econômico voltará eventualmente ao equilíbrio após cada nova erupção de inovações pelos empreendedores. O empreendedor é, portanto, apresentado como uma força desequilibradora, produzindo o efeito por ele denominado de “destruição criativa”.

Hébert e Link (1989, p. 47) apresentam o empreendedor como o sujeito que “[...] se especializa em tomar a responsabilidade de julgar e decidir sobre a localização, a forma e o uso de bens, recursos, ou instituições”. Segundo o Instituto Brasileiro da Qualidade e Produtividade (IBQP, 2010), as aspirações empreendedoras levam o indivíduo

a empreender, mas essa ação está condicionada a questões que consideram o ambiente sociocultural e o mercado consumidor agregadas aos fatores relacionados aos negócios, tais como política, infraestrutura, capital formal entre outros.

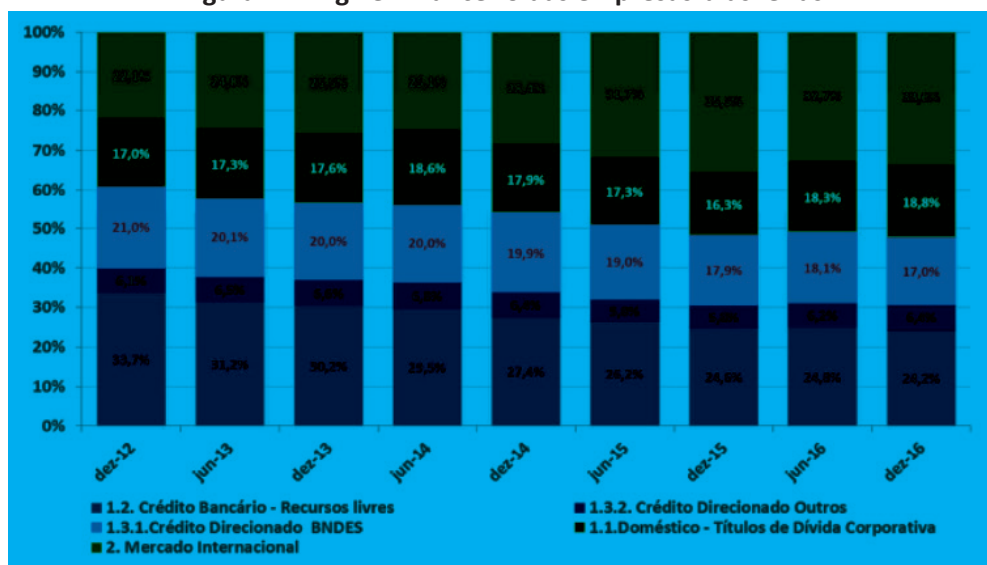
O empreendedor tem a capacidade de perceber oportunidades onde outros não percebem e, com base em um projeto empresarial, busca recursos para o financiamento do negócio (ISENBERG, 2011). Uma das preocupações do empreendedor é como obter e alocar recursos, visto que essas decisões influenciam no valor da empresa, na estrutura de capital, no preço das ações e no retorno do capital investido, tanto na ótica do “dono do negócio” quanto na atratividade do referido negócio para potenciais investidores.

Lippmann e Aldrich (2015) enfatizam que empresários com foco no futuro talvez corram mais riscos por visualizarem o futuro de uma maneira positiva, mas alertam que isso também pode conduzi-los a falhas na aplicação de lições do passado.

2.2 Fontes de financiamento

As principais fontes de recursos de financiamento no Brasil são o capital de dívida (emprestado de terceiros), o capital próprio e o mercado de capitais. A maior parte do capital de dívida é oriunda do crédito bancário, cujas linhas de crédito apresentam altos encargos financeiros e pouca oferta de crédito de longo prazo. Segundo último relatório do Centro de Estudos de Mercado de Capitais (CEMEC) sobre o exigível financeiro de pessoas jurídicas não financeiras, as operações de dívida no mercado internacional com os saldos de títulos de dívida corporativa aumentaram para 52,4% em dezembro de 2016, sendo o mercado de capitais o financiador de 18,8% das empresas da economia brasileira (CEMEC, nota 1, 2017), conforme ilustra a Figura 1:

Figura 1 - Exigível financeiro das empresas brasileiras



Fonte: CEMEC (nota 1, 2017, p.10)

Disponível: http://cemec.fipe.org.br/NotasCemecDiversos_files/NOTA-CEMEC-01-2017-FINAL.pdf

Bastos, Nakamura e Basso (2009) investigaram os determinantes que influenciavam a estrutura de capital das empresas, numa amostra de 388 entidades localizadas no México, Brasil, Argentina, Chile e Peru no período de 2001 a 2006. Seus resultados evidenciaram que fatores específicos da firma – liquidez corrente, rentabilidade, *market to book value* e tamanho – eram significativos. Os fatores macroeconômicos e institucionais – variáveis

de crescimento do PIB, as proxies sobre relevância do mercado de capitais, carga fiscal e tempo de abertura de um novo negócio – também obtiveram relevância, ainda que menos expressiva do que aquela encontrada nos fatores específicos da firma.

O mercado de capitais brasileiro possui um potencial de crescimento e tem atraído um grande número de investidores em *Private Equity* e *Capital Venture*. Sasso (2012) cita que dos investimentos

em PE na América Latina, cerca de 70% são feitos no Brasil. Merece destaque, então, investigar a utilização dessa fonte de financiamento como alternativa de recursos para a incursão empreendedora.

2.3 Private Equity e Venture Capital

Os investimentos em PE/VC são constituídos sob a forma de condomínio fechado, denominados Fundo de Investimento em Participações (FIP) ou Fundo Mútuo de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE), observando-se as instruções 391 e 209 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 1994; 2003). Os gestores dos fundos participam do processo decisório e, normalmente, do Conselho de Administração.

A geração de gestores de investimentos de *Private Equity* e *Venture Capital* surgiu no Brasil há aproximadamente 12 anos, de forma tímida nos primeiros cinco anos, mas de forma ascendente na segunda metade da década, tendo atravessado, sem grandes percalços, a crise financeira de 2008 (ABDI;

FGV, 2011). Segundo Meirelles, Pimenta e Rebelatto (2008, p. 13), “VC/PE são segmentos do mercado financeiro que consistem fundamentalmente em aporte temporário de capital, realizado por um fundo de VC/PE, por meio de participação no capital de empresas com potencial de crescimento e expectativa de grande valorização”.

O VC, também denominado capital de risco e atualmente capital empreendedor, diverge do PE no grau de maturidade das empresas que recebem o aporte de capital. O VC está mais direcionado a empresas em estágios iniciais de desenvolvimento, emergentes, especialmente caracterizadas por empresas com grandes inovações, tecnologia avançada, com empreendedores ainda em formação. Já o PE está relacionado a empresas mais amadurecidas, que necessitam de aportes de capital para expandir e sustentar o crescimento, o que ocorre, por exemplo, pela obtenção de ganhos de escala e de produtividade. O Quadro 1 compara as principais características das duas modalidades.

Quadro 1 - Características do Venture Capital e do Private Equity

Venture Capital		Private Equity	
Capital semente (<i>seed capital</i>)	Pequenas empresas em fase pré-operacional.	Estágio avançado (<i>later stage</i>)	Empresa com crescimento estabilizado e fluxos de caixa positivos.
Estruturação inicial (<i>start up</i>)	Empresa em fase de estruturação, plano de negócios já definido e em implantação.	Financiamento de aquisições (<i>acquisition finance</i>)	Empresas visando o crescimento por aquisições e consolidações de setores.
Expansão (<i>expansion</i>)	Empresas já operacionais com necessidades de capital de giro, investimentos em marketing e oportunidades de expansão.	Tomada de controle pelos executivos (<i>management buyout</i>)	Financiamento de aquisição de controle por gestores internos e externos.
		Estágio pré-emissão (<i>bridge finance</i>)	Empresas que visam uma IPO em curto tempo e necessitam de uma reestruturação societária.
		Recuperação operacional (<i>turn-around capital</i>)	Empresas em dificuldades passíveis de solução.
		Mezanino	Investimento feito por meio de dívidas subordinadas. Empresas em estágios avançados de desenvolvimento.
		PIPEs (<i>Private investments in Public Equities</i>)	Investimento de longo prazo em empresas já listadas em bolsa com dificuldades em captar e operacionalizar estratégias. Às vezes pode levar a uma remoção da lista.

Fonte: Sasso (2012)

Os investimentos em PE foram, tradicionalmente, divididos entre VC e *Buyout*, referindo-se o primeiro a uma pequena participação acionária em empresas em estágio inicial de desenvolvimento. Tais investimentos tornaram-se mundialmente conhecidos por meio das “empresas de garagem” de um dos maiores aglomerados de empresas inovadoras do mundo, o Vale do Silício, na Califórnia (ABDI; FGV, 2011).

Kaplan e Schoar (2005) investigaram o desempenho e os influxos de capital de parcerias de PE e identificaram que, embora existisse uma heterogeneidade substancial entre os fundos, a média dos retornos equiparava-se ao *S&P 500* – índice ponderado de valor de mercado com o peso de cada ativo no índice proporcional ao seu preço de mercado. Os autores também notaram que as parcerias com melhor desempenho tinham mais probabilidade de obter financiamento e que no setor industrial, especificamente, a entrada no mercado e o desempenho dos fundos eram cíclicos.

Um dos principais obstáculos para o aumento de investimentos em PE e VC tem sido a falta de dados disponíveis para a avaliação dos retornos de capital, fluxos de capital e suas inter-relações. Afinal, nos fundos de investimento PE e VC, os investidores passam a ser sócios do negócio, “novos empreendedores”, com uma participação no capital social e inserção gerencial na tomada de decisões. Os “novos empreendedores” objetivam aumentar o valor da empresa, liquidando o investimento quando considerarem satisfatório o retorno obtido.

Os investidores subscrevem as quotas no início do fundo e não há possibilidade de resgate intermediário, pois os quotistas só recebem o capital na ocasião do desinvestimento do fundo nas empresas da carteira, tipicamente de 5 a 10 anos após o início do fundo.

Meirelles et al. (2008) analisaram o setor brasileiro de PE e VC como alternativa de financiamento a empresas de base tecnológica. De acordo com os achados da pesquisa, o setor ainda é pequeno quando comparado aos Estados Unidos, mas está se consolidando com gestores mais experientes.

Das 72 empresas que realizaram IPO na BOVESPA, de 2004 até o primeiro semestre de 2007, 39% receberam aporte de capital do tipo PE/VC. Esse aporte foi responsável por 58% do volume de recursos captados nas aberturas de capital do período. O setor de VC/PE apresenta-se como uma alternativa para o financiamento da inovação tecnológica, visto

que possui característica de longo prazo e apresenta grande incerteza com relação a seus resultados. Ademais, os fundos de PE/VC permitem que o capital e o risco sejam compartilhados entre o governo e a iniciativa privada (MEIRELLES et al., 2008).

O processo decisório dos investimentos em PE/VC requer *business due diligence*. Os gestores protegem o valor do seu investimento incorporando-se à gestão dos empreendimentos, usando melhores práticas de governança e retendo poderes de supervisão e de gestão estratégica (ABDI; FGV, 2011).

Se por um lado o capital empreendedor aperfeiçoou a captação de recursos, por outro também ocasionou o conflito entre a propriedade e o controle, ou seja, trouxe o conflito da agência. Jensen e Meckling (1976) esclarecem que o conflito de agência aparece quando o(s) principal(is) contrata outra pessoa (agente) para executar algum serviço em favor deles delegando alguma autoridade de tomada de decisão. Se ambas as partes do relacionamento são maximizadores de utilidade existe boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre pelos melhores interesses do principal.

De forma específica, o conflito de agência no capital empreendedor surge quando os investidores delegam poder aos gestores, mas estes tomam atitudes que não coincidem com os interesses dos investidores. Esse conflito normalmente traz custos ao passo que pedem o monitoramento na tentativa de minimizar o impacto de desalinhamento de interesses (BIANCHI, 2016).

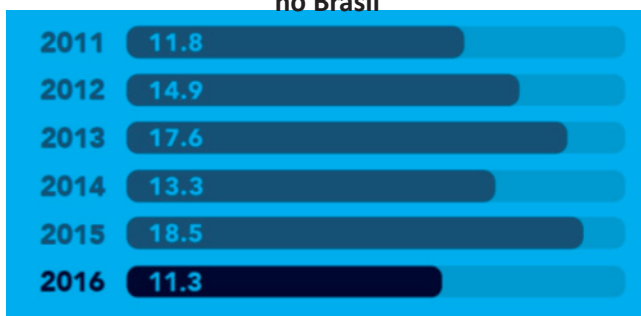
O conflito de agência pode ser diminuído com a especialização dos gestores de PE e VC no monitoramento da gestão e com a sua participação ativa nas instâncias de governanças das empresas investidas, o que oportuniza a qualidade da divulgação da informação contábil (HELLMAN; PURI, 2002; WONGSUNWAI, 2007; HOCHBERG, 2011; LATINI, 2011).

Como forma de solucionar o conflito de agência entre gestores e investidores, Armstrong, Guay e Weber (2010) apontam a utilização de acordos por contratos formais ou informais, especialmente para tomada de capital de dívida, a fim de alavancar o negócio. Os contratos formais com os credores incluem detalhes sobre a quantidade que é (ou pode ser) emprestada, enquanto os contratos informais influenciam decisões de crédito e empréstimos, uma vez que associam a reputação da empresa quanto à transparência financeira, governança corporativa, gestão de riscos e outras políticas estratégicas e operacionais.

Gioielli (2008) aponta que as organizações de PE/VC têm interesse em ser associadas apenas a empresas de sucesso e credibilidade, já que isso contribui com a formação de sua reputação no mercado e, conseqüentemente, impacta na atração de novos investimentos para seus fundos. Por intermédio do PE/VC, pequenas e médias empresas passam a dispor de oportunidades adequadas para financiar o seu crescimento, com apoio para a criação de estruturas adequadas de governança corporativa, foco no crescimento e lucratividade, bem como na sustentabilidade futura do negócio.

Entretanto, cabe aqui destacar que a presença de PE/VC nas empresas brasileiras ainda é pouco expressiva, conforme último estudo realizado pela ABVCAP e a empresa de auditoria KPMG, apresentada na figura 2.

Figura 2 - Total de investimentos em PE/VC no Brasil



Fonte: (ABVCAP; KPMG, Inside VC, 2018, p. 4)

O estudo revelou que em 2016, os investimentos no PE/VC no Brasil totalizaram R\$ 11,3 bilhões, em contraste com 18,5 bilhões em 2015. No entanto, o número de transações permaneceu estável. Em 2015, ocorreram grandes operações nos setores da saúde farmacêutica, o que oportunizou o aumento médio significativo (ABVCAP; KPMG, INSIDE VC, 2018).

2.4 Governança corporativa e capital empreendedor

A governança corporativa é um dos requisitos necessários para fomentar a credibilidade e a atratividade das empresas que desejam captar recursos por meio dos fundos PE/VC, especialmente pela fidedignidade e transparência da informação contábil dessas organizações, além da solução do conflito da agência mencionado anteriormente.

A Cartilha da CVM (CVM, 2002, p. 01) define governança corporativa como “o conjunto de práticas que tem por finalidade melhorar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital”.

Aguilera e Cuervo-Cazurra (2004) definem códigos de boa governança como um conjunto de recomendações de boas práticas sobre o comportamento e a estrutura do conselho de administração de uma empresa que asseguram representação adequada dos acionistas e de diretores independentes para subcomissões do comitê. Os códigos de governança corporativa, apesar de divergirem entre os países, têm em si um objetivo comum: apresentam recomendações quanto ao papel e à composição do conselho de administração, com a finalidade de reduzir a assimetria informacional e aumentar a proteção dos direitos dos acionistas e interessados.

Segundo Armstrong et al.(2010, p. 183), “o conselho de administração tem um papel fundamental na gestão de monitoramento e na construção de mecanismos que alinham os objetivos dos executivos com os interesses dos acionistas.” Os autores acrescentam que o papel do conselho está baseado nas funções de aconselhamento e monitoramento da gestão, sendo que para cumprir essa função torna-se necessário o conhecimento específico útil, além da independência, experiência e habilidade dos diretores, para que haja efetivamente o monitoramento da gestão.

Com base nas definições acima expostas, observa-se que uma boa governança corporativa traz em seu bojo a transparência da informação contábil, a prestação de contas (*accountability*) e a responsabilidade corporativa, com o propósito de divulgar (*disclosure*) as informações requeridas pelos *stakeholders* (acionistas, credores, fornecedores, empregados, clientes, governo e sociedade).

Nessa perspectiva é que “os gestores de PE/VC contribuem para a adoção de práticas de governança corporativa que protegem os interesses dos acionistas minoritários (ingressantes no IPO) da expropriação pelo grupo controlador” (GIOIELLI, 2008, p.77).

Hellmann e Puri (2002), Wongsunwai (2007), Gioielli (2008) e Hochberg (2011) afirmam que o contato frequente e o monitoramento constante dos gestores de PE/VC resultam em impactos positivos na governança corporativa das empresas

e de seus portfólios. Mecanismos de supervisão e monitoramento são adotados com o intuito de minimizar os conflitos de agência entre os gestores dos fundos PE/VC e as empresas investidas, o que contribui com as práticas de governança corporativa dos empreendimentos. Por terem a experiência na formulação de estratégias, os gestores dos fundos profissionalizam os empreendimentos e, por meio da *expertise* de mercado, obtêm redução do *underpricing* – variação percentual entre o preço da oferta e o preço de fechamento da ação no primeiro dia de negociação – no IPO. Essas ações promovem práticas de governança que conferem credibilidade e transparência aos empreendimentos (GIOIELLI, 2008).

Com o compromisso de observar regras rígidas de governança corporativa, a Bolsa de Valores - BM&FBOVESPA criou há mais de dez anos um segmento de listagem especial para as empresas que iniciaram a negociação de ações no Mercado de Capitais brasileiro. Com base nas características dos segmentos, as empresas aderem voluntariamente a um deles, com o objetivo de tornarem-se mais ou menos atrativas em função da transparência das informações.

Existem três segmentos especiais de listagem no mercado de bolsa: B3 – Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1. O Novo Mercado é o mais elevado padrão de governança, visto que as empresas se comprometem a utilizar práticas de governança adicionais àquelas exigidas na legislação brasileira. Já no nível 1, as empresas divulgam relatórios financeiros mais completos, mas não são obrigadas a divulgar os demonstrativos financeiros em padrão internacional. No nível 2, as empresas cumprem as obrigações do Novo Mercado, com algumas exceções. Divulgam os demonstrativos financeiros em padrão internacional. Finalmente, o Bovespa Mais é semelhante ao Novo Mercado, no entanto direciona-se a empresas de pequeno e médio porte que desejam entrar no mercado aos poucos, com uma perspectiva de captar recursos através do mercado (BM&FBOVESPA, 2018).

Com o objetivo de evidenciar e medir o desempenho médio de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa, o BM&FBOVESPA divulga o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC) de empresas que aderiram à

negociação de suas ações no Novo Mercado ou nos Níveis 1 ou 2 da BOVESPA. O IGC é um índice de retorno total (BM&FBOVESPA, 2018).

Vale destacar que Black, Carvalhoe Sampaio (2014) analisaram a evolução da Governança Corporativa no Brasil e observaram uma melhora significativa. Segundo os autores, essa melhoria relaciona-se aos segmentos de Mercado da BM&FBOVESPA e à onda de ofertas públicas de ações.

Diante do exposto, presume-se a Hipótese desta pesquisa:

Há uma relação positiva entre características econômicas de Governança Corporativa e a captação de recursos através de fundos *Private Equity* e *Venture Capital* em empresas brasileiras.

3. MÉTODO DA PESQUISA

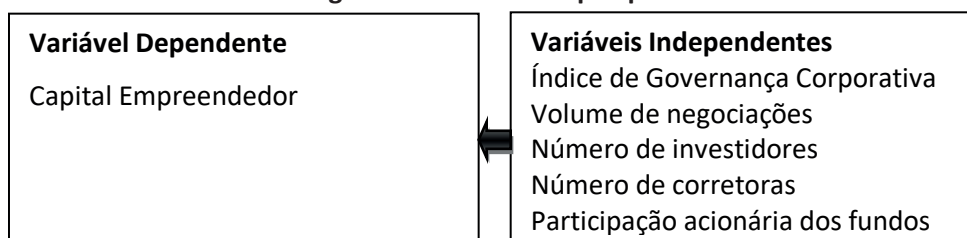
3.1 Abordagem, método e variáveis da pesquisa

Para o presente estudo, adotou-se a abordagem metodológica empírico-analítica, tendo em vista que, conforme enunciam Martins e Theóphilo (2009, p. 39), “o empirismo consagrou a observação empírica, o teste experimental e a mensuração quantitativa como critérios de cientificidade”. Em face à natureza das informações coletadas, utilizou-se a técnica de avaliação do tipo quantitativa, lançando-se mão dos procedimentos, métodos e técnicas estatísticas.

A primeira técnica estatística aplicada foi a do tipo descritiva, a análise fatorial, com o objetivo de corrigir a multicolinearidade das variáveis independentes; e a regressão logística, considerando-se a natureza dicotômica da variável dependente (presença ou ausência de capital empreendedor), face à natureza quantitativa das variáveis contínuas testadas.

Neste sentido, as variáveis da pesquisa foram assim classificadas: Capital empreendedor – variável dependente, por ser explicada pelas variáveis independentes: características econômicas: (i) IGC; (ii) volume de negociações; (iii) número de investidores; (iv) número de corretoras; e (v) participação acionária dos fundos – representa o percentual de PE/VC no capital acionário das empresas, conforme figura a seguir:

Figura 3 - Desenho da pesquisa



Fonte: Elaborado pelas autoras.

3.2 Estratégia e técnica de coleta de dados

Os dados utilizados para a investigação foram coletados do site da BM&FBOVESPA que disponibiliza a relação das empresas que realizaram o IPO, no período de 2004 a 2012. No site da BM&FBOVESPA, encontrou-se uma listagem com 141 empresas que abriram o capital no período de 2004 a 2012. Da população mencionada, quatro empresas foram excluídas do estudo, duas por estarem com a inscrição cancelada na CVM e duas por serem *outliers* e causarem discrepâncias nos resultados. Portanto, para a investigação, utilizou-se uma amostra de 137 empresas.

Com base na amostra, realizou-se um levantamento das empresas que possuíam em sua posição acionária FIP e FMIEE, respectivamente PE e VC, também chamado capital empreendedor. As informações foram captadas no período compreendido entre os dias 20 e 28 do mês de dezembro de 2012, por meio da consulta aos relatórios financeiros, notas explicativas, relatório da administração e desempenho e a posição/composição acionária das empresas listadas no site da BM&FBOVESPA. Quando identificada a presença do capital empreendedor, para a obtenção da

veracidade das informações, consultou-se a listagem dos fundos cadastrados na CVM, para checagem dos nomes dos FIP ou FMIEE. No levantamento do presente estudo, foram considerados somente os fundos cadastrados na CVM.

No período da investigação constatou-se a participação dos fundos na composição acionária de 30 empresas. Ressalta-se que as outras 107 empresas (aquelas que no período investigado não apresentaram na composição acionária o capital empreendedor) podem já ter captado recursos pelo PE/VC em outra ocasião e o mesmo já ter sido extinto, já que os fundos possuem um período de maturação médio de 10 anos.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Em virtude da presença de considerável correlação entre as variáveis, conforme demonstra a Tabela 1, utilizou-se a análise fatorial, técnica estatística de interdependência, para corrigir a multicolinearidade das variáveis preditivas IGC, volume negociado, número de corretoras, número de investidores e posição acionária do fundo.

Tabela 1: Matriz de correlação - *Pearson correlation*

	IGC	Volume Negociado	Número de Corretoras	Número de Investidores	Posição Acionária	Capital Empreendedor
IGC	1,000	0,468**	0,092	0,558**	-0,012	0,113
Volume Negociado	0,468**	1,000	0,231**	0,534**	-0,061	-0,041
Número de Corretoras	0,092	0,231**	1,000	0,290**	-0,050	0,007
Número de Investidores	0,558**	0,534**	0,290**	1,000	-0,020	0,083
Posição Acionária	-0,012	-0,061	-0,050	-0,020	1,000	0,684**
Capital Empreendedor	0,113	-0,041	0,007	0,083	0,684**	1,000

Notas**. Correlação é significativa ao nível de 0.01 (2-tailed).

Fonte: Elaboração própria

Nota-se que a utilização da análise fatorial foi adequada para a correção da multicolinearidade entre as variáveis, ao se analisar os testes de Bartlett e KMO. Conforme demonstrado na Tabela 2, o teste de Bartlett evidencia que o modelo em estudo é estatisticamente significativo (sig. < 0,05), enquanto que o KMO, que representa o grau de explicação dos dados a partir dos fatores encontrados, foi de 0,688. Esses resultados confirmam que os fatores formados conseguem descrever satisfatoriamente as variações dos dados originais.

Tabela 2: Testes de KMO e de Bartlett

Teste		Resultado
Kaiser-Meyer-Olkin	KMO	0,688
Teste de Bartlett	Sig.	0,000

Fonte: Elaboração própria

Em seguida, analisou-se o *eigenvalue* que representa quanto o fator explica o modelo estatístico, calculado pela soma dos quadrados das cargas de cada variável representada. Foram formados dois fatores. Nessa investigação, o *eigenvalue* assumiu valor de 2,155 para o Fator 1 e 1,013 para o fator 2. Em relação à variância explicada, o fator 1 é responsável por 42,37% e o Fator 2 por 21,00%. Os dois fatores formados explicam 63,37% das variações dos parâmetros originais que participam da análise, conforme apresentado na Tabela 3.

Tabela 3: Total da variância explicada

Componentes	<i>Eigenvalue</i>	Variância Explicada
1	2,155	42,366
2	1,013	21,008

Fonte: Elaboração própria

O fator 1 foi denominado nesta investigação como atratividade corporativa por estar representado pelos parâmetros IGC, volume negociado e número de investidores e o fator 2 foi denominado Posição Acionária dos Fundos por representar a maior carga fatorial, conforme demonstrado na Tabela 4.

Tabela 4: Composição da matriz rotacionada

	Componentes	
	1	2
Índice de Governança Corporativa	0,794	0,060
Volume Negociado	0,786	-0,136
Número de Corretoras	0,371	-0,408
Número de Investidores	0,852	-0,082
Posição Acionária dos Fundos	0,084	0,925

Fonte: Elaboração própria

Após a análise dos resultados da análise fatorial, considerados estatisticamente satisfatórios para a amostra investigada, aplicou-se a regressão logística, cuja operacionalização foi justificada pela natureza dicotômica da variável dependente (assumiu valor um para a presença de PE/VC e zero para a ausência de PE/VC). A atratividade corporativa e a posição acionária dos fundos, apuradas na análise fatorial, foram incorporadas no modelo estatístico como as variáveis independentes.

Observando os *outputs*, verifica-se que os 137 elementos foram aproveitados, dos quais 30 possuem capital empreendedor e 107 não possuem. Caso o modelo fosse guiado pela maioria dos casos observados, o método classificaria em 78,1% o percentual de empresas com capital empreendedor, cometendo um equívoco de probabilidade, visto que, do total, apenas 21,9% da amostra possuem os Fundos PE/VC. Pelo exposto, a amostra em análise não está emparelhada igualmente.

De acordo com o teste qui-quadrado, observa-se que os coeficientes em conjunto são estatisticamente significativos para o modelo em estudo. Existe, pelo menos, um coeficiente diferente de zero a um nível de significância de 5%, conforme exposto na Tabela 5, ocorrência que rejeita a hipótese nula de que todos os parâmetros estimados são nulos. Esse resultado oportuniza a interpretação de que o modelo é capaz de predizer com precisão a investigação. Ademais, as variáveis inseridas podem ser utilizadas para a construção de um modelo que identifique se uma empresa que não possui os Fundos PE/VC, no momento atual do estudo, possa vir a possuir no futuro. Cabe aqui mencionar os resultados dos estudos de Araújo e Oliveira (2015) que evidenciaram que empresas com PE/VC possuem maiores níveis de retorno, em relação a aquelas sem a presença de PE/VC.

Tabela 5: Teste de significância dos coeficientes do modelo

	Chi-square	Sig.	Decisão
<i>Step</i>	71,145	0	Rejeita H ₀
<i>Block</i>	71,145	0	Rejeita H ₀
<i>Model</i>	71,145	0	Rejeita H ₀

Fonte: Elaboração própria

Verifica-se na Tabela 6 que, de acordo com o teste de Cox&Snell, 40,5% das variações ocorridas no *log* da razão de chance da probabilidade de ocorrência são explicadas pelo conjunto de variáveis independentes,

enquanto que, ao analisar o teste de Nagelkerke R^2 , o modelo estatístico é capaz de explicar 62,3% das variações registradas na variável Capital Empreendedor. O $-2LL$ verossimilhança assumiu valor menor que um, sugerindo que o modelo é adequado, pois, de acordo com Fávero, Belfiore, Silva e Chan (2009), quanto menor a verossimilhança, chamado de $-2LL$ ou $-2log$ verossimilhança ou *Likelihood Value*, melhor é a adequação do modelo.

Tabela 6: Ajuste ao modelo de regressão logística

	<i>Likelihood (-2LL)</i>	Cox & Snell R square	Nagelkerke R square
Step 1	72,872	0,405	0,623

Fonte: Elaboração própria

A avaliação da significância individual dos parâmetros e dos sinais dos coeficientes é importante, a fim de identificar se eles podem ser utilizados como estimadores de probabilidades. Assim, procedeu-se a análise de associação do modelo das variáveis independentes, a partir dos sinais dos coeficientes e do teste de *Wald*, visto que, segundo Gujarati e Porter (2011, p. 560), “o que importa são os sinais esperados dos coeficientes de regressão e sua significância estatística/ou prática”.

Tanto a variável atratividade corporativa quanto a variável posição acionária dos fundos possuem sinal positivo, evidenciando que variações positivas dessas variáveis concorrem para o aumento da probabilidade de as empresas captarem recursos pelo capital empreendedor, quando as demais variáveis se mantiverem constantes. Isso denota que, se as variáveis mencionadas aumentarem em uma unidade, o *logit* estimado aumenta em média 1,839 unidades para a variável atratividade corporativa e 26,798 para a variável posição acionária do fundo, sugerindo uma relação positiva entre os dois. Nesse particular, a probabilidade das empresas em estudo captarem recursos pelos fundos PE/VC, pode ser uma satisfatória decisão de financiamento, uma vez que os estudos de Testa e Lima (2014) evidenciaram que a presença de fundos em empresas estreadas na BM&FBovespa, apresenta um efeito positivo sobre os retornos anormais acumulados dos IPOs.

Quanto à significância das variáveis individualmente, o teste de *Wald* evidencia, conforme demonstrado na Tabela 7, que somente a posição acionária dos fundos é significativa isoladamente. A atratividade corporativa apenas é significativa em conjunto.

Tabela 7: Coeficientes, sinais e teste de Wald

Variáveis	Sinal encontrado	Coeficiente B	Coeficientes Exp (β)	Teste Wald P-value
Atratividade Corporativa	+	0,609	1,839	0,08
Posição Acionária do Fundo	+	3,288	26,798	0,00
Constante	-	1,625	0,197	0,00

Fonte: Elaboração própria

Esses resultados corroboram os achados de Gioielli (2008), pois a autora identificou que a participação nos fundos PE tende a aumentar a qualidade da governança corporativa das companhias investidas e, ademais, a reduzir o gerenciamento de resultados por aumentar a qualidade da informação contábil. Achado também apoiado pelo estudo de Sasso (2012) que constatou que as empresas investidas por fundos de *Private Equity* têm comportamento mais conservador e endividam-se menos do que as empresas que não utilizam.

5. CONCLUSÃO

O mercado de capitais passou a ser uma alternativa de captação de recursos para o financiamento de empresas, sobretudo por ter um custo mais baixo, por fomentar o aumento de emprego e renda e por profissionalizar as empresas, o que contribui para um resultado satisfatório para a sociedade. Como relata Sasso (2012), os empreendedores brasileiros estão buscando captações externas por meio de operações de repasse, emissões de bônus (*bonds*) e *commercial papers*, investimentos diretos por intermédio do capital social, além de capital empreendedor: oferta de crédito às empresas a partir de fundos de investimento PE/VC.

Nesse sentido, com base na revisão de literatura e das análises que deram suporte à investigação, evidências foram compiladas e oportunizaram informações úteis para o alcance do objetivo do estudo, além de servirem como balizador e parâmetro para estudos posteriores. Antes do início da discussão das constatações, cumpre ressaltar que a pesquisa se ateve à amostra investigada para a identificação da presença ou não de capital empreendedor nas empresas selecionadas. Devido à limitação de informações sobre o tema, foram desconsideradas as empresas que já possuíram o capital empreendedor e já realizaram o desinvestimento.

Com o desígnio de responder ao problema de pesquisa, no que concerne à existência de relação entre características econômicas e a captação de recursos através de fundos *Private Equity* e *Venture Capital* em empresas brasileiras, a aplicação da análise fatorial viabilizou a correção da multicolinearidade das variáveis e a formação de dois fatores, atratividade corporativa e posição acionária do fundo. Após a aplicação da regressão logística constatou-se, por meio dos testes Cox&Snell e de Nagelkerke, que esses dois fatores eram capazes de explicar as variações registradas na variável capital empreendedor em 40,5% e 62,3%, respectivamente.

Ademais, pode-se inferir que as variáveis preditivas em conjunto contribuem com a significância do modelo, isto é, explicam a captação de recursos por meio dos fundos PE/VC. Individualmente, a variável posição acionária dos fundos foi constatada como um fator de previsão de captação desses recursos.

A relação positiva entre as variáveis denota que se as variáveis atratividade corporativa e posição acionária dos fundos aumentarem em uma unidade, ao se considerarem as demais variáveis constantes, o *logit* estimado aumenta em média 1,839 e 26,798 unidades, respectivamente, sugerindo uma relação positiva entre os dois. As variações positivas das variáveis corroboram com a probabilidade de a empresa captar recursos pelos fundos PE/VC.

A hipótese desta pesquisa de que há uma relação positiva entre características econômicas de governança corporativa e a captação de recursos através de fundos PE/VC em empresas brasileiras não foi rejeitada. O objetivo do estudo foi alcançado ao revelar que as características mencionadas (atratividade corporativa e posição acionária do fundo) corroboram com a probabilidade de captação de recursos pelo capital empreendedor. Nesse ínterim, essa investigação contribui teoricamente

por ampliar a discussão de uma temática ainda pouco explorada no Brasil, trazendo características econômicas que explicam, em conjunto, a captação de recursos por essa modalidade. E, adicionalmente, observa-se do ponto de vista prático, que os resultados oportunizam aos empresários o conhecimento e reflexão sobre a dinâmica desses fundos, com fins a decidirem pela melhor alternativa e com um menor custo de capital. Esses aspectos propiciam à continuidade de pesquisas científicas que abordem características de cunho financeiro, sobretudo a comparação do custo de capital para as alternativas de financiamentos disponíveis no mercado.

REFERÊNCIAS

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E CAPTITAL VENTURE (ABVCAP); KPMG, 2018. **Inside VC 2018**. Disponível em: <http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/3947.pdf>. Acesso em 16 de março de 2018.

AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL (ABDI); FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS (FGV), 2011. **A indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro**. Disponível em: <http://www.abdi.com.br/Estudo/Private_Equity_e_Venture_Censo.pdf>. Acesso em: 10 dez. 2012.

AGUILERA, R. V.; CUERVO-CAZURRA, A. Codes of good governance worldwide: What is the trigger? **Organization Studies**, v. 25, n. 3, p. 417-445, 2004.

ARAÚJO, Júlio Pereira de; OLIVEIRA, Marcos Roberto Gois de. **Análise da Influência dos Fundos de Private Equity e Venture Capital no Retorno das Ações das Empresas Investidas**. *Revista de Finanças Aplicadas*, v. 1, n. 1, p. 1-30, 2015.

ARMSTRONG, C. S.; GUAY, W. R.; WEBER, J. P. The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 2, p. 179-234, 2010.

BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T.; BASSO, L. F. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina: um estudo

empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais. **RAC – Eletrônica**, v. 10, n. 6, p. 47-77, 2009.

BIANCHI, M. R. M. Poder empresarial e cobertura de analistas financeiros, 2016. Dissertação de mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

BLACK, B. S.; CARVALHO, A.G.; SAMPAIO, J. O. The evolution of corporate governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, v. 20, p. 176-195, 2014.

BM&FBOVESPA. **Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC)**. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-de-governanca/indice-de-acoes-com-governanca-corporativa-diferenciada-igc.htm. Acesso em: 18 mar. 2018.

_____. **Segmentos de Listagem**. Disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/. Acesso em: 18 mar. 2018.

CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITALIS (CEMEC), Janeiro/2017. **Nota CEMEC 01: Mercado de Capitais Evolução Recente e Cenários para 2017**. Disponível em: <http://cemec.fipe.org.br/NotasCemecDiversos_files/NOTA-CEMEC-01-2017-FINAL.pdf>. Acesso em: 16 de março de 2018.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM), 1994. **Instrução CVM nº 209, de 25 de março de 1994**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?Tipo=I&File=/inst/inst209.htm>>. Acesso em: 10 de dez. 2012.

CVM, 2003. **Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst391.htm>>. Acesso em: 10 dez. 2012.

CVM, 2002. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>>. Acesso em: 10 dez. 2012.

EDWARDS-SCHACHTER, Mónica et al. **Disentangling competences: Interrelationships on creativity, innovation and entrepreneurship**. *Thinking Skills and Creativity*, v. 16, p. 27-39, 2015.

FÁVERO, L. P. L.; BELFIORE, P. P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2009.

FILION, L. J. Visão e relações: elementos para um metamodelo empreendedor. **Revista de Administração de Empresas**, v. 33, n. 6, p. 50-61, 1993.

GIOIELLI, S. P. O. **Os gestores de Private Equity e Venture Capital influenciam a Governança Corporativa das Investidas? Evidências dos IPOs na Bovespa**. 2008. Dissertação de mestrado – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2008.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria básica**. 5. ed.. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2011.

HÉBERT, R. F.; LINK, A. N. In search of the meaning of entrepreneurship. **Small Business Economics**, v. 1, p. 39-49, 1989.

HELLMAN, T.; PURI, M. Venture capital and professionalization of start-up firms: empirical evidence. **Journal of Finance**, v. 57, n. 1, p. 169-197, 2002.

HOCHBERG, Y. V. Venture capital and corporate governance in the newly public firm. **Review of Finance**, v. 16, n. 2, p. 429-480, 2011.

INSTITUTO BRASILEIRO DA QUALIDADE E PRODUTIVIDADE (IBQP), 2010. **Empreendedorismo no Brasil 2010**. Disponível em: <http://www.ibqp.org.br/img/projetos/downloads/arquivo_20110920153429.pdf>. Acesso em: 23 set. 2012.

ISENBERG, D. Introducing the entrepreneurship ecosystem: four defining characteristics. **Forbes.com**, May 25th 2011. Disponível em: <<http://www.forbes.com/sites/danisenberg/2011/05/25/introducing-the-entrepreneurship-ecosystem-four-defining-characteristics/>>. Acesso em: 30 mar. 2013.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KAPLAN, S. N.; SCHOAR, A. Private Equity performance: returns, persistence, and capital flows. **Journal of Financial Economics**, v. 60, n. 4, p. 1791-1823, 2005.

LATINI, E. T. **A eficácia de gestores de fundos de Private Equity e Venture Capital quanto ao desenvolvimento de governança corporativa em pequenas e médias empresas**. 2011. Dissertação de mestrado – Escola de Administração Pública e de Empresas, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2011.

LEE, Marcelo Chung Bae. **Análise da performance operacional de companhias abertas investidas por fundos de private equity e venture capital**. Dissertação de Mestrado. Escola de Economia de São Paulo. Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2017.

LIPPMANN, S.; ALDRICH, H. E. The temporal dimension of context. In: Welter, F.; GARTNER, M. B. **A research agenda for entrepreneurship and context**. New York: Edward Elgar, 2015.

MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MEIRELLES, J. L. F.; PIMENTA, T., Jr.; REBELATTO, D. A. N. Venture Capital e Private Equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. **Gest. Prod.**, v. 15, n. 1, p. 11-21, 2008.

MONTEIRO, Ana Sofia; PALMA, Patrícia Jardim da; LOPES, Miguel Pereira. **Como os gigantes aprendem**

a dançar: o papel mediador do capital empreendedor na relação entre cultura de inovação e desempenho. **RAI Revista de Administração e Inovação**, v. 9, n. 4, p. 44-67, 2012.

SASSO, R. C. (2012). **Qualidade de lucros e estrutura de propriedade: a indústria de Private Equity no Brasil**. 2012. Dissertação de mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

SCHUMPETER, J., 1934. **Theory of economic development: an inquiry into profits, capital, credit, interest and the business cycle**. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1496199>. Acesso em: 30 mar. 2012.

PACHECO, Jean Carlos. **Capital de risco, financiamento e tempo de maturação: um estudo da evolução da indústria de Venture Capital e Private Equity, com ênfase em um estudo de caso brasileiro**. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Rio grande do Sul, 2016.

TESTA, Carlos; DE LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco. **O Papel Certificador dos Fundos de Private Equity e Venture Capital Sobre a Qualidade das Empresas Estreantes na BM&FBovespa**. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, v. 8, n. 3, 2014.

WENNEKERS, S.; THURIK, R. Linking Entrepreneurship and Economic Growth. **Small Business Economics**, v. 13, p. 27-55, 1999.

WONGSUNWAI, W. **Does venture capitalist quality affect corporate governance?** Harvard Business School, 2007.