

Análise da Influência do Perfil do Investimento de Private Equity e Venture Capital no Desempenho das Empresas Investidas

DANIELLA SOUZA DE OLIVEIRA
UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
daniellasouza@yahoo.com.br

JÚLIO PEREIRA DE ARAÚJO
UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
juliop.araujo@gmail.com

MARCOS ROBERTO GOIS DE OLIVEIRA
UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
mrgois@hotmail.com

Análise da Influência do Perfil do Investimento de Private Equity e Venture Capital no Desempenho das Empresas Investidas

RESUMO

O presente artigo estudou o desempenho das ações das empresas que são administradas por fundos de Private Equity (PE) e Venture Capital (VC) que abriram capital entre 2007 e 2013, analisando os perfis dos fundos e das empresas que influenciam nesse desempenho. Esse período envolve a crise econômica de 2008 e sua recuperação, bem como a desaceleração contínua que se iniciou na economia desde 2011, em que houve queda na lucratividade das empresas. Foram analisadas 19 empresas que receberam investimento de fundos de PE/VC e foram observados os seguintes perfis: fundos nacionais e internacionais; fundos como acionistas majoritários ou minoritários; empresas com apenas um ou mais de um fundo de PE/VC em suas estruturas; empresas que possuem valor de mercado maior ou menor que R\$500 milhões; e empresas que realizaram IPO antes ou após 31 de dezembro de 2008. A metodologia utilizada foi a do Retorno Anormal Acumulado (RAA) e os resultados mostraram que, dos critérios estabelecidos e para uma análise de 245 dias após o IPO, apenas as empresas que possuíam no quadro acionário fundos de PE/VC internacionais tiveram RAA's maiores, em provável decorrência do fundo internacional possuir incidência no novo mercado, caracterizando assim a aplicabilidade de melhor governança corporativa.

Palavras-chave: Private Equity. Venture Capital. Retorno Anormal Acumulado

ABSTRACT

This article aims to study the performance of the stocks of companies that are administered by funds managed Private Equity (PE) and Venture Capital (VC) and that went public between 2007 and 2013, analyzing the profiles of funds and firms that influence this performance. This period involves the 2008 economic crisis and recovery, as well as the continued slowdown that began in the economy since 2011, when there was a decline in corporate profitability. 19 companies that received investment funds from PE/VC were analyzed and the following profiles were observed: national and international funds; funds as majority or minority shareholders; companies with one or more of a fund PE/VC in their structures; companies with market value greater or less than R\$ 500 million; and companies that conducted IPO before or after December 31, 2008. The methodology used was the Cumulative Abnormal Return (CAR) and the results showed that the established criteria and for an analysis of 245 days after the IPO, only companies that had funds of PE/VC international in the corporate structure tend to have larger CAR, likely due to the international fund has implications for the new market, thus demonstrating the applicability of best corporate governance.

Keywords: Private Equity. Venture Capital. Cumulative Abnormal Return.

Área Temática: Finanças

1 INTRODUÇÃO

Impulsionado pelo ambiente de liquidez financeira mundial e pela forte expansão dos indicadores econômicos, a indústria brasileira de Private Equity e Ventura Capital (PE/VC) apresentou uma evolução bastante significativa. O capital comprometido dessa indústria em 2013 teve um aumento de R\$17,1 bilhões, que representa 21% em relação a 2012 (ABVCAP, 2014).

A relação Investimentos/PIB no Brasil foi de 0,37% em 2013, demonstrando um pequeno crescimento em relação a 2012, que foi de 0,34%. Considerando a mesma relação nos EUA em 2013, que foi de 1,02%, é possível estimar que o mercado brasileiro teria potencial de atrair pelo menos R\$ 49 bilhões de investimentos por ano. Esse valor representaria um aumento significativo de 179% em relação aos investimentos reais de 2013 (ABVCAP, 2014).

Apesar de um conceito novo no Brasil, *private equity* e *venture capital* se diferenciam quanto ao estágio de desenvolvimento econômico da empresa que receberá o aporte de capital. O *venture capital* visa, em geral, o financiamento de empresas embrionárias, menores, iniciantes, que possuem produtos inovadores. Assim, os investidores de PE/VC, acreditando no potencial dos produtos e/ou do negócio da empresa e, ainda em fase inicial, adquirem participação acionária, de um modo geral por um valor menor e em quantidade que lhes garantem a possibilidade de acompanhamento e intervenção, ou seja, uma influência direta na gestão da empresa (CORRÊA et. al, 2007). Já o *private equity* investe em empresas que buscam aporte de capital para se expandir ou se reestruturar, sendo consideradas mais maduras e já estabelecidas no mercado (GIOIELLI, 2008)

Quando se opta pela captação de financiamentos a partir da participação dos fundos de capital de risco, constituídos por investidores nacionais e/ou estrangeiros, o investidor também, na maioria das vezes, participa da administração da empresa que receberá o financiamento. Trata-se de mais uma alternativa às empresas face às grandes dificuldades de acesso que as mesmas possuem para conseguir recursos junto às fontes de financiamento tradicionais (LEITE e SOUZA, 2010).

Assim, a atividade dos fundos de PE/VC se apresenta como uma boa alternativa ao financiamento disponível no mercado de capitais, obtido através de empréstimos bancários. Para Ribeiro (2007), isso acontece porque os gestores de PE/VC são agentes mais adaptados para mitigar o risco associado ao investimento em empresas com pouco ou nenhum histórico financeiro e poucos ativos tangíveis que possam ser utilizados como garantia real. Somado a isso apresenta o diferencial da inovação, pelo que costumam trazer ao mercado produtos e serviços inovadores, ou inovam nos processos produtivos e gerenciais e nas suas estratégias de marketing (RIBEIRO, 2007).

2 PROBLEMA DE PESQUISA E OBJETIVO

Apesar das estratégias usadas pelos gestores de PE/VC na estruturação e administração dos investimentos serem conhecidas, pouco se sabe a respeito da influência das mesmas sobre o seu sucesso. Isto se deve à falta de modelos teóricos, de dados sistemáticos sobre os processos de investimento adotados por gestores individuais e de indicadores do seu sucesso (ausência de dados públicos sobre taxas de retornos dos investimentos) (SIQUEIRA et al, 2011).

Desta forma, considerando-se o pouco conhecimento a respeito da influência das organizações gestoras de PE/VC nas empresas investidas, em especial em relação à influência das características dos fundos, este trabalho se apresenta útil, no sentido de pretender investigar o seguinte problema de pesquisa: **Quais os perfis dos fundos de PE/VC e das empresas**

investidas que influenciam no desempenho dessas empresas, considerando-se os retornos das ações após a ocorrência do IPO?

O objetivo deste trabalho é comparar o desempenho das empresas que foram investidas por fundos de PE/VC por características dos fundos e das empresas, observando-se as diferenças de retornos após o IPO.

3 REVISÃO DA LITERATURA

O avanço do processo de globalização¹ e a contínua abertura da economia brasileira vêm gerando grande pressão por maior competitividade e redução de custos. Para acompanhar esse processo de mudança, faz-se necessária a realização de investimentos que viabilizem a produção com maior escala e melhor capacitação tecnológica. As pequenas e médias empresas, entretanto, carecem de capital sem que comprometa sua saúde financeira (DURVAL, 2011). Por este motivo, as empresas buscam apoio nos investimentos dos fundos como estímulo para seu crescimento. Os fundos de PE/VC tornam-se, assim, uma opção de investimento.

Os gestores de PE/VC não se limitam apenas a trazer capital, mas buscam, sobretudo, agregar valor na gestão das companhias investidas (FERRARI e MINARDI, 2010). Assim, procuram, na maioria das vezes, manter assento em conselhos de administração para que possa influenciar mais eficazmente nas decisões dos administradores, melhorando o fluxo de informações e aumentando o seu controle sobre os gestores da empresa (ELLER, 2012). Outra característica, apontada por Gioelli (2008), são as práticas de governança e transparência. Assim, exigem um volume grande de informações gerenciais e a preocupação com a profissionalização da gestão da empresa.

Os fundos de PE/VC investem em um número limitado de empresas, pois observam a sua possibilidade de evolução. Além disso, têm uma duração em geral de longo prazo, que varia de acordo com o potencial de retorno e a estabilidade financeira da empresa, de dez anos extensíveis por mais dois ou três anos (ELLER, 2012).

Segundo Ribeiro (2005), existem cinco tipos de saídas do investimento de PE/VC: venda estratégica (*trade sale*); venda para outro investidor (*secondary sale*); recompra pelo empreendedor (*buyback*); liquidação (*write-off*); e emissão primária de ações em bolsa de valores (IPO – *initial public offering*). Nessa última opção, a realização dos lucros do investidor é através da venda de sua parte acionária do negócio na bolsa, apurando a valorização durante o período em que se manteve na empresa (CORRÊA et. al, 2007).

A oferta pública inicial ou *Initial Public Offering* (IPO) é o processo em que uma empresa vai ao mercado pela primeira vez levantar recursos via venda de suas ações. Essa colocação é feita por um banco subscritor, conhecido também como *underwriter*. Nessa situação, a sociedade acaba atraindo novos sócios (ASSAF NETO, 2012). O processo lembra um leilão, onde os bancos responsáveis pela distribuição da oferta oferecem esses títulos a potenciais compradores, e funciona como principal forma de a empresa se capitalizar (ELLER, 2012).

O IPO é uma forma de criar liquidez para as ações, facilitando a venda da empresa, possibilitando a captação de recursos para seu crescimento, permitindo aos atuais acionistas obter uma diversificação de risco do negócio e possibilitando aos fundos de PE/VC vender os

¹ Entenda-se globalização como a “intensificação das relações sociais em escala mundial, que ligam localidades distantes de tal maneira que acontecimentos locais são modelados por eventos ocorrendo a muitas milhas de distância e vice-versa”, segundo a definição de GIDDENS (2001). Assim, a globalização é uma conectividade política, econômica, social e cultural existente entre as diferentes regiões da superfície terrestre.

seus negócios e aumentar sua transparência perante os acionistas (CELIKYURT, SERVILIR e SHIVDASANI, 2010).

O investimento provido dos fundos termina sendo benéfico para todos os envolvidos nesse processo: os investidores, as organizações gestoras e as empresas investidas. Onde se tem, por parte dos fundos, o investimento em uma empresa com forte potencial de crescimento ou já estabilizada com previsão de gerar maiores lucros (TESTA, 2013).

Segundo Sonoda (2008), cinco fases envolvem o investimento dos fundos em PE/VC, sendo elas: 1) Captação de recursos: nesta fase, o gestor estrutura o veículo de investimento e o apresenta a potenciais investidores. Geralmente a captação é obtida por meio de um compromisso de investimento; 2) Origem e seleção de investimentos: ocorre principalmente por meio da prospecção do gestor, de indicação de terceiros ou de propostas apresentadas por empreendedores. Após serem originados, os investimentos são cuidadosamente selecionados por um processo rigoroso; 3) Estruturação e execução dos investimentos: fase de extensa negociação de termos e condições a serem regidos no contrato que será firmado entre o gestor e a empresa, de montagem da estrutura financeira e da realização dos aportes de recursos na empresa; 4) Monitoramento e adição de valor: fase de acompanhamento e avaliação contínua da empresa, de participação ativa do gestor e da utilização da rede de relacionamento e da expertise do gestor para agregar valor à empresa; e 5) Preparação e execução da saída: uma vez atingida a maturação ou o objetivo pretendido, o gestor busca a melhor estratégia que irá lhe permitir vender sua participação na empresa, de modo a conferir um retorno almejado sobre o capital.

No Brasil, o total de empresas investidas em 2013 foi de 186 com valor médio de investimento de R\$ 95 milhões. O setor de óleo e gás, seguido de logística e transporte e energia, foram os setores que mais receberam recursos dos fundos PE/VC, sendo 38%, 12%, 9% respectivamente (ABVCAP,2014). O setor de varejo, que foi destaque em 2012 com 22%, obteve menos investimentos em 2013, correspondentes a 6% do total.

O ano de 2013 apresentou uma pequena redução nos desinvestimentos no Brasil, de 4%. As vendas de participações por IPO's e por alienações subsequentes em bolsa de valores apresentaram um aumento de 48% frente ao ano anterior (ABVCAP,2014). O grande destaque do ano de 2013, em termos de desinvestimento, foram as vendas de empresas no setor de educação, representando metade do montante desinvestido no ano. Também houveram saídas relevantes nos setores de varejo e construção civil representando 13% e 10% do total do ano, respectivamente.

Apesar de conhecerem-se as estratégias usadas pelos gestores de PE/VC na estruturação e administração dos investimentos, pouco se sabe se há relação com um desempenho superior de IPO's. Certo é que, segundo o estudo feito por Ferrari e Minardi (2010), os desempenhos dos IPO's que foram afetados pela crise econômica tiveram em média um desempenho pior se comparado ao índice Ibovespa. Isto devido ao fato de que em crise existe uma corrida por ativos mais seguros, e tamanho pequeno é uma característica que indica maior risco, afirmam os autores. Assim sendo, os preços das ações oscilariam de forma aleatória em torno do seu valor intrínseco obtendo um retorno nem maior, nem menor que o justo para o risco assumido (FERRARI E MINARDI, 2010).

Alguns estudos como o do Eller (2012), apontam para uma anomalia no mercado que proporciona retornos excedentes para as empresas com participação de fundos de PE/VC anterior à estreia na bolsa, apresentando desempenho superior que, contudo, vai diminuindo com relação ao tempo. Assim, a presença de um fundo de PE/VC se mostrou significativa apenas depois de seis meses de lançamento, em seu trabalho de pesquisa.

Em recente trabalho, Testa (2013) ressaltou a importância do tema diante do aumento do número de pequenos investidores na bolsa brasileira, e também evidenciou uma anomalia para os retornos de IPOs de empresas que possuem a participação dos fundos, sem, contudo,

explicar os fatores que levam a essa possível anomalia. Em outras palavras, as hipóteses estudadas apontaram para uma *performance* de curto, médio e longo prazo dos IPOs de empresas com participação de fundos PE/VC superior as empresas sem participação. Assim, o estudo evidencia que a presença de fundos de PE/VC nas empresas estreadas na bolsa de valores certifica a qualidade dos IPO's e que quanto maior a participação acionária desses fundos, maior a qualidade desses IPOs.

Araújo, Oliveira e Miranda (2013), observaram que a média dos retornos anormais acumulados das empresas que receberam investimentos de PE/VC não é estatisticamente igual à média das empresas que não receberam tais investimentos. Observou-se que, após um ano da abertura de capital na bolsa de valores, as empresas que receberam investimentos de fundos de PE/VC quando ainda eram de capital fechado apresentaram um melhor desempenho estatisticamente significativo em relação às empresas que não foram investidas por esses fundos.

Certo é que os fundos de gestão na medida em que se envolvem nas decisões estratégicas das empresas tende a melhorarem a governança corporativa, minimizando riscos específicos e obtendo um crescimento sustentável (SIQUEIRA, CARVALHO e NETTO, 2011).

4 METODOLOGIA

Para analisar a problemática que cerca o assunto dos desempenhos de IPO's geridos por fundos PE/VC, esta pesquisa utilizou um estudo quantitativo. Assim, estudou-se o desempenho dos IPO's como forma de desinvestimento de empresas que receberam aporte desses fundos de investimentos. Foi estudado o período de curto prazo (30 dias) e longo prazo (245 dias) de negociações das ações na bolsa de valores, no intervalo de 2007 a 2013.

Das 109 empresas que realizaram IPOs nesse intervalo, apenas 19 estão no grupo das que receberam aporte de fundos e os têm como acionista vendedor. Além disso, foram consideradas as ações com pelo menos 245 dias de negociações. Algumas empresas foram retiradas da amostra por motivos de incorporações por outras empresas que já constavam na base de dados e porque algumas apresentaram dados de retorno muito irregulares.

As avaliações dos fundos foram feitas considerando a média dos retornos anormais acumulados dos grupos abaixo, que foram separados de acordo com as informações contidas nos prospectos de abertura de capital das empresas:

Grupo A:

- Empresas que possuem como acionistas fundos de PE/VC nacionais;
- Empresa que possuem como acionistas fundos de PE/VC internacionais.

Grupo B:

- Empresas que possuem fundos de PE/VC como acionistas majoritários;
- Empresas que possuem fundos de PE/VC como acionistas minoritários.

Grupo C:

- Empresas que possuem apenas um fundo de PE/VC como acionista;
- Empresas que possuem mais de um fundo de PE/VC como acionista.

Grupo D:

- Empresas que possuem valor de mercado maior que R\$ 500.000.000,00;
- Empresas que possuem valor de mercado menor que R\$ 500.000.000,00.

Grupo E:

- Empresas que realizaram IPO antes de 31 de dezembro de 2008;
- Empresas que realizaram IPO depois de 31 de dezembro de 2008.

Em todos os grupos foram avaliados se os fundos de investimentos influenciaram diferentemente nos desempenhos dos IPO's das empresas de forma a traçar um perfil. Buscando detectar se existe diferença estatisticamente significativa entre os grupos, foram coletados no site do Infomoney os preços diários de fechamento das ações das empresas.

O retorno (R_t) de cada ação foi calculado diariamente, partindo-se do preço de fechamento, a partir da equação:

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Onde:

P_t = preço da ação no tempo t ;

P_{t-1} = preço da ação no tempo $t-1$.

O retorno anormal (RA) de cada ação foi calculado subtraindo-se o seu retorno diário dos retornos do índice Ibovespa no mesmo período:

$$RA_{i,t} = R_{i,t} - R_{ibov,t}$$

Onde:

$R_{i,t}$ = retorno da ação (i) no tempo t ;

$R_{ibov,t}$ = retornos do índice Ibovespa no tempo t .

Para a análise do retorno anormal acumulado (RAA) de cada empresa por grupo, foi feito o seguinte cálculo:

$$RAA_i = \sum_{t=1}^n RA_{i,t}$$

Onde:

n = número de dias de retorno acumulado

A fim de comparar o RAA de cada grupo foi calculado o RAA médio:

$$RAA_M = \frac{\sum_{i=1}^n RAA_i}{n}$$

Onde:

n = número de empresa de cada grupo

Considerando que, em cada grupo, trabalhou-se considerando duas pequenas amostras independentes, utilizou-se o teste de *Mann-Whitney* para verificar se os retornos anormais acumulados das empresas dos grupos são estatisticamente diferentes.

O teste de *Mann-Whitney* (*wilcoxon rank-sum test*) é usado para comparar dois grupos não pareados para se verificar se pertencem ou não à mesma população. Esse teste pode ser considerado a versão não paramétrica do teste *t* de *Student*, para amostras independentes. Também é apropriado para averiguar se são iguais as medianas de duas populações contínuas e independentes, sem que tenha necessariamente o mesmo tamanho. Logo, diferencia-se do teste *t*, pois ao invés de construir estatística com dados originais, eles são previamente convertidos em postos (ordenações). O *outlier* perde sua influência no teste de Mann-Whitney (U), sendo apenas considerado o maior valor da amostra. Outra vantagem desse teste é que ele pode ser aplicado em uma variável que seja ordinal (UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA, 2014).

Os valores de U calculados pelo teste avaliaram o grau de entrelaçamento dos dados dos dois grupos após serem ordenados. A maior separação dos dados em conjunto indica que as amostras são distintas, rejeitando-se a hipótese de igualdade das medianas (PORTAL ACTION).

Assim, o teste se baseia nos postos de valores obtidos a partir da combinação das duas amostras. Isso se dá pelo ordenamento desses valores, do menor para o maior, independentemente do fato de qual população cada valor provém (PORTAL ACTION).

Sejam N_1 e N_2 os tamanhos de duas amostras.

Considera-se o teste de hipóteses:

$$H_0: \mu_x = \mu_y;$$

$$H_0: \mu_x \neq \mu_y;$$

Onde:

μ_1 = mediana da população contínua e independente N_1

μ_2 = mediana da população contínua e independente N_2

Em seguida, os elementos das amostras são colocados em ordem numa única variável de tamanho $N_1 + N_2$, onde são identificadas suas posições. Calcula-se a soma das ordens para cada amostra:

$$W_1 = \sum_{j=0}^k n_{1,j}$$

$$W_2 = \sum_{j=0}^k n_{2,j}$$

Onde:

k = número da posição de ordem das observações das respectivas amostras

Tendo em vista que não existem números iguais nas amostras desse estudo, não foram necessários ajustes.

A partir dos valores W_1 e W_2 , calcula-se o teste *Mann-Whitney* (U), que é dado pelo número de vezes que uma observação da amostra precede outra observação da amostra:

$$U_1 = N_1N_2 + \frac{N_1(N_1 + 1)}{2} - W_1$$

$$U_2 = N_1N_2 + \frac{N_2(N_2 + 1)}{2} - W_2$$

A estatística U de Mann-Whitney se expressa:

$$U = \min (U_1, U_2)$$

Na hipótese H_0 a mediana da população N_1 e N_2 serão iguais às medianas μ_x e μ_y , caso contrário, rejeita-se H_0 . No caso de utilização desse teste, se o *p-value* > 0,10 leva-se a aceitar a hipótese de igualdade das medianas, aceitando-se a hipótese nula a um nível de significância de 10%.

Para os cálculos dos RAA's o software utilizado foi o Microsoft Excel e para a realização dos testes estatísticos o SPSS.

5 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Foram calculados os RAA's das empresas divididas em cinco grupos, conforme já mencionados na seção anterior, para que, através dessa análise, seja traçado um perfil dos IPO's que possuem fundo de PE/VC como investidor. Com a finalidade de observar a diferença de comportamento de cada grupo, foram analisados os resultados nos 30 e 245 dias após o lançamento do IPO.

5.1 RAA_M nos 30 dias após o IPO

Inicialmente foi delimitado um período de 30 dias para comparar o comportamento do retorno das ações no curto prazo.

Feito o cálculo do RAA_M, o resultado apresentado revelou que após esse período as empresas do Grupo A que obtiveram maior retorno foram as que possuíam como acionistas fundos de PE/VC nacionais. Já no Grupo B destacam-se as empresas que possuem fundos como acionistas majoritários; e no Grupo C as empresas que possuem como acionistas apenas um fundo. Os resultados desses grupos podem nos notificar que os fundos de investimentos de PE/VC têm papel importante na gestão ativa da empresa, o que exige uma demanda grande por informações gerenciais e busca constante na profissionalização dessa gerência. Por outro lado,

quando mais de um fundo é acionista, a divergência na forma de gerir pode ser um fator a ser considerado no desempenho do IPO.

Em relação ao Grupo D, a alavancagem no valor da empresa antes do IPO pode ser um fator que proporciona um maior retorno da ação. Contudo, não há subsídio nesse estudo suficientemente capaz de reverter a suposição em afirmação, pelo que não se sabe o valor de mercado das empresas no momento em que os fundos PE/VC passaram a compor o quadro de acionista das mesmas. Assim, o resultado apresentado na Tabela 1 nos leva a entender que quanto maior o valor das empresas maior a confiança do investidor.

Em relação ao Grupo E, é importante destacar que a crise econômica mundial que se iniciou em 2007 e teve seu ápice em 2008 pode ter sido um fator que influenciou negativamente os lançamentos de IPO's, pois da amostra de 19 empresas estudadas 12 realizaram IPO's até 31 de dezembro de 2008 e apresentaram, em curto prazo, retorno negativo das ações (-1,45%), diferente 10,63% das 7 empresas que realizam a oferta pública após essa data.

Tabela 1 - Retorno Anormal Acumulado Médio após 30 dias do IPO

		RAA médio
Grupo A	<i>Empresas que possuem como acionistas PE/VC nacionais</i>	5,15%
	<i>Empresas que possuem como acionistas PE/VC internacionais</i>	1,43%
Grupo B	<i>Empresas que possuem PE/VC como acionistas majoritários</i>	3,89%
	<i>Empresas que possuem PE/VC como acionistas minoritários</i>	1,07%
Grupo C	<i>Empresas que possuem apenas um fundo como acionista</i>	7,01%
	<i>Empresas que possuem mais de um fundo como acionista</i>	-1,47%
Grupo D	<i>Empresas que possuem valor de mercado maior que R\$ 500.000.000,00</i>	5,36%
	<i>Empresas que possuem valor de mercado menor que R\$ 500.000.000,00</i>	-2,76%
Grupo E	<i>Empresas que realizaram IPO antes de 31 de dezembro de 2008</i>	-1,45%
	<i>Empresas que realizaram IPO depois de 31 de dezembro de 2008</i>	10,63%

Fonte: Elaboração do autor

5.2 RAA_M nos 245 dias após o IPO

A fim de verificar como se comporta o retorno das ações no longo prazo, considerando 245 dias após a realização do IPO, foi feito o cálculo do RAA_M do período.

Em relação ao Grupo A, as ações das empresas que possuem fundo PE/VC nacionais apresentaram retorno bem inferior (-332,99%) ao das empresas que possuem como acionistas

fundos de PE/VC internacionais (18,43%), o que pode indicar uma maior confiança do investidor na gestão praticada pelos fundos internacionais no longo prazo. Assim, no Grupo A, as empresas que possuem como acionistas fundos de PE/VC internacionais apresentaram maior desempenho em relação às que possuíam fundos nacionais.

No Grupo B, as empresas que possuem o fundo de PE/VC como acionista minoritário apresentou um RAA superior (-6,27%) em relação às empresas investidas por fundos majoritários em suas estruturas de capital (-21,30%), apresentando comportamento contrário à análise de 30 dias.

Posteriormente, no Grupo C, mais uma vez obteve-se um comportamento divergente da análise de 30 dias. Dessa vez, as empresas com apenas um fundo de PE/VC como acionista quando da abertura de capital apresentou valor maior de retorno (-15,45%) em relação às empresas com mais de um fundo em suas estruturas (-18,46%).

Em seguida, no Grupo D, têm-se as empresas com valor de mercado maior que R\$500 milhões apresentando valor de RAA superior (-4,10%) em relação às demais empresas do grupo (-37,91%), pressupondo-se que quanto maior o valor da organização mais capacidade ela tem de gerir e enfrentar as oscilações do mercado.

Tabela 2 - Retorno Anormal Acumulado Médio após 245 dias do IPO

		RAA médio
Grupo A	<i>Empresas que possuem como acionistas PE/VC nacionais</i>	-332,99%
	<i>Empresas que possuem como acionistas PE/VC internacionais</i>	18,43%
Grupo B	<i>Empresas que possuem PE/VC como acionistas majoritários</i>	-21,30%
	<i>Empresas que possuem PE/VC como acionistas minoritários</i>	-6,27%
Grupo C	<i>Empresas que possuem apenas um fundo como acionista</i>	-15,45%
	<i>Empresas que possuem mais de um fundo como acionista</i>	-18,46%
Grupo D	<i>Empresas que possuem valor de mercado maior que R\$ 500.000.000,00</i>	-4,10%
	<i>Empresas que possuem valor de mercado menor que R\$ 500.000.000,00</i>	-37,91%
Grupo E	<i>Empresas que realizaram IPO antes de 31 de dezembro de 2008</i>	-28,88%
	<i>Empresas que realizaram IPO depois de 31 de dezembro de 2008</i>	4,57%

Fonte: Elaboração do autor

Por fim, no Grupo E, as empresas que realizaram IPO após de 31 de dezembro de 2008 apresentaram valores de RAA superiores. Esse resultado, alinhados ao apresentados nos 30 primeiros dias, aponta que, mesmo após 245 dias, as empresas que realizaram IPO's depois do ano de 2008 possuíram melhores desempenhos, mostrando assim a influência negativa da crise.

5.3 Testes Estatísticos

Agora, apresentados os RAA_M dos grupos, faz-se necessário verificar se as diferenças dos RAA's são estatisticamente significativas, através da análise dos resultados dos testes estatísticos realizados.

Tabela 3 - P-value dos Retornos Anormal Acumulado após o IPO

		<i>P-value 30 dias</i>	<i>P-value 245 dias</i>
Grupo A	<i>Empresas que possuem como acionistas PE/VC nacionais e internacionais</i>	0,32	0,08*
Grupo B	<i>Empresas que possuem PE/VC como acionistas majoritários e minoritários</i>	0,48	0,60
Grupo C	<i>Empresas que possuem um e mais de um fundo como acionista</i>	0,35	0,87
Grupo D	<i>Empresas que possuem valor maior e menor que R\$ 500.000.000,00</i>	0,45	0,18
Grupo E	<i>Empresas que realizaram IPO antes e depois de 31 de dezembro de 2008</i>	0,20	0,15

Fonte: Elaboração do autor

* Estatisticamente significativo a 10%

Foi considerado como nível de significância 10%, admitindo-se assim que se o *p-value* for menor ou igual a 0,10 rejeita-se a hipótese de que as medianas são iguais e pode-se afirmar que o desempenho de uma empresa nos períodos considerados se sobrepunha à outra. Apresentando-se o *p-value* maior que 0,10, a hipótese de igualdade das medianas não deve ser rejeitada.

Assim, observando-se a Tabela 3, apenas o período de 245 dias após a realização do IPO das empresas do Grupo A (empresas com fundos de PE/VC nacionais e internacionais) apresentou diferença estatisticamente significativa a um nível de 10%. Não obstante, pode-se dar confiança ao comportamento apresentado pelo grupo, confirmando o melhor desempenho das empresas que possuem no quadro de acionista fundos de PE/VC internacionais.

6 CONCLUSÕES

O presente trabalho objetivou buscar um perfil dos desempenhos nos IPO's para as empresas que possuem como acionistas vendedores fundos de PE/VC. Para isso, separou-se a análise em períodos de curto e longo prazos, sendo esses considerados 30 e 245 dias respectivamente.

Após segmentar as empresas em cinco grupos, foi identificado que no período de 245 dias as empresas que receberam aporte de fundos de PE/VC internacionais se destacaram em relação àquelas que possuem fundos nacionais, com retorno em 18,43% frente aos (-332,99%) das empresas com fundos nacionais. Esse resultado foi o único que apresentou-se ser estatisticamente significativo. Outros fatores como valor de mercado da empresa, ter fundo PE/VC como acionista majoritário ou minoritário, possuir um ou mais fundos como acionista

e realização do IPO antes ou após a crise de 2008 não levaram a evidências de interferências do desempenho dos RAA's das empresas.

As evidências encontradas se explicam por uma possível confiança do investidor na melhor gestão das empresas que possuem em seu quadro acionário fundos de investimentos internacionais, seja pelo sucesso da estruturação e administração do capital comprometido seja pelos bons investimentos. Além disso, certo é que as empresas investidas por PE/VC internacional possuem incidência no novo mercado, caracterizando assim a aplicabilidade de melhor governança corporativa, corroborando vários estudos nesse sentido.

Deve ser considerado que por se tratar de uma quantidade relativamente pequena de empresas, o resultado pode sofrer variações caso sejam consideradas amostras maiores. A limitação do curto período estudado também nos leva a afirmar que outros testes podem ser feitos, com abordagens de lançamentos maiores e a utilização de outros métodos para verificação.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABVCAP. Disponível em <[http://www.abvcap.com.br/ http://gvcepe.com/site/wp-content/uploads/2008/11/guia_2008_ptbr.pdf](http://www.abvcap.com.br/http://gvcepe.com/site/wp-content/uploads/2008/11/guia_2008_ptbr.pdf)> Acesso em 05/05/2014.

BM&FBOVESPA. *Como e por tornar uma Companhia Aberta*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/educacional/download/BMFBOVESPA-Como-e-por-que-tornar-se-uma-companhia-aberta.pdf>> Acesso em 05/05/2014.

CELIKYURT, U.; SEVILIR, M.; SHIVDASANI, A. (2010). Going Public do Acquire? The Acquisition Motive in IPOs. *Journal of Financial Economics*, 345-363.

ELLER, Estêvão Passos. *Análise do Desempenho de Longo Prazo dos IPOs de empresas com participação prévia de fundos de Private Equity e Venture Capital de 2004 a 2011 na BM&FBovespa*. 2012. 45 f. Dissertação (Mestrado em Economia) Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2012.

EXAME. *Bovespa faz 6 do IPOs do mundo em 2013*. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/bovespa-faz-6-dos-ipos-do-mundo-em-2013?page=1>> Acesso em 05/05/2014.

FERRARI, Guilherme Lopes; MINARDI, Andrea Maria Accioly F. *O Desempenho de Ofertas Públicas Iniciais de Empresas Brasileiras Financiadas por Fundos de Private Equity*. Instituto de Ensino e Pesquisa, 2010.

GIOIELLI, Sabrina P. O. Os Gestores de Private Equity e Venture Capital Influenciam a Governança Corporativa das Investidas? Evidências das Empresas Estreantes na Bovespa. 2008. 107 f. Dissertação (Mestrado em Administração)- Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2008.

GIDDENS, Anthony. *As conseqüências da modernidade*. São Paulo: Editora Unesp, 1991.

INFOMONEY. Disponível em <<http://www.infomoney.com.br/ibovespa/historico>> Acessado em 01/05/2014.

LEITE, César Ricardo; SOUZA, Cesar Alexandre. *Os fundos de “private equity” como uma alternativa de financiamento de capital de risco às empresas no brasil, através da participação acionária e administrativa*. V SEMEAD, Anais... jun. 2010.

PORTAL ACTION. Teste de Wilcoxon-mann-whitney Amostras Independentes. Disponível em <<http://www.portalaction.com.br/969-2-teste-de-wilcoxon-mann-whitney-amostas-independentes>> Acesso em 09/07/2014.

RIBEIRO, L. L.; TIRONI, L. F. Ativos Intangíveis: Avaliação e Mensuração no Contexto de Private Equity e Venture Capital. Ipea, Texto para Discussão, n. 1280, Brasília, 2007.

SIQUEIRA, Eduardo Madureira Rodrigues; CARVALHO, Antônio Gledson de; NETTO, Humberto Galluci. *Determinantes do Sucesso dos Investimentos de Private Equity e Venture Capital no Brasil*. Revista Brasileira de Finanças. vol 9, 2011.

SONODA, Fábio. *Análise da Influência do Private Equity e Venture Capital no Underpricing dos IPOs das Empresas Brasileiras no Período de 2004 a 2007*. 49 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2008.

TESTA, Carlos Henrique Rodrigues. *O papel certificador dos fundos de Private Equity e Venture Capital na qualidade das empresas estreantes na BM&FBovespa*. 134 f. Dissertação (Mestrado em Economia). Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA. *Testes não paramétricos Mann-Whitney*. Disponível em <http://www.inf.ufsc.br/~verav/Testes_de_Hipoteses/Testes_ao_parametricos_Mann-Whitney.pdf> Acesso em 09/07/2014.

UOL. *5 Anos de Crise Econômica no Mundo*. Disponível em: <<http://economia.uol.com.br/infograficos/2013/5-anos-de-crise-economica-no-mundo/>> Acesso em 05/05/2014.