

A indústria brasileira de private equity: Market timing para desinvestimento pós IPO

Brazilian private equity industry: Market timing for post-IPO divestment

Tássio Araújo Vieira^a, Ducineli Régis Botelho^a, Alex Mussoi Ribeiro^b, José Alves Dantas^a^a Universidade de Brasília – Brasil

Palavras-chave

Private equity.
Venture capital.
Market timing.
Fundo de investimento em
participações.

Resumo

Trata-se de um estudo descritivo, quantitativo que utilizou como base de dados as informações de Fundos de Investimento em Participações (FIP) e registros de 49 companhias apoiadas por *Private Equity* (PE) e *Venture Capital* (VC) no Brasil, entre os anos de 2000 e 2020, que realizaram IPO e foram totalmente desinvestidas. Os resultados apresentam que 2,7 anos é o prazo aproximado para o total desinvestimento - próximo dos 3 anos do mercado norte-americano, além de que, quando da alienação total das ações detidas pelos Fundos de PE/VC, os preços dos papéis estavam acima em relação aos preços no IPO, e, por fim, que as saídas resultaram em retornos anormais positivos aos investidores. Portanto, este estudo traz contribuições para a sociedade e para as Ciências Sociais Aplicadas, por ser inovador na mensuração do *Market Timing* de desinvestimento da indústria de PE/VC no Brasil, além de preencher uma lacuna da literatura interna e, quiçá, assistir pesquisadores interessados em se aprofundar nessa temática.

Keywords

Private equity.
Venture capital.
Market timing.
Equity investment funds.

Abstract

This is a descriptive, quantitative study that used as a database information from Equity Investment Funds (EIF) and records of 49 companies supported by Private Equity (PE) and Venture Capital (VC) in Brazil, between the years 2000 and 2020, which carried out an IPO and were fully divested. The results show that 2.7 years is the approximate time for total divestment - close to the 3 years of the US market, in addition to the fact that when the shares held by the PE/VC Funds were fully divested, the prices of the shares were higher than the prices at the IPO and, finally, that the exits resulted in positive abnormal returns for investors. Therefore, this study brings contributions to society and to the Applied Social Sciences, as it is innovative in measuring the Market Timing of divestment in the PE/VC industry in Brazil, as well as filling a gap in the internal literature and perhaps assisting researchers interested in further exploring this subject.

Informações do artigo

Recebido: 21 de agosto de 2023
Aprovado: 02 de setembro de 2024
Publicado: 21 de novembro de 2024
Editora responsável: Profa. Dra.
Flávia Zóboli Dalmácio

Implicações práticas

O manuscrito contribui para as práticas atuais devido ao ineditismo sobre a mensuração do *Market Timing* de desinvestimento da indústria de PE/VC no Brasil, o que pode agregar conhecimento e valor a investidores, órgãos reguladores e fiscalizadores, empreendedores, administradores, gestores de recursos e prestadores de serviços envolvidos na indústria.

1 INTRODUÇÃO

O funcionamento do mercado de capitais causa impacto econômico-financeiro na sociedade. De acordo com Assaf Neto (2005), todo processo de desenvolvimento de uma economia exige a participação crescente de capitais que são identificados por meio de recursos disponíveis em poder dos agentes econômicos e direcionados para outros agentes carentes de recursos, através de intermediários e instrumentos financeiros. Em função desse processo de distribuição de recursos no mercado, evidencia-se a função econômica e social do sistema financeiro.

Do lado dos fornecedores de capital, agentes econômicos de destaque são os fundos de *Private Equity* (PE) e *Venture Capital* (VC). Os fundos de PE/VC são produtos do mercado financeiro de longo prazo que visam investir recursos na obtenção de participação societária em empresas, proceder com o aperfeiçoamento de processos, implantar e/ou melhorar o nível de governança corporativa, expandir as operações das companhias investidas de maneira estratégica e, por fim, obter retornos atrativos com a alienação da participação societária adquirida. Por outro lado, os retornos não são garantidos e existe o risco de perda parcial, integral ou além dos investimentos realizados, devido a eventuais insucessos das participações societárias.

Os autores Meirelles et al. (2008) constataram a importância da indústria de PE/VC para o desenvolvimento econômico do país e suas boas perspectivas de crescimento, portanto, o retorno dos investimentos pode ser atrativo tanto para os investidores quanto para a sociedade e economia, porém, em qualquer produto do mercado financeiro existe risco e este pode ser considerado razoavelmente alto na indústria de PE/VC. Carvalho et al. (2005) afirmaram que, dadas as características de baixa liquidez, elevado risco e alta expectativa de retorno, os veículos de PE/VC são especialmente atrativos para investidores com elevado nível de riqueza e com longo horizonte de investimento, principalmente investidores institucionais como fundos de pensão.

A influência norte-americana aparece nas referências quanto às pesquisas na temática de *Private Equity* e/ou *Venture Capital*, pois os estudiosos Fenn et al. (1995) realizaram pesquisa incipiente sobre o assunto na década de 1990. No mesmo período, pode-se encontrar outras obras acadêmicas de autores, como Lerner (1995), Gompers (1998), Gompers e Lerner (1998), Wright e Robbie (1998), Sahlman (1990), Lerner e Pacanins (1997), e O'Brien (1999). No Brasil, os trabalhos de Chooce (1997), Bezerra (1999), Ribeiro (2005), Carvalho et al. (2005) e Tavares e Minardi (2010) acrescentaram conteúdo relevante sobre o tema na academia brasileira. Entretanto, as pesquisas sobre PE/VC ainda não são tão usuais, pois, nos últimos 10 anos, em periódicos revisados por pares e com acesso aberto, foram identificados 407 artigos, e, considerando os últimos 20 anos, chega-se em um resultado de 513 (Capes, 2022). Comparativamente, investigou-se nos últimos 20 anos as pesquisas com tema relacionado a “Mercado Financeiro” ou “*Capital Market*” e o resultado foi de 206.345 trabalhos, ou seja, identifica-se um volume ainda tímido na quantidade de explorações sobre PE/VC em relação a temas como Mercado Financeiro.

No Brasil, segundo o estudo da companhia KPMG e da Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* - ABVCAP (2021), na data-base de dezembro de 2020, os investimentos da indústria representaram apenas 0,35% do PIB brasileiro, contra 1,59% do PIB nos EUA e 1,28% do PIB no Reino Unido, ou seja, os números demonstram que o mercado brasileiro ainda é relativamente menor perante as indústrias mais tradicionais.

A relevância mundial da indústria pode ser verificada através da análise de Ramalho et al. (2011), quando apresentaram a representatividade com relação ao PIB mundial equivalente a US\$ 54,35 trilhões no ano de 2007 e um capital comprometido de US\$ 2 trilhões, ou seja, a indústria representou naquele exercício 3,7% do PIB mundial. Indicadores mais atuais da indústria brasileira e registrados no estudo da ABVCAP (2022) apresentaram que em 2020 o volume de investimento em PE/VC foi de R\$ 23,6 bilhões e em 2021 foi de R\$ 53,8 bilhões. Em nível global, os Fundos de PE/VC levantaram investimento na casa de US\$ 1,2 trilhões (MacArthur et al., 2022).

Jenkinson et al. (2021) apresentaram que os mercados de capitais são importantes vias de saída para o capital privado, mas que pode levar um tempo surpreendentemente longo para que a venda total de ações seja realizada. Isso porque é extremamente raro que os Fundos de PE/VC alcancem a saída total no IPO, uma vez que há receio do mercado com ações de empresas novas no campo da comercialização de ações e por conta de períodos de bloqueio acordados em vendas de ações.

Minardi et al. (2013) concluíram em seu estudo no mercado brasileiro nos anos 2000 e 2006 que os IPOs lastreados em PE apresentaram um desempenho melhor no longo prazo do que os IPOs não lastreados em PE. Uma possível explicação para a inferência apresentada pelos autores pode ser o fato de os Fundos de PE selecionarem empresas com maior padrão de governança corporativa, melhores equipes executivas, escolherem o melhor momento para investir, melhor janela para realizar o desinvestimento a fim de gerar retornos satisfatórios.

Contudo, não foi identificado nenhum estudo sobre *Market Timing* na indústria de PE/VC brasileira. Portanto, esta pesquisa é genuína por tentar elucidar algo ainda não estudado e que pode ser relevante para pesquisadores, investidores e gestores de recursos de terceiros, sobretudo por propiciar *insights* que podem ser úteis no seu processo decisório.

O objetivo desta pesquisa é analisar qual o prazo médio que os Fundos de Investimento da indústria brasileira de PE/VC levaram para realizar o desinvestimento total das companhias investidas que se lançaram à IPO entre os anos de 2000 e 2020, como foi o desempenho em relação aos preços das ações e quais foram os resultados entregues aos investidores.

A temática é relevante, sobretudo pelas características da indústria de PE/VC, tendências, potencial alternativa de financiamento para as companhias, mudanças e atualizações na legislação, iniciativas governamentais que buscam auxiliar o desenvolvimento do setor no Brasil (Meirelles et al., 2008).

Nessa perspectiva, a contribuição dessa obra para a sociedade e ciências sociais aplicadas se dá por sua visão geral sobre a indústria de PE/VC, bem como papel dos atores que fazem parte deste ecossistema, entre eles a classe contábil que trabalha no sentido de prestar informações que auxiliam no processo de tomada de decisão por todos os agentes envolvidos. Acrescenta-se o entendimento das consequências, positivas e negativas, quanto ao apoio de PE/VC em observação de estudos nacionais e internacionais. Por fim, e não menos importante, a colaboração de um estudo científico original sobre mensuração do *Market Timing* de desinvestimento da indústria de PE/VC no Brasil, que visa, especialmente, tentar preencher uma lacuna da literatura interna e quiçá assistir pesquisadores interessados em se aprofundar em estudos comparativos realizados em outros mercados. Por fim, esta obra é significativa por se juntar a outras realizadas no meio acadêmico sobre PE/VC, pois pesquisas quanto a esta temática não são tão usuais, além de trazer novidades para a academia sobre a investigação quanto ao período que a indústria de PE/VC leva para deixar a companhia e encerrar o ciclo de investimento. Também há contribuições com a identificação da importância da indústria para o mercado acionário, bem como o comportamento dos preços de ações das companhias apoiadas por PE/VC após a oferta pública inicial de ações.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Estudos relacionados sobre *private equity venture capital*

Lerner (1994) examinou a escolha entre *funding* (captação de recursos financeiros) por meio de financiamento privado por *Venture Capital* ou mercado de ações via ofertas públicas iniciais. O autor utilizou uma amostra de 350 empresas de biotecnologia de capital fechado entre os anos de 1978 e 1992, sendo que o resultado foi que as empresas realizam o IPO quando as avaliações de ações estão altas, por outro lado, as companhias optam por financiamentos privados quando os valores das avaliações estão mais baixos. Ademais, os gestores experientes parecem ser particularmente conhecedores em abrir o capital de empresas perto dos picos de mercado.

Brav e Gompers (1997) investigaram o desempenho de longo prazo de empresas que realizaram ofertas públicas iniciais. O estudo considerou que o baixo desempenho atinge principalmente empresas que não foram apoiadas pela indústria de PE/VC, quer dizer que o desempenho após IPO no longo prazo de empresas que foram apoiadas pela indústria de capital de risco foi melhor do que as demais companhias que realizaram IPO e não receberam apoio de PE/VC. Resultado similar foi encontrado também nos EUA por Cao e Lerner (2009), em pesquisa de Van Frederikslust et al. (2001) na Holanda e por Vu et al. (2008) no mercado australiano. Por outro lado, o estudo de Phalippou (2009) forneceu evidências de que o desempenho dos Fundos de *Private Equity* é inferior ao desempenho do S&P 500 em até 3,8% ao ano.

O fim do ciclo de participação da indústria de PE/VC pode ter desfecho com a venda de ações no mercado acionário ou para outro player em uma venda estratégica (*trade-sale*), por exemplo. *Trade-sale* e IPO são considerados os desfechos mais bem-sucedidos e com maiores retornos (Giot & Schwienbacher, 2007; Johan & Zhang, 2016; Zarutskie, 2010). Sobre sucesso, os autores Gompers e Lerner (1999) chegaram à conclusão de que o IPO é a maneira de saída mais lucrativa, seguida por venda estratégica e pelo desinvestimento via mercado secundário.

Já Rindermann (2003) analisou os dados de uma amostra de IPOs na França, Alemanha e Reino Unido, resultando em dados gerais que as empresas apoiadas por VC não superaram aquelas sem apoio de VC. Portanto, fica evidente a presença de estudos que apresentam diferentes resultados, em diversos países, sobre a performance do preço das ações apoiadas pela indústria de PE/VC.

Ritter e Welch (2002) revisaram a teoria e as evidências sobre a atividade de IPO, principalmente na tentativa de identificar porque as empresas abrem o capital, as razões que recompensam os investidores no primeiro dia com preços consideráveis (*underpricing*), e como os IPOs se comportam no longo prazo. Concluíram que o progresso futuro na literatura virá de explicações não racionais e de conflitos de agência.

Os estudos acadêmicos mostram que o efeito negativo no *underpricing* – diferença percentual entre o preço de oferta e o preço da ação no primeiro de negociação – é mais evidente para IPOs lastreados em *Venture Capital* (Bradley et al., 2001; Field & Hanka, 2001; Bradley et al., 2001; Brav & Gompers, 2003). Ribeiro (2005) afirmou que gestores de PE/VC norte-americanos costumam utilizar IPOs com mais frequência do que a opção de venda estratégica.

A pesquisa dos autores Ramalho et al. (2011) registrou que no período de 2005 a 2009, as modalidades de saída mais comuns da indústria foram: venda estratégica (28%); mercado secundário (25%); IPO (23%); recompra (17%); e liquidações/baixa (7%). No ano de 2007 ocorreram IPOs no Brasil, foram 19 registros que representaram o avanço do mercado de *Private Equity* brasileiro com a exposição da capacidade dos gestores realizar o ciclo completo de investimentos.

A obra de Sasso (2012) estudou a indústria de PE por meio da “análise da qualidade de lucros medida pelo reconhecimento oportuno de perdas (conservadorismo) e o endividamento das empresas que realizaram IPO no Brasil em 2007”. A conclusão foi de que as empresas brasileiras apoiadas pela citada indústria possuem mais qualidade de lucros e são menos endividadas com relação às companhias não apoiadas.

Conforme Minardi et al. (2013), o Brasil teve um número expressivo de IPOs entre 2004 e 2008, pois 39% dos IPOs foram lastreados por *Private Equity*, além de que os autores identificaram que os retornos anormais acumulados de IPOs lastreados em PE superaram os IPOs não lastreados em PE um ano após a emissão, período denominado como *underpricing* anual.

A estratégia para definição da melhor opção de venda também é conhecida como *market timing*. Segundo Giot e Schwienbacher (2007), os Fundos de PE se preocupam com a alternativa de saída e com o tempo que manterão a empresa na carteira antes de vendê-la.

Jenkinson et al. (2021), responsáveis pela obra que inspirou este estudo, analisaram a venda das participações de Fundos de PE após IPO. Os autores afirmaram que é extremamente raro que estes Fundos alcancem a saída total em um IPO, por conta da aceitação das ações pelo mercado, além de que muitas vezes os Fundos estão sujeitos a *look-up* - geralmente seis meses. Ademais, o resultado do estudo apontou que a duração média de manutenção das ações por parte dos Fundos após IPO é de aproximadamente 3 anos.

Assuntos aquecidos em tempos recentes, como, por exemplo, ESG (*Environmental, Social and Governance* em inglês), intrinsecamente já foram abordados pela indústria de PE/VC anos atrás quando o conceito era pouco conhecido e os investimentos dessa natureza eram tratados como investimentos responsáveis, principalmente por fomentarem o desenvolvimento social e a criação de empregos (Nesse & Giambiagi, 2022).

Segundo Ribeiro (2005), “saída é a etapa final do ciclo de investimento em PE/VC, quando a participação detida em uma empresa é revendida”. O desinvestimento é a etapa que pode engrandecer os gestores, pois a partir do momento que eles apresentem boas saídas e este fato resulte em retornos satisfatórios aos quotistas dos FIPs, pode-se construir uma boa reputação que o mercado denomina como *track record*, e, portanto, pode facilitar a captação de recursos para novos ciclos (Furtado, 2008). Há aderência deste entendimento por Gompers e Lerner (1998) que afirmaram que a reputação é o fator fundamental na atração de capital para investimentos futuros, ou seja, o bom e velho jargão do mercado financeiro de que rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura existe também na indústria de PE/VC, entretanto, gestores com bom histórico podem atrair mais investidores do que gestores iniciantes.

2.2 Aspectos da temática no Brasil e no mundo

Com relação ao tamanho da indústria de PE/VC no mundo, dados do trabalho de Ramalho et al. (2011) trazem diversas informações históricas sobre este segmento de mercado. Além disso, os autores destacaram que foi considerado “um PIB mundial de US\$ 54,35 trilhões em 2007 e um capital comprometido total da indústria mundial de *Private Equity* e *Venture Capital* de US\$ 2 trilhões”, ou seja, a indústria representou naquele exercício 3,7% do PIB mundial. Desse modo, constata-se que a indústria, ainda incipiente, engatinhava em vários países e apresentava sinais de relevância na economia mundial. Dados de pesquisas recentes da *Bain and Company* (2022)

apresentam que globalmente no ano de 2021 foram realizados investimentos da indústria de PE/VC que representaram US\$ 1,12 trilhões, sendo que o maior volume de negócios ocorre nos EUA, seguido da Europa, da Ásia e de demais partes do mundo.

Sobre a representatividade da indústria de PE/VC na economia brasileira, Ramalho et al. (2011) observaram que o capital comprometido no Brasil em 2008 era de aproximadamente 1,8% do PIB, ou seja, quase o dobro do 1% apresentado no ano de 2004, porém ainda aquém da média mundial que era 3,7%. Como comparativo, os grandes *players* da indústria global de *Private Equity* e *Venture Capital* (Estados Unidos e na Inglaterra), apresentavam valores comprometidos em relação ao PIB equivale a 3,7% e 4,7%, respectivamente. Já em 2009 houve aumento da representatividade da indústria brasileira com relação ao PIB com o percentual de 2,33%, avanço expressivo em relação ao ano anterior. Ainda com relação ao PIB, porém agora com a análise de investimentos realizados no exercício de 2018, o estudo da KPMG e ABVCAP (2021) apresentou que os investimentos na indústria representaram apenas 0,26% do PIB brasileiro, contra 1,65% do PIB nos EUA e 1,28 do PIB no Reino Unido. O que demonstra que o mercado brasileiro ainda é tímido perante as indústrias mais tradicionais.

2.3 Principais pressupostos da teoria do *market timing* e teoria da agência

Segundo Lerner (2008), *market timing* representa a habilidade dos gestores para a tomada de decisão de investimento e/ou desinvestimento no momento mais oportuno. Rossi e Marotta (2009) informam que na literatura internacional a teoria é referida por “*equity market timing*”. Ao testar o mercado brasileiro de IPO com essa teoria, os autores registraram que a definição de mensuração de *market timing* se dá pelo volume de IPO num determinado período. Além disso, mercado definido como “quente” significa que houve um número significativo de IPO em um determinado período e “frio” caracteriza o inverso.

Gompers (1996) investigou o momento do IPO de empresas identificadas com apoio de *Venture Capital* (VC) e identificou que os veículos de VC forçam suas empresas a abrir capital cedo demais. Gompers e Lerner (1998) investigaram uma forma muito proeminente para os VCs liquidarem as posições, nomeadamente através da distribuição de ações, e não em valores aos investidores, sem uma forma de delegar a tarefa de vender ações aos próprios alocadores de recursos.

Deve-se levar em consideração que a pressão para realizar o desinvestimento pode forçar prematuramente o lançamento de uma empresa à IPO, o que pode aumentar o risco de insucesso e subvalorização das ações. Além de que os gestores de FIPs menos experientes têm um incentivo para levar as empresas prematuramente a IPOs para adquirir histórico e levantar novos recursos, o que gera conflitos de interesse (Gompers, 1996). Nesse contexto, de acordo com a cientificidade apresentada, ter conhecimento sobre qual o *market timing* de desinvestimento dos Fundos de Investimento de PE/VC após IPOs das companhias investidas possibilitará interpretar o comportamento do mercado brasileiro com os aspectos dessa teoria, que foi objeto de estudos realizados em outros mercados.

No que tange à Teoria da Agência, os autores Wood e Wright (2009) registraram que a maior parte da literatura de *Private Equity* segue os pressupostos da abordagem financeira dominante para a governança corporativa, especificamente, a Teoria da Agência (TA). A Teoria da Agência reflete a relação de agência que é quando o ator principal contrata determinado agente para execução de determinadas atividades. Jensen e Meckling (1976) definem a relação principal e agente como um contrato entre dois ou mais agentes, onde uma parte é chamado principal e contrata outra parte chamada de agente, para realizar a prestação de serviço, ou seja, há a delegação de autoridade para o agente decidir o que fazer. Dossani e Kenney (2002) esclareceram que a distinção entre os papéis de agente e principal na indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* não é tão clara, principalmente porque a maioria das obras acadêmicas mostram o empreendedor como agente do gestor.

3 MÉTODO

O método utilizado neste trabalho fundamenta-se na pesquisa quantitativa e descritiva, com suporte de base de dados. Por conseguinte, serão apresentadas as informações sobre as características da amostra e a base de dados utilizada. Os dados usados para investigar a quantidade de Fundos apoiados por PE/VC, as datas em que as empresas realizaram IPO, os períodos em que os Fundos venderam totalmente as respectivas participações nas companhias, bem como o comportamento referente ao preço das ações de cada empresa analisada foram extraídos principalmente da plataforma Econômica. Ademais, na tentativa de corroborar com os dados da Econômica, foram consultadas as Demonstrações Financeiras dos Fundos e até mesmo as Demonstrações Financeiras das

próprias companhias analisadas. Por fim, e não menos importante, os prospectos de IPO e os diversos relatórios financeiros das companhias também foram estudados.

As tratativas realizadas para mensuração do *Market Timing* dos veículos de investimentos de PE/VC com relação à amostra de 49 companhias com características aderentes ao escopo do trabalho foram segregadas de tal forma que objetivam esclarecer o passo a passo: (i) Consulta à Economática; (ii) Análise de dados da amostra - 185 companhias que realizaram IPO entre os anos de 2000 e 2020; e (iii) Definição da amostra final - Identificou-se que 67 empresas tiveram em algum momento o recebimento de recursos aplicados por Fundos de Investimento em Participações. Contudo, 18 obtiveram apoio de PE/VC em data posterior à realização de IPO, sendo assim, a amostra final foi de 49 companhias apoiadas por PE/VC ainda quando eram companhias fechadas, que progrediram até a realização do IPO e que foi possível verificar eventual realização de desinvestimento, ou seja, saída total dos Fundos de PE/VC como acionistas das empresas.

3.1 Procedimentos de análise: mensuração do *market timing*

Para reconhecimento do período em que o apoio de PE/VC permaneceu na companhia, observaram-se os seguintes pontos: (i) FIP vendeu ações da companhia no exato momento do IPO; (ii) FIP vendeu a participação total na companhia posteriormente ao IPO; e (iii) FIP ainda não vendeu a participação total na companhia após IPO.

3.2 Procedimentos de análise: análise do comportamento de preço das ações

Buscou-se realizar os procedimentos para analisar se os preços dos papéis estavam acima comparativamente aos preços no IPO. A verificação do comportamento de preços das ações das companhias que foram apoiadas por Fundos de PE/VC foi realizada em dois momentos, sendo o primeiro entre o período do IPO até o FIP liquidar as ações e o segundo após o FIP vender as ações. Foi considerado performance positiva quando as ações tiveram acréscimo de valor em comparação ao período anterior e performance negativa quando contrário.

Das 49 empresas apoiadas por Fundos de PE/VC, foram identificadas que em 15 delas os Fundos não haviam realizado o desinvestimento total, ou seja, não venderam a participação nas companhias até a data-base deste estudo (31/12/2021). Além disso, 05 Fundos realizaram a venda das ações exatamente no momento do IPO, ou seja, não foi possível realizar análise do preço das ações com o apoio de PE pós IPO. Desta forma, restaram 29 companhias que possuíam as características para a análise proposta, pois o escopo são as companhias investidas pelo FIP antes do IPO, nas quais a saída do Fundo com a venda total da participação na companhia foi em um determinado tempo após IPO, sendo possível realizar a análise sobre o comportamento de preço das ações antes e depois do IPO apoiado pela indústria de PE/VC. A apuração sobre o comportamento de preços das ações das companhias apoiadas pela indústria de PE/VC posteriormente à realização de IPO auxilia a identificar se, do ponto de vista da valorização das ações, o *market timing* de desinvestimento dos Fundos de PE/VC foi positivo ou negativo.

3.3 Procedimentos de análise: análise de retornos anormais

A métrica de retornos anormais visa avaliar o desempenho de preços das ações das companhias em comparação com o índice Small Cap, sobretudo por ser um *benchmark* de desempenho médio das cotações de uma carteira composta por empresas de menor capitalização, ou seja, empresas mais aderentes e comparáveis às companhias investidas que estão adentrando no mercado acionário via IPO, e não companhias mais consolidadas que fazem parte do índice Ibovespa, principal índice da Bolsa de Valores no Brasil. Utilizou-se a amostra do item anterior, ou seja, as mesmas 29 companhias que a indústria de PE/VC realizou o desinvestimento total após IPO.

O retorno anormal de cada ação avaliada foi dado pelo retorno entre o período de IPO até a venda das ações por parte do Fundo de Investimento, ou seja, o desinvestimento total por parte do veículo de investimento de PE/VC em comparação ao retorno do índice Small em período exatamente igual. Houve também o exercício de cálculo do retorno anormal da amostra após o total desinvestimento por parte dos investidores de PE/VC. Nessa situação foi considerado o retorno referente ao preço da ação após o Fundo deixar a companhia. Quer dizer, após a venda das ações por parte do FIP (período semelhante ao que o FIP apoiou a companhia ou até a data-base do estudo - 31/12/2021), bem como o retorno de mercado mensurado pelo índice Small exatamente no mesmo período, para encontrar o retorno anormal após o total desinvestimento dos Fundos de Investimento. Por último, vale informar que também foi calculado o retorno anormal total da amostra pós-desinvestimento total da indústria brasileira de PE/VC, de acordo com a diferença entre as médias de retorno das ações pós-desinvestimento e as médias de retorno do índice Small em igual período.

3.4 Limitações metodológicas

Pesquisar sobre a indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* não é tarefa simples, principalmente porque há poucos dados que são públicos, as empresas investidas geralmente são companhias de capital fechado e o nível de dados não é facilmente encontrado como ocorre com empresas listadas em bolsa de valores. Um exemplo é a dificuldade de verificar o período exato do desinvestimento e o valor pelo qual a empresa investida no portfólio do veículo de investimento foi vendida.

Sendo assim, a fim de mitigar o risco de indisponibilidade de informações, é interessante buscar estudos elaborados por instituições importantes como, por exemplo, o FGVCepe e o Insper, que se aprofundam e possuem bases de dados consistentes que podem auxiliar pesquisas futuras.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 Market timing

O resultado do teste foi ($t(48) = -0,760$; $p = 0,450$), sendo assim, o *p-value* indica que não há diferenças significativas. O resultado apresenta que há uma relativa proximidade no *timing* de desinvestimento do mercado brasileiro, que ainda está amadurecendo com o encerramento de seus primeiros ciclos completos de investimentos, em relação ao mercado americano, que é precursor e referência para a indústria global de PE/VC. Como opção de teste não paramétrico, o Teste de Wilcoxon foi realizado considerando o nível de significância de 5%. Infere-se que o *market timing* de desinvestimento total dos Fundos de Investimento da indústria brasileira de PE/VC após IPO das companhias investidas foi relativamente semelhante ao *market timing* encontrado no mercado americano.

A investigação sobre o prazo médio que os Fundos de PE/VC continuaram como acionistas das companhias após a oferta inicial de ações até o total desinvestimento é importante porque esses Fundos de Investimento têm prazo de duração limitado, ou seja, deve haver uma data final para encerramento do ciclo de investimento. Os quotistas desses veículos de investimento têm interesse em realizar eventuais lucros com os desinvestimentos das companhias que foram apoiadas, bem como os administradores/gestores que têm a prerrogativa de finalizar o trabalho que visa à satisfação dos investidores, fato que contribui para reforçar a reputação dos prestadores de serviço perante o mercado, principalmente porque a reputação é o fator fundamental na atração de capital para investimentos futuros (Gompers & Lerner, 1998).

A postergação ou antecipação para desinvestimento das companhias apoiadas pela indústria de PE/VC pode impactar as expectativas e resultados entregues aos investidores. Portanto, conhecer o *market timing* de desinvestimento - período mais favorável para o prestador de serviço do Fundo de Investimento decidir pela venda das ações na indústria brasileira - pode esclarecer o comportamento temporal de fim do ciclo de investimento do ecossistema de *Private Equity* nas últimas duas décadas no Brasil.

4.2 Comportamento de preço das ações

No que diz respeito às análises sobre o comportamento do preço das ações das companhias investidas e apoiadas por PE, os indicadores indicam que, majoritariamente, há uma performance positiva no preço das ações (66% contra 34%) desde o momento do IPO até a saída do Fundo de PE/VC. Em um segundo momento, ou seja, o comportamento do preço das ações após o FIP não figurar como acionista das empresas, a maioria das companhias (62% contra 38%) apresentou queda no preço das ações após a saída do FIP até a data-base deste estudo. Vide Figura 1 abaixo:

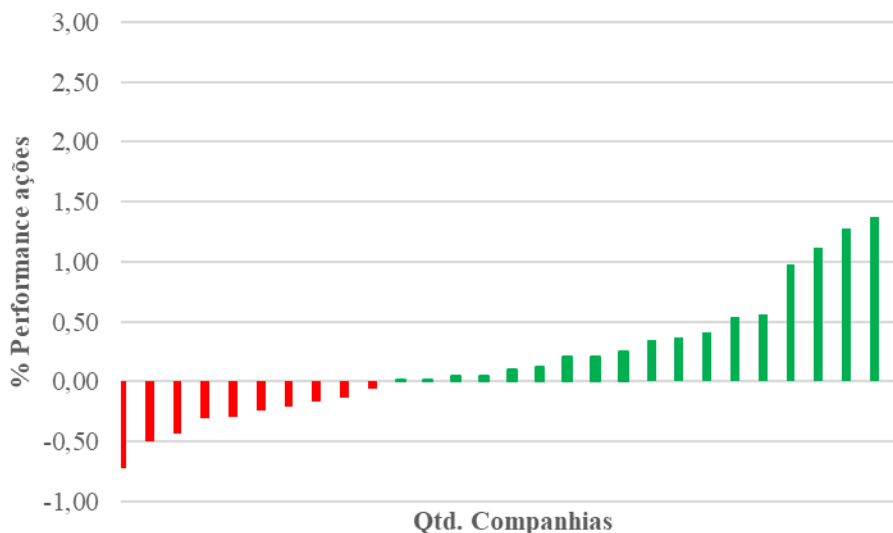


Figura 1.

Retorno referente ao preço da ação enquanto o fundo ainda apoiava a companhia

Observou-se que das 10 empresas que apresentaram o preço de ação inferior ao observado no momento do IPO, 6 companhias, ou 60% do total, tiveram as ações vendidas pelos Fundos de Investimento da indústria de PE/VC entre os anos de 2014 e 2017. É importante destacar que, entre 2014 e 2017, o Brasil enfrentou um momento econômico-financeiro delicado. A obra de Barbosa (2017) destaca que a crise ocorrida no Brasil durante esse período foi resultado de questões macroeconômicas de oferta e demanda, consequente de erros políticos que reduziram o crescimento da economia que antes estava na faixa de 4% a.a. e passou para menos de 2% a.a., além do aumento do custo fiscal porque o Brasil saiu de um superávit de 2,2% em 2012 para um déficit primário de 2,7% no ano de 2016.

O segundo cálculo realizado foi sobre o comportamento de preços das ações das companhias após a saída do Fundo de PE/VC, ou seja, a verificação de preços das ações após o FIP vender totalmente as ações. A análise indica que 18 das companhias da amostra, que representam 62% do total, exibiram preços das ações com valores menores do que quando os Fundos de PE/VC deixaram as companhias com a venda total das ações que detinham. A Figura 2 elucida essas posições:

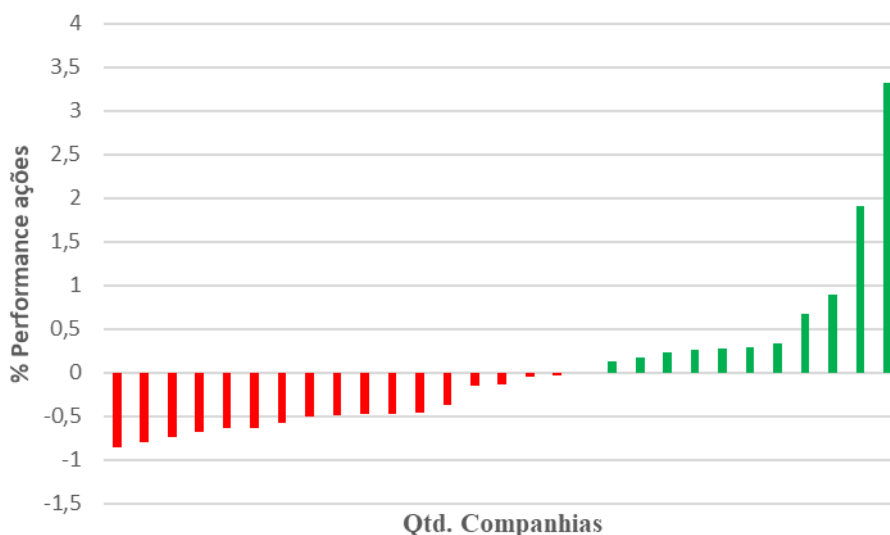


Figura 2.

Retorno referente ao preço da ação após o fundo vender a totalidade das ações

Conclui-se então que o comportamento de preços das ações das companhias investidas pela indústria de PE/VC foi mais positivo enquanto as empresas eram apoiadas pelos Fundos de Investimento da referida indústria no período e parâmetros analisados.

4.3 Retorno anormal

A análise é que 15 companhias, 52% do total, apresentaram retorno anormal positivo. Vide Tabela 1:

Tabela 1.

Resultado da análise anormal

Análise anormal	Qtd. Companhias	%
Positivo	15	52%
Negativo	14	48%
Totais	29	100%

Além disso, o retorno das companhias investidas por PE/VC foi em média 26%, portanto, 10% a mais em comparação com o índice Small Caps. Segue a Tabela 2:

Tabela 2.

Comparação do retorno anormal e índice Small Caps

Retorno anormal médio da amostra	Retorno médio índice Small	$\Delta\%$ small
(a)	(b)	(c) = (a) - (b)
26%	16%	10%

Ademais, a amostra apresentou uma mediana do retorno anormal de 0,14% e desvio padrão de 73%. Vale a pena destacar que os achados considerando o índice Small como *benchmark* não são tão diferentes dos do índice Ibovespa, pois a análise também foi realizada em comparação ao principal índice da bolsa e os indicadores apresentaram que o retorno anormal da amostra selecionada para os testes com o Ibovespa foi de 11%, ou seja, bem próximo dos 10% encontrado na comparação com o índice Small.

De maneira adicional, foi analisado se as ações ainda tinham potencial de ganho anormal após a saída definitiva dos investidores da indústria de PE/VC. Foi realizado um exercício de confrontação entre o retorno referente ao preço da ação depois do Fundo de PE/VC deixar a companhia (onde foi considerado o tempo semelhante ao que o FIP apoiou a companhia ou até a data-base do estudo (31/12/2021), e o retorno de mercado no mesmo período). A leitura que se faz nesta análise adicional e elementar é que o retorno das ações após a saída dos investidores de PE/VC foi em média 2%, enquanto o retorno do mercado medido através do índice Small apresentou o indicador médio de 36%. Dessa forma, pode-se inferir que as ações ainda tinham potencial para ganho após o total desinvestimento realizado pelos investidores de PE/VC.

5 CONCLUSÕES

A indústria de PE/VC, que tem como característica investimentos de longo prazo, passou a ganhar força em nosso país na década de 1990. Portanto, ainda é relativamente recente no Brasil e os gestores brasileiros dessa indústria precisam provar que podem gerar bons resultados (Minardi et al., 2019). Embora recente, o segmento apresentou bons e maus momentos, com exemplos de sucesso no tocante às companhias que foram investidas, se fortaleceram, progrediram e propiciaram retornos satisfatórios aos investidores, bem como houve casos de insucesso com investimentos que não deram certo, inclusive com ocorrências de irregularidades identificadas em investimentos realizados que atingiram principalmente as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPCs).

Ademais, a representatividade da indústria brasileira de PE/VC ainda é menor do que a de outros grandes *players* mundiais. Os investimentos realizados na indústria de PE/VC podem ter impacto no mercado acionário, que é uma via importante para os desinvestimentos (Jenkinson et al., 2021). Inclusive, há uma crescente presença de companhias apoiadas pela indústria que realizaram oferta pública inicial de ações, sendo que, em 2007, foi 22% e, em 2020, representou 46% do total de IPOs. O volume financeiro do total de IPOs em 2007 e 2020 foi de R\$ 55 bilhões e R\$ 117 bilhões, respectivamente. Destaca-se ainda que os investimentos da indústria brasileira de

PE/VC em 2021 representaram R\$ 53,8 bilhões (ABVCAP, 2022) e, globalmente, os investimentos da indústria foram de aproximadamente US\$ 1,2 trilhões (Bain & Company, 2022).

Outrossim, destaca-se que o objetivo geral deste trabalho foi analisar qual o prazo médio que os Fundos de Investimento da indústria brasileira de PE/VC levaram para realizar o desinvestimento total das companhias investidas que se lançaram a IPO entre os anos de 2000 e 2020, como foi o desempenho em relação aos preços das ações e quais foram os resultados entregues aos investidores. Em suma, os resultados apresentam que o período para o total desinvestimento (*market timing*) da indústria brasileira de PE/VC em relação às companhias apoiadas que realizaram IPO entre os anos de 2000 e 2020 foi de aproximadamente 2,7 anos. Além disso, na maioria das alienações totais das ações detidas pelos Fundos de PE/VC, os preços dos papéis estavam acima com relação aos preços no IPO. Por fim, predominou que os desinvestimentos totais realizados pelos Fundos de PE/VC após IPO resultaram em retornos anormais positivos aos investidores.

Compreende-se que os achados agregam valor aos investidores, órgãos reguladores e fiscalizadores, empreendedores, administradores e gestores de recursos, prestadores de serviços de forma geral que estão envolvidos na indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil, principalmente pela colaboração de um estudo científico inédito sobre mensuração do *Market Timing* de desinvestimento da indústria de PE/VC no Brasil, que visa, especialmente, tentar preencher uma lacuna da literatura interna e, quiçá, assistir pesquisadores interessados em se aprofundar em estudos comparativos realizados em outros mercados.

Este estudo também propicia novos *insights* que talvez incentive os pesquisadores e estudiosos a realizarem novas pesquisas sobre este escopo, que, embora contemporâneo, considerável e pertinente, não é tão usual. Além disso, observou-se a representatividade da indústria em todo o mundo, pois Bain and Company (2022) apresentaram que a indústria de PE/VC somou investimentos, no ano de 2021, que representaram US\$ 1,12 trilhões, sendo que o maior volume de negócio ocorre nos EUA, seguido da Europa e Ásia. Já o estudo da ABVCAP (2021), na data-base de dezembro de 2020, mostrou que os investimentos da indústria representaram apenas 0,35% do PIB brasileiro, contra 1,59% do PIB nos EUA e 1,28% do PIB no Reino Unido; ou seja, os números demonstram que o mercado brasileiro ainda é relativamente menor perante as indústrias mais tradicionais.

Houve dificuldades de pesquisa, pois os investimentos geralmente ocorrem em companhias de capital fechado, e os dados não são facilmente encontrados, ao contrário das empresas listadas em bolsa de valores. Dificuldades semelhantes foram mencionadas por Ribeiro (2005) e Minardi et al. (2019). Por fim, as sugestões de pesquisas futuras são com relação às empresas investidas pela indústria de PE/VC que não realizaram oferta pública inicial de ações, ou investigação sobre as razões de *track record* de gestores da indústria brasileira, talvez estudos sobre investimentos realizados em concentração de segmentos específicos no Brasil, como, por exemplo, foi o caso da indústria de óleo e gás, ou até mesmo pesquisas no campo de impactos ocasionados por mudanças regulatórias.

REFERÊNCIAS

- Assaf Neto, A. (2005). *Mercado Financeiro*. (6ª ed.). Atlas.
- Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital. (2021). *Sobre o setor*. <https://www.abvcap.com.br/industria-de-pe-vc/sobre-o-setor.aspx?c=pt-br>
- Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital. (2021). *Private equity e venture capital no Brasil: Investimentos 1º tri 2022 consolidação de dados da indústria*. <https://www.abvcap.com.br/industria-de-pe-vc/sobre-o-setor.aspx?c=pt-br>
- Barbosa, F. D. H. (2017). A crise econômica de 2014/2017. *Estudos Avançados*, 31(89), 51-60. <https://doi.org/10.1590/s0103-40142017.31890006>
- Bezerra, J. C. D. A. (1999). *Introdução à indústria de private equity no Brasil* (Dissertação de mestrado, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, Brasil). <https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/0ff4061b-b997-430e-9dbb-fb9cccf61240/content>
- Bradley, D. J., Jordan, B. D., Yi, H. C., & Roten, I. C. (2001). Venture capital and IPO lockup expiration: An empirical analysis. *Journal of Financial Research*, 24(4), 465-493. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.2001.tb00826.x>
- Brav, A., & Gompers, P. A. (1997). Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: evidence from venture and nonventure capital-backed companies. *The Journal of Finance*, 52(5), 1791-182. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02742.x>
- Brav, A., & Gompers, P. A. (2003). The role of lockups in initial public offerings. *The Review of Financial Studies*, 16(1), 1-29. <https://doi.org/10.1093/rfs/16.1.0001>
- Cao, J., & Lerner, J. (2009). The performance of reverse leveraged buyouts. *Journal of Financial Economics*, 91(2), 139-157. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.03.002>
- Carvalho, A. G. D., Ribeiro, L. D. L., & Furtado, C. V. (2005). *A indústria de private equity e venture capital: primeiro censo brasileiro*. <https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/a83b6a34-215b-4d73-828e-2b96396f1624/content>
- Chocce, G. A. R. (1997). *O capital de risco no Brasil: uma contribuição a partir da experiência francesa* (Tese de doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Brasil).
- Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior. (2022). *Portal de periódicos*. <https://www.periodicos.capes.gov.br>
- Dossani, R., & Kenney, M. (2002). Creating an environment for venture capital in India. *World Development*, 30(2), 227-253. [https://doi.org/10.1016/S0305-750X\(01\)00110-3](https://doi.org/10.1016/S0305-750X(01)00110-3)
- Fenn, G. W., Liang, N., & Prowse, S. (1995). The economics of the private equity market. *Board of Governors of the Federal Reserve System*. <https://www.federalreserve.gov/pubs/staffstudies/168/ss168.pdf>
- Field, L. C., & Hanka, G. (2001). The expiration of IPO share lockups. *The Journal of Finance*, 56(2), 471-500. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00334>
- Furtado, C. (2008). *Panorama da indústria brasileira de private equity e venture capital*. Relatório de pesquisa, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo. <https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/9d290b7a-339e-4dc7-a239-97baccadba4f/content>
- Giot, P., & Schwiendbacher, A. (2007). IPOs, trade sales and liquidations: modelling venture capital exits using survival analysis. *Journal of Banking & Finance*, 31(3), 679-702. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.06.010>
- Gompers, P. A. (1996). Grandstanding in the venture capital industry. *Journal of Financial Economics*, 42(1), 133-156. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(96\)00874-4](https://doi.org/10.1016/0304-405X(96)00874-4)
- Gompers, P. A. (1998). Venture capital growing pains: should the market diet? *Journal of Banking & Finance*, 22(6-8), 1089-1104. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00041-7](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00041-7)

- Gompers, P. A., & Lerner, J. (1999). What drives venture capital fundraising? *NBER Working Paper*, 6906. <https://doi.org/10.3386/w6906>
- Gompers, P., & Lerner, J. (1998). Venture capital distributions: short-run and long-run reactions. *The Journal of Finance*, 53(6), 2161-2183. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00086>
- Jenkinson, T., Jones, H., & Rauch, C. (2021). *Long goodbyes: Why do private equity funds hold onto public equity?* SSRN 3753480. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3753480>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Johan, S., & Zhang, M. (2016). Private equity exits in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 29, 133-153. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.08.016>
- Lerner, J., Leamon, A., & Vase, A. (2008). *A note on private equity in developing countries*. Harvard Business School Publishing.
- Lerner, J. (1994). Venture capitalists and the decision to go public. *Journal of Financial Economics*, 35(3), 293-316.
- Lerner, J. (1995). Venture capitalists and the oversight of private firms. *The Journal of Finance*, 50(1), 301-318. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05175.x>
- Lerner, J., & Pacanins, G. (1997). *A note on private equity in developing nations*. Harvard Business School Note 9-297-039.
- MacArthur, H., Burack, R., De Vusser, C., & Yang, K. (2022). *The private equity market in 2021: The allure of growth*. Bain & Company. <https://www.bain.com/insights/private-equity-market-in-2021-global-private-equity-report-2022/>
- Meirelles, J. L. F., Pimenta Júnior, T., & Rebelatto, D. A. D. N. (2008). Venture capital e private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. *Gestão & Produção*, 15, 11-21. <https://doi.org/10.1590/S0104-530X2008000100003>
- Minardi, A. M. A. F., Ferrari, G. L., & Tavares, P. C. A. (2013). Performances of Brazilian IPOs backed by private equity. *Journal of Business Research*, 66(3), 448-455. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2012.04.012>
- 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), 4. <https://doi.org/10.1590/1807-7692bar2019180070>
- Nese, A., & Giambiasi, F. (2022). *Private equity e venture capital no Brasil: Governança, criação de valor e alternativas em investimentos ilíquidos*. Editora Lux.
- O'Brien, T. (1999). Startup funding: Who has the power now? *Upside*, Foster City, 11(6), 129-135.
- Phalippou, L., Gottschalg, O. (2009). Beware of venturing into private equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 147-66.
- Ramalho, C., Furtado, C. V., & Lara, R. (2011). A indústria de private equity e venture capital: 2º censo brasileiro.
- Ribeiro, L. D. L. (2005). O modelo brasileiro de private equity e venture capital. (Tese de doutorado, Universidade de São Paulo, Brasil).
- Rindermann, G. (2003). *Venture capitalist participation and the performance of IPO firms: empirical evidence from France, Germany, and the UK*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=425080
- Ritter, J. R., & Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *The Journal of Finance*, 57(4), 1795-1828.
- Rossi Júnior, J. L., & Marotta, M. (2010). Equity market timing: testando através dos IPOs no mercado brasileiro. *Brazilian Review of Finance*, 8(1), 85-101.
- Sahlman, W. (1990). A estrutura e governança das organizações de capital de risco. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 473-521.

- Sasso, R. D. C. (2012). *Qualidade de lucros e estrutura de propriedade: a indústria de private equity no Brasil* (Tese de doutorado, Universidade de São Paulo, Brasil).
- Tavares, P., & Minardi, A. (2010). Does private equity investment work as a quality certification for IPOs in Brazil? <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1624876>
- Van Frederikslust, R., & Van der Geest, R. (2001). Initial returns and long-run performance of private equity-backed initial public offerings on the Amsterdam stock exchange. *Journal of Financial Transformation*, 10, 121-127.
- Vu, N., Worthington, A. C., & Laird, P. (2008). *The pricing and performance of initial public offerings in Australia, 1996-2007: A comparison of ordinary, venture capital and private equity-backed issues*. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1290907>
- Wood, G., & Wright, M. (2009). Private equity: A review and synthesis. *International Journal of Management Reviews*, 11(4), 361-380.
- Wright Robbie, M. K. (1998). Venture capital and private equity: A review and synthesis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(5-6), 521-570.
- Zarutskie, R. (2010). The role of top management team human capital in venture capital markets: Evidence from first-time funds. *Journal of Business Venturing*, 25(1), 155-172.

Como citar este artigo

Vieira, T. A., Botelho, D. R., Ribeiro, A. M., & Dantas, J. A. (2024). Indústria brasileira de private equity: Market timing para desinvestimento pós IPO. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 18:e215218. DOI: <http://dx.doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2024.215218>