

JUROS ESTRUTURAIS MAIS BAIXOS NO BRASIL E O IMPACTO SOBRE ALOCAÇÃO DE ATIVOS

O Banco Central do Brasil vem cortando a taxa Selic (a taxa básica de juros da economia brasileira) para níveis historicamente baixos. No início de 2016, a taxa Selic estava em 14,25% ao ano e o juro real de longo prazo, medido pela NTN-B com vencimento em 2050 (título público indexado à inflação) atingiu pouco mais de 7,5% ao ano.

Atualmente o juro real *ex-ante* (taxa de juros descontada pela prévia de inflação) está abaixo de 1,0% ao ano, conforme o gráfico a seguir ilustra, e a mesma NTN-B mencionada acima chegou a atingir 3,5% ao ano.

Juro real ex-ante de 1 ano

FONTE: IPCA FOCUS



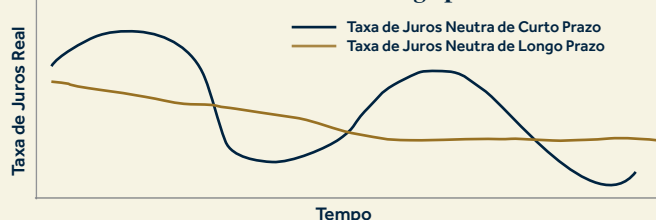
Isto nos leva a uma série de perguntas: Será que esse nível de juros é sustentável? Qual o impacto desta mudança na economia e no mundo dos investimentos? Estes são os temas que abordaremos nesta carta.

Para tentar responder à estas perguntas, um pouco de teoria econômica ajuda bastante na elaboração e compreensão dos argumentos.

Um pouco de teoria

A literatura moderna faz uma separação acerca da taxa de juros real de equilíbrio em: **taxa de juros real de equilíbrio de curto prazo** e **taxa neutra de longo prazo**¹. Podemos ver a possível relação entre as duas ao longo do tempo no gráfico abaixo. A taxa de juros neutra de curto prazo leva em consideração fatores cíclicos e conjunturais que influenciam a ociosidade dos fatores da economia e a velocidade de convergência do hiato do produto (diferença entre o nível de atividade corrente e o produto potencial). Já a taxa de longo prazo é determinada por fatores estruturais da economia que mudam de maneira lenta, como comportamentos de poupança, produtividade, crescimento populacional e outros fatores demográficos, além do prêmio de risco-país. Como diversos outros conceitos econômicos, o encontro entre as curvas de oferta e demanda determina o preço. A taxa de juros real de equilíbrio de longo prazo é formada pela interseção das curvas de oferta de poupança agregada e demanda por investimentos. Portanto, as variáveis que afetam estas curvas explicam o comportamento dos juros.

Possível relação entre a taxa de juros neutra de curto e longo prazo



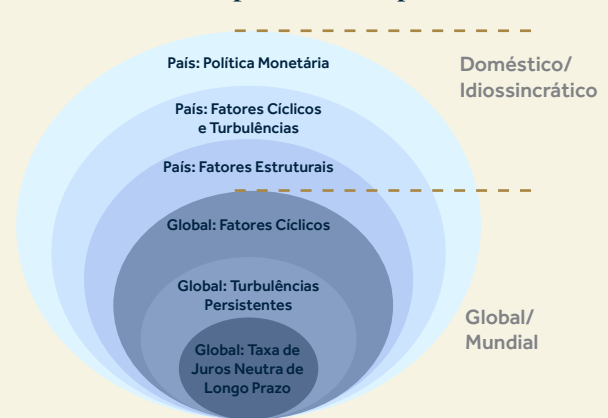
1- Tom Bernhardsen e Karsten Gerdrup do Monetary Policy Department do Norges Bank, "The neutral real interest rate", 2007

A teoria monetária sobre a qual a ampla maioria dos bancos centrais modernos se baseia é *Neo-Wickseliana*, seguindo a tradição de Knut Wicksell, um dos criadores do conceito de taxa natural de juros².

A taxa natural ou neutra de juros é aquela em que a economia está em equilíbrio de maneira que a inflação não acelera nem desacelera.

O Banco da Inglaterra (BoE), publicou um *paper* em 2015³ que contém uma boa ilustração sobre a relação entre a taxa de juros neutra mundial e a taxa de juros específica de um determinado país, conforme reproduzimos abaixo.

Relação entre a taxa de juros neutra global e específica de um país



Partindo da taxa de juros neutra global de longo prazo no centro do gráfico, são incluídos os fatores cíclicos globais – alguns têm se mostrado mais persistentes – que representam a taxa de curto prazo global, e os fatores idiossincráticos estruturais, que representam a taxa de juros de longo prazo específica do país analisado. Depois são incluídos os fatores cíclicos e finalmente a postura da política monetária do país em questão. A taxa de juros estabelecida pelo banco central de um determinado país é uma forma de ajustar a política monetária de maneira a colocar os juros acima ou abaixo desta taxa neutra, com impacto direto na demanda agregada.

Este estudo do Banco da Inglaterra estima que a taxa de juros real de equilíbrio mundial caiu aproximadamente 400 *basis points*⁴ nas últimas décadas.

Por que os juros reais eram tão altos no Brasil?

Depois da bem-sucedida estabilização com a queda da inflação⁵ a pergunta passou a ser porque a taxa de juros real era tão alta no Brasil, em termos absolutos e quando comparado a outros mercados emergentes. Nesta carta, nós vamos analisar algumas das muitas teorias que surgiram para explicar este fenômeno.

Logo após o Plano Real, a âncora cambial forçou o Banco Central a manter os juros reais em patamares elevados já que, com a livre movimentação de capitais, esta taxa deveria ser fixada em um patamar que mantivesse a taxa de câmbio no nível estabelecido em torno do Dólar Americano. Mas a segunda metade da década de 1990 foi marcada por uma apreciação do Dólar Americano (USD) contra diversas moedas do mundo e por uma sequência

2-Este conceito pode ser melhor analisado no capítulo 1 do livro "Interest and Prices" de Michael Dean Woodford

3-Lukasz Rachel e Thomas D Smith, "Secular drivers of the global real interest rate", 2015

4-Basis Points ou bps ou bips é uma unidade de medida bastante usada no mercado financeiro para apresentar oscilações em pontos percentuais de taxas, indicadores, ativos financeiros etc. Seu valor é sempre equivalente a 0,01%, ou seja, 1 basis points = 0,01% ou 1/100 pontos percentuais.

5-Abordamos esse assunto em nossa Carta 28 – "Planos Econômicos e Inflação: lições do passado"



de choques que afetaram o fluxo de capitais para mercados emergentes – entre elas a crise do México em 1995, a crise da Ásia em 1997, a crise da Rússia e o colapso do fundo de investimentos Long-Term Capital Management (LTCM) em 1998⁶. Estes choques acabaram elevando a taxa de juros de equilíbrio de curto prazo.

Seguida a estas crises, foi possível observar a desvalorização cambial e a mudança para o câmbio flutuante e subsequente implementação do Regime de Metas de Inflação.

Com isso, a taxa de juros real se manteve alta no início dos anos 2000. A necessidade de manter a credibilidade do novo regime e a presença de choques adicionais – como o estouro da bolha de tecnologia, atentado terrorista de 11 de setembro, moratória Argentina em 2001 e as eleições brasileiras de 2002 com a ascensão de Lula, que em um primeiro momento assustou o mercado – elevaram substancialmente o prêmio de risco Brasil. Esses choques foram fundamentais para que a taxa de juros prosseguisse elevada.

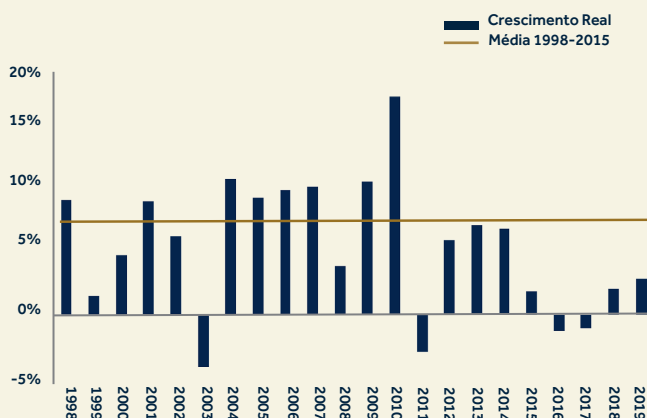
Uma destas hipóteses para justificar os altos juros no Brasil, foi a da “Incerteza Jurisdicional”⁷, aventada pelos economistas arquitetos do Plano Real. Seguindo a tradição do papel das instituições como importantes determinantes do ambiente econômico⁸, os autores argumentam que o advento de questões que geram insegurança jurídica, por exemplo em questões relacionadas ao direito de propriedade, mudanças no valor de contratos, intervenção governamental, fazem com que os agentes relutem em disponibilizar suas poupanças para o longo prazo. Para dívidas de curto prazo essa insegurança é significativa, aumentando o *spread*⁹ de risco para investidores carregarem dívida local do governo.

Além do mais, a falta de um mercado de crédito livre desenvolvido com horizontes de mais longo prazo diminui a potência da política monetária pelo canal do crédito. Outro fator importante relacionado a menor disponibilidade de poupança são os déficits fiscais do governo brasileiro. Déficit fiscal significa que os gastos do governo estão acima das receitas recebidas. Um aumento do déficit gerado pelo crescimento dos gastos correntes do governo diminui a poupança agregada da economia. A emissão de títulos públicos para financiar este déficit concorre com a oferta de recursos disponíveis para investimento, o que eleva as taxas de juros.

O gráfico abaixo mostra que as despesas do governo aumentaram em média 6,0% em termos reais desde 1998:

Despesa Primária: Crescimento Real

FONTE: TESOURO NACIONAL



6-Uma boa narrativa deste período encontra-se no livro “When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management” de Roger Lowenstein

7-Pérsio Arida, Edmar Bacha e Andre Lara Resende, “Crédito, juros e incerteza jurisdicional”, 2003

8-Abordamos esse assunto em nossa Carta 6 - “A Força das Instituições e o Peso das Lideranças na Organização Econômica de um País”

9-Spread é a diferença entre a taxa de juros cobrada nos contratos de crédito e a taxa paga pelos bancos, também entendido como a margem de lucro do banco

Além desse efeito da “despoupança” do setor público sobre a demanda agregada, a alta indexação dessa dívida pública à taxa de juros de curtíssimo prazo controlada pelo Banco Central brasileiro, a taxa Selic (taxa básica de juros no Brasil), também é outro fator relevante. Fernando de Holanda Barbosa aponta como uma das consequências dessa alta correlação a possibilidade de contaminação do risco do governo na taxa de juros de curtíssimo prazo¹⁰. Este é conhecido como “efeito contágio”, bem explicado por Felipe Salto, um dos autores e organizadores, em conjunto com Mansueto Almeida, do livro “Finanças Públicas”. Segundo o autor, “o volume enorme de títulos atrelados ao próprio instrumento de política monetária – a Selic – acaba criando uma barreira para a redução dos juros”.

Outra significativa peculiaridade institucional no caso brasileiro é a existência de crédito direcionado atrelado a taxas de juros especiais, como a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP). A TJLP foi criada em 1994 e serve de balizamento para o crédito concedido pelo BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social). Até 2018, esta taxa era definida considerando a meta de inflação adicionada a um prêmio de risco, ambos fixados pelo Conselho Monetário Nacional. O problema é que esta taxa permaneceu muito baixa para as condições de mercado, e, portanto, a taxa de juros Selic – que baliza a parcela de crédito livre – deveria ser mantida mais alta para compensar.

Explicando a queda na taxa de juros

As hipóteses anteriores não são excludentes e vamos mostrar que a resolução de cada uma delas em diferentes períodos do tempo explica a queda dos juros no Brasil.

Tem-se como pano de fundo a monotônica queda do juro global de equilíbrio, que como vimos, impacta a queda dos juros no Brasil. As causas desse movimento fogem do escopo desta carta, mas discorreremos um pouco sobre esse assunto quando falamos de juros nominais negativos na carta anterior¹¹.

Voltando às questões domésticas e explicações vistas anteriormente, vamos organizar todos estes efeitos, dividindo em períodos desde a estabilização da inflação.

Após o Plano Real, vimos que uma sequência de choques afetaria a taxa de juros de equilíbrio até meados de 2003. Depois de 2003, foi possível ver uma grande compressão do prêmio de risco país, cujos motivos têm a ver com questões estruturais: como a queda da parcela da dívida pública atrelada ao câmbio e a aprovação da Lei de Falências de 2005, que aumentou a segurança jurídica e controlou marginalmente a situação fiscal. Essa estabilização fiscal começou no início da década com a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal em 2000 e mais tarde com um programa de superávits primários. Tudo isso provocou uma forte queda no prêmio de risco Brasil, culminando no selo de *Investment Grade*, conhecido como selo de bom pagador dado pelas agências de classificação de risco. O gráfico abaixo ilustra a evolução do prêmio de risco-país medido pela taxa do *Credit Default Swap* (CDS) de 5 anos.

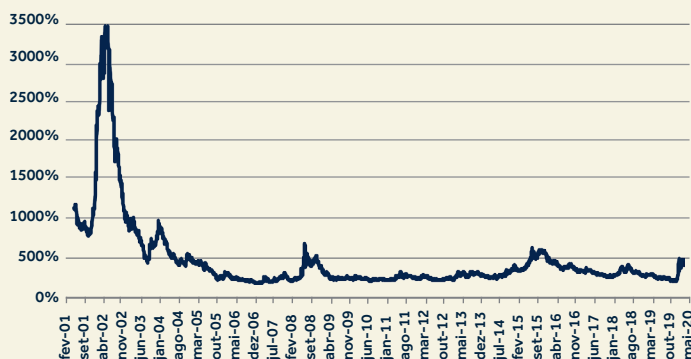
10-Fernando de Holanda Barbosa, “The Contagion Effect of Public Debt on Monetary Policy: The Brazilian Experience”, 2006

11-Abordamos esse assunto em nossa Carta Turim 32 - “Juros Negativos: Reflexões”



Brasil CDS 5 anos

FUNTE: BLOOMBERG



Após a grande crise de 2008, assistimos a uma mudança substancial de posicionamento da política econômica com o forte aumento dos gastos públicos, superávits que se transformaram em déficit e uma expansão de crédito direcionado e subsidiado capitaneada pelos bancos públicos, com forte papel do BNDES.

Em 2011, ainda com expectativas altas de inflação, o Banco Central brasileiro iniciou um ciclo de corte de juros acreditando na queda da taxa de juros neutra no Brasil. No artigo "A Longa Travessia para a Normalidade: Os Juros Reais no Brasil"¹², Goldfajn e Bicalho fazem estimativas da taxa de juros neutra no Brasil e encontram incertezas expressivas nos valores. Os autores alertaram que existe uma assimetria para o Banco Central que faz sua política monetária sob a incerteza do valor da taxa neutra. A taxa neutra estimada pelos modelos estava em torno de 8,0% ao ano em meados de 2008. No início de 2010, o estudo estimou que a taxa neutra teria caído para algo como 7,0%. Os efeitos da crise de 2008 haviam de fato reduzido a taxa de juros neutra de curto prazo, mas os estímulos governamentais estavam contrabalanceando boa parte deste efeito.

Na verdade, créditos, gastos e outros estímulos governamentais foram sendo ampliados como resposta à crise financeira de 2008, mas todos estes estímulos não foram retirados à medida que a economia ia se recuperando, e pelo contrário, foram aumentados. Isso acabou por gerar um superaquecimento da demanda agregada, que diante da baixa capacidade de oferta da economia, desencadeou um processo de estagflação, ou seja, inflação alta e recessão econômica.

A dívida bruta do setor público aumentou de perto de 50% para mais de 70% num período de menos de 3 anos. Ao fim de 2015 e início de 2016, o déficit nominal chegou a pouco mais de 10,0% do PIB. Neste contexto, déficit e dívida pública elevada com juros altos num ambiente de recessão, trouxeram de volta o debate sobre a dominância fiscal, situação na qual política monetária fica completamente submetida à política fiscal. Quando o Banco Central aumenta os juros domésticos para combater a inflação, amplia-se a desconfiança do mercado sobre sua capacidade de pagamento, aumentando o prêmio de risco, depreciação cambial e gerando ainda mais inflação.

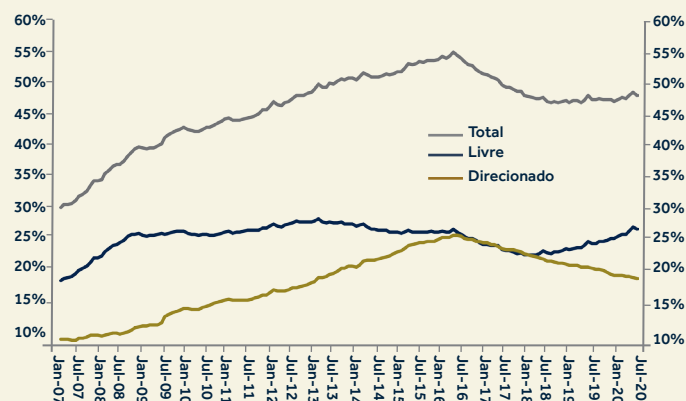
Esta situação começou a ser revertida após o processo de impeachment de Dilma Rousseff, então presidente do Brasil, em 2015. O governo de transição conseguiu aprovar a Lei do Teto de Gastos, através da proposta de emenda à Constituição de nº 55/2016, que determinou, bem resumidamente, que os gastos

federais só poderão aumentar de acordo com a inflação acumulada, conforme o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Esta medida foi fundamental para melhorar a confiança na solvência fiscal do setor público, pois, com ela, interrompe-se o processo de crescimento das despesas acima da inflação.

A partir disto iniciou-se um processo de ajuste nas contas públicas que ainda se encontra em curso, com o objetivo de redução do déficit primário e o fim do crédito direcionado, que vinha sendo capitaneado pelos bancos públicos. O gráfico abaixo mostra esse processo.

Estoque de crédito total (%Pib)

FUNTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL



A profunda recessão que se instaurou no país, por fim, produziu uma queda cíclica da inflação a partir da forte elevação do desemprego.

Em 2018, a TJLP deixou de existir e foi substituída pela Taxa de Juros de Longo Prazo (TLP), cujo valor depende da taxa de juros real dos títulos do Tesouro Nacional, ou seja, taxas sujeitas às forças de mercado. Esta foi uma importante alteração para contribuir na queda dos juros no Brasil.

Perrelli e Roache¹³ do Fundo Monetário Internacional utilizaram metodologia semelhante ao artigo de Goldfajn e Bicalho, contemplando dados de 2004 a 2017 e incluindo medidas como crédito do BNDES. Os autores estimaram que a taxa de juros real neutra no Brasil em 2018 estaria em torno de 4,5%. Outro estudo¹⁴ do mesmo ano sugeriu uma taxa de juros real neutra um pouco abaixo de 4,0%.

Em 2019, um dos eventos mais importantes para a redução da taxa de juros foi a aprovação da reforma da previdência, através da proposta de emenda à constituição nº 6 de 2019 com consequente melhora na sustentabilidade da dívida pública. Isso porque os gastos com previdência têm uma importante participação nos gastos públicos. Portanto, um processo de ajuste fiscal ancorado na lei do teto de gastos e a eliminação de distorções institucionais como a TJLP e a diminuição do crédito público direcionado contribuíram significativamente para a queda da taxa de juros real neutra do Brasil.

No último Relatório de Inflação de Dezembro de 2019, o Banco Central brasileiro incluiu um estudo especial: "Proxy da taxa de juros estrutural implícita nas expectativas da pesquisa Focus"¹⁵ com

12- Ilan Goldfajn e Aurélio Bicalho, "A Longa Travessia para a Normalidade: Os Juros Reais no Brasil", 2011

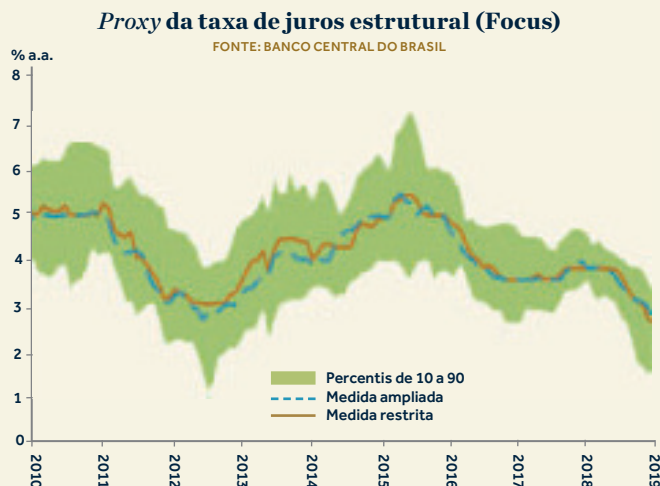
13-Roberto Perrelli e Shaun Roache, "The Conquest of Lower Interest Rates in Brazil—Where Does Neutral Stand?", 2019

14-Bráulio Borges, "Estimando a Selic neutra brasileira – parte II", 2018

15-Relatório de Inflação do Banco Central do Brasil, "Proxy da taxa de juros estrutural implícita nas expectativas da pesquisa Focus", 2019



intuito de medir a percepção do mercado em relação a qual era o juro real neutro. O gráfico abaixo mostra a mudança de patamar das estimativas implícitas para a taxa neutra. No período recente temos uma mudança de patamar da taxa para uma faixa entre 2,0% e 4,0%, anteriormente entre 4,0% e 6,0%.



Impacto sobre Alocação de capital e Investimentos

O mercado financeiro, através da intermediação de ativos, é o mercado que permite a mobilização da poupança para os projetos de investimentos. Quanto mais desenvolvido for este mercado, melhor funciona esta canalização, contribuindo para o desenvolvimento econômico de um país. Este processo de desenvolvimento do mercado financeiro é conhecido como *Financial Deepening*. A literatura sobre *Financial Deepening* enfatiza seu efeito sobre a queda da taxa de juros. Mas, é possível argumentar que existe um *feedback* positivo neste processo.

A queda estrutural da taxa de juros livre de risco no Brasil leva os investidores a se questionarem: me contento com retornos bem mais baixos do que no passado ou incorro em mais riscos para manter retornos esperados mais altos?

Na teoria de finanças, os investidores, por serem naturalmente avessos a risco, exigem um prêmio sobre a taxa livre de risco para justificar o investimento em ativos arriscados. Podemos citar, por exemplo, o *Equity Risk Premium*: o prêmio de risco exigido pelos investidores para incorrer no risco do investimento no mercado acionário. Este conceito é bastante disseminado nos mercados desenvolvidos. Nos EUA, existe evidência empírica robusta da existência deste prêmio de risco em prazos mais longos.

Com a taxa de juros livre de risco no Brasil tão elevada no passado, era difícil encontrar períodos históricos de médio/longo prazo onde o retorno do índice de ações tenha superado os retornos do CDI (Certificados de Depósito Interbancário). Com juros baixos, a chance de ter um prêmio de risco em ações positivo aumenta. Já se percebe a existência do movimento de migração da poupança e renda fixa para ações¹⁶.

Isso vale também para o risco de crédito, quando se trata do prêmio exigido pela possibilidade de *default*, que é o não cumprimento

das obrigações financeiras, como não efetuar o pagamento do principal de um empréstimo. E, como vimos anteriormente, o desenvolvimento do mercado de crédito é fundamental para aumentar a potência da política monetária, o que permitiria menor variabilidade da taxa de juros Selic. Neste contexto, o Banco Central do Brasil tem enfatizado que o aumento da concorrência bancária e o surgimento das *fintechs* – startups de tecnologia que desenvolvem inovações e otimizações para os serviços financeiros – são fundamentais para a queda dos *spreads*¹⁷.

Conclusão

Como podemos ver, foram diversos os fatores que levaram o Brasil a ter uma taxa de juros em patamares elevados por um longo período. Acreditamos que o ajuste em curso nas contas públicas, apoiado na lei do teto de gastos, e a eliminação de distorções institucionais, como a TJLP, faz com que esta queda seja apoiada por fundamentos e, portanto, de caráter estrutural. A aprovação das reformas econômicas que permitam maior eficiência na alocação de recursos deve aprofundar este processo.

Isto nos leva a uma relevante mudança de paradigma num país que conviveu com juros reais elevados durante boa parte de sua história recente com consequente impacto profundo no mercado de capitais e investimentos.

Post scriptum

O ano de 2020 prometia ser um bom ano para a economia global, mas o choque causado pela COVID-19 mudou radicalmente o cenário. Do ponto de vista econômico, o mundo sofre um choque de oferta com a parada brusca das linhas de produção e de muitos serviços. Ao mesmo tempo estamos diante de um choque de demanda com as políticas de distanciamento social e quarentena para “achatar a curva” da epidemia e evitar um colapso dos sistemas de saúde. Para combater este problema, governos respondem com um enorme estímulo monetário a partir de corte de juros e compra de ativos e, também, enorme estímulo fiscal com políticas de renda e crédito para famílias, pequenas e médias empresas. No Brasil, não é diferente. A queda da atividade econômica e o aumento dos gastos públicos vai aumentar o déficit fiscal e a dívida pública. Neste momento a expectativa é de que a dívida pública bruta aumente para algo como 90% do PIB no ano que vem.

O texto da carta explica a importância da consolidação fiscal para a queda da taxa de juros. Neste momento de pandemia o mais importante é salvar vidas e as medidas de respostas dos governos são absolutamente necessárias e fundamentais neste momento de emergência. Contudo, é de extrema importância que o aumento dos gastos públicos para o combate a pandemia da COVID-19 tenha caráter estritamente emergencial e temporário, já que a credibilidade na continuidade da consolidação fiscal, com respeito ao teto dos gastos públicos é fundamental para a sustentabilidade de juros mais baixos.

Todas as opiniões contidas nesta carta representam nosso julgamento até esta data e podem mudar sem aviso prévio, a qualquer momento. Este material tem caráter meramente informativo, não devendo ser considerado uma oferta de venda de nossos serviços.

16-Para uma boa abordagem sobre prêmios de risco de ações em mercados fora dos EUA, sugerimos que leia o material do Aswath Damodaran, professor renomado de Finanças Corporativas e Valuation da Stern School of Business (NYU).

17-Mais informações: https://www.bcb.gov.br/en/financialstability/fintechs_en

O ECOSISTEMA DE VENTURE CAPITAL NO BRASIL

Podemos traçar uma parte relevante da origem do atual ecossistema de *venture capital* no Brasil para o final da década de 2000, na chamada bolha da Internet, quando houve o primeiro ensaio do nosso país como economia aberta, com o explosivo mix de tecnologia, jovens talentos e capital de risco. Mais de 200 *startups* foram criadas e mais de 5 bilhões de dólares foram investidos em *venture capital* no país nesse período¹. Porém, a mortalidade foi alta, poucas empresas sobreviveram e foram esparsos os resultados para os investidores. Não surpreendentemente, nenhum investidor dessa era segue sendo fonte relevante de capital para *startups* hoje. Apesar do modesto número de casos de sucessos, o experimento brasileiro com a primeira onda da internet fez florescer uma nova e mais madura safra de gestoras locais de *venture capital*.

Uma gestora de *venture capital* é uma companhia especializada em financiamento via participação acionária, geralmente minoritária, de empresas jovens com alto potencial de crescimento. Essas gestoras assumem o alto risco de financiar *startups* com a expectativa de que algumas companhias investidas tenham um sucesso extraordinário. O berço dessa indústria é o Vale do Silício na Califórnia e coincide com a criação do computador pessoal e os componentes necessários de hardware e software por empresas estabelecidas nessa região nos anos 70 e 80. Para financiar essa onda de inovação surgiram na época grupos independentes como Kleiner Perkins, Sequoia Capital e New Enterprise Associates (NEA), que se dedicaram exclusivamente a financiar *startups*. Desde então, milhares de grupos similares foram criados nesses moldes e as gestoras de *venture capital* se estabeleceram como a principal fonte de capital de risco nos Estados Unidos. Apesar de dezenas de iniciativas de brasileiras anteriores, incluindo a CRP, Dynamo Venture Capital, IdeiasNet e Votorantim Novos Negócios, o grupo de gestoras que domina hoje esse mercado hoje foi formada pós 2000, e esse é o foco desta carta.

Voltando ao Brasil, duas das histórias mais notáveis do nosso primeiro experimento com a Internet foram o MercadoLivre e o Buscapé. Ambas companhias foram fundadas por jovens em 1999, e alcançaram dois dos melhores resultados dessa geração: o MercadoLivre fez seu IPO (abertura de capital da empresa) no NASDAQ (uma das bolsas de valores de Nova Iorque) em agosto de 2007 e o Buscapé realizou uma venda estratégica para a Naspers, um conglomerado de mídia sul-africano, em setembro de 2009. Além do ganho financeiro para seus executivos e investidores, foi também uma fonte de inspiração para a próxima geração de empreendedores: alguns talentos dessas companhias se deslocaram do mundo corporativo para o mundo de investimento e se tornaram *venture capitalists* (profissionais de investimento focados em alocar capital em *startups*).

Pelo menos três gestoras de *venture capital* em atividade nesse momento foram beneficiadas pelo sucesso dessas companhias. A dupla argentina Hernan Kazah e Nicolas Szekazy, que trabalhou junta no MercadoLivre, fundou a Kazsek Ventures em 2011. Já no lado do Buscapé, o Anderson Thees fundou a Redpoint Ventures em 2012 trazendo o Romero Rodrigues como sócio em 2015, e Rodrigo Borges e Guga Stocco fundaram a DOMO

Invest em 2016. Outros casos semelhantes, que tem executivos dessa safra de empreendedorismo e que se tornaram profissionais de investimento, são a Bossa Nova Investimentos e a Alexia Ventures.

Dez anos depois, na segunda onda de *startups* no nosso país, a simbiose de talento e capital entre *startups* e *venture capital* se manifestou novamente. O Peixe Urbano, um dos ícones dessa época, gerou até o momento duas gestoras: o Júlio Vasconcellos, ex-CEO e cofundador do Peixe Urbano, ajudou a criar a Canary em 2016 e hoje está à frente do Atlântico, fundado por ele em 2019.

Além de *startups*, outra fonte importante de talento para *venture capital* são os grupos que investem em empresas em estágio mais maduras, por exemplo gestoras de *private equity* de *growth capital* e *buyout*². São profissionais de investimento que no decorrer de suas carreiras foram atraídos pelo desafio de investir em empresas mais jovens. Um bom exemplo disso é o Eric Archer, um dos principais exemplos dessa trajetória, que, depois de uma carreira em grupos maiores, incluindo uma passagem pela gestora de *growth capital* General Atlantic, fundou a Monashees em 2005 em conjunto com o Fabio Igel, esportista profissional e conselheiro do grupo Ultra. Mas há vários outros exemplos, incluindo a dupla Edson Rigonatti e Laura Constantini, que depois de trabalharem juntos numa boutique de M&A, fundaram a Astella Investimentos em 2008.

Somando todos os grupos, contamos com mais de 50 gestoras locais de *venture capital*³ em atividade no país. Um número que parece considerável, porém, bastante aquém das 1.000 gestoras⁴ em atividade no mercado americano. E ainda não há capital doméstico suficiente para financiar toda a atividade de inovação no Brasil. Assim como em outros segmentos, a atratividade e dimensão da oportunidade no país também despertam interesse de capital estrangeiro para *venture capital*.

O nosso primeiro experimento com a internet na década de 2000 atraiu a participação de investidores estrangeiros, mas não chegamos a receber, na época, capital das tradicionais gestoras do Vale do Silício. Possivelmente porque estavam com as mãos completamente cheias, pois apenas no ano 2000 mais de 66,4 bilhões de dólares foram investidos em 4.503 *startups*⁵ nos EUA. Tivemos que esperar quase uma década para ver a chegada do primeiro cheque de uma gestora renomada no Brasil, o da NEA na Spring Wireless em 2008⁶. Nos anos seguintes assistimos uma sequência crescente de investimentos desses grupos, incluindo aportes como o da Benchmark Capital no Peixe Urbano em 2010⁷, da Bessemer Venture Partners na Wildlife Studios em 2012⁸, da Sequoia no Nubank em 2013⁹, e do Andreessen Horowitz na Loft em 2018¹⁰. Até que se tornou relativamente "banal", nos dias de hoje, ver a participação de estrangeiros, incluindo Accel, DST Global, GGV, Tiger Global e Ribbit, nos *cap tables*¹¹ das *startups* brasileiras.

2- *Growth Capital: Investimento em empresas relativamente amadurecidas com crescimento rápido que precisam de capital para expandir seu negócio, reestruturar operações, se inserir em novos mercados ou financiar alguma aquisição; Buyout: Investimento para adquirir parte significativa ou até mesmo o controle de empresas mais maduras com potencial de crescimento.*

3- <https://distrito.me/dataminer/>

4- NVCA (National Venture Capital Association) 2019 Yearbook

5- Felix Richter para *statista.com*, "U.S. Venture Capital Funding Reaches Dot-Com Era Level", 2019

6- <https://www.privateequityinternational.com/nea-enters-latin-america/>

7- <https://lavca.org/2011/01/13/benchmark-capital-takes-stake-in-brazil-s-peixe-urbano/>

8- <https://www.contxto.com/en/brazil/brazilian-mobile-gaming-startup-wildlife-studios-newest-unicorn/>

9- <https://techerunch.com/2014/09/25/finance-startup-nubank-nabs-14-3m-in-sequoias-firs-t-brazil-investment/>

10- <https://a16z.com/2020/01/03/loft/>

11- Do termo *capitalization table* em inglês, *Cap Table* bastante conhecido no universo das *startups* que significa uma tabela onde são descritos os acionistas de uma empresa.



Um caso interessante, cuja origem é uma mescla dos elementos discutido anteriormente, é a Valor Capital Group, fundada em 2011 pelo ex-embaixador no Brasil, Clifford M. Sobel, e o seu filho, o empreendedor Scott Sobel. Apesar de não ter sido fundado por indivíduos com experiência prévia de empreendedorismo ou investimento no Brasil, eles conseguiram traduzir suas habilidades e rede de relacionamento, além de contratar talento com conhecimento local, para se estabelecer como um dos principais nomes em atuação em *venture capital* no nosso país. Somados à Monashees e Kaszek, são as três gestoras locais mais bem capitalizadas no momento.

As VCs tipicamente concentram seus esforços de investimento nas rodadas de investimento conhecidas como *venture rounds* ou *early stage rounds* (conhecidas como Series A e Series B). Essas são as rodadas de captação que ocorrem normalmente quando a companhia tem um protótipo, alguns clientes ou alguma evidência de que seu projeto tem mercado.

Para tirar um projeto do papel um empreendedor deve levantar uma rodada anterior conhecida como *angel round* ou *seed round*. Nessa rodada, o capital tradicionalmente vem de pessoas físicas, como familiares, amigos, empreendedores e/ou executivos. No mercado americano essa é uma fonte estabelecida, porém dispersa, pois estimam-se que há mais de 300.000 investidores-anjo ativos¹² no país. Alguns desses investidores-anjo perceberam uma oportunidade de profissionalizar seu programa de investimento, para trazer capital de terceiros e ter um pequeno negócio. Essa tendência resultou em um boom de *seed funds* nos últimos anos, e hoje há mais de 600 gestores focados em investimentos nesse estágio de captação¹³. No Brasil esse segmento ainda está engatinhando, e contamos com menos de 8.000 investidores-anjo¹⁴ e menos de 10 fundos focados no *seed stage*¹⁵, incluindo nomes como Canary, Maya Capital e DOMO Invest.

Por outro lado, quando um empreendedor precisa de grande quantidade de capital para expansão do modelo de negócios, os chamados *growth rounds* ou *Series C* (e rodadas/"*rounds*" em seguida), ele vai recorrer a outras fontes de financiamento. No Vale do Silício uma fonte crucial e crescente de capital para esse estágio são as corporações que tem interesse estratégico em investir capital minoritário em *startups*. Esses investidores são conhecidos como *corporate venture capital* (CVC), e, em 2019, participaram de 25% das rodadas de financiamento de *startups* nos EUA¹⁶. Há mais de 700 CVCs ativos no país, liderados pelas empresas de tecnologia como Google, Salesforce, Intel e Microsoft. No Brasil essa prática ainda é embrionária e poucas empresas domésticas investem com alguma recorrência em *startups* locais. Em compensação presenciamos com alguma frequência os braços de CVC de empresas estrangeiras como Cisco, Intel, Qualcomm e Naspers¹⁷ investindo por aqui.

Um novo integrante no mundo de *venture* que vem causando muito barulho é o Vision Fund, fundo de 100 bilhões de dólares lançado pelo SoftBank, empresa de Telecom japonesa, em 2016¹⁸. O fundo é uma espécie de CVC, visto que tem compromisso de capital da empresa e é gerido por funcionários, com elementos de gestora de *venture capital*, pois também conta com capital de

terceiros, incluindo da Apple e do fundo soberano da Arábia Saudita, além de ter um mandato de investimento que transcende o valor estratégico para o SoftBank. Além de ser o maior fundo de *venture* da história, para pôr em perspectiva o volume total investido em *venture capital* nos EUA no ano de 2016 foi de 78 bilhões de dólares¹⁹, o Masa Son, CEO do SoftBank se animou com a oportunidade de investir em *startups* na América Latina. Em 2019 Mr. Son decidiu separar 5 bilhões de dólares para investir na região²⁰, sendo que no ano anterior o volume total investido em Latam foi de 2 bilhões de dólares²¹. Ou seja, um único *pool* de capital que é mais que o dobro do valor total investido na região no passado recente.

O ecossistema de *startups* no Brasil vive um momento crescente e vibrante. O número de companhias em atividade no país cresceu 3 vezes nos últimos quatro anos, atingindo mais de 12.000 empresas em 2019²². Além do elevado nível de atividade, parece que alcançamos um novo patamar de qualidade e dimensão desses negócios, evidenciado principalmente pelas saídas recentes da Stone, PagSeguro e 99 com avaliações superiores a 1 bilhão de dólares.

A qualidade e quantidade das oportunidades de investimento no segmento tem servido para atrair um número crescente de investidores de *venture capital* de todo tipo de natureza. Podemos afirmar que temos o ecossistema mais robusto de *venture* que já tivemos na nossa história, porém ainda bem distante do grau de desenvolvimento e diversidade observado nos EUA. Ainda há muito espaço para crescer, mas se o nível de atividade de empreendedorismo se mantiver elevado e, principalmente, o volume e magnitude dos resultados seguirem superando o passado é só uma questão de tempo para o ecossistema evoluir e amadurecer.

Post scriptum

Vivemos neste momento uma crise sem precedentes proporcionada pela propagação da COVID-19. A economia global, incluindo o Brasil sofreu uma parada brusca. Não podemos menosprezar os impactos socioeconômicos dessa crise, mas podemos observar no nosso dia a dia a aceleração de comportamentos digitais que beneficiam empresas de tecnologia, incluindo as *startups*. Como estamos impedidos de sair de casa, nossos computadores e smartphones se tornaram nossas interfaces com o mundo, seja para lazer, trabalho, aprendizado ou até confraternização. Mesmo quem era mais cético com o uso da tecnologia foi obrigado a experimentar dos novos hábitos e comportamentos. Certamente a tecnologia não consegue reproduzir todas as características das experiências reais, mas pode reproduzir uma parte relevante com mais eficiência e menor custo. As empresas financiadas por *venture capital* estão na sua maioria tendo que apertar os orçamentos e rever suas projeções de caixa e crescimento, mas mesmo as mais afetadas têm uma capacidade de reação muito mais ágil do que as empresas grandes e estabelecidas. Então mesmo aquelas cujo negócio não esteja sendo impactado de forma positiva neste momento, devem conseguir criar melhores perspectivas de crescimento para a gradual reabertura da economia global.

12- Anna Robaton para CNBC, "5 tips on how to woo a deep-pocketed angel investor to fund your big idea", 2019

13- Gené Teare para Techcrunch, "Decade in review: Trends in seed- and early-stage funding", 2019

14- João Kepler para Proxima, "Retrospectiva do Investimento Anjo no Brasil", 2018

15- Estimativa do autor.

16- Pitchbook NVCA Venture Monitor, Q4 2019

17- James Mawson para Global Corporate Venturing, "Brazil comes to grow in the international venture community", 2018

18- <https://www.crunchbase.com/fund/softbank-raised-softbank-vision-fund--abf5a098/timeline/timeline#section-recent-news>

Todas as opiniões contidas nesta carta representam nosso julgamento até esta data e podem mudar sem aviso prévio, a qualquer momento. Este material tem caráter meramente informativo, não devendo ser considerado uma oferta de venda de nossos serviços.

19- PitchBook NVCA Venture Monitor, Q4 2019

20- https://group.softbank/en/corp/news/press/sb/2019/20190307_02/

21- <https://news.crunchbase.com/news/latin-america-has-arrived-among-global-vc/>

22- <https://economia.uol.com.br/empreendedorismo/noticias/redacao/2019/10/08/crescimento-numero-startups-pais-unicornios.htm>