

Introdução

A relação entre o investimento de fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* (PE/VC) em fase anterior à abertura de capital de determinadas empresas e o desempenho de longo prazo das ações dessas companhias após a oferta pública inicial (IPO) é tema de constantes estudos em países cujas economias são consideradas desenvolvidas. Este tema, no entanto, ainda é incipiente no Brasil.

Um dos motivos para que poucos estudos dessa natureza tenham sido realizados no país é o fato de que os IPOs tornaram-se frequentes somente após 2004, momento em que, de acordo com Minardi et al (2013), o Brasil apresentava maior estabilidade macroeconômica e atraiu grandes somas de capital estrangeiro para seu mercado de renda variável, além de ter consolidado melhorias na estrutura institucional ocorrida em anos anteriores, com a criação de segmentos diferenciados para a listagem das empresas na Bovespa em 2000, alterações na lei das S.A em 2001 e promulgação da lei que disciplina as atribuições e responsabilidades da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 2002.

Antes desse período, a instabilidade econômica, o mercado pouco aberto a investidores estrangeiros e a própria tecnologia, que de certa forma restringia o acesso às informações das empresas, fizeram com que poucas companhias abrissem capital e com que o número de investidores nos IPOs fosse bem menor.

O artigo de Saturnino et al (2012) relaciona estudos sobre IPOs no Brasil entre as décadas de 1980 e 1990 e aponta que estes carecem de uma análise mais aprofundada do desempenho de longo prazo das empresas. Charchat (2000) analisou o comportamento de ações de companhias que abriram capital após o plano cruzado, concluindo que de 24 empresas que registraram emissão de ações na CVM em 1986, apenas 8 sobreviveram 10 anos após o IPO.

A relação entre o investimento de fundos de *private equity* e o desempenho de ações no Brasil foi estudada, dentre outros, por Sonoda (2008), Eller (2012) e Minardi et al (2013). Sonoda (2008) não encontrou evidências da relação entre o investimento de PE/VC e o *underpricing* dos IPOs. O estudo de Eller (2012) afirmou que a presença de um fundo de PE/VC mostra-se significativa apenas seis meses depois do IPO. Minardi et al (2013), por sua vez, identificaram relação positiva significativa entre o investimento de fundos de PE/VC e o retorno anormal acumulado em um ano para os IPOs ocorridos no Brasil entre 2004 e 2006.

O presente estudo tem como escopo o aprimoramento dessa linha de pesquisa, comparando o desempenho de longo prazo das empresas com pares do mesmo setor econômico, assim como fizeram Ritter (1991) e Barry et al (1990). Além disso, será investigada a influência da permanência de fundos PE/VC na estrutura societária das companhias sobre seus retornos de longo prazo.

Ressalta-se que, como em diversas linhas de pesquisa relacionadas ao mercado financeiro, incluindo os estudos nacionais e estrangeiros já citados, o presente trabalho considera longo prazo como o período de um a três anos após o lançamento das ações.

1.1

Relevância do estudo

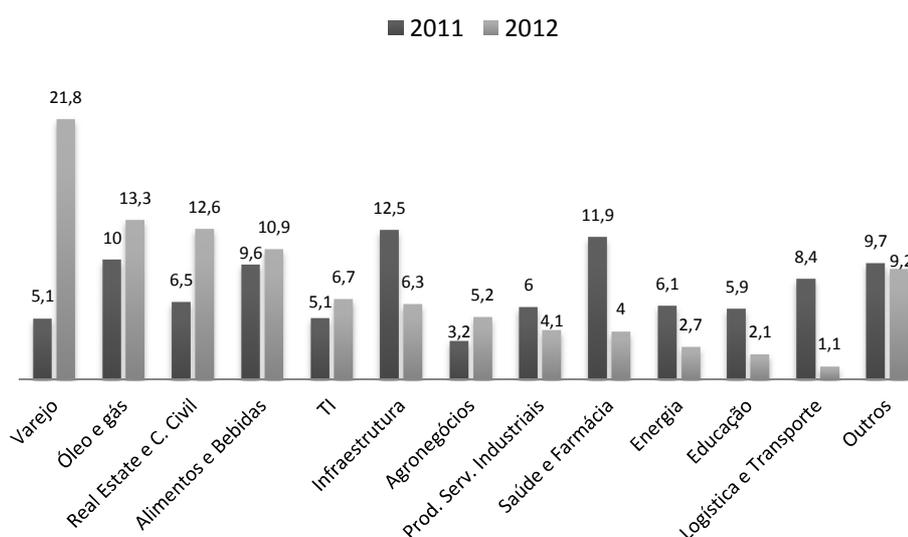
Atribui-se aos fundos de PE/VC papel relevante no fomento de investimentos produtivos em diversos segmentos econômicos. Em economias mais maduras, essa indústria é bastante disseminada. Nos Estados Unidos, por exemplo, fundos de PE/VC participaram ativamente do financiamento de empresas do setor de tecnologia na década de 1980, que anos depois viriam a se tornar gigantes globais, como Microsoft, Intel e Apple (ABDI e FGV, 2011).

No Brasil, a expansão da indústria de PE/VC ainda é recente. De acordo com a *Emerging Markets Private Equity Association* – EMPEA (2013) os investimentos de PE/VC representaram 0,86% do PIB dos Estados Unidos em

2012 (134,8 bilhões de dólares), enquanto no Brasil esse percentual foi de 0,34% do PIB (7,66 bilhões de dólares).

Segundo a Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* - ABVCAP (2013), os setores que mais receberam investimentos em 2012 no Brasil foram: Varejo, Óleo e Gás, *Real Estate* e Construção Civil e Alimentos e Bebidas.

Gráfico 1. Investimentos de PE/VC no Brasil, por setor (em %)



Fonte: ABVCAP (2013)

Além do elevado volume de investimentos e da grande abrangência setorial, a indústria de PE/VC vem ganhando importância no mercado de ações brasileiro. De acordo com dados coletados em prospectos de ofertas públicas e na base de dados do *software* Economática, observa-se que 45% das empresas que abriram capital entre 2004 e 2013, excluindo os BDRs, tinham fundos de PE/VC em sua estrutura societária no momento do IPO.

A relação entre o investimento prévio de um fundo de PE/VC e o desempenho de longo prazo de ações das empresas que tinham esses fundos como sócios pode fundamentar estratégias de investimento de acordo com as evidências encontradas entre as variáveis estudadas.

Outros autores já realizaram estudos com esse propósito, distinguindo as empresas que tinham participação societária de fundos de PE/VC antes do IPO

daquelas que não tinham esse tipo de sócio. Nesses estudos, o Ibovespa foi amplamente utilizado como *benchmark* para mensurar o desempenho de longo prazo das ações.

1.2

Objetivos do estudo

O objetivo deste estudo é o de buscar identificar se há relação entre a participação acionária de fundos de *Private Equity e Venture Capital* antes do IPO, em empresas que abriram capital entre 2004 e 2013 na Bovespa e o desempenho de longo prazo dessas ações, analisando os setores econômicos separadamente.

Desta forma, identificaram-se os seguintes tópicos relevantes relacionados a esta temática:

1. Examinar se empresas com presença de fundos de PE/VC antes do IPO têm melhor retorno de longo prazo, dividindo essas empresas por setores econômicos e comparando amostras com e sem participação desse tipo de investidor em uma análise *buy and hold*;
2. Avaliar se a presença de fundos de PE/VC na participação acionária de empresas no Brasil tem relação estatisticamente significativa com o retorno em determinados períodos de tempo após o IPO, utilizando algumas variáveis de controle;

1.3

Delimitações do estudo

A pesquisa limita-se à análise das empresas que abriram capital no Brasil entre 2004 e 2013, excluindo os BDRs. Será investigado se essas companhias tinham participação de fundos de PE/VC antes do IPO e em determinados períodos após o lançamento das ações.

A amostra será dividida em setores econômicos para uma análise *buy and hold* do desempenho de longo prazo. Também será efetuada pesquisa envolvendo

regressão econométrica para avaliar se a presença prévia de fundos de PE/VC entre os acionistas das empresas que abriram capital nesse período tem relação estatisticamente significativa com o desempenho das ações dessas companhias. Para tanto, diferente de outros estudos, que utilizaram o Ibovespa como *benchmark*, serão utilizados os índices setoriais da BM&FBovespa (ICON, IMOB, INDX, IFNC, IMAT E UTIL) como referências.

O período analisado compreendeu desde a robusta valorização da Bolsa, registrando recorde de IPOs, alcance do grau de investimento pelo Brasil, aumento do volume de investimentos estrangeiros e de adesão aos níveis de governança da BM&FBovespa, passando pela crise econômica mundial e o período pós-crise, de desaceleração do crescimento e redução do número de aberturas de capital por empresas na Bolsa brasileira.

1.4

Estrutura da dissertação

O estudo é composto, além desta parte introdutória, por uma seção de referencial teórico, no capítulo seguinte, em que os principais conceitos e resultados encontrados em pesquisas anteriores realizadas no Brasil e no exterior relacionando IPOs e *Private Equity* são apresentados. Na sequência, será exposta a metodologia empregada, com descrição dos dados e variáveis utilizadas. Os resultados finais das pesquisas serão então expostos e analisados. Por fim, serão apresentadas as conclusões e sugestões de estudos para o avanço do tema.