

Inspere Instituto de Ensino e Pesquisa
Faculdade de Economia e Administração

Thiago Denker

Impacto de fundos de Private Equity e Venture Capital na performance financeira e operacional de companhias, entendendo o efeito da pandemia

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas

Orientador: Prof. Adalto Barbaceia Gonçalves - Inspere

São Paulo

2023

Agradecimentos

Gostaria de agradecer primeiramente a minha família por me proporcionar uma educação e ensino excelente e ter por não só contribuído, mas também proporcionado minha formação como Administrador, e agora como economista. Um agradecimento especial também para meu professor e orientador Adalto Barbaceia Gonçalves por todo suporte e apoio ao longo do projeto. Por fim, agradeço também aos meus colegas que estiveram ao meu lado ao longo de todos estes anos no Insper.

Resumo

Investimentos advindos de fundos de *Private Equity* e *Venture capital* vêm crescendo consideravelmente ao longo dos últimos anos no Brasil, e têm como principal racional em sua atuação destravar valor em teses de companhias com alto potencial. Desta forma, esse artigo visa analisar a diferença de performance financeira e operacional de empresas que obtiveram investimentos de PEs/VCs quando comparadas com empresas que não receberam, explorando a pandemia como um choque exógeno para a análise. Assim, utilizando como base o paper “*The Impact of Private Equity and Venture Capital Funds on post-IPO Operational and Financial Performance in Brazilian Invested companies*” (2018) de Bianca Piloto Sincerre; Joelson Sampaio; Rubéns Famá; Eduardo S Flores, este artigo busca entender o impacto destes fundos nas companhias investidas ao analisar as companhias selecionadas com base nas seguintes medidas de performance operacional e financeira: i) Caixa e Equivalentes; ii) Alavancagem; iii) Retorno sobre Ativo; iv) Crescimento de receita, expandindo a análise do paper para o período pós pandemia.

Abstract

Private Equity and Venture Capital funds' investments have been showing considerable growth over the past few years in Brazil. Those types of funds have as one of their main rationales to create value through their sector expertise on high-potential companies. The article herein aims to analyze the difference in financial and operational performance of companies that received investments from PEs/VCs compared to companies that did not, exploring the pandemic as an exogenous shock to the analysis. Thus, using as a basis the paper "The Impact of Private Equity and Venture Capital Funds on post-IPO Operational and Financial Performance in Brazilian Invested companies" (2018) by Bianca Piloto Sincerre; Joelson Sampaio; Rubéns Famá; Eduardo S Flores, this article seeks to understand the impact of these funds on the invested companies by analyzing the selected companies based on the following operational and financial performance metrics: i) Cash and Cash Equivalents; ii) Leverage; iii) Return on Assets; iv) Revenue Growth, expanding the paper's analysis to the post-pandemic period.

Sumário

1. Introdução.....	6
2. Literatura.....	12
3. Metodologia	14
4. Resultados	16
5. Conclusão.....	21
6. Referências Bibliográficas	23

1. Introdução

Este artigo acadêmico tem como objetivo principal entender o impacto de fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* na performance financeira e operacional das companhias investidas. Assim, o trabalho em questão poderá contribuir com que investidores tenham mais informações para optar entre investir em empresas que receberam aportes de fundos de PE/VC e as que não tiveram esses investimentos, ao entender a função e a importância destes fundos nas companhias.

Embora a indústria de fundos *Private Equity* e *Venture Capital* já seja muito desenvolvida em alguns países, como por exemplo, nos Estados Unidos, no Brasil esse mercado ainda é muito incipiente, apesar deste vir crescendo ao longo dos últimos anos, tendo atingido R\$ 11,5 bilhões apenas no primeiro trimestre de 2022, como evidenciado na figura 1. A oportunidade de crescimento no mercado de PE/VC é notada quando comparamos a penetração dos fundos de PE no Brasil com outros mercados, uma vez que, enquanto estes fundos representam apenas 0,7% do PIB do país a proporção dos fundos americanos atingiu 1,7%.

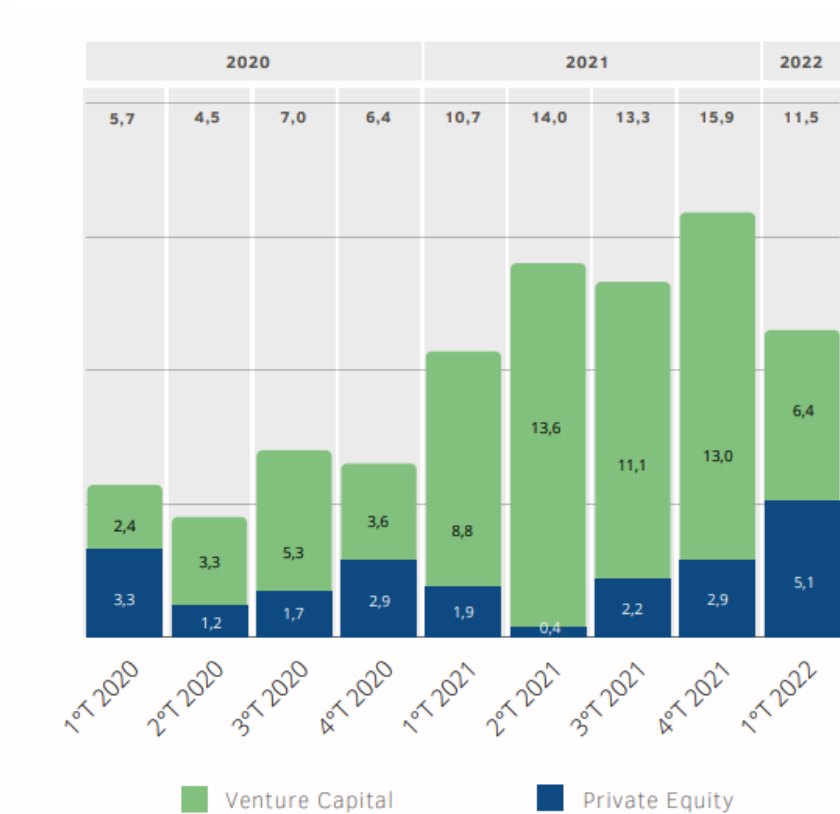


Figura 1. Evolução dos investimentos em empresas de PE/VC – Fonte: ABVCAP e KPMG

O principal objetivo destes fundos se baseia em encontrar oportunidades em empresas, pequenas ou médias, dentro de setores promissores, em que estas possuam vantagens competitivas e assim um grande potencial de crescimento. Nesse contexto, PEs e VCs podem vir a desempenhar um papel essencial para essas companhias, uma vez que enquanto elas vão se desenvolvendo, os fundadores podem deixar de serem os melhores controladores para o momento atual da companhia. Assim, estes fundos podem trabalhar em conjunto com os fundadores ao buscarem um time de gestão mais adequado para a fase que a companhia se encontra, o que é destacado em “Os Gestores de Private Equity e Venture Capital Influenciam a Governança Corporativa das Investidas?” (2013) de Gioielli, S., onde são apresentadas evidências de que as empresas investidas por

PEs/VCs possuem conselhos mais independentes da gestão se comparadas às demais empresas da amostra.

Sendo assim, dado todo esse processo transformacional que os fundos de PE/VC costumam implementar nas companhias investidas, é possível entender a necessidade de uma atuação ativa nas empresas, por um período considerável. Ponto este que pôde ser evidenciado através dos resultados da pesquisa “Empresas investidas por fundos de *Private Equity* no Brasil: lições aprendidas” de Penno, L.; Batista, D.; Vizeu, D.; Minardi, A.; Monteiro, G. onde foram realizadas entrevistas com 46 empresários que receberam injeção capital de gestoras de *private equity* em suas companhias. Ao longo desta pesquisa, foi obtido que o período médio de permanência desses fundos nas empresas foi de 5 anos, conforme exposto na figura 2, havendo casos em que as gestoras permaneceram mais de 10 anos na companhia.

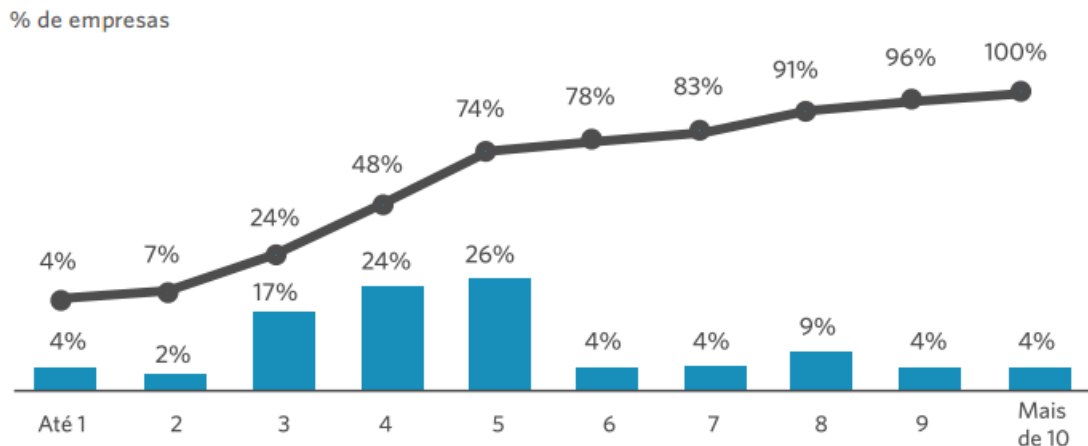


Figura 2. Prazo de permanências dos fundos nas empresas analisadas—
Fonte: Penno, L.; Batista, D.; Vizeu, D.; Minardi, A.; Monteiro, G. (2018)

Pelo fato de diversas vezes estes fundos entrarem com posições relevantes, exercendo controle nas companhias investidas, e por terem regras em relação a sua data de saída acordadas previamente com seus investidores, ambas as partes solicitam que sejam incorporados mecanismos destinados ao controle dos potenciais conflitos de interesse na companhia, elencados na figura 3. De modo

que, algumas das principais delas são: *drag along*, artifício este que permite que o fundo obrigue os demais acionistas a venderem suas posições em caso de uma oferta que atenda alguns parâmetros pré-estabelecidos; indicação de membros que irão gerir a companhia; e por fim o *tag along*, que por sua vez protege os acionistas minoritários ao garantir o direito de vender sua participação nas mesmas condições que o majoritário, em caso da existência de uma oferta. Dessa forma, essas estruturas ajudam a assegurar o alinhamento de interesses entre o fundo e a companhia investida, ao garantir que os investidores, junto com a companhia, possam melhorar a sua governança e ao fim possibilitar que recebam o adequado retorno de seus investimentos.

(# menções, % recorrência entre os 46 entrevistados)

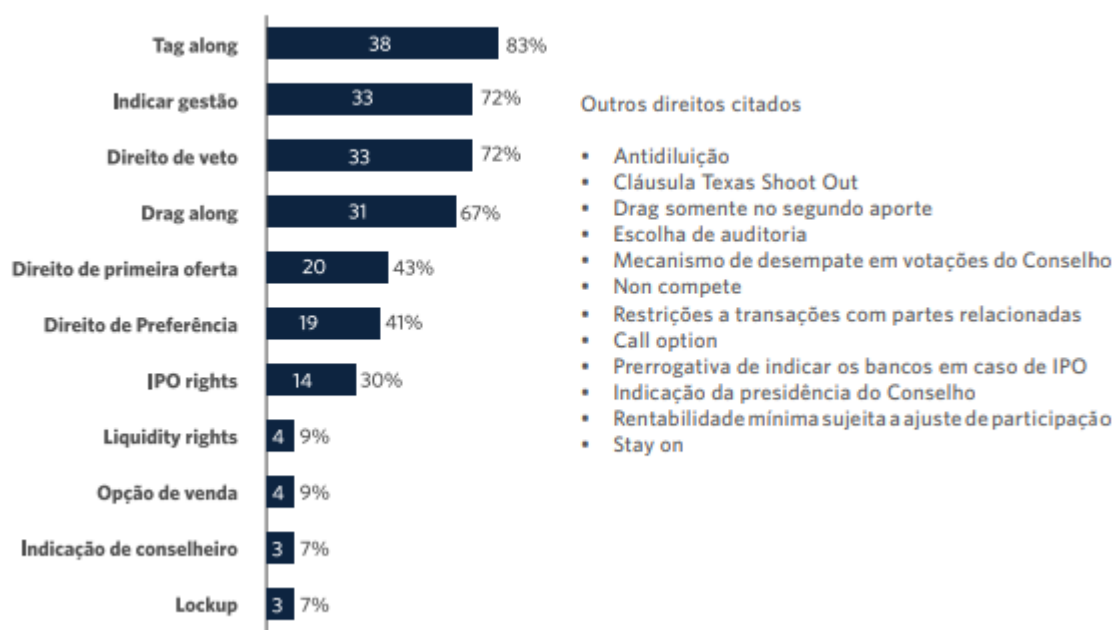


Figura 3. Direitos citados pelos fundos pesquisados– Fonte: Penno, L.; Batista, D.; Vizeu, D.; Minardi, A.; Monteiro, G. (2018)

Assim, devido a algumas características em comum presentes nas indústrias em questão, se mostra plausível acreditar na existência de similaridades entre diferentes companhias investidas por fundos de PE/VC em diversos aspectos.

De acordo com um levantamento divulgado pelo relatório “Uma Análise da Evolução dos Investidores” em fevereiro de 2022 pela B3, o número de contas abertas em corretoras no Brasil alcançou 5 milhões com um crescimento de cerca de 56% no número de investidores no mercado de capitais na comparação com dezembro de 2020 (Info Money, 2022). Desta forma, este trabalho poderá contribuir ao fornecer informações para possíveis investidores que queiram optar entre empresas que receberam aportes de fundos de PE/VC; empresas que não foram financiadas por estes fundos ou até mesmo por realizar um investimento direto em algum fundo com viés de PE/VC.

Nesse sentido, é importante ressaltar que embora por muito tempo o acesso a investimentos em fundos de PE no Brasil tenha se voltado a apenas investidores institucionais, ou seja, entidades que gerem capitais de terceiros, como por exemplo, fundos de pensão, *family offices* e bancos, o panorama atual vem indicando uma tendência de democratização dos investimentos. Essa tendência a um maior acesso a fundos de *Private Equity* por pessoas físicas reforça ainda mais a importância que este estudo pode vir a ter em um processo decisório por parte de investidores, onde um exemplo desse movimento se trata da captação de R\$ 1 bi da gestora de ativos alternativos, Pátria Investimentos, com investidores de varejo da XP, onde foi possível que investidores qualificados, aqueles com patrimônio investido acima de R\$ 1 milhão, investissem no novo fundo de *Private Equity* da maior casa de ativos alternativos da América Latina (Valor Investe, 2022).

Desta forma, o foco deste trabalho acadêmico será em analisar o impacto destes fundos em termos de financiamento, políticas operacionais e financeiras adotadas nas empresas que recebem estes investimentos. De forma a expandir a análise realizada pelo paper “*The Impact of Private Equity and Venture Capital Funds on post-IPO Operational and Financial Performance in Brazilian Invested companies*” (2018) de Bianca Piloto Sincerre; Joelson Sampaio; Rubéns Famá; Eduardo S Flores, para o período pós pandemia, e assim entender se os resultados encontrados pelos autores ainda são válidos quando incorporado este choque recente, ou se pode ter havido alguma distorção relevante. De forma que, deveria

ser esperado que a COVID impactasse negativamente a demanda por serviços e produtos das empresas, implicando em uma queda generalizada de geração de caixa e uma subsequente necessidade de queima de caixa para manutenção das operações. Assim, uma hipótese razoável é que, através do choque do Covid-19, as companhias experienciaram um impacto considerável na sua posição de caixa, uma vez que o choque recessivo de demanda possivelmente contribuiu para uma queda significativa na geração de caixa da maioria das companhias.

Para esta comparação, com base no que é apresentado por Cronqvist, Low e Nilsson (2009), serão usadas quatro métricas das companhias sendo estas, i) Caixa e Equivalentes; ii) Alavancagem; iii) Retorno sobre Ativo; iv) Crescimento de receita. A base de dados será formada de companhias que tenham sido negociadas publicamente na B3 entre 2013 e 2022. Assim será possível ter acesso aos dados dessas companhias de maneira padronizada com maior facilidade, dado que muitas das companhias que não são listadas, sejam estas financiadas por fundos de PE/VC ou não, não tem a obrigatoriedade de reportar seus resultados. Após coleta dos dados, será realizada a análise econométrica levando em consideração as variáveis referentes as métricas mencionadas anteriormente.

Assim, levando em consideração a literatura estudada, tem-se os seguintes resultados esperados para o estudo que irá ser realizado: que companhias suportadas por PEs/VCS após o *IPO* apresentam: (i) maiores níveis de caixa e equivalentes de caixa; (ii) menores níveis de alavancagem; (iii) maiores níveis de rentabilidade; (iv) maiores níveis de crescimento de receita.

2. Literatura

Inicialmente, o primeiro estudo utilizado para construção do suporte teórico sobre o tema foi Brav and Gompers (1997), no qual os autores elaboram o argumento que existem três motivos que explicam o porquê de empresas financiadas por PEs/VCs diferirem de empresas não financiadas, durante o período de *IPO*. O primeiro seria que estes fundos implementam estruturas de gestão que auxiliam na performance financeira das companhias. O segundo trata do fato do relacionamento próximo de fundos de PE/VC com bancos de investimento contribuírem para atrair grandes investidores para as empresas. Já o último dos três, trata do possível efeito positivo da permanência de funcionários experientes vindos dos PEs/VCs nos conselhos de administração das companhias.

Adicionalmente, Gioielli (2007) visando mapear a influência destes fundos na governança corporativa das companhias brasileiras analisou 69 empresas que foram listadas na BOVESPA, durante o período de 2004 a 2007, onde encontrou evidências de que gestores de PEs/VCs exercem um impacto positivo na governança corporativa das empresas investidas. Esse impacto, por sua vez, advém de alguns principais fatores como por exemplo, da existência de um menor nível de gerenciamento de resultados contábeis nas companhias com investimentos de PE/VC, uma vez que estes fundos exercem um alto grau de monitoramento. Ao analisar algumas maneiras de monitoramento de performance que fundos de PE/VC costumam aplicar em conjunto com suas investidas, principalmente aqueles com investimentos majoritários e de controle nas companhias, uma das principais se trata da realização de “QBRs” ou “*Quarterly Business Reviews*”. Os QBRs consistem na realização de apresentações trimestrais por parte das companhias em que estas relatam, com detalhes, seu desempenho ao longo do trimestre, juntamente com suas perspectivas e projeções.

Buscando se aprofundar em decisões financeiras dessas companhias, Carvalho, Pinheiro e Sampaio (2015) analisam o papel de VCs em relação a políticas financeiras das companhias e a persistência dessa influência ao longo do

tempo. No final, os autores apresentam evidências de que companhias investidas por PEs/VCs tendem a ter maiores níveis de caixa.

Por sua vez, Lerner (1994) explica que de acordo com a teoria do ciclo de vida das empresas, uma vez que as companhias investidas pelos fundos de VC são em sua grande maioria jovens e têm foco em crescimento, estas não possuem como prática recorrente a distribuição de seus lucros em forma de dividendos, tendo assim uma maior propensão a acumular caixa. Um ponto interessante para se destacar se baseia no fato que esse mesmo raciocínio de não distribuir dividendos se aplica para empresas que são controladas por fundos de *Private Equity*, dado que na maioria das vezes o controlador visa continuar injetando capital na companhia. O que permite com que ela cresça, possibilitando que no futuro, a empresa tenha o tamanho necessário para um *IPO*, ou até mesmo que ela desperte interesse em players maiores de seu segmento em sua aquisição.

Já em relação a variável ROA (retorno sobre ativo), Morsfield e Tan (2006) argumentam que companhias investidas por fundos de *Private Equity* e *Venture Capital*, na média, apresentam uma maior rentabilidade, o que corrobora com nossa hipótese de um impacto positivo nos retornos das companhias que recebem o suporte desses fundos.

Por fim, Puri and Zarutskie (2012), visando entender a performance financeira das companhias, relatam que o crescimento da receita de empresas investidas por VCs se mostrou maior se comparado com o crescimento das companhias que não recebem estes investimentos, mesmo no cenário em que a análise foi restringida para empresas que receberam aporte durante o período de 1998-2000, anos estes considerados de “bolha” no mercado de ativos.

3. Metodologia

Como mencionado anteriormente, o objetivo será utilizar quatro métricas para analisar as companhias selecionadas, sendo estas as seguintes medidas, i) Caixa e Equivalentes; ii) Alavancagem; iii) Retorno sobre Ativo; iv) Crescimento de receita.

Com o intuito de testar a hipótese de que há diferença entre as companhias financiadas por fundos de PE/VC em termos de suas políticas financeiras, através das quatro métricas apresentadas, foi definida a equação (1) com base em Famá, R.; Flores, E.S; Sampaio, S.; Sincerre, B.P. (2018), na qual foi realizada a inclusão da variável dummy de covid visando entender se haveria diferenças significativas entre os períodos pré e pós-covid para as medidas analisadas.

$$(1) \text{Dependent}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(\text{PE/VC})_{i,t} + y'x'_{i,t} + \tau_t + \mu_{i,t} + \beta_2(\text{Covid})_{i,t}$$

Em que:

$\text{Dependent}_{i,t}$: Representa as quatro métricas que serão analisadas, i) Caixa e Equivalentes; ii) Alavancagem; iii) Retorno sobre Ativo; iv) Crescimento de receita.

$\text{PE/VC}_{i,t}$: É a variável dummy que indica se a companhia é financiada por PE/VC, recebendo valor 1 nesse caso, e zero caso não seja.

$\text{Covid}_{i,t}$: É a variável dummy que indica se trata de um período pós ou pré-covid, recebendo valor 1 em caso de ser pós, e zero caso seja pré.

$x'_{i,t}$: É um vetor de características pré-determinadas da companhia i no ano t , como por exemplo: ativos imobilizados e valor patrimonial dos ativos como uma forma de mensurar o tamanho da companhia em questão. Além disso, as demais variáveis estão especificadas na tabela 1.

Private Equity e Venture Capital (PE/VC)	Dummy que indica se a companhia é financiada por PE/VC, recebendo valor 1 nesse caso e zero caso não seja
Caixa e equivalentes de caixa	Definida pela soma das linhas de caixa e equivalentes de caixa, dividida pelo valor patrimonial dos ativos (proporção em relação ao valor patrimonial dos ativos)
Endividamento	Definida pela soma das linhas de dívida de curto e de longo prazo, dividida pelo valor patrimonial dos ativos (proporção em relação ao valor patrimonial dos ativos)
Retorno dos ativos	Retorno dos ativos das companhias entre os anos de t-1 e t, calculado pela divisão do lucro líquido pelo valor total dos ativos (em %)
Crescimento de receita	Crescimento da receita das companhias entre os anos de t-1 e t (em %)
Ativos imobilizados	Logarítimo natural dos ativos imobilizados (em milhões de reais - BRL)
Valor patrimonial dos ativos	Logarítimo natural dos ativos totais (em milhões de reais - BRL)
Covid	Dummy que indica se trata de um momento pós ou pré Covid, recebendo valor 1 em caso de ser pós, e zero caso seja pré.
τ_t	Dummy de ano

Tabela 1. Definição das variáveis principais

Assim, a ideia será estimar a regressão descrita pela equação (1) através do Pooled OLS, de forma que também será utilizado o erro robusto padrão de White.

A amostra obtida, por sua vez, se trata de uma base com companhias listadas na B3, atual bolsa de valores do Brasil. A base foi extraída através da plataforma do Capital IQ, com dados de companhias que já haviam realizado *IPO* entre 2013 e 2022.

Assim, foi obtida uma amostra final de 238 companhias, sendo que 127 dessas receberam investimentos de PEs/VCS e 111 são das companhias que não chegaram a ser financiadas.

4. Resultados

A tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas dos últimos 5 anos (2017-2021) das variáveis utilizadas e mensuradas através da equação 1, enquanto a tabela 3 da traz um enfoque no último período de análise (2021). De primeira, é possível verificar diferenças consideráveis entre companhias investidas por fundos de *Private Equity/Venture Capital*, quando olhamos essas variáveis. Em termos de Caixa e equivalentes de caixa, por exemplo, temos uma média de 204x o valor patrimonial dos ativos (determinado pelo logaritmo natural dos ativos totais) em 2017 para as companhias que receberam investimentos destes fundos enquanto as companhias não financiadas apresentaram uma média de 152x. Em relação, ao nível de endividamento temos uma média de 652x sobre o valor patrimonial dos ativos, em 2017, para companhias financiadas por fundos de PE e de 299x para as que não foram financiadas. Outro ponto que chama atenção é o retorno dos ativos das empresas financiadas por PEs/VCs, que em 2017 apresentaram uma média de 15%, enquanto o retorno das companhias que não foram financiadas indicou uma média consideravelmente mais baixa, de 8%. Por fim, é possível perceber que essas diferenças persistem para os anos seguintes, até mesmo quando olhamos os dados pós-covid (2020-2021).

Years	2017		2018		2019		2020		2021	
	Yes	No	Yes	No	Yes	No	Yes	No	Yes	No
Caixa e Equiv. De caixa	203.54	152.08	220.44	156.85	230.21	151.35	228.74	186.99	231.27	191.68
Endividamento	652.28	298.63	685.60	330.74	739.37	355.64	817.04	343.77	926.29	380.92
Retorno dos ativos	0.15	0.08	0.16	0.10	0.18	0.11	0.13	0.08	0.10	0.06
Crescimento de receita	0.09	0.06	0.04	0.03	0.05	0.07	0.06	0.03	0.11	0.08
Ativos imobilizados	3.36	2.23	4.24	2.66	4.32	2.34	4.92	2.80	5.64	3.02
Observations	127	111	127	111	127	111	127	111	127	111

Tabela 2. Análise descritiva das variáveis

	Mean	Std.Err	Min.	Max.
Caixa e Equiv. De caixa	212.81	65.8	0.00	7,976.19
Endividamento	671.94	286.0	0.00	31,042.48
Retorno dos ativos	0.08	0.05	0.00	0.32
Crescimento de receita	0.10	0.54	0.00	1.90
Ativos imobilizados	4.42	3.63	0.00	14.00

Tabela 3. Análise descritiva das variáveis em 2021

Através da estimação do modelo estatístico apresentado na equação 1 foi possível obter resultados em relação as hipóteses pré-estabelecidas.

4.1 Caixa e Equivalentes de Caixa

A tabela 4 mostra os resultados obtidos, onde companhias investidas por PE/VC implicam em maiores níveis de caixa, sugerindo que estas empresas apresentariam um caixa maior em 37.07x do valor o patrimonial dos ativos (definido como o logaritmo natural dos ativos totais) com tudo mais constante, quando comparadas com as que não receberam estes investimentos. Porém, a um nível de 5% de significância a hipótese nula, que estabelece que não há diferença entre as médias das companhias investidas e das não investidas por PEs/VCS, não é rejeitada, ou seja, não é possível concluir que há uma diferença significativa. Já em relação as características das companhias, temos que companhias com um maior valor de ativos tendem a apresentar maiores níveis de caixa e equivalentes.

Por fim, um resultado muito interessante trata da indicação de significância da dummy de COVID nos níveis de caixa das companhias, que indica que as empresas, no período posterior ao COVID, apresentam um caixa maior em R\$ 38.5 milhões, com as demais variáveis constantes. Ponto este que poderia indicar uma maior cautela das companhias ao buscarem operar com níveis de liquidez mais elevados.

Caixa e Equivalentes	Coef.	Robust Std. Err	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
PEVCfunds	37.07	21.33	1.74	0.082	6.43	67.7
Ativos Mobilizados	4.67	3.05	1.53	0.126	-1.31	10.65
Valor Patrimonial dos Ativos	33.72	3.42	9.83	0.00	27.00	40.44
Pré Pós Covid	38.50	14.22	2.71	0.007	10.63	66.37
_cons	-57.07	54.6	-1.05	0.296	-164.08	49.94

Tabela 4. Resultados caixa e equivalentes de caixa

O resultado encontrado, em relação ao impacto de fundos de PE/VC no nível de caixa, caso tivesse um p-valor menor que 5%, estaria em linha com que é visto no paper base e consistente com os resultados de Lerner (1994), uma vez que ele explica que de acordo com a teoria do ciclo de vida das empresas as companhias que recebem investimentos de fundos de PE/VC tendem a ter maiores níveis de caixa, ao não ter como prática a distribuição recorrente de dividendos.

4.2 Endividamento

A tabela 5 indica que companhias financiadas por fundos de PE/VC tendem a apresentar um maior nível de endividamento. Em que estas empresas possuiriam um endividamento maior em 206x do valor o patrimonial dos ativos (definido como o logaritmo natural dos ativos totais) com tudo mais constante, quando comparadas com as que não receberam estes investimentos. No entanto, a um nível de 5% de significância, não é possível concluir que há uma diferença significativa no endividamento de companhias que receberam investimentos destes fundos quando comparadas com as demais.

Em termos das características das empresas, temos que maiores companhias, em relação ao valor de ativos totais, implicam em um maior endividamento.

Endividamento	Coef.	Robust Std.Err	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
PEVCfunds	205.60	115.88	1.77	0.067	-418.59	829.79
AtivosImobilizados	12.22	13.39	0.91	0.362	-14.04	38.47
ValorPatrimonialdosAtivos	111.05	15.05	7.38	0.000	81.56	140.54
PréPósCovid	54.48	62.25	0.88	0.381	-67.53	176.49
_cons	-367.52	250.87	-1.46	0.143	-859.23	124.19

Tabela 5. Resultados endividamento

4.3 Crescimento de Receita

Já a o coeficiente variável de crescimento de receita sugere que companhias suportadas por estes fundos apresentam uma performance superior quando comparadas com as que não receberam investimentos. De forma que, as empresas financiadas por fundos de PE/VC tenderiam a apresentar um crescimento de receita 23 pontos percentuais maior que do que companhias que não foram financiadas, ao considerar todas as demais variáveis constantes. Contudo, a um nível de 5% de significância, não há evidências de uma diferença significativa no crescimento de receita de companhias que receberam investimentos destes fundos quando comparadas com as que não obtiveram esse financiamento.

CrescimentodeReceita	Coef.	Robust Std.Err	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
PEVCfunds	0.23	0.12	1.93	0.067	-2.48	2.93
AtivosImobilizados	-0.21	0.19	-1.09	0.276	-0.58	0.16
ValorPatrimonialdosAtivos	0.08	0.20	0.39	0.696	-0.31	0.47
PréPósCovid	-0.90	1.36	-0.66	0.511	-3.56	1.77
_cons	1.64	1.39	1.18	0.239	-1.09	4.37

Tabela 6. Resultados crescimento de receita

Segundo Puri and Zarutskie (2012), o crescimento da receita de empresas que receberam investimentos por estes fundos, no contexto de sua análise, se mostrou maior quando comparado com o crescimento das companhias que não

receberam estes investimentos, o que por sua vez conversaria com o resultado encontrado caso fosse evidenciado um p-valor menor que o nível de significância de 5%.

4.4 Retorno dos Ativos

Por fim, através da tabela 7 é possível perceber que companhias financiadas por fundos de PE/VC sugerem um retorno dos ativos maior em 0.2 pontos percentuais, com as demais variáveis constantes, quando comparadas com empresas que não tiveram estes investimentos. Porém, a um nível de 5% de significância não há evidências que empresas que obtiveram investimentos de tais fundos apresentam maiores retornos de seus ativos.

Em relação as características das companhias, empresas com maiores valores de ativos totais tendem a apresentar maiores retornos dos ativos.

RetornosAtivos	Coef.	Robust Std.Err	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
PEVCfunds	0.002	0.00	1.64	0.07	-0.01	0.01
AtivosImobilizados	-0.001	0.00	-0.95	0.34	0.00	0.00
ValorPatrimonialdosAtivos	0.006	0.00	9.33	0.00	0.00	0.01
PréPósCovid	-0.005	0.00	-1.61	0.11	-0.01	0.00
_cons	0.014	0.01	2.45	0.01	0.00	0.02

Tabela 7. Resultados retornos dos ativos

Desta forma, é possível afirmar que os resultados da variável ROA em relação aos fundos de PE/VC, em caso de um p-valor menor que 5%, seriam consistentes com Morsfield e Tan (2006), em que eles argumentam que as companhias que passam pelo crivo dos PEs/VCS tendem a ter uma melhor performance financeira, em termos de retorno, do que as demais.

5. Conclusão

Para analisar o impacto dos fundos de *private equity* e *venture capital* na performance financeira e operacional das companhias, com base no paper “*The Impact of Private Equity and Venture Capital Funds on post-IPO Operational and Financial Performance in Brazilian Invested companies*” (2018) de Bianca Piloto Sincerre; Joelson Sampaio; Rubéns Famá; Eduardo S Flores, foi estudado o comportamento de quatro variáveis. Em relação a estrutura de capital, foram utilizadas as variáveis de endividamento e do nível de caixa e equivalentes. Enquanto, para mensurar a performance operacional das empresas foram utilizadas as variáveis de retorno dos ativos e de crescimento das receitas.

Em contraposição com o resultado obtido no paper base deste artigo, não foram extraídas evidências, através das análises apresentadas, que indicassem que companhias investidas por fundos de PE/VCs tendem a operar com maiores níveis de caixa, maiores retornos dos seus ativos e até mesmo com maiores crescimentos de receita quando comparadas com as que não receberam esses investimentos. Isso ocorre uma vez que embora os coeficientes da variável dummy PE/VC dessas métricas estejam alinhados com os resultados previstos na literatura base, a um nível de 5% de significância a hipótese nula não é rejeitada, não havendo assim evidências para afirmar que existe uma diferença significativa nessas métricas de performance operacional e financeira entre as companhias que obtiveram e as que não obtiveram o financiamento de PE/VCs.

Quando observado o comportamento da variável de endividamento temos que o coeficiente da variável dummy PE/VC dessa métrica é negativo, o que indicaria que companhias que receberam o investimento de fundos de *private equity* ou *venture capital* apresentam um maior nível de endividamento, e assim iria de encontro com o que é apresentado em Carvalho, Pinheiro e Sampaio (2015). Porém, a um nível de 5% de significância, não é possível concluir que há uma diferença significativa no endividamento de companhias que receberam investimentos destes fundos quando comparadas com as demais.

Dessa forma, é indicado que os resultados de maneira geral, quando incluído também o período pós pandemia, não são consistentes com o que é apresentado no paper base. Uma vez que, a um nível de 5% de significância, não existem evidências que suportam a ideia de que companhias financiadas por fundos de PE/VC apresentam certa superioridade quando se trata de alguns indicadores operacionais e financeiros relevantes, ao serem comparadas com as companhias que não receberam tais investimentos.

Apesar disso, um resultado que merece destaque trata da indicação de relevância da dummy de COVID nos níveis de caixa das companhias quando utilizado 5% de significância na análise. Esse resultado nos fornece evidências de que as empresas, no período posterior ao COVID, apresentam um caixa maior do que no período pré-covid, dada as demais variáveis constantes. Ponto este que poderia indicar uma maior cautela das companhias ao operarem com níveis de liquidez mais elevados.

6. Referências Bibliográficas

- BATISTA, D.; MINARDI, A.; MONTEIRO, G.; PENNO, L.; VIZEU, D. (2018) Empresas investidas por fundos de Private Equity no Brasil: lições aprendidas.
- BRAV, A.; GOMPERS, P. A. (1997). Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: evidence from venture and non-venture capital-backed companies. *Journal of Finance*, v. 52, (5), p. 1791-1821.
- CARVALHO, A. G.; NETTO, H. G.; SAMPAIO, J. O. (2013). Private Equity and Venture Capital in Brazil: An Analysis of its Recent Evolution. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1996729
- CARVALHO, A. G.; PINHEIRO, R. B.; SAMPAIO, J. O. (2015). Venture Capital Backing: Operational Performance and Persistence Over Time. Working paper.
- CARVALHO, W.; Brasil atinge a marca de 5 milhões de contas de investidores em renda variável, aponta B3. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/brasil-atinge-a-marca-de-5-milhoes-de-contas-de-investidores-em-renda-variavel-aponta-b3/> . Acesso em: 01 de novembro de 2022.
- COTIAS, A. Investimento de fundos de private equity e venture capital cresce 2º trimestre. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/produtos/fundos/noticia/2022/07/25/investimento-de-fundos-de-private-equity-e-venture-capital-cresce-2o-trimestre.ghtml> . Acesso em 21 de setembro de 2022.
- CRONQVIST, H.; LOW, A.; NILSSON, M. (2009). Persistence in Firm Policies, Firm Origin, and Corporate Culture: Evidence from Corporate Spin-offs. Robert Day School of Economics and Finance. Working Paper No. 2009-2

FAMÁ, R.; FLORES, E.S; SAMPAIO, S.; SINCERRE, B.P.; (2018). The Impact of Private Equity and Venture Capital Funds on post-IPO Operational and Financial Performance in Brazilian Invested companies. Brazilian Business Review.

GIOIELLI, S. (2013). Os Gestores de Private Equity e Venture Capital Influenciam a Governança Corporativa das Investidas. ANBIMA, 2013.

LERNER, J. (1994). Venture capitalists and the decision to go public. Journal of Financial Economics, v. 35, p. 293–316.

MORSFIELD, S. G.; TAN, C. E. L. (2006). Do venture capitalists influence the decision to manage earnings in initial public offerings? Accounting Review, v. 81, (5), p. 1119-1150.

MYERS, S.; MAJLUF, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when firms have information that Investors do not have. Journal of Financial Economics, v. 13, p. 187–221.

PURI, M.; ZARUTSKIE, R. (2012). On the Life Cycle Dynamics of Venture-Capital- and Non-Venture-Capital-Financed Firms. The Journal of Finance, v. 67, (6), p. 2247–2293.

SCIARRETTA, T.; Pátria capta R\$ 1 bi no varejo da XP para novo fundo de private equity. Disponível em:

<https://valorinveste.globo.com/produtos/fundos/noticia/2022/10/06/patria-capta-r-1-bi-no-varejo-da-xp-para-novo-fundo-de-private-equity.ghtml> . Acesso em: 01 de novembro de 2022.

