



Ricardo Martins de Paiva Bastos

**Desempenho pós-IPO de empresas investidas
por Private Equity no Brasil: Uma abordagem
setorial**

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Orientador: Prof. Antonio Carlos Figueiredo Pinto

Rio de Janeiro
Março de 2014



Ricardo Martins de Paiva Bastos

**Desempenho pós-IPO de empresas investidas
por Private Equity no Brasil: Uma abordagem
setorial**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

Prof. Antonio Carlos Figueiredo Pinto

Orientador
Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Marcelo Cabus Klotzle

Departamento de Administração - PUC-Rio

Prof. Istvan Karoly Kasznar

FGV

Prof^a. Mônica Herz

Vice-Decana de Pós-Graduação do CCS – PUC-Rio

Rio de Janeiro, 11 de março de 2014

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem a autorização da universidade, do autor e do orientador.

Ricardo Martins de Paiva Bastos

Graduou-se em Engenharia de Produção pela UFJF (Universidade Federal de Juiz de Fora) em 2006. Pós graduou-se em Gestão e Estratégia Financeira pelo Instituto Machado Sobrinho em Juiz de Fora - MG. Trabalha na PREVI (Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil) na Gerência de Políticas de Investimentos e Cenários.

Ficha Catalográfica

Bastos, Ricardo Martins de Paiva

Desempenho pós-IPO de empresas investidas por Private Equity no Brasil: uma abordagem setorial / Ricardo Martins de Paiva Bastos ; orientador: Antonio Carlos Figueiredo Pinto. – 2014.

75 f. : il. (color.) ; 30 cm

Dissertação (mestrado)—Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração, 2014.

Inclui bibliografia

1. Administração – Teses. 2. Private equity. 3. Venture capital. 4. Oferta pública inicial. 5. Desempenho. I. Pinto, Antonio Carlos Figueiredo. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD: 658

Aos meus pais Maurício e Luzia:
Por todo incentivo e apoio incondicional

Agradecimentos

Ao meu orientador Professor Antonio Carlos Figueiredo Pinto pelo estímulo, dedicação e apoio na realização deste trabalho.

Aos membros da banca examinadora, Professores Marcelo Cabus e Istvan Kasznar pela contribuição e disponibilidade de tempo para a análise deste trabalho.

Ao CNPq, à PUC-Rio e ao Banco do Brasil, pelos auxílios concedidos, sem os quais este trabalho não poderia ter sido realizado.

À Carla, por todo carinho, apoio e motivação.

À Diretoria de Planejamento da PREVI, área em que trabalhei ao longo do Mestrado. Pelo estímulo, apoio e troca constante de conhecimentos por Bruno Fernandes, Florentino Fernandes e Marcus Madureira. Ao suporte de amigos que compartilharam os desafios de conciliar o Mestrado à atividade profissional, em especial Edmir Diniz e Luciana Lima.

À minha família, em especial meus avós Irimá, Miriam, Marilda e Nascimento, meu irmão Rafael e meus pais Maurício e Luzia, por todos os ensinamentos, exemplos de ética, superação, confiança e apoio.

Resumo

Bastos, Ricardo Martins de Paiva; Pinto, Antonio Carlos Figueiredo. **Desempenho pós-IPO de empresas investidas por Private Equity no Brasil: Uma abordagem setorial.** Rio de Janeiro, 2014. 75p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* (PE/VC) investem, principalmente, em pequenas e médias empresas de capital fechado. Sua atuação junto a essas companhias mostra grande ativismo, muitas vezes com a implantação de boas práticas de governança e criação de valor nos processos, com o objetivo de proporcionar rápido crescimento e efetuar o desinvestimento com elevada rentabilidade. O objetivo deste trabalho é investigar a relação entre a participação societária de fundos de PE/VC antes do IPO e o desempenho de longo prazo das ações das companhias após a abertura de capital. Para tanto, as empresas foram divididas por setor econômico de atuação e duas análises foram realizadas: *buy and hold* e retorno anormal acumulado (CAR). O primeiro estudo apresenta resultados variados em cada setor. O grupo de empresas com presença prévia de PE/VC teve melhor desempenho somente nos setores de Consumo, Exploração Imobiliária, Saúde e Utilidade Pública. A segunda análise envolveu a comparação dos retornos das empresas com *benchmarks* setoriais e as regressões efetuadas apontaram que a participação de fundos de PE/VC influencia o CAR somente no período de seis meses após o IPO. Não foram encontradas evidências significativas entre a permanência desses fundos na estrutura societária das companhias e seus retornos de longo prazo.

Palavras-chave

Private equity; Venture capital; Oferta pública inicial; Desempenho.

Abstract

Bastos, Ricardo Martins de Paiva; Pinto, Antonio Carlos Figueiredo. (Advisor). **Post IPO performance of PE-backed companies in Brazil: A sectorial approach.** Rio de Janeiro, 2014. 75p. MSc. Dissertation – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Private Equity and Venture Capital (PE/VC) funds invest primarily in small and medium private companies. Their partnership with these firms shows great activism, often with implementation of good governance practices and value creation in processes, aiming to provide fast growth and make disinvestment with high profitability. The objective of this study is to investigate the relationship between PE/VC investment in private firms and the long-term performance of these companies' shares after the IPO. Companies were divided by industry and two analyzes were performed: buy and hold and cumulative abnormal return (CAR). The first analysis shows mixed results in each industry. The group of PE/VC-backed firms performed better only in the sectors of Consumption, Real Estate, Healthcare and Utilities. The second analysis involved a comparison of companies' returns with industry benchmarks and the regressions performed showed that PE/VC investment has a positive significant relation with CAR six months after the IPO. No significant evidence of this relation was found when these funds held their position or part of that in the corporate structure of the companies.

Keywords

Private equity; Venture capital; Initial public offering; Performance.

Sumário

1. Introdução	13
1.1. Relevância do Estudo	14
1.2. Objetivos do Estudo	16
1.3. Delimitações do Estudo	16
1.4. Estrutura da Dissertação	17
2. Referencial Teórico	18
2.1. Private Equity e Venture Capital	18
2.2. IPOs e Retornos de Ações	21
2.3. PE/VC e Desempenho de Ações após o IPO	23
3. Metodologia	25
3.1. Amostra e Coleta de Dados	25
3.2. Método Utilizado para Cálculo dos Retornos	28
3.2.1. Análise Buy and Hold	28
3.2.2. Retorno Anormal Acumulado	29
3.3. Modelo de Regressão	33
4. Resultados	36
4.1. Resultado da Análise Buy and Hold	36
4.1.1. Agronegócios	37
4.1.2. Construção Civil	38
4.1.3. Consumo	40
4.1.4. Educação	41
4.1.5. Exploração Imobiliária	43
4.1.6. Saúde	44
4.1.7. Serviços Financeiros	45
4.1.8. Transportes	46
4.1.9. Utilidade Pública	48
4.2. Resultado da Análise do Retorno Anormal Acumulado	49
4.2.1. Estatísticas Descritivas	51
4.2.2. Resultados das Regressões	54
5. Conclusão	61
6. Referências Bibliográficas	63
Apêndice	66

Lista de gráficos

Gráfico 1: Investimentos de PE/VC no Brasil, por setor	15
Gráfico 2: Origem do capital comprometido em fundos de PE/VC no Brasil	19
Gráfico 3: Tipos de desinvestimentos de fundos PE/VC no Brasil	21
Gráfico 4: Retorno acumulado das carteiras formadas por empresas de Agronegócios	37
Gráfico 5: Retorno acumulado das carteiras formadas por empresas de Construção Civil	39
Gráfico 6: Retorno acumulado das carteiras formadas por empresas de Consumo	40
Gráfico 7: Retorno acumulado das carteiras formadas por empresas de Educação	41
Gráfico 8: Retorno acumulado das carteiras formadas por empresas de Exploração Imobiliária	43
Gráfico 9: Retorno acumulado das carteiras formadas por empresas de Saúde	44
Gráfico 10: Retorno acumulado das carteiras formadas por empresas de Serviços Financeiros	45
Gráfico 11: Retorno acumulado das carteiras formadas por empresas de Transportes	47
Gráfico 12: Retorno acumulado das carteiras formadas por empresas de Utilidade Pública	48
Gráfico 13: Retorno anormal acumulado (CAR) dos IPOs na Bovespa entre 2004 e 2013	50

Lista de tabelas

Tabela 1: Divisão da amostra por setores	27
Tabela 2: Estatísticas descritivas do setor de Agronegócios	38
Tabela 3: Teste de igualdade de médias para as amostras do setor de Agronegócios	38
Tabela 4: Estatísticas descritivas do setor de Construção Civil	39
Tabela 5: Teste de igualdade de médias para as amostras do setor de Construção Civil	40
Tabela 6: Estatísticas descritivas do setor de Consumo	41
Tabela 7: Teste de igualdade de médias para as amostras do setor de Consumo	41
Tabela 8: Estatísticas descritivas do setor de Educação	42
Tabela 9: Teste de igualdade de médias para as amostras do setor de Educação	42
Tabela 10: Estatísticas descritivas do setor de Exploração Imobiliária	43
Tabela 11: Teste de igualdade de médias para as amostras do setor de Exploração Imobiliária	44
Tabela 12: Estatísticas descritivas do setor de Saúde	45
Tabela 13: Teste de igualdade de médias para as amostras do setor de Saúde	45
Tabela 14: Estatísticas descritivas do setor de Serviços Financeiros	46
Tabela 15: Teste de igualdade de médias para as amostras do setor de Serviços Financeiros	46
Tabela 16: Estatísticas descritivas do setor de Transportes	48
Tabela 17: Teste de igualdade de médias para as amostras do setor de Transportes	48
Tabela 18: Estatísticas descritivas do setor de Utilidade Pública	49
Tabela 19: Teste de igualdade de médias para as amostras do setor de Utilidade Pública	49
Tabela 20: Estatísticas descritivas da variável dependente CAR para todas as amostras	51
Tabela 21: Teste de igualdade de médias para as amostras	52
Tabela 22: Estatísticas descritivas das variáveis de controle comuns às amostras	52
Tabela 23: Teste de igualdade de médias para as amostras	53
Tabela 24: Matriz de correlação entre as variáveis de controle	53
Tabela 25: Estatísticas descritivas da variável PERM_PE	54
Tabela 26: Resultados das regressões da equação 9 para as datas de um e seis meses e um, dois e três anos após o IPO	55
Tabela 27: Resultados das regressões da equação 10 para as datas de um e seis meses e um, dois e três anos após o IPO	59

Lista de Acrônimos

ABVCAP	Associação Brasileira de <i>Private Equity & Venture Capital</i>
BDR	<i>Brazilian Depositary Receipts</i>
BM&FBovespa	Bolsa de Mercadorias & Futuros e Bolsa de Valores de São Paulo
CAR	<i>Cummulative Abnormal Return</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EMPEA	<i>Emerging Markets Private Equity Association</i>
FIP	Fundo de Investimentos em Participações
FMIEE	Fundo Mútuo de Investimentos em Empresas Emergentes
Ibovespa	Índice Bovespa
ICON	Índice de Consumo
IFNC	Índice Financeiro
IMAT	Índice de Materiais Básicos
IMOB	Índice Imobiliário
INDX	Índice do Setor Industrial
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
PE/VC	<i>Private Equity & Venture Capital</i>
UTIL	Índice Utilidade Pública

*“A tarefa não é tanto ver aquilo que ninguém viu, mas pensar o que ninguém
ainda pensou sobre aquilo que todo mundo vê.”*

Arthur Schopenhauer