



REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

ISSN 2176-9036

Vol. 18, n. 1, Jan./Jun., 2026

Sítios: <https://periodicos.ufrn.br/index.php/ambiente>

<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/Ambiente>

Artigo recebido em: 22.02.2025. Revisado por pares em: 22.04.2025. Reformulado em: 21.05.2025. Avaliado pelo sistema double blind review.

DOI: 10.21680/2176-9036.2026v18n1ID39210

Fundos de pensão e o mercado secundário de *private equity* no Brasil: estudo das transações da Petros e Previ

Pension funds and the secondary private equity market in Brazil: a study of Petros and Previ transactions

Fondos de pensiones y el mercado secundario de private equity en Brasil: estudio de las transacciones de Petros y Previ

Autores

William Phillip Fernandes Santos

Especialista em Controladoria e Finanças pela Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz da Universidade de São Paulo – USP. Bacharel em Direito pelo Centro Universitário Ritter dos Reis. Endereço: SEPS 712/912, LT C, BL A - Asa Sul, Brasília/DF, CEP: 70390-125. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0009-0005-2617-9621>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/3624250130051402>

E-mail: wpfs95@gmail.com

Matheus da Costa Gomes

Doutor e Mestre em Controladoria e Contabilidade pela FEARP-USP. Professor de Economia e Ciências Contábeis na Universidade Paulista - UNIP, campus Ribeirão Preto, e pesquisador na USP. Endereço: Av. Bandeirantes, 3900 - Vila Monte Alegre, Ribeirão Preto/SP, CEP: 14040-905. Identificadores (ID):

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-4611-6047>

Research Gate: <https://www.researchgate.net/profile/Matheus-Gomes-9>

Academia: <https://independent.academia.edu/MatheusDaCostaGomes>

Google Citations: <https://scholar.google.com.br/citations?user=y5zCbDsAAAAJ&hl=pt-BR>

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/9236986282230815>

E-mail: matheusgomes@alumni.usp.br

Resumo

Objetivo: Este estudo analisa a venda de cotas no mercado secundário de um pacote de Fundos de Investimentos em Participações (FIPs) detidos por planos de duas Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) ou fundos de pensão, Petros e Previ, em 2019 e 2021,

respectivamente; a fim de destacar os principais desafios, limitações estruturais e oportunidades do mercado secundário de *private equity* no Brasil.

Metodologia: A pesquisa adota uma abordagem descritiva, baseada em análise documental. As transações foram examinadas a partir de dados coletados de diversas fontes, incluindo relatórios da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), demonstrações financeiras das EFPC e publicações institucionais.

Resultados: A análise revelou a existência de deságios significativos entre os valores negociados e a marcação dos ativos nas demonstrações financeiras das EFPC. Esse fenômeno reflete a baixa liquidez e a elevada assimetria informacional do mercado secundário de *private equity* no Brasil, além da necessidade de agentes especializados e de um ambiente regulatório mais robusto.

Contribuições do Estudo: A análise das transações secundárias realizadas por fundos de pensão contribui para a compreensão dos desafios enfrentados por investidores institucionais ao buscar liquidez em *private equity* no Brasil. O fortalecimento do mercado secundário é um mecanismo relevante para a reciclagem de portfólios institucionais e para oferecer maior flexibilidade a investidores. Além disso, a pesquisa fornece subsídios para futuras discussões sobre o aprimoramento da transparência e da eficiência dessas transações, fatores essenciais para atrair novos investidores e consolidar o mercado secundário de FIPs no país.

Palavras-chave: *Private Equity. Venture Capital.* Fundo de Investimento em Participações. Mercado Secundário. Entidades Fechadas de Previdência Complementar.

Abstract

Purpose: This study analyzed the sale of shares in the secondary market of a package of Private Equity Funds (FIPs) held by plans of two Closed-Entity Pension Funds (EFPC) or pension funds, Petros and Previ, in 2019 and 2021, respectively, to highlight the main challenges, structural limitations and opportunities of the secondary private equity market in Brazil.

Methodology: This research employs a descriptive approach through a documentary analysis. The study focuses on Brazilian pension fund Petros and Previ transactions between 2019 and 2021. We collected data from several sources, including reports from the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM), financial statements of EFPC, and official institutional publications.

Results: Based on public data and information, as well as from the perspective of the current regulation applicable to FIPs and pension funds, the results showed a discount on the price charged vis-à-vis the mark-to-value of the assets in the financial statements of the funds and the annual reports of the EFPC on the base date of the negotiation.

Contributions of the Study: The discount on the assets reflects a developing market, and the difficulties revolve around consolidating specialized players and favorable market conditions. However, the EFPC negotiations are a milestone for Brazil's private equity and venture capital sector, mainly for other pension funds to explore the secondary market in search of liquidity for FIPs, encouraging new investors and assisting managers.

Keywords: Private Equity; Venture Capital, PE&VC Funds; Secondary Market; Pension Funds.

Resumen

Objetivo: Este estudio analiza la venta de cuotas en el mercado secundario de un paquete de Fondos de Inversión en Participaciones (FIPs) detentados por planes de dos Entidades Cerradas de Previsión Complementaria (EFPC) o fondos de pensiones, Petros y Previ, en 2019 y 2021, respectivamente, con el propósito de destacar los principales desafíos, limitaciones estructurales y oportunidades del mercado secundario de capital privado en Brasil.

Metodología: La investigación adopta un enfoque descriptivo basado en análisis documental. Las transacciones fueron examinadas a partir de datos recopilados de diversas fuentes, incluidos informes de la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM), estados financieros de las EFPC y publicaciones institucionales.

Resultados: El análisis reveló la existencia de descuentos significativos entre los valores negociados y la valoración de los activos en los estados financieros de las EFPC. Este fenómeno refleja la baja liquidez y la asimetría de información en el mercado secundario de private equity en Brasil, además de la necesidad de actores especializados y un entorno regulatorio más sólido.

Contribuciones del Estudio: El análisis de las transacciones secundarias realizadas por las EFPC contribuye a la comprensión de los desafíos que enfrentan los inversores institucionales al buscar liquidez en private equity en Brasil. El fortalecimiento del mercado secundario es un mecanismo clave para la renovación de carteras institucionales y para ofrecer mayor flexibilidad a los inversores. Además, la investigación proporciona información relevante para futuras discusiones sobre la mejora de la transparencia y la eficiencia de estas transacciones, factores esenciales para atraer nuevos inversores y consolidar el mercado secundario de FIPs en el país.

Palabras clave: Private Equity; Venture Capital; Fondo de Inversión en Participaciones; Mercado Secundario; Entidades Cerradas de Previsión Complementaria.

1 Introdução

Os investimentos alternativos desempenham um papel fundamental na diversificação de portfólios e no financiamento de empresas privadas. Entre esses investimentos, destacam-se o *private equity* (PE) e o *venture capital* (VC), duas modalidades que compartilham o objetivo de fomentar o crescimento de empresas, mas que apresentam diferenças significativas em termos de estágio de investimento, risco, horizonte de tempo e estrutura de participação (Ribeiro, Carvalho & Furtado, 2006).

O *venture capital* se concentra no financiamento de *startups* e empresas inovadoras em estágios iniciais de desenvolvimento. Esses investimentos costumam apresentar alto risco, pois envolvem empresas que ainda não geram lucros consistentes e dependem do sucesso de sua inovação para crescer e atingir novos mercados. O retorno para os investidores ocorre geralmente por meio da abertura de capital (IPO) ou da aquisição da *startup* por grandes empresas (Minardi, Kanitz, Wiesel & Bassani, 2019; Coelho, Contani & Madkur, 2021).

Já o *private equity* refere-se aos investimentos em empresas mais consolidadas, que buscam expansão, reestruturação ou melhorias operacionais. Os fundos de *private equity* investem em empresas de médio e grande porte, frequentemente adquirindo participações significativas ou majoritárias e implementando mudanças estratégicas para agregar valor antes da saída do investimento. As estratégias de saída incluem a abertura de capital, fusões e aquisições (M&A) ou venda para outro investidor (Coelho, Contani & Madkur, 2021).

Embora ambos os segmentos sejam relevantes para o desenvolvimento do setor empresarial e da economia, este estudo foca no *private equity*. Isso se deve a três fatores principais: (i) no Brasil, os principais veículos de investimento alternativo são os Fundos de Investimento em Participações (FIPs), que estão majoritariamente associados ao *private equity*; (ii) a necessidade de estratégias de desinvestimento nesse segmento é maior, pois os investimentos possuem horizontes longos e menor liquidez; e (iii) o mercado secundário de *private equity*, que permite a negociação de cotas entre investidores institucionais, tem crescido como alternativa para ampliar a liquidez dessa classe de ativos (Silva, 2022).

No Brasil, os FIPs são os principais veículos utilizados para investimentos no segmento de *private equity*. Regulamentados pela Instrução CVM 578/2016, esses fundos são constituídos sob a forma de condomínio fechado, sendo acessíveis apenas a investidores qualificados (CVM, 2016). Em dezembro de 2022, existiam 1.501 FIPs registrados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com um patrimônio líquido total de R\$ 614 bilhões, evidenciando sua relevância no mercado brasileiro (ANBIMA, 2022).

Entre os investidores de FIPs, as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), ou fundos de pensão, desempenham um papel estratégico devido ao seu horizonte de investimento de longo prazo e à necessidade de diversificação de ativos (Castro & Lazzari, 2021). Embora o artigo 203 da Constituição Federal de 1988 e a Lei Complementar 109/2001 tenham estabelecido as bases da moderna previdência complementar fechada no Brasil, diversas EFPC já haviam sido constituídas antes de 1975, sendo a Lei 6.435/1977 um dos primeiros marcos legais relevantes sobre o tema. As EFPC administram planos de benefícios previdenciários destinados a empregados de empresas privadas, empresas públicas, sociedades de economia mista e entidades públicas. Segundo dados da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc), no terceiro trimestre de 2022, os ativos totais dos fundos de pensão no Brasil somavam R\$ 1,17 trilhão, com investimentos em *private equity* representando 14% da alocação global desse segmento em 2021 (Giambiagi & Nese, 2022).

Dada a baixa liquidez dos investimentos em *private equity*, os investidores institucionais que aplicam via FIPs frequentemente enfrentam desafios para desinvestir suas participações antes do encerramento do fundo, o que reforça a necessidade de alternativas como o mercado secundário. O mercado secundário de *private equity* permite a negociação de cotas entre investidores, sem a necessidade de emissão de novas cotas pelo fundo (Silva, 2022). Diferentemente do mercado primário, onde os aportes são direcionados diretamente para investimentos em empresas, o mercado secundário envolve a transferência de participações entre investidores, possibilitando liquidez para aqueles que desejam sair do investimento.

O volume de transações no mercado secundário de *private equity* tem crescido globalmente, atingindo um recorde de US\$ 134 bilhões em 2021, com projeções indicando que esse número ultrapassará US\$ 200 bilhões até 2025 (Chene, Marks & Pfister, 2022). No Brasil, entretanto, esse mercado ainda está em estágio inicial, especialmente no que se refere à negociação de cotas de FIPs detidas por EFPC, cujas dificuldades decorrem tanto da escassez de compradores qualificados quanto da ausência de uma plataforma consolidada para a negociação secundária. Apesar da baixa liquidez, há uma movimentação recente de agentes

especializados, como a Spectra Investments, que adquiriram participações em FIPs via negociações no mercado secundário (Corazza, 2022).

A partir desse contexto, este estudo busca responder à seguinte pergunta: **quais são os desafios enfrentados pelos fundos de pensão brasileiros na venda de cotas de FIPs no mercado secundário, e o que essas transações revelam sobre o estágio de desenvolvimento desse mercado no Brasil?** Assim, o objetivo deste estudo é analisar as transações de venda de cotas no mercado secundário de FIPs realizadas pelas entidades fechadas de previdência complementar Fundação Petrobrás de Seguridade Social (Petros) e Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ), com o intuito de evidenciar os principais desafios, as limitações estruturais e as oportunidades de desenvolvimento do mercado secundário de FIPs no país.

Embora o mercado secundário de *private equity* esteja consolidado em economias desenvolvidas, no Brasil ele ainda é pouco explorado, enfrentando limitações como baixa liquidez, assimetria de informações e escassez de participantes especializados. Com base na análise das transações realizadas por Petros e Previ, este estudo oferece uma contribuição empírica inédita sobre o funcionamento do mercado secundário de FIPs no Brasil, gerando subsídios para investidores institucionais que buscam estratégias de desinvestimento e para formuladores de políticas públicas interessados em desenvolver um ambiente mais eficiente e transparente para esse tipo de transação.

2 Revisão da Literatura

2.1 Falhas de mercado em investimentos ilíquidos

O funcionamento eficiente dos mercados pressupõe condições como informação simétrica entre agentes, concorrência ampla, ausência de barreiras à entrada e estruturas institucionais capazes de mitigar riscos (Stiglitz & Weiss, 1981). No entanto, no contexto de investimentos alternativos ilíquidos, como os FIPs negociados no mercado secundário, essas premissas são frequentemente violadas, caracterizando falhas de mercado que comprometem a alocação eficiente de recursos e dificultam a formação de preços justos, particularmente no Brasil (Giambiagi & Nese, 2022; Guimarães, 2023).

A assimetria de informação é uma das principais falhas observadas nesse ambiente. Devido à natureza fechada dos FIPs e à dificuldade de mensuração dos ativos subjacentes, os compradores têm acesso limitado à real qualidade das empresas investidas. Isso gera incertezas que elevam o risco percebido pelos investidores secundários e, consequentemente, demandam descontos elevados sobre o valor patrimonial das cotas negociadas (Giambiagi & Nese, 2022). Além disso, a ausência de laudos públicos de avaliação e a baixa padronização das informações disponíveis reforçam esse cenário.

Outro ponto crítico diz respeito à concentração de mercado. No Brasil, o número de agentes especializados capazes de atuar como compradores no mercado secundário de FIPs ainda é restrito. Essa concentração reduz a competição e limita o poder de barganha dos vendedores institucionais, especialmente fundos de pensão que buscam liquidez de forma mais urgente (Guimarães, 2023). A baixa concorrência eleva o poder de precificação dos poucos compradores, agravando os deságios praticados.

Adicionalmente, observam-se externalidades negativas relacionadas à estruturação dos investimentos e à governança dos fundos. A escolha de gestores inexperientes, a concentração setorial excessiva e a ausência de mecanismos eficientes de saída podem afetar negativamente

o desempenho de todo o mercado, não apenas dos fundos envolvidos diretamente nas transações (Minardi et al., 2016). Essas práticas reduzem a confiança dos investidores e reforçam o ciclo de baixa liquidez.

Dessa forma, o mercado secundário de *private equity* no Brasil é caracterizado por falhas estruturais que dificultam o desinvestimento institucional e limitam a atratividade desse segmento. A compreensão dessas falhas é fundamental para analisar as transações estudadas neste trabalho e embasar propostas de aprimoramento regulatório e de mercado.

2.2 O segmento de *private equity* no Brasil

Os investimentos em *private equity* e *venture capital* fazem parte da indústria de investimentos alternativos e visam o crescimento de empresas privadas. Embora ambos compartilhem esse objetivo, diferem em termos de estágio de investimento, risco e liquidez (Ribeiro, Carvalho & Furtado, 2006).

O *private equity* refere-se a investimentos feitos em empresas já consolidadas, que buscam expandir suas operações, melhorar a governança corporativa ou realizar reestruturações financeiras. Os fundos de *private equity* investem em empresas de médio a grande porte, frequentemente adquirindo uma participação significativa (ou majoritária) no negócio, focam em empresas que já têm fluxo de caixa positivo e perspectivas de crescimento estruturadas, têm um horizonte de investimento mais longo (entre 5 e 10 anos) e buscam melhorar a eficiência da empresa antes da saída do investimento. A saída do investimento em *private equity* tende a ocorrer por meio de abertura de capital, venda para outro investidor ou fusões e aquisições (Coelho, Contani & Madkur, 2021).

O *venture capital* visa *startups* e empresas inovadoras em estágio inicial, enquanto o *private equity* foca em empresas mais maduras. Embora o *venture capital* tenha ganhado relevância no Brasil, o *private equity* continua sendo o segmento predominante nos FIPs, principal veículo desse tipo de investimento no país (Minardi et al., 2019; Coelho, Contani & Madkur, 2021). Por esse motivo, este estudo concentra-se na estrutura e nos desafios do *private equity* no Brasil.

A evolução do mercado de *private equity* no país pode ser traçada desde o final dos anos 1990 e início dos anos 2000, quando o ambiente econômico e regulatório começou a se tornar mais favorável para investimentos de longo prazo. A estabilização econômica e o crescimento sustentado impulsionaram a entrada de capital estrangeiro e o desenvolvimento de mercados de capitais locais (Ribeiro, Carvalho & Furtado, 2006; Minardi et al., 2019; Silva, 2022).

Os fundos de *private equity* no Brasil geralmente seguem estruturas similares às observadas em mercados mais maduros, como os Estados Unidos e a Europa. Eles são tipicamente estruturados como fundos fechados, com um período de investimento de 10 a 12 anos. Muitos fundos de *private equity* no Brasil têm um foco setorial específico, investindo em setores como tecnologia, saúde, infraestrutura e consumo (Minardi et al., 2019; Coelho, Contani & Madkur, 2021). Ressalta-se, ainda, que, recentemente, houve um aumento no interesse por investimentos de impacto e iniciativas de sustentabilidade (Silva, 2022). Os investimentos de impacto são aqueles que, além de buscar retorno financeiro, intencionalmente geram benefícios sociais e ambientais mensuráveis, alinhando o desempenho econômico a objetivos de transformação positiva da sociedade e do meio ambiente.

Investimentos em *private equity* apresentam como características riscos e retornos mais elevados, já que esse tipo de investimento é de baixa liquidez, com retornos de longo prazo e está inserido em um ambiente de significativa assimetria informacional (Botrel, 2017; Giambiagi & Nese, 2022). Comparado aos investimentos tradicionais em renda fixa ou até

mesmo às ações negociadas em bolsa, o *private equity* tende a exigir um período mais longo de maturação para que os retornos se materializem, ao mesmo tempo em que está sujeito a maior volatilidade e riscos operacionais. No entanto, estudos indicam que, historicamente, os retornos ajustados ao risco do *private equity* superam os dos mercados acionários tradicionais, justificando a crescente alocação de investidores institucionais nessa classe de ativos (Harris, Jenkinson & Kaplan, 2014; Coelho, Contani & Madkur, 2021).

O desempenho dos fundos de *private equity* no Brasil tem sido misto, refletindo as flutuações econômicas e políticas do país (Coelho, Contani & Madkur, 2021). Fundos bem geridos conseguem gerar retornos superiores, mas há desafios como volatilidade econômica, ambiente regulatório e liquidez. A instabilidade econômica pode afetar drasticamente o valor das empresas investidas, e pesquisas como a de Coelho, Contani e Madkur (2021) apontam uma relação positiva entre crescimento do PIB e retornos de *private equity*.

A regulamentação também impacta a dinâmica dos fundos. A CVM estabelece as regras para os veículos de investimento no setor, como as Instruções CVM 209/1994, CVM 391/2003 e CVM 578/2016, que regulam os fundos de *private equity*.

Apesar das oportunidades, a liquidez no mercado secundário de *private equity* ainda é um desafio, limitando a capacidade dos investidores de vender suas participações antes do encerramento do fundo (Guimarães, 2023).

2.3 Fundos de Investimento em Participações (FIPs), Fundos de Pensão (EFPC) e o papel do mercado secundário

Os FIPs são a principal estrutura utilizada para investimentos em *private equity* no Brasil, sendo regulamentados pela Instrução CVM 578/2016. Esses fundos captam recursos de investidores institucionais para investir em empresas privadas, promovendo crescimento e ganho de valor antes da alienação das participações. De acordo com a Brasil, Bolsa, Balcão - B3 (2023), os FIPs possuem um papel estratégico na capitalização de empresas emergentes e na modernização de setores econômicos, uma vez que possibilitam a entrada de capital de longo prazo e o fortalecimento da governança corporativa.

No contexto de *private equity*, os FIPs são utilizados para aquisição de participações relevantes em empresas consolidadas, com o objetivo de reestruturação, crescimento e melhorias operacionais. Esse modelo de investimento tem se tornado cada vez mais relevante no Brasil, pois reduz a dependência do mercado de capitais tradicional e facilita o financiamento de empresas inovadoras (Minardi et al., 2019).

Por outro lado, os fundos de pensão desempenham um papel estratégico no financiamento dos FIPs devido ao seu horizonte de investimento de longo prazo e da necessidade de diversificação dos ativos. Reguladas principalmente pela Resolução CMN 4.661/2018, que estabelece as diretrizes de aplicação de recursos garantidores de planos de benefícios, essas entidades podem alocar parte relevante de seus ativos em fundos de *private equity*, utilizando FIPs como veículos de investimento. Ademais, a recente Resolução CMN 4.994/2022 introduziu atualizações importantes, ampliando as possibilidades de investimentos em ativos alternativos e reforçando a necessidade de políticas de investimentos compatíveis com a natureza, prazo e liquidez das obrigações dos planos de benefícios.

Entretanto, tanto os FIPs quanto as EFPC enfrentam um desafio comum: a baixa liquidez dos investimentos em *private equity*, que dificulta a saída dos investidores antes do encerramento dos fundos. Como solução, surge o mercado secundário de *private equity*, permitindo a negociação de cotas de FIPs entre investidores institucionais sem a necessidade de emissão de novas cotas pelo fundo (Silva, 2022). Diferentemente do mercado primário, onde

os aportes são direcionados diretamente para investimentos em empresas, o mercado secundário envolve a transferência de participações entre investidores, proporcionando maior flexibilidade para aqueles que desejam sair do investimento sem comprometer o fundo.

Embora o mercado secundário de *private equity* esteja consolidado em economias desenvolvidas, no Brasil ainda enfrenta desafios estruturais. A ausência de um ambiente regulado e de plataformas especializadas limita a liquidez das cotas de FIPs, dificultando o processo de desinvestimento.

Para os fundos de pensão, essa falta de liquidez representa um obstáculo adicional. Como possuem um horizonte de investimento de longo prazo, as EFPC precisam de mecanismos para rebalancear seus portfólios e garantir fluxo de caixa para o pagamento de benefícios previdenciários. No entanto, a inexistência de uma estrutura consolidada para a negociação secundária dos FIPs resulta em deságios elevados, reduzindo o retorno esperado desses ativos e impactando a atratividade do *private equity* para investidores institucionais (Botrel, 2017; Giambiagi & Nese, 2022).

Diante desse cenário, o desenvolvimento de um mercado secundário eficiente pode beneficiar tanto os gestores de *private equity*, que terão mais alternativas estratégicas de saída, quanto os investidores institucionais, que poderão melhorar sua liquidez sem comprometer a performance dos fundos. O avanço da regulamentação e a criação de plataformas especializadas para negociação de cotas de FIPs são fundamentais para a consolidação desse mercado no Brasil (Guimarães, 2023).

3 Procedimentos Metodológicos

Esta pesquisa é classificada como descritiva, com abordagem baseada na análise documental. Essa metodologia permite examinar dados secundários já existentes, extraídos de fontes institucionais e relatórios financeiros. Diferente da pesquisa bibliográfica, que se fundamenta na literatura acadêmica, a análise documental utiliza documentos oficiais, demonstrações financeiras e normativas regulatórias como principais fontes de informação (Gil, 2022).

3.1 Seleção dos FIPs e transações analisadas

Os FIPs analisados foram selecionados com base nas transações realizadas pelos fundos de pensão Previ e Petros em 2021 e 2019, respectivamente. As operações foram divulgadas em seus sites institucionais e envolveram a venda de cotas para a Spectra Investments. A escolha dessas transações se justifica pela relevância no setor, volume de ativos, pioneirismo nas transações secundárias e impacto estratégico para o mercado, tornando-se casos emblemáticos para a compreensão da dinâmica do mercado secundário de *private equity* no Brasil.

A Tabela 1 apresenta a relação dos FIPs negociados pela Previ e a Tabela 2 apresenta a relação dos FIPs negociados pela Petros.

Tabela 1*FIPs negociados pela Previ no mercado secundário em 2021*

FIPs	CNPJ
FIP Brasil Agronegócio	11.160.957/0001-11
FIP Brasil Sustentabilidade	09.482.532/0001-87
FIP Brasil Equity Properties	08.999.182/0001-68
FIP Brasil Petróleo 1	14.240.738/0001-30
FIP Brasil Portos e Ativos Logísticos	14.737.553/0001-36
FIP Investidores Institucionais III	09.064.476/0001-60
FIP Terra Viva	08.988.307/0001-54

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários [CVM]. (2022). Sistema de Consulta de Fundos de Investimentos registrados. Disponível em: https://cvmweb.cvm.gov.br/swb/default.asp?sg_sistema=fundosreg. Acesso em: 01 nov. 2022.

Tabela 2*FIPs negociados pela Petros no mercado secundário em 2019*

FIPs	CNPJ
FIP Óleo e Gás	11.083.096/0001-15
FIP Brasil Petróleo 1	14.240.738/0001-30
FIP Infrabrasil	07.452.281/0001-62
FIP Angra Infra	07.715.713/0001-80
FIP Investidores Institucionais II	06.962.594/0001-06
FIP Investidores Institucionais III	09.064.476/0001-60
FIP Caixa Ambiental	08.576.668/0001-93

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários [CVM]. (2022). Sistema de Consulta de Fundos de Investimentos registrados. Disponível em: https://cvmweb.cvm.gov.br/swb/default.asp?sg_sistema=fundosreg. Acesso em: 01 nov. 2022.

O valor final transacionado foi extraído das publicações dos sites oficiais das Fundações, cujo montante total recebido pela Previ foi de R\$ 157,0 milhões e pela Petros foi de R\$ 180,0 milhões.

3.2 Coleta e análise de dados

Com base nos critérios de seleção dos FIPs, os dados foram coletados utilizando-se diferentes fontes: (1) Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ) dos FIPs, acessado pelo site da CVM; (2) relatórios anuais e demonstrações financeiras dos FIPs, disponíveis na CVM; (3) informes estatísticos trimestrais dos fundos de pensão, extraídos do site da Previc; e, (4) relatórios anuais e demonstrativos de investimentos dos fundos de pensão, disponíveis em seus sites institucionais.

Os dados referentes às participações nos FIPs não estão disponíveis na CVM para consulta pública. Sendo assim, para utilização destas informações e sua divulgação nesta pesquisa, as participações foram estimadas com base nas posições patrimoniais, marcadas a valor de mercado, nos FIPs, conforme disponíveis nos relatórios anuais e demonstrativos de investimentos das EFPC. Importante destacar que não são as EFPC diretamente que adquirem cotas de FIPs, mas sim os planos de benefícios por elas administrados, com recursos destinados

à composição de suas carteiras de investimentos. As estimativas de participação consideraram as diretrizes da Resolução CMN 4.994/2022, que estabelece que os planos de benefícios geridos pelas EFPC podem alocar até 15% de seus recursos em cotas de FIPs, observando, adicionalmente, o limite de participação de até 25% do patrimônio de cada FIP investido.

Desse modo, a CMN 4.994/2022 prevê que em eventos de liquidez compulsórios, tal como a liquidação antecipada de um FIP que ainda detém ativos em carteira, e a consequente distribuição dos ativos diretamente aos cotistas do fundo, é vedado aos fundos de pensão a aplicação em ações e demais ativos financeiros de emissão de sociedades por ações de capital fechado.

Após a coleta dos dados, o estudo foi realizado sob duas vertentes: (1) com base no valor de marcação líquido dos ativos na carteira dos FIPs, conforme disposto nas demonstrações financeiras desses fundos, de acordo com as Instruções CVM 578 e 579, ou com base no valor patrimonial referente à participação dos planos de benefícios administrados pelas EFPC nos FIPs, conforme informado nos relatórios anuais de informações (RAI) ou em outros demonstrativos de investimentos disponíveis, extraindo-se o valor unitário da cota e calculando-se a participação de cada plano em cada FIP; e (2) somados os valores de participação dos planos de benefícios em cada FIP, verificando-se o ágio ou deságio do valor praticado na venda do pacote de FIPs vis-à-vis o valor patrimonial registrado nos relatórios anuais das entidades, com a segregação de cada transação analisada.

Para estimar a participação da Previ em cada FIP, foi utilizado o relatório anual de 2019, disponível em seu site oficial. Esse relatório apresenta a quantidade de cotas detidas pela Previ em cada FIP listado na Tabela 1, bem como seus respectivos valores patrimoniais. A partir desses dados, foi realizada uma consulta ao CNPJ dos FIPs na CVM para obter o número total de cotas integralizadas até dezembro de 2019. A participação da Previ em cada FIP foi então calculada dividindo-se o número de cotas detidas pelo total de cotas integralizadas no fundo.

Com base no relatório anual e no demonstrativo de investimentos de 2018 da Petros, levantou-se o valor patrimonial líquido de cada fundo da Tabela 2 e extraiu-se a quantidade de cotas integralizadas em conjunto do valor unitário da cota, até dezembro de 2018, assim como na estimativa da Previ, sendo realizado via consulta ao CNPJ dos FIPs na CVM. Neste caso, o cálculo se deu em duas etapas: (1) valor patrimonial por FIP detido pela Petros dividido pelo preço unitário de cota de cada FIP, resultando na estimativa da quantidade de cotas detidas pela Petros, e (2) com o resultado da etapa anterior, dividiu-se a estimativa de cotas por FIP detidos pela Petros pelo número total de cotas integralizadas em cada fundo.

Cabe destacar uma limitação metodológica relevante neste estudo: os valores patrimoniais utilizados para estimar a participação das EFPC nos FIPs foram extraídos dos relatórios anuais mais recentes disponíveis antes da realização das transações. No caso da Petros, considerou-se a data-base de dezembro de 2018, enquanto, para a Previ, utilizou-se a data-base de dezembro de 2019. Contudo, as negociações ocorreram ao longo de 2019 e 2021, respectivamente, o que implica uma defasagem temporal considerável. Essa limitação é particularmente significativa no caso da Previ, cuja venda foi realizada em meio aos efeitos da pandemia de Covid-19, um evento com impacto substancial na avaliação de ativos ilíquidos. Assim, reconhece-se que as estimativas de ágio ou deságio apresentadas neste estudo devem ser interpretadas com cautela, uma vez que não necessariamente refletem os valores de mercado à época efetiva das transações, mas sim uma aproximação com base nos dados públicos disponíveis.

Para o resultado final, não foram consideradas as variáveis relativas ao custo de carregamento para cada FIP no portfólio dos fundos de pensão, tais como: (1) projeção da taxa de administração; (2) custo de manutenção dos ativos e do fundo, culminando em uma eventual

necessidade de novos aportes de capital em cada FIP; (3) integralização de cotas nos FIPs em que não houve a totalidade do capital comprometido aportado; e, (4) possíveis recebimentos de créditos futuros (*earn-out*) de desinvestimentos, bem como nos casos em que o fundo, ou as companhias investidas, figurem no polo passivo de demandas judiciais ou arbitragens.

Cumpra salientar que, com base no levantamento de dados públicos, esta pesquisa busca se aproximar dos valores efetivamente negociados pelos fundos de pensão. No entanto, podem ocorrer variações nos valores de marcação dos fundos em carteira e nas estimativas de suas participações. Ademais, por tratar-se de negociações privadas, não foram utilizados documentos confidenciais, considerando a iliquidez dos ativos, a necessidade de laudos de avaliação independentes para marcação dos valores e a possível utilização de janelas temporais distintas em bases de dados variadas. Assim, é possível encontrar discrepâncias na marcação do valor efetivo da carteira dos FIPs.

Para denotar a necessidade dos fundos de pensão em reciclar seus portfólios de fundos de *private equity*, utilizou-se o estudo da Spectra Investments, em parceria com o Insper, referente a alocação dos fundos de pensão brasileiros em *private equity* (Minardi, Kanitz, Wiesel & Bassani, 2016), bem como o estudo realizado por Minardi et al. (2019) sobre o impacto das condições de mercado na saída dos investimentos em *private equity* e o estudo de Siqueira, Carvalho e Netto (2011) sobre as determinantes do sucesso dos investimentos de *private equity* e *venture capital* no Brasil.

No que tange ao estudo da Spectra, em parceria com o Insper, o referido estudo aponta os principais pontos de divergência sobre a alocação de recursos das EFPC nos fundos de *private equity* e *venture capital*, sendo eles: (1) escolhas de gestores com times substancialmente menos experientes; (2) um percentual alto de investimentos em fundos mono ativos, refletindo numa baixa diversificação da carteira dos fundos de pensão, com o risco concentrado em poucas empresas; e, (3) uma excessiva concentração nos setores de Infraestrutura e Óleo e Gás, em detrimento de uma alocação mais generalizada em teses mais usuais de *private equity* (Minardi et al., 2016).

Para compreender o estágio inicial das transações no mercado secundário de fundos de *private equity* no Brasil, especialmente aquelas envolvendo investidores detentores de cotas (*limited partners* - LPs), foram levantados dados de diversas fontes institucionais. Entre elas, destacam-se o informe estatístico do 3º trimestre de 2022 das EFPC, publicado pela Previc, e os consolidados estatísticos da Associação Brasileira de Entidades Fechadas da Previdência Privada (ABRAPP) de dezembro de 2020 a setembro de 2022. Além disso, foram consultados os dados consolidados do 3º trimestre de 2022 da indústria de *private equity* e *venture capital* no Brasil, divulgados pela Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (ABVCAP). No contexto global, esta pesquisa também utilizou relatórios da Capital Dynamics (Chene, Marks & Pfister, 2022) e da McKinsey & Company (2022).

4 Resultados e Análises

4.1 Contextualização dos investimentos e do mercado secundário

Com base no informe estatístico do 3º trimestre de 2022 da Previc (PREVIC, 2023), os investimentos contabilizados das EFPC somaram um total de R\$ 1,0 trilhão, sendo R\$ 14,1 bilhões (1,3%) alocados em investimentos estruturados, categoria que inclui empresas emergentes, participações e fundos imobiliários. No mesmo período, conforme o consolidado

estatístico da ABRAPP (2022), a alocação em participações — representando investimentos em *private equity* e *venture capital* — correspondia a cerca de 1,0% do total investido pelas EFPC, o que equivale a aproximadamente R\$ 9,8 bilhões.

No Brasil, os investimentos nas duas modalidades somam o total de R\$ 59,5 bilhões, sendo R\$ 37,2 bilhões em *private equity* e R\$ 22,3 bilhões em *venture capital*, conforme consolidação dos dados da indústria de *private equity* e *venture capital* do 3º trimestre de 2022 (ABVCAP e KPMG, 2022), sendo a participação de aproximadamente 16,4% de capital das EFPC pela soma total dos investimentos em *private equity* e *venture capital* no Brasil.

No âmbito global, de acordo com o relatório anual da McKinsey & Company (2022), o segmento de *private equity*, incluindo *venture capital*, atingiu, em 2021, o recorde histórico de US\$ 6,3 trilhões em ativos sob gestão (*assets under management* — AUM). O volume de transações no mercado secundário desse segmento também alcançou seu pico histórico em 2021, excedendo US\$ 100 bilhões, envolvendo negociações tanto entre investidores institucionais (*limited partners* - LPs) quanto entre os gestores dos fundos (*general partners* - GPs). A expectativa é que, até 2025, esses valores ultrapassem a marca de US\$ 200 bilhões (Chene, Marks & Pfister, 2022).

A Figura 1 apresenta os volumes de transações no mercado secundário global, diferenciando dois tipos de operações: GP-leds, em que o vendedor é o gestor do fundo, e LP-leds, em que o vendedor é o cotista investidor. Os valores são expressos em bilhões de dólares, representando o saldo total dessas transações.

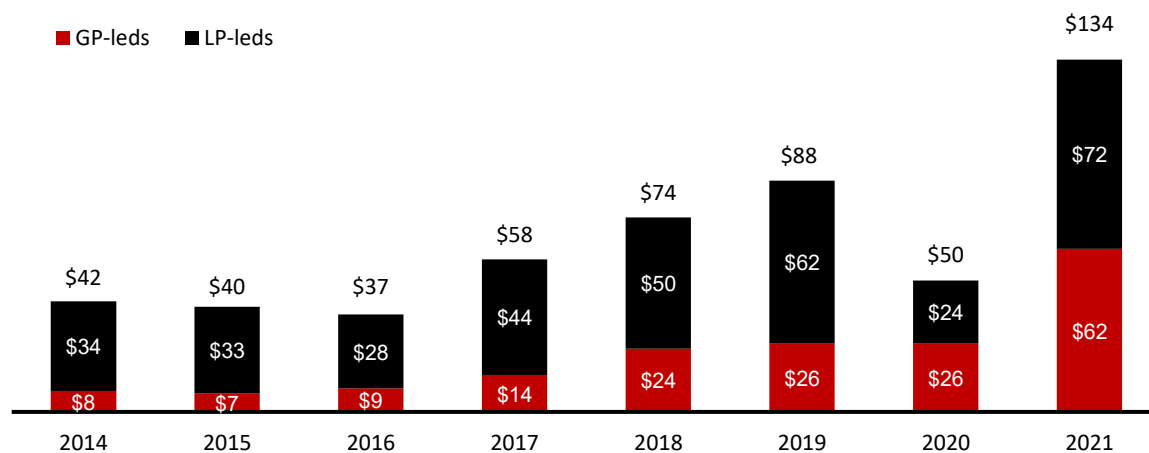


Figura 1 Volume de Transações no Mercado Secundário Global, valores em dólares (bilhões)
Fonte: Capital Dynamics (Chene, Marks & Pfister, 2022).

Posto os resultados do estudo sobre o segmento no Brasil e no mundo, passa-se às etapas e resultados das transações no mercado secundário pelas EFPC analisadas.

4.2 Análise das transações da Previ e da Petros

As fases e etapas das transações de cotas de FIPs no mercado secundário se assemelham, ainda que em partes, aos contratos e produções de documentos das operações de fusões e aquisições, a saber: (1) *Letter of intent* (LOI), ou carta de intenções, na qual firma-se um compromisso entre as partes, geralmente não vinculante, para avançarem aos próximos passos

da negociação; (2) *Non disclosure agreement* (NDA), ou acordo de confidencialidade, documento produzido e assinado pelas partes com o objetivo de prover maior segurança no momento de divulgação de informações sigilosas necessárias para o andamento das negociações (Silva, 2022; Giambiagi & Nese, 2022).

Após a assinatura do NDA entre as partes e o fornecimento das informações do fundo pelo cotista alienante ao possível comprador, e percorrido o prazo de análise do proponente previamente acordado entre as partes, espera-se que o proponente apresente uma *non-binding offer* (NBO), ou proposta não vinculante, dando início a negociação do preço e da estrutura da operação (Minardi et al., 2019).

A fase de precificação geralmente é conduzida por assessores financeiros contratados por cada uma das partes, com o fornecimento de laudos de avaliação independentes que adotam como métodos de valoração o fluxo de caixa descontado das investidas do fundo ou os múltiplos de EBITDA (Coelho, Contani & Madkur, 2021; Giambiagi & Nese, 2022). Segundo Giambiagi e Nese (2022), pela alta assimetria de informações que as empresas fechadas possuem e pela possibilidade de a ineficiência ser muito maior, se comparado as companhias de capital aberto, abre-se espaço para arbitrar o preço de compra ou venda, resultando em um valor abaixo ou acima do preço justo.

Com a negociação balizada em seus termos e consensuada entre as partes, é redigido o contrato definitivo e, em não havendo condições precedentes a serem dirimidas, é assinado pelas partes efetivando assim o seu *closing*, ou fechamento da operação. Segundo Botrel (2017), a aquisição secundária ocorre quando cotas pertencentes a pessoas físicas ou jurídicas que já integram o capital da sociedade-alvo – neste caso, os FIPs – são compradas por terceiros que não são cotistas do fundo. Esse processo difere da aquisição primária, em que a compra ocorre por meio da subscrição de novas cotas emitidas pela sociedade-alvo.

Botrel (2017) esclarece que a cessão de cotas entre cotistas é, em regra, livre, desde que respeitadas as restrições previstas no regulamento do fundo, como o direito de preferência dos demais cotistas para aquisição das cotas e, eventualmente, a necessidade de aprovação em Assembleia Geral de Quotistas (AGQ) para a entrada de novos investidores. Isso ocorre porque o regulamento do fundo atua como um equivalente contratual ou estatutário, estabelecendo sua organização interna e os limites do ordenamento societário (Silva, 2022).

Com base nos relatórios anuais da Previ de 2019 e nas informações da CVM, a Tabela 3 apresenta a posição patrimonial marcada a mercado e a estimativa de participação da Previ em cada FIP negociado no mercado secundário em 2021.

Tabela 3

Participação e valor patrimonial dos FIPs negociados pela Previ no mercado secundário em 2021

FIPs	% Participação no FIP	R\$ Valor Patrimonial
FIP Brasil Agronegócio	20,0%	94.824.426,58
FIP Brasil Sustentabilidade	19,0%	50.399.581,75
FIP Brasil Equity Properties	19,0%	0,00
FIP Brasil Petróleo 1	12,8%	6.148.986,15
FIP Brasil Portos E Ativos Logísticos	12,4%	20.705.942,02
FIP Investidores Institucionais III	9,0%	7.058.889,31
FIP Terra Viva	11,8%	11.150.926,33

Total	190.288.752,14
-------	----------------

Nota: Os dados de participação e valor patrimonial referem-se à data-base de dezembro de 2019, conforme informações extraídas do relatório anual da Previ.

Fonte: *Dados da pesquisa.*

A Tabela 4 apresenta a posição patrimonial da Petros em cada FIP negociado no mercado secundário em 2019, bem como a respectiva estimativa de participação, com base no relatório anual e no demonstrativo de investimentos de 2018.

Tabela 4

Participação e valor patrimonial dos FIPs negociados pela Petros no mercado secundário em 2019

FIPs	% Participação no FIP	RS Valor Patrimonial
FIP Óleo e Gás	21,7%	-2.081.999,53
FIP Brasil Petróleo 1	4,7%	2.684.717,40
FIP InfraBrasil	18,4%	65.601.271,32
FIP Angra Infra	25,0%	145.945.931,25
FIP Investidores Institucionais II	8,0%	-90.204,90
FIP Investidores Institucionais III	17,9%	18.792.069,71
FIP Caixa Ambiental	25,0%	6.656.095,16
Total		237.507.880,41

Nota: Os dados de participação e valor patrimonial referem-se à data-base de dezembro de 2018, conforme informações extraídas do relatório anual da Petros.

Fonte: *Dados da pesquisa.*

Vale destacar que alguns dados apresentados nas Tabelas 3 e 4 se afastam do padrão esperado e merecem esclarecimentos específicos. No caso da Previ, o FIP Brasil Equity Properties apresentou valor patrimonial igual a zero na data-base de dezembro de 2019. Essa marcação pode indicar que o fundo se encontrava em fase de encerramento, sem ativos relevantes em carteira, ou que os ativos remanescentes estavam totalmente desvalorizados ou baixados do ponto de vista contábil, conforme critérios da Instrução CVM 579/2016 para avaliação de ativos ilíquidos.

Já no caso da Petros, dois fundos – o FIP Óleo e Gás e o FIP Investidores Institucionais II – apresentaram valores patrimoniais negativos na data-base de dezembro de 2018. Essa situação pode decorrer de passivos superiores aos ativos no fundo, o que, embora raro, pode ocorrer em contextos de contingências judiciais, perdas permanentes de valor nos ativos subjacentes, ou em função de ajustes negativos na avaliação contábil do portfólio. Tais ocorrências indicam a existência de riscos específicos que impactam a avaliação patrimonial dos fundos e reforçam a complexidade envolvida na gestão e análise de investimentos ilíquidos como os FIPs.

Com base no resultado total do valor patrimonial, marcado nos demonstrativos de investimentos dos fundos de pensão da Tabela 3 e Tabela 4, foi realizada a análise sobre o valor final transacionado, confrontando-se o preço praticado à marcação dos FIPs nas carteiras dos fundos, conforme Tabela 5.

Tabela 5*Análise de Ágio/Deságio sobre as negociações*

Consolidado	Petros	Previ
Posição Patrimonial	237.507.880,41	190.288.752,14
Oferta Spectra Investments	180.000.000,00	157.000.000,00
% Ágio/Deságio	-24,2%	-17,5%
Diferença	57.507.880,41	33.288.752,14

Nota: Os valores patrimoniais utilizados referem-se às datas-base de dezembro de 2018 (Petros) e dezembro de 2019 (Previ), por serem os dados mais atualizados disponíveis publicamente antes das respectivas transações. Reconhece-se que a defasagem temporal pode impactar a precisão na estimativa de ágio ou deságio.

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 5 apresenta os resultados das transações, evidenciando um deságio em ambas as vendas quando comparadas ao valor de marcação dos FIPs nas carteiras dos fundos de pensão. Esse deságio pode ser atribuído a diversos fatores, incluindo a assimetria de informação, a baixa liquidez do mercado secundário de *private equity* e a estrutura dos fundos, conforme discutido na revisão de literatura.

A assimetria de informação, característica inerente ao *private equity*, é um fator determinante na precificação das transações secundárias. Conforme Giambiagi e Nese (2022), empresas de capital fechado possuem um nível significativamente maior de incerteza quanto ao seu real desempenho financeiro e perspectivas futuras, o que abre espaço para arbitragens no preço das cotas. Harris, Jenkinson e Kaplan (2014) corroboram essa visão ao analisarem o desempenho do *private equity* e destacarem que a dispersão dos retornos entre os fundos é substancialmente maior do que no mercado acionário tradicional. Isso implica que investidores secundários aplicam um desconto significativo ao valor patrimonial dos fundos, pois precisam compensar a incerteza sobre a real qualidade dos ativos subjacentes.

Outro fator crucial é a liquidez reduzida dessa classe de ativos. Como destacado por Botrel (2017), o *private equity* é um investimento de longo prazo e de difícil saída, sendo as transações no mercado secundário muitas vezes a única alternativa viável para os investidores institucionais que desejam realocar seus portfólios. Contudo, a ausência de um mercado secundário robusto no Brasil dificulta a precificação das cotas e amplia o deságio, uma vez que há poucos compradores dispostos a assumir esses ativos de forma imediata. Guimarães (2023) destaca que, apesar do crescimento recente do mercado secundário de *private equity* no Brasil, ainda há desafios estruturais significativos, como a baixa transparência das negociações e a falta de plataformas estruturadas para intermediação, o que amplia os descontos nas transações.

Diante desse contexto desafiador, algumas práticas têm sido adotadas por agentes especializados para mitigar os riscos associados à assimetria informacional, à baixa liquidez e à incerteza quanto à precificação dos ativos. Além do uso crescente de cláusulas de *earn-out*, que vinculam parte do pagamento ao desempenho futuro dos ativos, destaca-se a utilização de contas garantia (*escrow accounts*) e cláusulas de compensação, que protegem compradores de passivos ocultos ou eventos adversos. A adoção de *due diligence* conduzida por consultorias independentes, combinada ao uso de *data rooms* virtuais padronizados, também tem se tornado prática comum, elevando a transparência e reduzindo o risco percebido. Outro avanço relevante é a atuação de assessores financeiros e jurídicos especializados, que estruturam as operações e facilitam o alinhamento entre as partes. Essas estratégias refletem a tentativa de aproximação do mercado brasileiro às melhores práticas internacionais e indicam um processo gradual de amadurecimento do mercado secundário de *private equity* no país.

Além disso, a estrutura dos fundos de *private equity* e os desafios enfrentados pelos gestores também influenciam a magnitude do deságio. O estudo da Spectra e do Insper (Minardi

et al., 2016) identificou que as EFPC brasileiras frequentemente alocaram recursos em fundos com concentração excessiva em setores específicos, gestores com experiência limitada e estratégias pouco diversificadas. Esses fatores podem ter comprometido o desempenho dos fundos e influenciado negativamente a precificação das cotas no mercado secundário. A falta de *expertise* na seleção de gestores e na estruturação dos investimentos, apontada por Minardi et al. (2016), pode ter levado a escolhas que dificultaram o desinvestimento e aumentaram a necessidade de concessão de descontos na venda dos ativos.

A dinâmica de saída dos investimentos também é um elemento relevante para entender os deságios observados. Como apontado por Minardi et al. (2019), um *holding period* muito longo tem um impacto negativo na taxa interna de retorno (TIR) dos fundos, levando os investidores a buscar saídas antecipadas mesmo que isso implique na realização de perdas. Esse fator pode ter pressionado as EFPC a aceitarem deságios mais acentuados para liquidar suas posições e reestruturar seus portfólios.

Além disso, a característica cíclica dos retornos do *private equity* no Brasil pode ter impactado a atratividade das cotas no mercado secundário. Coelho, Contani e Madkur (2021) apontam que a rentabilidade dos fundos de *private equity* no país está diretamente associada ao desempenho macroeconômico e às condições de mercado, o que pode aumentar a incerteza em momentos de volatilidade econômica. Assim, períodos de crise ou desaceleração podem levar os investidores a exigir descontos mais elevados para compensar o risco.

Por fim, Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006) destacam que o desenvolvimento do setor de *private equity* no Brasil ainda enfrenta obstáculos regulatórios e estruturais, que limitam a formação de um mercado secundário eficiente. A falta de um arcabouço institucional sólido e de incentivos adequados para a negociação de cotas secundárias restringe a liquidez desses ativos, resultando em transações frequentemente fechadas com deságios expressivos.

Dessa forma, os deságios observados refletem não apenas a dinâmica natural do mercado secundário de *private equity*, mas também fatores estruturais do setor no Brasil, como a falta de liquidez, a assimetria informacional, a estrutura dos fundos e as dificuldades enfrentadas pelos gestores e investidores institucionais. O fortalecimento do mercado secundário, por meio de regulamentação adequada e maior transparência nas negociações, pode contribuir para a redução dos deságios e a valorização dos ativos no longo prazo.

5 Considerações Finais

Este estudo teve como objetivo analisar as transações de venda de cotas de fundos de pensão no mercado secundário de FIPs realizadas pela Petros e Previ, em 2019 e 2021, com o intuito de evidenciar os principais desafios, as limitações estruturais e as oportunidades de desenvolvimento do mercado secundário de FIPs no país. A partir da análise documental de dados públicos, foi possível observar que essas operações, ainda incipientes no contexto brasileiro, representam um marco para a indústria ao sinalizarem um movimento estratégico de desinvestimento por parte dos fundos de pensão.

Os resultados indicam a ocorrência de deságios significativos nas transações analisadas, os quais refletem uma série de desafios estruturais do mercado brasileiro, como a baixa liquidez, a elevada assimetria de informação e a carência de plataformas consolidadas para a intermediação de negociações. Essas dificuldades comprometem a formação eficiente de preços e restringem o acesso dos investidores institucionais a mecanismos de realocação de portfólio, sobretudo em contextos de maior instabilidade macroeconômica.

As implicações desses deságios para os planos de previdência das EFPC são relevantes. Ao vender cotas com valores abaixo do valor patrimonial, os fundos de pensão potencialmente comprometem parte do patrimônio destinado ao pagamento de benefícios futuros, o que afeta diretamente participantes e assistidos. Além disso, as patrocinadoras, que muitas vezes não têm pleno conhecimento sobre essas transações, podem ser impactadas por aumentos nas contribuições futuras ou necessidade de cobertura atuarial. Diante disso, recomenda-se que a Previc institua mecanismos obrigatórios de divulgação das operações de compra e venda de cotas de FIPs, assegurando maior transparência e prestação de contas aos diferentes *stakeholders*, incluindo conselhos deliberativos, patrocinadores, participantes e assistidos.

Para que o mercado secundário de cotas de FIPs se consolide como uma alternativa viável de liquidez no Brasil, é necessário avançar em frentes estruturais. Do ponto de vista regulatório, seria desejável que a legislação incentivasse a criação de plataformas especializadas de negociação, além de mecanismos que promovam a padronização de informações, a publicidade de operações e o acesso a dados históricos de transações. Do lado macroeconômico, a adoção de uma política fiscal responsável, que contribua para a redução das taxas de juros de longo prazo, pode ter efeitos diretos na valorização dos ativos e na expansão das oportunidades de investimento.

No campo acadêmico, este estudo contribui para preencher uma lacuna na literatura nacional sobre o mercado secundário de *private equity*, trazendo uma análise empírica inédita de casos concretos e sistematizando os fatores que afetam a formação de preços e a dinâmica das transações. Para a prática do mercado, o presente estudo oferece subsídios valiosos para investidores institucionais, reguladores e gestores de FIPs, ao apontar caminhos para uma maior eficiência, transparência e governança nesse segmento estratégico.

Assim, em resposta à pergunta de pesquisa, conclui-se que os fundos de pensão brasileiros enfrentam entraves relevantes para a venda de cotas de FIPs no mercado secundário, o que evidencia que esse segmento ainda se encontra em estágio inicial de desenvolvimento institucional no Brasil. A superação desses desafios requer não apenas soluções contratuais inovadoras, como o uso de cláusulas de *earn-out* e *due diligence* especializada, mas também avanços regulatórios e macroeconômicos que ampliem a liquidez e a transparência nas transações.

Cabe ressaltar, por fim, que esta pesquisa possui limitações metodológicas, especialmente em relação ao uso de dados patrimoniais defasados como *proxy* de valor justo no momento das transações. A defasagem temporal, mais acentuada no caso da Previ, cuja transação ocorreu em 2021 com base em dados de dezembro de 2019, impõe restrições à precisão do deságio estimado. Assim, os resultados devem ser interpretados com cautela, servindo como indicativos e não como valores absolutos.

Diante dos achados, recomenda-se o aprofundamento de estudos sobre o tema, com acesso a dados primários, entrevistas com gestores e maior detalhamento das estruturas contratuais utilizadas nas transações. A evolução do mercado secundário de FIPs no Brasil dependerá da articulação entre agentes privados, órgãos reguladores e pesquisadores comprometidos com o fortalecimento institucional do setor.

Referências

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais [ANBIMA]. (2022). *Consolidado diário de fundos de investimentos*. Disponível em:

https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-diario.htm. Acesso em: 01 nov. 2022.

Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar [ABRAPP]. (2022). *Consolidado estatístico de setembro de 2022*. Disponível em: https://www.abrapp.org.br/wp-content/uploads/2022/12/Consolidado-Estatistico_09.2022.pdf. Acesso em: 31 jan. 2023.

Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar [ABRAPP]. (2020). *Consolidado estatístico de dezembro de 2020*. Disponível em: https://www.abrapp.org.br/wp-content/uploads/2021/04/Consolidado-Estatistico_12_2020.pdf. Acesso em: 31 jan. 2023.

B3. (2023). *Fundos de investimento em participações (FIP)*. B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/fundos-de-investimento-em-participacoes-fip.htm. Acesso em: 05 fev. 2025.

Botrel, S. (2017). *Fusões e aquisições* (5ª ed.). São Paulo: Saraiva.

Brasil. (1988). *Constituição da República Federativa do Brasil, de 5 de outubro de 1988*. Brasília, DF. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicaocompilado.htm. Acesso em: 01 nov. 2022.

Brasil. (2001). *Lei Complementar n. 109, de 29 de maio de 2001*. Brasília, DF. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp109.htm. Acesso em: 01 nov. 2022.

Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil [PREVI]. (2019). *Relatório anual de 2019*. Disponível em: <https://www.previ.com.br/quemsomos/relatorio2019/pt/index.html>. Acesso em: 25 jan. 2023.

Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil [PREVI]. (2022). *Previ vende participação em FIPs por R\$157 milhões*. Disponível em: <https://www.previ.com.br/portal-previ/fique-por-dentro/noticias/previ-vende-participacao-em-fips-por-r-157-milhoes.htm#:~:text=A%20Previ%20vendeu%20sua%20participa%C3%A7%C3%A3o,secund%C3%A1rio%20de%20FIPs%20no%20pa%C3%ADs>. Acesso em: 25 jan. 2023.

Carvalho, A. G., Ribeiro, L. L., & Furtado, C. V. (2006). *A indústria de Private Equity e Venture Capital: primeiro censo brasileiro*. São Paulo: Saraiva.

Castro, C.A.P., & Lazzari, J.B. (2020). *Manual de direito previdenciário* (23ª ed.). Rio de Janeiro: Forense.

Chene, Y., Marks, J.B., & Pfister, M. (2022). GP-led secondaries: reshaping the landscape for investors, fund managers and portfolio companies. *Investment Perspectives - Capital Dynamics Research*. Disponível em: <https://www.capdyn.com/news/gp-led-secondaries-reshaping-the-landscape-for-investors-fund-managers-and-port/>. Acesso em: 01 nov. 2022.

- Coelho, C., Contani, E., & Madkur, F. (2021). Characteristics of private equity return: evidence from Brazil. *Investment Management and Financial Innovations*, 18(1): 1-11. Doi: [https://doi.org/10.21511/imfi.18\(1\).2021.01](https://doi.org/10.21511/imfi.18(1).2021.01)
- Comissão de Valores Mobiliários [CVM]. (2016). *Instrução CVM n. 578, de 30 de agosto de 2016*. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst578.html>. Acesso em: 01 nov. 2022.
- Comissão de Valores Mobiliários [CVM]. (2022). *Sistema de Consulta de Fundos de Investimentos registrados*. Disponível em: https://cvmweb.cvm.gov.br/swb/default.asp?sg_sistema=fundosreg. Acesso em: 01 nov. 2022.
- Conselho Monetário Nacional [CMN]. (2022). *Resolução CMN n. 4.994, de 24 de março de 2022*. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/entidades-vinculadas/autarquias/previc/regulacao/normas/resolucoes/resolucoes-cmn/resolucao-cmn-ndeg-4-994-de-24-de-marco-de-2022.pdf/view>. Acesso em: 01 nov. 2022.
- Corazza, M. (2022). FIPs: programas de longo prazo ganham visibilidade. *Revista de Previdência Complementar*, 441: 21-25. Disponível em: <https://blog.abrapp.org.br/blog/nova-edicao-da-revista-fips-programas-de-longo-prazo-ganham-visibilidade/>. Acesso em: 06 nov. 2022.
- Fundação Petrobrás de Seguridade Social [PETROS]. (2018). *Demonstrativo de investimentos por plano de benefícios de 2018*. Disponível em: https://www2.petros.com.br/documents/20121/844447/ra_2018_investimentos.pdf/defa4eff-189c-7f0a-e815-a140ec0eda7e?t=1661272891490. Acesso em: 25 jan. 2023.
- Fundação Petrobrás de Seguridade Social [PETROS]. (2018). *Relatório anual de 2018*. Disponível em: https://www2.petros.com.br/documents/20121/844447/relatorio_anual_2018.pdf/6e2509b9-c677-5fff-9b7d-e04ebb609bb7?t=1661272891891. Acesso em: 25 jan. 2023.
- Fundação Petrobrás de Seguridade Social [PETROS]. (2019). *Petros vende participação em sete FIPs*. Disponível em: https://www.petros.com.br/PortalPetros/faces/Petros/arqnot/not?_afLoop=612708871411716&content=WCC061137&_afWindowMode=0&_adf.ctrl-state=lt8zbmbt5_27. Acesso em: 25 jan. 2023.
- Giambiagi, F., & Nese, A. A. S. (2022). *Private equity e venture capital no Brasil: governança, criação de valor e alternativas em investimentos ilíquidos*. São Paulo: Lux.
- Gil, A. C. (2022). *Como elaborar projetos de pesquisa* (7ª ed.). São Paulo: Atlas.
- Guimarães, F. (2023). Mercado secundário de cotas de fundos de private equity ganha força no Brasil (25 de agosto de 2023). *Valor Investe*. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/noticia/2023/08/25/mercado-secundario-de-cotas-de-fundos-de-private-equity-ganha-forca-no-brasil.ghtml>. Acesso em: 14 fev. 2025.

Harris, R. S., Jenkinson, T., & Kaplan, S. N. (2014). Private equity performance: What do we know? *The Journal of Finance*, 69(5), 1851-1882. Doi: <https://doi.org/10.1111/jofi.12154>.

McKinsey Company. (2022). *Private markets rally to new Heights: McKinsey global private equity markets review 2022*. Disponível em: <https://www.mckinsey.com/industries/private-equity-and-principal-investors/our-insights/mckinseys-private-markets-annual-review>. Acesso em: 29 jan. 2023.

Minardi, A. M. A. F., Bortoluzzo, A. B., Rosatelli, P., & Ribeiro, P. F. (2019). Market conditions and the exit rate of private equity investments in an emerging economy. *Brazilian Administration Review*, 16(2): e180070, 1-25. Doi: <https://doi.org/10.1590/1807-7692bar2019180070>.

Minardi, A. M. A. F., Kanitz, R., Wiesel, F., & Bassani, R. (2016). *Investimentos em private equity feitos por fundos de pensão brasileiros*. Insper-Spectra. Disponível em: <https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2018/09/Investimentos-PE-por-Fundos-Pensao-Brasileiros-Insper-Spectra-Analysis.pdf>. Acesso em: 28 jan. 2023.

Silva, R. A. (2022). *Fundos de venture capital e private equity no Brasil*. São Paulo: Quartier Latin.

Siqueira, E. M. R., Carvalho, A. G., & Netto, H. G. (2011). Determinantes do sucesso dos investimentos de private equity e venture capital no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, 9(2): 189-208. Disponível em: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=305824887002>. Acesso em: 18 abr. 2023.

Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71(3), 393-410. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1802787>. Acesso em: 30 abr. 2025.

Superintendência Nacional de Previdência Complementar [PREVIC]. (2023). *Informe Estatístico 3º trimestre de 2022*. Disponível em: <https://www.gov.br/previc/pt-br/publicacoes/informe-estatistico-trimestral/2022/informe-estatistico-3deg-trimestre-2022.pdf/view>. Acesso em: 30 jan. 2023.