

2

Referencial Teórico

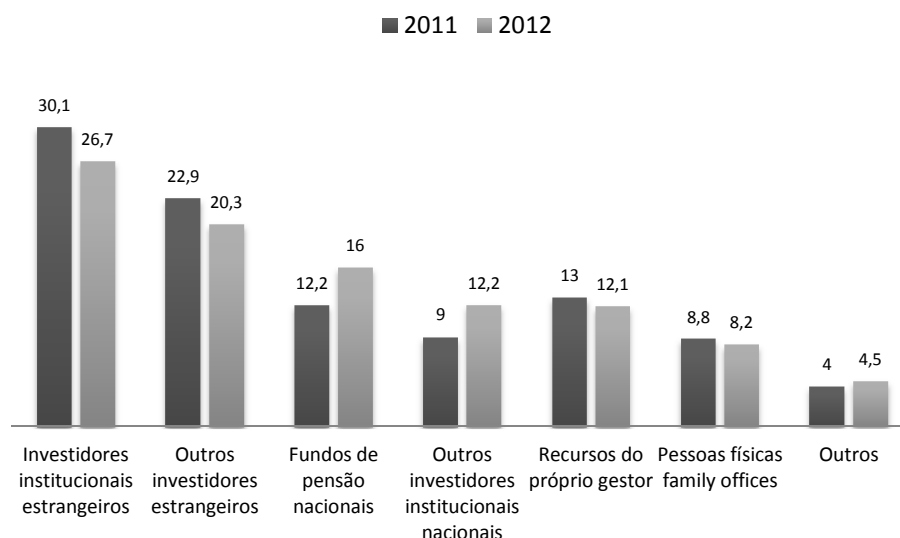
Nesta seção será apresentado o referencial teórico utilizado no estudo. O mesmo comportará os principais conceitos referentes ao investimento de fundos de *Private Equity e Venture Capital* no Brasil e em outros países e aos movimentos de abertura de capital das empresas nesses mercados, além da relação dessas variáveis com o desempenho das ações das empresas no longo prazo.

2.1

Private Equity e Venture Capital

Os investimentos de fundos de PE/VC ganharam relevância no Brasil na última década. Segundo dados da ABVCAP (2013), o capital comprometido para investimentos dessa natureza no país totalizava R\$ 83,1 bilhões em dezembro de 2012, pouco mais de oito vezes superior ao valor registrado em 2000, de R\$ 9,65 bilhões (ABDI e FGV, 2009).

Conforme ABVCAP (2013), fundos de pensão e investidores institucionais nacionais e estrangeiros são os principais fomentadores dessa indústria no país, tendo sido responsáveis por mais de 50% do capital comprometido em 2011 e 2012.

Gráfico 2. Origem do capital comprometido em fundos PE/VC no Brasil (em %)

Fonte: ABVCAP (2013)

Esses fundos, que de acordo com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2013), podem ser classificados como “FIP” e “FMIEE” são estruturados com uma duração preestabelecida em regulamento. Levantamento realizado com a base de dados da CVM mostra que a duração média dos fundos de PE/VC no Brasil varia de cinco a dez anos.

Dessa forma, para os gestores desses fundos, há necessidade de obter boa rentabilidade em um período determinado de tempo. Zider (1998) cita que os investidores desse tipo de fundo esperam, em média, um retorno de dez vezes o capital investido em um horizonte de cinco anos, o que faz com que as empresas investidas tenham, em sua maioria, grande ativismo por parte desses sócios.

Em muitos casos, gestores de fundos de PE/VC implantam um conselho de administração para alinhar as estratégias da companhia aos interesses do fundo e trabalham na melhoria de aspectos de governança corporativa. Lerner (1995) encontra evidências de que a participação desses atores no *board* da empresa deriva da necessidade de exercer um constante monitoramento nas atividades da investida.

Gompers e Lerner (2001) ressaltam que se os resultados da empresa não podem ser apurados com total confiança, será difícil conseguir bons contratos de

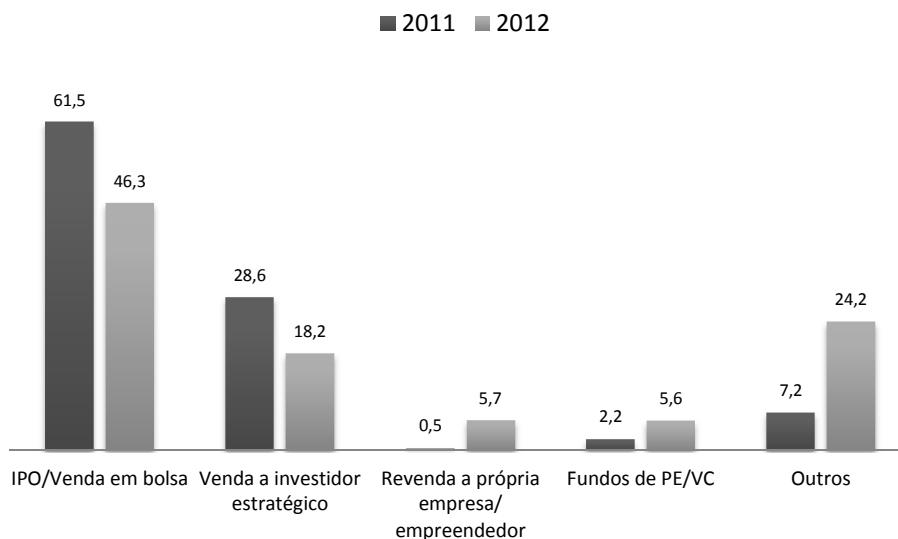
financiamento para a mesma. Dessa forma, empresas que têm grandes gestores de recursos como sócios e aprimoram sua estrutura de governança podem ter facilidade para levantar financiamentos com prazos e custos mais favoráveis.

O investimento de fundos de PE/VC pode ocorrer em diferentes momentos do ciclo de vida das empresas. Segundo a ABVCAP (2013), enquanto o *Venture Capital* tem relação com empreendimentos em fase inicial, o *Private Equity* investe em companhias de porte um pouco maior, visando sua reestruturação, consolidação ou expansão de seus negócios.

O objetivo final dos gestores de PE/VC é efetuar a “saída”, momento em que ocorre o desinvestimento, com a venda parcial ou total de suas participações. Nesta etapa, os investidores esperam ser recompensados após todo o período de investimento obtendo a maior rentabilidade possível. Das et al (2003) identificam três fatores preponderantes para um desinvestimento bem sucedido: o setor econômico da empresa, o estágio em que a companhia se encontrava quando foi financiada (se era recém-fundada, por exemplo) e o *valuation* efetuado no momento do negócio.

A saída é uma etapa conhecida e trabalhada por investidores e gestores desde o início do processo de investimento e pode ocorrer das seguintes formas: oferta pública inicial (IPO), venda estratégica (*trade-sale*), recompra por antigos sócios (*buy-back*), venda secundária para outro fundo (*secondary*) ou mesmo pela liquidação do negócio (*write-off*), caso este seja malsucedido.

De acordo com a ABVCAP (2013), a principal forma de desinvestimento dos fundos de PE/VC no Brasil é o IPO, que representou 61,5% das saídas em 2011 e 46,3% em 2012.

Gráfico 3. Tipos de desinvestimentos de fundos PE/VC no Brasil (em %)

Fonte: ABVCAP (2013)

2.2

IPOs e retorno de ações

De acordo com a BM&FBovespa (2013), oferta pública é a colocação de determinado número de ações junto ao público em geral e é extensiva a não acionistas da empresa na maioria dos casos.

A oferta pública inicial, em inglês *initial public offering* (IPO), é um tipo de oferta pública na qual as ações de determinada empresa são negociadas em bolsa de valores pela primeira vez.

Saturnino et al (2012) ressaltam que as aberturas de capital podem ser vistas por alguns investidores como oportunidades para ganhos de curto prazo. Nesse caso, reações exageradas do mercado às novas emissões podem ser ruins para as empresas e pequenos investidores, tendo em vista que uma visão predominantemente de curto prazo pode levar a liquidez excessiva nos primeiros meses de negociação dos papéis, com queda de desempenho no longo prazo.

Diversos estudos analisam a atividade dos IPOs em mercados de capitais, bem como o retorno de curto e longo prazo das ações de empresas que abriram capital em variados períodos.

Ritter (1991) e Loughran et al (1994), estudaram o desempenho de ações após o momento do IPO em diversos países, com foco em *valuation*, *underpricing* e performance de curto e longo prazo. Esses estudos concluem que os investidores direcionam maiores somas de capital para IPOs em determinados períodos em que estão mais otimistas e que as empresas se aproveitam dessas “janelas de oportunidades” para abrir capital. Infere-se ainda que, nesses períodos, as ações das empresas estão sobrevalorizadas e os investidores têm baixo retorno no longo prazo.

A comparação de Loughran e Ritter (1995) entre o desempenho de ações de empresas que realizaram ofertas públicas e de companhias que não o fizeram, de 1970 a 1990, teve como resultado um retorno de longo prazo inferior daquelas que foram a mercado.

Ritter e Welch (2002) discorrem sobre os motivos pelos quais as companhias se tornam públicas, explicam o *underpricing* de muitas dessas ações e como é a performance de papéis originados de IPOs no longo prazo, concluindo que os fenômenos observados nas aberturas de capital não são estacionários.

Aggarwal et al (1993) pesquisaram o desempenho de IPOs em mercados latino-americanos obtendo resultados semelhantes aos observados nas economias desenvolvidas.

Saito e Maciel (2006) realizaram pesquisas sobre o desempenho das ações de empresas brasileiras em linha com outros estudos efetuados em mercados internacionais. Foi observado *underpricing* de cerca de 10% nos IPOs brasileiros ocorridos entre 1999 e 2005.

Em suma, estudos teóricos tentam explicar diversas variáveis que podem influenciar o desempenho das ações após o IPO. O *underpricing*, fenômeno no qual as ações estariam subvalorizadas no primeiro dia de negociação, é amplamente pesquisado. Outros aspectos, como a reputação do subscritor

(*underwriter*), também influenciam o desempenho das ações, segundo Carter et al (1998).

Adicionalmente, um alvo de pesquisas em diversos países é a relação entre a participação societária de fundos de PE/VC em empresas de capital fechado e o desempenho de suas ações no longo prazo após a abertura de capital.

2.3

PE/VC e desempenho de ações após o IPO

Na tentativa de explicar o fraco desempenho de longo prazo de empresas que realizaram IPO, constatado nos estudos de Ritter (1991) e Loughran et al (1994), Brav e Gompers (1997) adicionaram como variável, em pesquisa semelhante, o fato de a empresa ter como sócio um fundo de PE/VC antes da abertura de capital. Com uma amostra que incluiu mais de quatro mil empresas entre 1972 e 1992, os autores encontraram fortes evidências de que as companhias que contavam com esse tipo de sócio apresentavam retorno de longo prazo superior às outras.

Meggison e Weiss (1991) também comprovaram o desempenho superior de empresas que contavam com sócios PE/VC antes da abertura de capital. Em seu estudo a amostra foi dividida por setor econômico e pelo tamanho da oferta. Além do maior retorno de longo prazo, os autores concluíram que os custos para o IPO são menores na amostra com presença prévia de fundos de PE/VC e que esses sócios não se desfazem totalmente de suas participações após a oferta pública.

O artigo de Brav e Gompers (1997) ressalta desempenho inferior de uma amostra de empresas que contavam com fundos de PE/VC em sua estrutura societária e tiveram um menor volume de emissão. Nesse caso, companhias com menor valor de mercado tenderiam a ter um desempenho pior quando comparadas a empresas maiores. Os autores ainda inferiram que o período em que ocorreu o IPO influencia o desempenho de longo prazo das ações, reforçando a tese de que as empresas tentam aproveitar “janelas de oportunidade” para abrir capital e ter um retorno maior.

Estudos similares foram realizados em outros países. Levis (2011) comprovou que empresas maiores, quando apresentavam como sócio um fundo de PE/VC antes do IPO, tiveram desempenho superior a outros grupamentos de empresas listadas na bolsa de valores de Londres entre 1992 e 2005.

Viviani et al (2008), Bergstrom et al (2006) e Drathen (2007) encontraram evidências semelhantes nas bolsas de valores de Milão, Paris e Frankfurt, respectivamente. Em Amsterdã, segundo Frederikslust e Geest (2001), as empresas que tinham como sócios fundos de PE/VC, antes do IPO, apresentaram melhor retorno no longo prazo e menor *underpricing* em relação àquelas que não tinham esses fundos em sua estrutura societária.

No mercado brasileiro não foram encontradas evidências estatisticamente significantes de que a presença de PE/VC contribui para reduzir o *underpricing* de ações durante o IPO, segundo Sonoda (2008). Por outro lado, foi verificada correlação positiva entre o volume captado na oferta, a idade da empresa emissora e o *underpricing*.

Tavares e Minardi (2010) investigaram o retorno anormal acumulado de IPOs ocorridos no Brasil entre 2004 e 2007 e seus resultados apontam que o investimento de fundos de PE/VC funciona como uma espécie de certificado de qualidade para os IPOs no país, pelo fato de esses fundos criarem valor em suas investidas, tornando-as mais preparadas para o mercado de capitais.

Em um estudo que apurou o retorno anormal acumulado de IPOs ocorridos entre 2004 e 2011, Eller (2012) mediu o desempenho das ações em diversos lapsos temporais, tendo encontrado relação significativa para o investimento prévio de fundos de PE/VC e o desempenho de longo prazo das empresas apenas seis meses após o início da negociação dos ativos.

A questão das janelas de oportunidade foi averiguada no trabalho de Minardi et al (2013). Com uma amostra dividida entre os IPOs realizados de 2004 a 2006 e entre 2007 e 2008, os autores afirmaram que empresas com sócios PE/VC antes do IPO apresentaram melhor desempenho de longo prazo somente na primeira amostra. Atribuiu-se o fraco resultado das empresas que abriram capital entre 2007 e 2008 à crise econômica mundial daquele ano.