

PRIVATE EQUITY: UMA ANÁLISE DOS FATORES DE INFLUÊNCIA NO DESEMPENHO

Carlos Alberto Coelho

Instituição: Universidade Estadual de Londrina

Eduardo Contani

Instituição: Universidade Estadual de Londrina

Federico Natalio Madkur

Instituição: Universidade Estadual de Londrina

Resumo

Diante de um setor da economia de vigoroso crescimento e que propicia fontes alternativas de financiamento para empresas, especialmente nos países emergentes, o presente artigo tem como finalidade a análise dos fatores de influência no desempenho dos fundos de *private equity* (FIPs) brasileiros. Utilizando-se de 1.112 fundos FIPS registrados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), dos quais foram analisados seu tempo de constituição, tamanho em patrimônio e exclusividade como fatores de influência no desempenho. O PIB como variável descritiva, possui alta correlação com o desempenho do setor, pois está intimamente ligado ao sistema econômico do país, apresentando correlação direta e positiva. O fator exclusividade, que mede o número de cotistas participantes, por sua vez, não influencia no desempenho dos fundos. O fator tempo de constituição apresentou significância estatística negativa, que pode ser associada a degradação da economia brasileira com o decorrer dos anos. Já o fator tamanho de fundo apresentou significância estatística negativa, ou seja, quanto maior o fundo, menor sua rentabilidade, fato que pode ser associado aos altos custos e elevada burocracia em fundos “grande”. Os resultados possuem aderência com as pesquisas desenvolvidas por Bessa e Funchal (2012), Romain e Van Pottelsberghe (2004), Jones (2007) e Grinblatt e Titman (1994).

Palavras Chave: *private equity*, rentabilidade, FIPs, fatores de influência.

1 INTRODUÇÃO

Private equity se destaca de formar expressiva no Brasil como uma das principais ferramentas de desenvolvimento do mercado de capitais em economias emergentes. Trata-se de um fundo de investimentos que envolve a participação em empresas com alto potencial de crescimento e rentabilidade, através de aquisições de ações ou de valores mobiliários com o objetivo de aumento de capital em médio e longo prazos (ABVCAP, 2012).

No mercado brasileiro, os fundos de *private equity* são regulados e fiscalizados pela Comissão de Valores Mobiliários, assim como seus gestores / administradores. Em 2003 a CVM criou novas regras sobre constituição, administração e atividades dos Fundos de Investimentos em Participações – FIP – a chamada Instrução Normativa CVM 391, sendo o principal veículo para atuação dos fundos de *private equity*.

A América Latina vem sendo o mercado da região emergente mais atrativa para investidores desde 2012. Na ocasião, os mercados brasileiro e latino detinham 46% dos planos de expansão em investimentos dos mercados emergentes, sendo que 30% dos entrevistados pretendiam expandir seus investimentos em território brasileiro (EMPEA, 2016).

No entanto, devido a graves pressões macroeconômicas incluindo volatilidade cambial e queda nos preços das *commodities*, o mercado latino evidenciou uma queda vertiginosa ocupando o quarto lugar em atratividade em 2016 (EMPEA, 2016). No caso brasileiro as consequências foram ainda mais exacerbadas devido aos elementos como, a instabilidade política, denúncias de corrupção e investigação em grandes empresas e baixo desempenho econômico, derrubando a atratividade do país.

Apesar do quadro de deterioração político-econômico do Brasil, existe alta expectativa no mercado brasileiro, pois a recessão e a discórdia política trazem *valuations* e entradas múltiplas com níveis atraentes ao investidor (EMPEA Family Office, 2014). Ademais, os aspectos macroeconômicos favoráveis, um mercado receptivo ao IPO, o excelente histórico e redução da taxa básica de juros tornam os investimentos atraentes ao longo prazo, aumentando o volume de recursos disponibilizados aos diversos setores da economia (ABVCAP, 2012).

Tendo em vista a situação político-econômica do Brasil a partir de 2010, quando era considerado um dos países emergentes com maior atratividade ao investimento, este trabalho traz como objetivo analisar os fatores determinantes da rentabilidade dos fundos de *private equity* brasileiros.

Este artigo está estruturado em cinco seções, sendo: na primeira, introdução ao tema proposto, o objetivo e motivações; na seção dois, discorre-se sobre os conceitos que envolvem investimentos em *private equity* descritos por diversos autores que forma a base bibliográfica deste trabalho; na seção três é discutido a metodologia, os dados necessários para as análises e as hipóteses de estudo; na seção 4, discute-se os resultados encontrados, bem como respostas

às hipóteses de pesquisa; na seção 5, apresenta-se as conclusões finais, bem como estudos e desafios futuros.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Private equity é definido em sua forma restrita como investimentos em ações de empresas não listadas no mercado público de valores, independentemente da estrutura societária utilizada (Ramalho, Furtado e Lara, 2011). Em razão de sua natureza caracterizada por baixa liquidez, retornos de longo prazo, e assimetria informacional, negócios de *Private equity* possuem riscos e retornos mais elevados que os tradicionais, o que os classifica na categoria de ativos alternativos.

No entanto, há uma importante relação entre o investidor de fundos de *private equity* e o gestor de tal fundo. Esta relação mostra-se em destaque na definição apresentada por Kaplan e Schoar (2005), a qual refere-se ao *private equity* como sendo realizado através de uma estrutura de parceria limitada, na qual as gestoras de *private equity* funcionam com parceiras comanditárias. Os parceiros limitados consistem em investidores institucionais e indivíduos abastados, quem provê o volume de capital. Os sócios limitados se comprometem a fornecer certo volume de capital ao fundo. Então o sócio comanditário tem um tempo acordado para investir o capital fornecido – normalmente em 5 anos. O comanditário, também, possui um tempo acordado para entregar o retorno do capital para os sócios limitados – normalmente de 10 a 12 anos. Cada fundo ou sócio limitado é essencialmente um fundo fechado com vida finita. Quando o comanditário usa uma porção substancial do capital comprometido para o fundo, este vai em busca de novos investimentos para um fundo subsequente.

O *private equity* moderno passou a ser importante para o mercado financeiro e para o desenvolvimento de empresas nos anos 40. Tornando-se muito importante, tanto financeiramente, quanto estrategicamente (Caselli, 2009). O autor faz uma provocação e diz que como esse tipo de negócio vem sendo usado por muito tempo e com diferentes empresas e mercados financeiros, não é possível haver uma única e universal definição e classificação para *private equity* e venture capital.

No entanto, ele nos deixa uma definição institucional que se refere à provisão de capital e expertise de gerenciamento dados às empresas para que crie valor e, conseqüentemente, gere grande ganhos em capital após o negócio. Ademais, corrobora com os demais autores no sentido de que os investimentos em *private equity* são de médio ou longo prazo.

A definição estrita de *private equity* não pode ser aplicada ao mundo real, pois as associações dos operadores de mercados (CVM, no caso do Brasil) ou bancos centrais interpretam de acordo com a realidade de cada país. Apesar de haver diferentes definições, *private equity* e venture capital criam uma importante relação entre o investidor e o empreendedor. Esta é uma característica única não encontrada em nenhuma outra instituição financeira, além das características típicas atribuídas ao esquema de um *private equity*, que podem ser pontuadas como: modificação na composição acionária, conhecimento e suporte técnico e horizonte de investimento previamente definido. Além disso, pesquisas indicam que gestores de PE/VC que gastam mais tempo com seus investimentos realizam serviços, como: ajuda no aumento

de fundos adicionais, análise de estratégia e recrutamento gerencial. Ademais, empresas que recebem aportes de fundos PE/VC atraem participantes mais qualificados para os IPOs, o que aumenta a heterogeneidade nas crenças dos investidores, resultando em altos valuations (Caselli, 2009; Gorman e Sahlman, 1989; Chemmanur e Loutskina, 2009).

Diante da ideia de que não há uma definição estrita, o Brasil se torna mais um exemplo das diferentes descrições para *private equity*. As peculiaridades brasileiras partem da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que é a entidade brasileira que rege os veículos de investimentos no país. A regulamentação da CVM para fundos de investimentos tradicionais de *private equity* é oriunda das instruções normativas CVM 209 de 1994 e, posteriormente, da CVM 391 (Dâmaso, 2017).

As organizações de *private equity* e venture capital também podem instituir veículos de investimentos sob a instrução da CVM 409 de 2004. Dentre as diversas modalidades de fundos com designação padronizada estão os fundos de ações usados como veículos de *private equity* e venture capital. Estes fundos devem manter 67% de sua carteira em títulos negociados em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado. As decisões de investimentos seguem diretrizes de uma política emanada de uma Assembleia geral de cotistas, cabendo ao gestor a execução dos negócios com títulos e valores mobiliários em nome do fundo. Pela CVM 409, os fundos podem se estruturar sob a forma de fundos abertos ou fechados, sendo nesse último caso dirigidos apenas a investidores qualificados, com requisito adicional de terem suas cotas registradas na CVM antes da distribuição (Ramalho, Furtado e Lara, 2011).

A Instrução Normativa CVM 391 dispõe sobre constituição, administração e funcionamento dos Fundos de Investimentos em Participações, traz no seu artigo segundo que a finalidade de um FIP é obter receita sobre a valorização dos ativos que compõe sua carteira e recebimento de dividendos de provenientes de sua participação societária nas empresas investidas, sendo um FIP constituído sob a forma de condomínio fechado.

O setor de PE/VC apresenta-se como uma potencial alternativa de financiamento para empresas. É notável que o grande ciclo de desenvolvimento do setor se iniciou após a estabilização monetária, impulsionando um pico em 2000, trazido pelas empresas de internet. Com fundamentos econômicos mais robustos, a economia do país não foi gravemente impactada de forma significativa pela crise financeira oriunda dos EUA. Iniciativas partidas do BNDS e FINEP possuem papel fundamental, pois usam os fundos de PE como mecanismos pelos quais o governo pode financiar o desenvolvimento de inovações tecnológicas sem ter que arcar integralmente com os recursos aplicados às empresas (Meirelles, Pimenta Junior e Rebelatto, 2008). Existem, também, vários fatores que influenciam de maneira diferenciada a captação dos recursos, mas que dentre os estudados o mais relevante seria o desenvolvimento do mercado de capitais em termos de volume, liquidez e número de ofertas públicas. O impacto negativo do sistema bancário demonstra a dificuldade dos gestores de empresas em se financiar por essa via, provavelmente pelos custos e exigências necessárias para esse tipo de capital. Os resultados discutem uma realidade crescente tanto no Brasil quanto no mundo, visto que o mercado de PE/VC se solidifica como alternativa de captação de recursos (Dias, 2014).

O Brasil passou pela crise financeira de 2008 sendo um dos países que se recuperou com mais rapidez. A estabilidade econômica desse período elevou o país ao estágio de grande potência do futuro. Os fundamentos que fazem o Brasil um país tão atrativo estão centrados no tamanho de sua população e no potencial de ascensão econômica da mesma, somado a algumas das mais competitivas indústrias do mundo, o potencial agrícola e a expectativa de se tornar um grande produtor de alimentos e petróleo. O ambiente macroeconômico favorável, tanto interno quanto estrangeiro, trouxe a virada do milênio para o mercado de *private equity* no Brasil, contribuindo para que o país atingisse o pico de investimentos em 2011 com um aumento de 7,1 bilhões de dólares (Ramalho, Furtado e Lara, 2011; Carsalade e Rennó, 2014; Minardi, Kanitz e Bassani, 2013).

No entanto, mudanças em aspectos internos e externos reverteram a atratividade dos investidores. As reações do governo brasileiro perante ao baixo crescimento mundial após 2010 e a queda na demanda das commodities enfraqueceram a balança comercial brasileira, causando instabilidade ao Real. Neste período, o país teve uma redução em sua nota de risco, indo para BBB pela Standard & Poor's. Fatores econômicos somados à instabilidade política culminou no desinteresse de investidores, o que trouxe a um aumento no *Fundraising* do setor de apenas 1 bilhão em 2013, frente a 2011 que foi de 7,1 bilhões (Carsalade e Rennó, 2014).

O produto interno bruto – PIB – demonstra as variações do setor de *private equity*. É notável que durante o período de forte desenvolvimento do setor, o PIB brasileiro também se apresentava em elevados patamares, que foi revertido a partir de 2013, período, pelo qual os investimentos, também reduziram. Ou seja, o indicador PIB apresenta correlação direta e positiva com o retorno do setor de *private equity* (Romain e Van Pottelsberghe, 2004; Jegadeesh, Kräussl e Pollet, 2009).

Além dos fatores macroeconômicos e políticos, fatores internos e inerentes a cada fundo podem influenciar no desempenho geral do setor, como: (1) competição por negócios, (2) experiência de gestores, (3) o tamanho dos fundos, (4) seu período de constituição e (5) exclusividade, trazendo ainda mais complexidade na gestão dos fundos de PE/VC (Minardi, Kanitz e Bassani, 2013; Bessa e Funchal, 2012; Jones, 2007; Bardela, 2009; Grinblatt e Titman, 1994).

A literatura atual permite novas análises sobre o mercado de FIPs no Brasil, pois como descrito por Dias (2014), o desenvolvimento do mercado de capitais é um dos principais fatores para captação de recursos. Com a crise brasileira esse desenvolvimento se estagnou, abrindo novas discussões referentes aos retornos e riscos envolvidos nesse setor durante esse período.

3 METODOLOGIA

Os objetivos desta pesquisa podem ser considerados descritivos, pois busca a descrição da variação de desempenhos dos fundos FIPs presentes no Brasil ao longo do período da crise brasileira. No que tange os procedimentos, podem ser considerados como quantitativos e documentais, pois adota-se dados secundários extraídos do banco de dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Focus series (Bacen) e da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão.

Com o objetivo de estudar a influência da crise econômica nos resultados fundos em participações, este estudo adota como variáveis dependentes a variação do retorno médio e o risco inerente a cada fundo.

O estudo tem como amostragem todos os fundos de investimentos em participações listados na CVM, ou seja, são 1.112 FIPs, os quais foram divididos em grupos de interesse à análise. A divisão destes grupos baseia-se no período de constituição do fundo, tamanho e exclusividade

A perspectiva extremamente positiva desenhada pela indústria de PE/VC in 2011 não se materializou totalmente. A captação de recurso teve uma queda drástica após 2011. Uma parte se deve a mudança da percepção sobre o Brasil, a outra devido ao excesso de capital angariado em 2011, quando a grande maioria dos fundos presentes no Brasil capitaram recursos (Carsalade e Rennó, 2014). Por essa razão o grupo de fundos baseados no período de constituição foram divididos em fundos de constituição anterior a 2012 e fundos pós 2012.

O tamanho médio dos fundos de *private equity* na Europa, partem de 100 milhões até 300 milhões de euros (Caselli, 2009). Em uma curta pesquisa com gestores brasileiros, quem foram questionados sobre o tamanho médio dos fundos brasileiros. Foi adotado, para efeito de estudo, que fundos com patrimônio líquido inferior a R\$300 milhões são fundos de pequeno porte, entre R\$300 milhões e R\$1 bilhão fundos de porte médio e fundos com mais de R\$1 bilhão são de grande porte.

A exclusividade de um fundo foi estudada por Bardella (2009) baseado em fundos multimercados. Da mesma forma o presente estudo analisa a influência da exclusividade de fundos no mercado de *private equity*.

Dessa forma, a amostra foi dividida conforme tabela 1 para fim de análise do retorno e risco médio em cada grupo de interesse.

Tabela 1 - Grupos de análise

Grupos	Descrição	Número de fundos	Percentual do total
Grupo1	Fundos constituídos antes de 2012	285	25,6%
Grupo2	Fundos constituídos após 2012	904	81,3%
Grupo3	Fundos pequenos (<R\$300mi)	845	76,0%
Grupo4	Fundos médios (R\$300mi<x<R\$1bi)	201	18,1%
Grupo5	Fundos grandes (>R\$1bi)	74	6,6%

Grupos	Descrição	Número de fundos	Percentual do total
Grupo6	Desempenho de fundos exclusivos	675	60,7%
Grupo7	Desempenho de fundos com vários cotistas	678	61,0%

Nota: Esta tabela apresenta a amostragem total de fundos separados por grupos de interesse do estudo.
Fonte: elaborado pelos autores

O cálculo do retorno médio tornou-se o mais utilizado indicador para análise de performance de um investimento, o qual costuma ser definido pelo valor final sobre o valor inicial da cota:

$$R_{\text{médio}} = \ln\left(\frac{Q_{\text{final}}}{Q_{\text{inicial}}}\right)$$

Sendo,

Q_{final} : preço da cota final

Q_{inicial} : preço da cota inicial

Para a análise de fatores influentes abordou-se a regressão múltipla, a qual, segundo Hoffmann (2016), “admitimos que o valor da variável dependente é função linear de duas ou mais variáveis explanatórias”. O modelo estatístico de uma regressão linear múltipla com k variáveis explanatórias é:

$$Y_j = \alpha + \beta_1 X_{1j} + \beta_2 X_{2j} + \dots + \beta_k X_{kj} + u_j, \quad j = 1, \dots, n$$

Partindo do modelo descrito por Hoffmann (2016) este estudo adota a seguinte formulação para análise de influência:

$$\text{Retorno} = \alpha + \beta_1 \text{Tempo} + \beta_2 \text{PL} + \beta_3 \text{Cots} + u$$

Sendo:

Retorno: rentabilidade média da amostra no período

$\beta_1 \text{Tempo}$: idade dos FIPs

$\beta_2 \text{PL}$: tamanho dos FIPs baseado em seu patrimônio líquido

$\beta_3 \text{Cots}$: quantidade de cotistas em cada FIP

Para o desenvolvimento da pesquisa, visando avaliar os fatores de influência do desempenho dos FIPs e, comparativamente, analisá-los em um ambiente recessivo como do Brasil, foram escolhidas as seguintes hipóteses:

Tabela 2 - Quadro de Hipóteses

Hipóteses de Pesquisa	Descrição	Autor Referência
Hipótese H₁	Houve retornos negativos durante o período recessivo brasileiro. Caso essa hipótese seja validade, tem-se que os fundos FIPs, assim como os demais setores da economia brasileira, também sofreram prejuízos durante o período de recessão do país.	Romain e Van Pottelsberghe (2004) Jegadeesh, Kräussl e Pollet (2009)
Hipótese H₂	Fundos maiores apresentaram maior rentabilidade. Caso essa hipótese seja validada, tem-se que o tamanho de fundos, em patrimônio, tem relação com retorno positivo, corroborando com estudos internacionais, os quais demonstram que há economia em taxas e custos. Caso a hipótese seja negativa, demonstra que fundos maiores tem maior dificuldade com os altos custos e taxas. Lembrando que o estudo em questão foi realizado com base em fundos de investimentos em ações.	Bessa e Funchal (2012) Jones (2007) Grinblatt e Titman (1994)
Hipótese H₃	Fundos constituídos antes de 2012 apresentaram maior rentabilidade Caso essa hipótese seja validada, tem-se que a experiência de fundos de constituição anterior tem fator relevante. Deve-se, também, se atentar ao fato de que o boom do mercado no Brasil se deu até o fim de 2011, após esse período o país iniciou uma grave recessão.	Jones (2007)
Hipótese H₄	Número de cotista não influencia no desempenho do FIP. Caso essa hipótese seja validada, tem-se que não há influência do número de cotista no seu retorno médio	Bardella (2009), Iquiapaza, Vidal Barbosa, e Bressan (2008).

Nota: As hipóteses aqui selecionadas são direcionadas aos trabalhos já publicados por diversos autores, fortalecendo o embasamento histórico-científico desta pesquisa.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção apresenta-se os resultados obtidos baseados em cada hipótese pré-formulada.

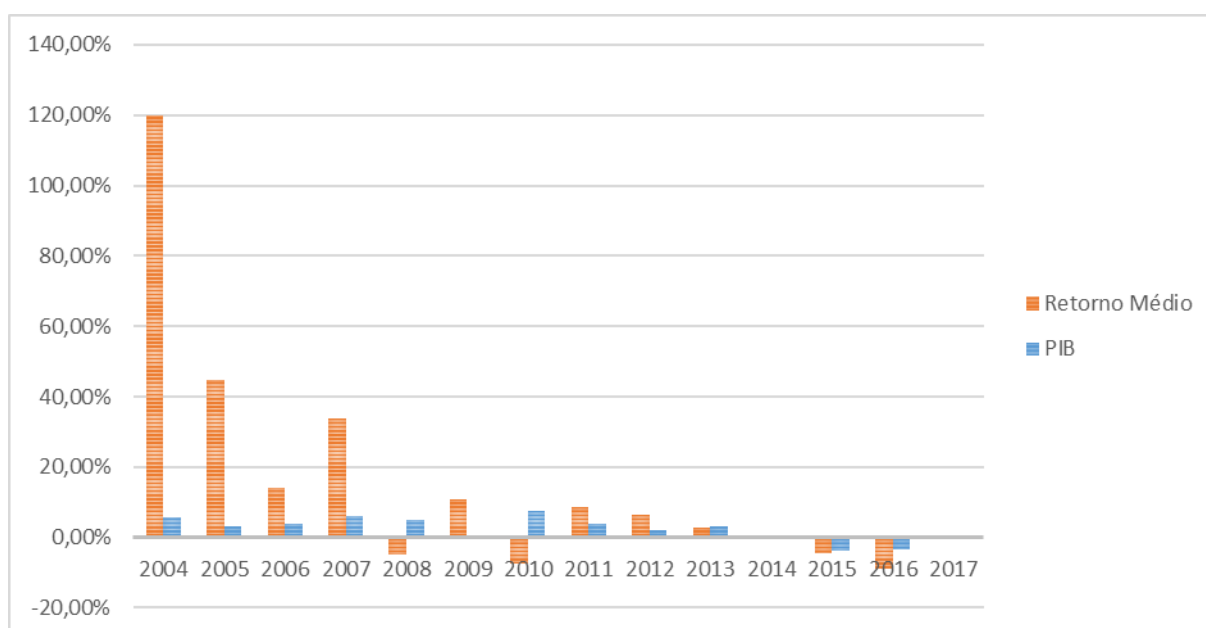
4.1 Análise Hipótese H₁

Romain e Van Pottelsberghe (2004) estabeleceram um estudo com 16 países pertencentes à Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico, OECD. Os autores propuseram um modelo teórico e estatísticos que explicam a oferta e demanda para investimentos em *private equity*. Um dos resultados desse estudo levantou a questão que há uma relação diretamente proporcional entre o produto interno bruto, PIB, de um país e o volume de investimento em *private equity*.

O estudo de risco e retorno estimado desenvolvido por Jegadeesh, Kräussl e Pollet (2009) vem de encontro com o modelo de Romain & Van Pottelsberghe (2004). Os autores encontraram uma correlação positiva entre PIB e o retorno estimado de um fundo de *private equity*, estudando o preço a mercado de transações de fundos e fundos que investem em fundos de *private equity* não listados.

Tendo em vista que o PIB é um dos principais indicadores listados pela OECD para análise de crescimento econômico de um país. Cabe aqui confrontarmos o PIB brasileiro anual com a média dos retornos dos FIPs. Esta medida fornece base analítica para a resposta da hipótese H₁, como observa-se na Figura 1.

Figura 1 – Comparação do retorno médio dos FIPs e do PIB brasileiro entre 2004 e 2016



Fonte: Elaborado pelos autores.

A Figura 1 corrobora com o estudo apresentado por Romain & Van Poltelsberghe (2004), pois nota-se o aumento do retorno médio dos FIPs nos períodos que há crescimento econômico. O inverso também é verdadeiro, concordando com a hipótese H1: houve crescimento negativo no período de crescimento negativo do país. Período esse que se inicia em 2014 com crescimento praticamente nulo.

4.2 Análise Hipótese H₂

Nota-se que para a análise da hipótese H₂ parte-se do estudo dos elementos de influência no retorno médio a partir de uma regressão linear múltipla. Os resultados são demonstrados na tabela 2.

Tabela 3 – Resultados da regressão linear múltipla.

	Coefficientes	Erro padrão	valor-P
Interseção	77,370	19,962	0,003
Tempo	-0,038	0,010	0,003
PL	-0,686	0,107	0,000
Cots	0,000	0,002	0,909

Nota: A regressão $Retorno = \alpha + \beta_1 Tempo + \beta_2 PL + \beta_3 Cots + u$, verifica a relação entre tempo de constituição do fundo, seu patrimônio, número de cotistas e seu preço de cota. O número de observações foi de 15.305 para 1.112 FIPS, o valor F de significância foi nulo e R² de 89,8%.

A partir da análise da Tabela 2 é possível observar que a relação do tamanho de fundo com o desempenho dos fundos FIPs é negativa. Este resultado assemelha-se aos resultados encontrados por Bessa e Funchal (2012) na investigação sobre determinantes do desempenho de fundos de investimentos em ações no Brasil. Os autores revelam que este fato pode ocorrer devido “aos custos inerentes aos fundos com maior patrimônio líquido e o maior tempo necessário para a tomada de decisão são maiores do que os ganhos de escala obtidos.”

Outros autores como: Bardella (2009), Jones (2007) e Grinblatt e Titman (1994), corroboram com Bessa e Funchal no sentido de que há relação do tamanho de fundos na sua rentabilidade.

Para a validação do fato foi analisado o desempenho dos fundos FIPs selecionados, anteriormente, em amostras por tamanho, relativos ao patrimônio líquido dos mesmos.

Tabela 4 – Desempenho dos fundos FIPs selecionados pelo seu tamanho em patrimônio líquido

		Retorno Médio	Tamanho Médio
Desempenho de fundos pequenos (<300mi)	Grupo3	-0,61%	R\$ 93.297.065,90
Desempenho de fundos médios (300mi<x<1bi)	Grupo4	-0,88%	R\$ 535.272.346,69
Desempenho de fundos grandes (>1bi)	Grupo5	-1,98%	R\$ 2.118.092.456,44

Nota: o retorno médio apresentado foi calculado com base no apresentado na metodologia. O tamanho médio foi desenvolvido a partir de uma média aritmética.

A tabela 3 corrobora com os resultados encontrados anteriormente, bem como, com o estudo realizado por Bessa e Funchal (2012). É notável a perda de desempenho com o aumento do tamanho do fundo. Em princípio pode-se adotar a conclusão de que os custos inerentes e a burocracia em um fundo de grande porte são os responsáveis para a perda de desempenho quando comparados aos fundos de menor porte.

4.3 Análise Hipótese H₃

A hipótese H₃ é complementar à hipótese h₁, pois faz uma distinção entre os períodos de prosperidade do mercado de *private equity* no Brasil, identificado por pesquisas como sendo até o ano de 2012, e o período de recessão que país tem passado.

Jones (2007) demonstra em seu estudo sobre tamanho e idade de fundos de investimentos que fundos mais jovens apresentam maior rentabilidade que fundos de constituição mais antiga. Este estudo é divergente, pois os resultados encontrados nos FIPs brasileiros se mostraram opostos ao estudo de Jones, o que pode ser explicado pelos indicadores macroeconômicas em decadência a partir de 2012.

Tabela 5 – Desempenho dos fundos FIPs de acordo com seu período de constituição

	Retorno Médio
Desempenho de fundos antes de 2012	Grupo1 0,68%
Desempenho de fundos após 2012	Grupo2 -0,87%

Nota: o retorno médio apresentado foi calculado com base no apresentado na metodologia

A tabela 5 traz o resultado do desempenho dos fundos de acordo com seu período de constituição. O grupo 1, fundos constituídos até o fim de 2011, apresentaram retorno médio 228% acima do retorno médio apresentado pelos fundos do grupo 2, que foram constituídos a partir de 2012.

A tabela 2 também apresenta um coeficiente negativo para o fator tempo, demonstrando que os fundos FIPs no Brasil tiveram perda de rentabilidade ao longo dos anos.

O desempenho dos fundos do grupo 1 pode, mais uma vez, ser explicado pelo crescimento do país, como relata Ramalho, Furtado e Lara: “ enquanto os países do G7 ensaiam o terceiro passo de uma lenta recuperação da crise de 2008, o Brasil cresce mais de 5% ao ano. Tornou-se vitrine de oportunidades de negócio, paradigma de gestão macroeconômica, desenvolvimento institucional e consolidação democrática”.

A pesquisa EMPEA (2011) apresenta o Brasil como o país mais atrativo para investimentos em 2011, no entanto pesquisas mais recentes, como EMPEA (2016), mostram que o Brasil caiu no *ranking* de atratividade a partir de 2012, o que corrobora com a queda de rentabilidade dos fundos, atrelada à queda do PIB brasileiro, ou seja deu-se início à recessão econômica no país.

Com a hipótese H₃, pode-se concluir que é verdadeira, tendo em vista que o Brasil era considerado o país mais atrativos para investimentos até 2011, com o histórico de crescimento de 5% ao ano, fatores, estes, que contribuem para o desenvolvimento dos diversos setores produtivos do país, inclusive o setor de *private equity*.

4.4 Análise Hipótese H₄

A hipótese H₄ discorre sobre a influência do número de cotistas no retorno do fundo. Através da tabela 2 é possível notar que o número de cotistas possuem relação nula com a rentabilidade do fundo, fato que corrobora com estudo realizado por Bardella (2009), no qual o autor também não encontrou influência da quantidade de cotistas no retorno dos fundos multimercados.

No entanto, quando o desempenho dos fundos FIPs exclusivos e não exclusivos são comparados, nota-se uma importante disparidade, como apresentado na tabela 5.

Tabela 6– Desempenho dos fundos FIPs exclusivos e não exclusivos

		Retorno Médio	N Cotistas Médio	Ticket Médio
Desempenho de fundos exclusivos	Grupo5	-0,14%	1	R\$ 222.652.413,80
Desempenho de fundos com vários cotistas	Grupo6	-0,75%	38	R\$ 6.968.278,48

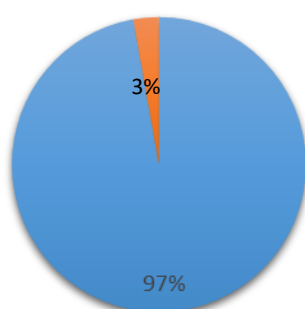
Nota: o retorno médio apresentado foi calculado com base no apresentado na metodologia. O número de cotistas médio é dado pela média aritmética dos cotistas de cada observação. O ticket médio é apresentado dividindo-se o tamanho médio dos fundos pelo número médio de cotistas.

Nota-se que os fundos FIPs exclusivo apresentaram desempenho superior aos fundos não exclusivos.

A partir da análise dos grupos 1 e 2, anteriormente definidos, é possível constatar que cerca de 97% dos fundos FIPs constituídos antes de 2012 são fundos exclusivos. No entanto, os fundos exclusivos são representados por cerca de 25% dos fundos FIPS constituídos após 2012, como apresentados na figura 3. Ou seja, um crescimento de mais de 8000% na quantidade fundos FIPs não exclusivos.

Fundos FIPs Constituídos até 2012

■ Exclusivos ■ Não Exclusivos



Fundos FIPs Constituídos após 2012

■ Exclusivos ■ Não Exclusivos

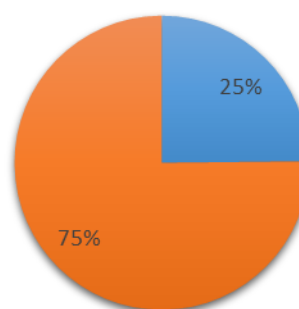


Figura 2 – Distribuição de fundos exclusivos por período de interesse.

Esta análise mostra-se importante, pois a maior parte dos fundos exclusivos foram constituídos durante o período de *boom* do mercado de *private equity*, no qual o setor apresentou altas rentabilidades, o que eleva o valor de retorno médio do período total (2004 a 2016). Por outro lado, a maioria dos fundos não exclusivos foram constituídos após o *boom* do setor, naturalmente, apresentaram retornos médios inferiores. Sendo assim conclui-se, que há fatores de maior relevância ao desempenho do fundo FIPs do que o número de cotistas.

4.5 Síntese dos Resultados

Tabela 7 - Quadro resumo dos resultados

Hipóteses de Pesquisa	Resultados
Hipótese H₁	Esta hipótese apresenta-se verdadeira, pois houve crescimento negativo no período de crescimento negativo do país. Período esse que se inicia em 2014 com crescimento praticamente nulo.
Hipótese H₂	Esta hipótese não é verdadeira, seus resultados se mostram relevância estatística e veem de encontro aos resultados no estudo realizado por Bessa e Funchal (2012). É notável a perda de desempenho com o aumento do tamanho do fundo. Em princípio pode-se adotar a conclusão de que os custos inerentes e a burocracia em um fundo de grande porte são os responsáveis para a perda de desempenho quando comparados aos fundos de menor porte.

Hipóteses de Pesquisa	Resultados
Hipótese H₃	Esta hipótese é verdadeira, apresentando relevância estatística negativa, ou seja, quanto mais velho o fundo menos rentável ele é. É notável a perda de desempenho com o aumento do tamanho do fundo. Em princípio pode-se adotar a conclusão de que os custos inerentes e a burocracia em um fundo de grande porte são os responsáveis para a perda de desempenho quando comparados aos fundos de menor porte.
Hipótese H₄	Esta hipótese apresenta resulta verdadeiro, pois é possível notar que o número de cotistas possuem relação nula com a rentabilidade do fundo.

Nota: os resultados aqui apresentados trazem uma correlação direta com trabalhos desenvolvidos por outros autores, colaborando para o desenvolvimento científico do mesmo.

5 CONCLUSÕES

O presente trabalho buscou determinar os fatores de influência no retorno médio de fundos de *private equity* no Brasil - os FIPs - com base em variáveis internas, que são o tamanho em patrimônio, o tempo de constituição, a exclusividade e o preço de cota. O PIB brasileiro, também foi usado para uma correlação do ambiente externo no desempenho dos FIPs.

A questão com relação ao PIB foi levanta, pois diversos autores demonstram a sua direta correlação com e a rentabilidade dos fundos de *private equity*, sendo esta em âmbito global, que é confirmada na realidade brasileira. Foi possível notar o crescimento do setor de *private equity* até o ano de 2013, período em que o país estava em pleno crescimento, apresentando PIBs positivos e grande atratividade aos investidores, salvo o período da crise de 2008, no qual houve um desarranjo entre ambas as variáveis.

Quando o tamanho dos fundos entra em questão é notável a convergência apresentada pelo setor brasileiro com relação aos mercados europeu e americano. Convergência, essa, também demonstrada por Bessa e Funchal (2012) quando analisavam fundo de investimentos em ações. Os fundos FIPs apresentam relação direta dos seus tamanhos com seus retornos médios, sendo expressa por uma proporcionalidade inversa, ou seja, os fundos de maior tamanho retornam menores rentabilidades quando confrontados aos fundos de patrimônio inferior. Isto pode ser associado ao fato de que a burocracia e as altas taxas transacionais inerentes aos grandes fundos prejudicam seus desempenhos globais.

Quando se discute o retorno médio de FIPs com relação ao seu tempo de constituição, tem-se que há uma relação de significância estatística. No entanto, diferentemente de autores como Jones (2007) e Bessa e Funchal (2012), a relação para o FIPs se mostrou negativa, ou seja, quanto mais novo, menor rentabilidade apresentou. Isto deve-se tanto à deterioração da econômica brasileira a partir de 2012 e a crise global de 2008, quanto ao crescimento do setor, que apresentou um aumento no número de FIPs a uma taxa aproximada de 25% ao ano a partir de 2011, período, no qual houve um boom de crescimento do setor devido à grande

atratividade ao investimento, mas que não se concretizou no decorrer dos anos subsequentes. Esse cenário traz grandes desafios aos gestores.

A hipótese, na qual se discute o número de cotistas, demonstra que não há significância estatística entre o número de cotistas e o retorno do FIP. No entanto, essa questão deve ser isoladamente estudada, pois quando se verifica o desempenho de fundos exclusivos confrontado ao desempenho dos fundos não exclusivos, nota-se que há uma diferença expressiva em desempenho, na qual os fundos exclusivos apresentam-se superiores aos outros. Fato que pode ser explicado, pois os fundos FIPs eram majoritariamente exclusivos durante o período de bonança do setor, diferentemente dos fundos compartilhados que passaram a se desenvolver após 2012, quando se inicia no país um período recessivo. Sendo assim, o tema deve ser mais profundamente estudado para melhor entendimento.

Assim este trabalho trouxe uma base dos fatores de significância que deve ser verificada em um fundo de *private equity* no Brasil, bem como, demonstrou que o cenário macroeconômico traz grande influência no desempenho dos mesmos, mas que há outros fatores que devem ser melhor estudados. Futuros estudos podem demonstrar as relações macroeconômicas no desempenho do setor de *private equity*, análise de risco e análise de desempenho ligado à governança de fundo.

REFERÊNCIAS

ABVCAP – Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital. *Sobre o setor: capital empreendedor*. São Paulo: ABVCAP, 2012. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Download/IndustriaPEVCSobreSetor/21.pdf>>.

EMPEA – Emerging Markets Private Equity Association. *Global Limited Partners Survey: Investors' Views of Private Equity in Emerging Markets*. Washington: EMPEA, 2016.

EMPEA – Emerging Markets Private Equity Association. *Global Limited Partners Survey: Investors' Views of Private Equity in Emerging Markets*. Washington: EMPEA, 2011.

Romain, A., & Van Pottelsberghe, B. (2004). The determinants of venture capital: Additional evidence.

Carsalade F., & Rennó R. (2014). Brazilian Private Equity: A new direction.

Carvalho, A. G. D., Ribeiro, L. D. L., & Furtado, C. V. (2005). A indústria de private equity e venture capital: 1º censo brasileiro.

Ramalho, C., Furtado, C. V., & Lara, R. (2011). A indústria de private equity e venture capital: 2º censo brasileiro.

Kaplan, S. N., & Schoar, A. (2005). Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows. *The Journal of Finance*, 60(4), 1791-1823.

Caselli, S. (2009). *Private equity and venture capital in Europe: markets, techniques, and deals*. Academic Press.

Gorman, M., & Sahlman, W. A. (1989). What do venture capitalists do? *Journal of business venturing*, 4(4), 231-248.

Jegadeesh, N., Kräussl, R., & Pollet, J. (2009). *Risk and expected returns of private equity investments: evidence based on market prices* (No. w15335). National Bureau of Economic Research.

Chemmanur, T. J., & Loutskina, E. (2009). How do corporate venture capitalists create value for entrepreneurial firms?.

Dâmaso, L. C. D. S. (2017). Private equity: impacto no retorno das ações de empresas do setor elétrico no Brasil.

Dias, R. D. S. (2014). *Estudo sobre a captação dos fundos de Private Equity e Venture Capital* (Master's thesis, Universidade Federal do Espírito Santo).

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 e Produção*, 15(1), 11-21.

Minardi, A. M. A. F., Kanitz, R. V., & Bassani, R. H. (2014). Brazilian Private Equity and Venture Capital Funds Performance from 1990 until 2013.

Bessa, L. M., & Funchal, B. Determinantes da Performance dos Fundos de Investimento em Ações no Brasil.

Jones, M. (2007). Examination of fund age and size and its impact on hedge fund performance. *Derivatives Use, Trading Regulation*, 12(4), 342-350.

Grinblatt, M., & Titman, S. (1994). A study of monthly mutual fund returns and performance evaluation techniques. *Journal of financial and quantitative analysis*, 29(3), 419-444.

Bardella, R. P. (2009). *Relação entre desempenho e captação de fundos multimercado no Brasil* (Doctoral dissertation).

Hoffmann, R. (2016). *Análise de regressão: uma introdução à econometria*. O autor.

Iquiapaza, R. A., Vidal Barbosa, F., Fernandes Amaral, H., & Bressan, A. A. (2008). Condicionantes do crescimento dos fundos mútuos de renda fixa no Brasil. *Revista de Administração-RAUSP*, 43(3).

de Carvalho, M. R. A. (2005). Avaliação de desempenho de fundos multimercado: resultados passados podem ser utilizados para definir uma estratégia de investimento. *Revista de Economia e Administração*, 4(3).