

PONTIFÍCA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

***Private Equity* no Brasil: evidências sobre o comportamento do padrão de dividendos nos investimentos e suas implicações sobre problemas de agência**

João Pedro Brandão Simão
No. de matrícula: 1510807

Orientador: Walter Novaes

Dezembro de 2020

PONTIFÍCA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

***Private Equity* no Brasil: evidências sobre o comportamento do padrão de dividendos nos investimentos e suas implicações sobre problemas de agência**

João Pedro Brandão Simão

Matrícula: 1510807

Orientador: Walter Novaes

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

João Pedro Brandão Simão

Dezembro de 2020

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.”

Agradecimentos

Aos meus pais, pelo apoio incondicional e pelo compromisso com a minha educação. Ao meu irmão, pelos conselhos, por estar sempre comigo e por ser um exemplo.

E, por fim, ao meu orientador, Walter Novaes, pela orientação, tempo, e incentivos sem os quais esse trabalho não seria o mesmo.

Sumário

1. Introdução	7
2. Dados e estatísticas descritivas	10
2.1 Visão geral.....	10
2.2 Fluxo de investidas e estratégias de saída.....	14
2.3 Duração do período de investimento e pagamento de dividendos	19
3. Conclusão	27
4. Referências Bibliográficas.....	29

Lista de Tabelas

Tabela 1 – Estatísticas descritivas no ano de investimento e composição anual da amostra

Tabela 2 – Análise descritiva de algumas das principais características dos investimentos da amostra

Tabela 3 – Análise descritiva das principais características dos investimentos das subamostras de PE e PIPE

Tabela 4 – Estatísticas descritivas no ano de investimento em função da maior participação nas investidas

Tabela 5 - Fluxo de investidas na carteira ao longo do tempo

Tabela 6 – Composição dos desinvestimentos por estratégia de saída

Tabela 7 – Composição dos desinvestimentos de PE por estratégia de saída

Tabela 8 – Análise descritiva de características de investimentos de PE durante o período de investimento e suas estratégias de saída

Tabela 9 – Comparação de variáveis entre desinvestimentos de PE via IPO e demais estratégias de saída

Tabela 10 – Composição da amostra por faixa de dividendos recebidos no investimento relativos ao capital investido

Tabela 11 – Composição da subamostra de investimentos do tipo PE por faixa de dividendos recebidos no investimento relativos ao capital investido

Tabela 12 – Composição da amostra em função da duração do período de investimento

Tabela 13 – Diferenças entre investimentos de rápida duração e (até dois anos) durações maiores do que dois anos

Lista de Figuras

Figura 1 – TIR Bruta em Reais média no ano vs. Número de Investidas na Carteira no ano

Figura 2 – Relação da TIR Bruta de investimentos de PE com as suas respectivas razões de dividendos totais sobre custo total (excluindo investimentos que não pagaram dividendos)

Figura 3 – Relação da duração (anos) de investimentos de PE com as suas respectivas razões de dividendos totais sobre custo total

Figura 4 – Relação da TIR Bruta de investimentos de PE com as suas respectivas razões de dividendos totais sobre custo total (excluindo investimentos cuja razão de dividendos sobre o custo total foi menor do que 10%)

1. Introdução

Apesar da literatura sobre políticas de dividendos ser vasta, a intensidade dos estudos aumentou quando dois importantes artigos, ao contrastarem diferentes visões sobre o tema, estabeleceram dois paradigmas. La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer e Vishny (2000), ao estudar políticas de dividendos de 33 países, evidenciam que, em países onde acionistas minoritários são mal protegidos – na sua maioria, países emergentes – não há uma relação negativa entre oportunidades de investimentos e pagamento de dividendos. Em outras palavras, segundo os autores, em países emergentes, independentemente das oportunidades de investimento, acionistas minoritários (no geral, legalmente mal protegidos) não estão dispostos a esperar para receber dividendos.

Em contraste com essa visão, Fama e French (2001) mostram que nos EUA, firmas que não pagam dividendos geralmente possuem sólidas oportunidades de investimento – indicando que, ao se deparar com boas oportunidades de investimento, investidores (legalmente bem protegidos) estão dispostos a esperar pelo recebimento de dividendos. Ao estudar a incidência de firmas pagadoras de dividendos no período 1962-1999 nos EUA, os autores evidenciam que três características principais afetam a decisão de se pagar dividendos: (i) lucratividade; (ii) oportunidades de investimento; e (iii) tamanho.

Corroborando a evidência sobre os custos de agência oriundos de uma má proteção legal de acionistas minoritários em países emergentes – apresentada por La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer e Vishny (2000) – Martins e Novaes (2010) mostram que o Brasil também se encontra nessa categoria. Ao analisar o impacto das leis de dividendos obrigatórios no Brasil sobre a capacidade de firmas financiarem novos investimentos, os autores mostram que elas não só ajudam a explicar por que o *dividend yield*¹ no Brasil é maior do que nos EUA, mas também, exceto em casos de escassez de crédito, não dificultam o financiamento de novas oportunidades de investimento por parte das firmas – indicando que, no Brasil, a ausência de pagamento de dividendos abre o caminho para que acionistas controladores desviem ativos das empresas.

¹ *Dividend Yield* – (Rendimento de Dividendo): é calculado pela divisão dos dividendos anuais por ação, sobre o preço corrente da ação. Ele pode ser interpretado como o retorno em dividendos que uma empresa paga aos seus acionistas.

Embora as evidências sugiram que o comportamento de empresas brasileiras se pareça mais com o observado em países emergentes por La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer e Vishny (2000) – do que com o observado nos EUA por Fama e French (2001) – esse padrão não necessariamente se aplica à todos investimentos no país. Independentemente do comportamento predominante da política de dividendos no Brasil, alguns mecanismos institucionais são capazes de garantir um melhor alinhamento de interesses entre acionistas minoritários e majoritários. Dentre eles estão, por exemplo, fundos de *Private Equity* (PE) e o Novo Mercado. Nesse artigo, estudaremos o primeiro.

O principal objetivo desse estudo é explorar evidências sobre o padrão de dividendos de empresas de uma carteira de investimentos de uma importante firma de PE no Brasil. Com o aval da própria gestora, e através da análise de uma base de dados populada por características dos seus investimentos de PE e *Private Investment in Public Equity* (PIPE), estudaremos o comportamento desse padrão (da amostra como um todo), em busca de evidências que indiquem se ele está mais em linha com as evidências de Fama e French (2001) ou La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer e Vishny (2000). Partindo do pressuposto que a essência desse tipo de instituição baseia-se no alinhamento de interesses entre acionistas minoritários e majoritários, principalmente no que tange a obtenção de maiores retornos (seja através de ganhos de capital ou pagamento direto de dividendos), é de se esperar que o padrão de dividendos das suas investidas se comporte de acordo com as evidências apresentadas por Fama e French (2001) independentemente das características do país em questão: ou seja, pagando poucos dividendos quando deparadas com sólidas oportunidades de investimento e vice-versa.

Gestoras de *Private Equity* representam um importante papel na economia – ajudando na profissionalização de negócios familiares, melhora das suas governanças corporativas e, principalmente, providenciando o necessitado *growth capital*². *Private Equity* é um termo comum para investimentos feitos, na maioria das vezes, em empresas privadas através de negociações não públicas. Através da aquisição de bons ativos à valuations atraentes, gestores buscam gerar valor e aprimorar a performance das

² *Growth capital*: “Capital de crescimento” refere-se à uma modalidade de investimento de PE, na maioria das vezes minoritário, feito em companhias em fase de maturação e que buscam financiamento para expandir e/ou reestruturar suas operações, entrar em novos mercados e financiar novas aquisições sem uma mudança necessária de controlador.

companhias do seu portfólio. Segundo Henry Kravis, consistente entre firmas de PE, está o duradouro princípio da indústria: alinhamento de interesses. Isso se refere tanto ao alinhamento entre o time de gestão da companhia com a firma de PE, quanto ao alinhamento entre a própria gestora e seus investidores. Ao adquirir uma participação em uma empresa, gestores se perguntam: O que é possível fazer para melhorá-la? Como conseguimos criar valor? Quais constituintes devemos ter em mente e quais gerarão bons resultados para todos? Em suma, a essência da indústria baseia-se na criação de valor.

Não surpreendentemente – e em linha com a suposição feita – os resultados sugerem que, diferentemente das evidências relacionadas ao Brasil e a países emergentes citadas acima, fundos de PE cumprem o seu papel como mecanismos voltados à mitigação de problemas de agência e, conseqüentemente, conflitos de interesses entre acionistas minoritários e majoritários. Assim como apontado por Fama e French (2001), as empresas da amostra que mais pagaram dividendos foram aquelas que, em média, tiveram as menores oportunidades de investimento. Adicionalmente, a evidência indica que o pagamento de dividendos em investimentos em PE no Brasil é majoritariamente utilizado para compensar performances aquém das desejadas assim como investimentos com tempos de duração maiores do que o esperado, do que para a obtenção de retornos por si só.

O capítulo 1 introduz o estudo. O capítulo 2, por sua vez, é dividido em três partes. A seção 2.1 apresenta estatísticas descritivas da amostra de investimentos analisada, introduzindo o leitor às suas principais características em termos de retorno, tamanho e lucratividade, tanto durante o período de investimento quanto no ano de investimento. A seção 2.2 relaciona as diversas estratégias de saída utilizadas pela gestora (assim como o fluxo de investimentos ao longo do período amostral) com algumas variáveis idiossincráticas às empresas investidas. A seção 2.3 relaciona ambos o recebimento de dividendos em cada investimento da amostra assim como a sua duração com características da empresa investida e o investimento como um todo. Por fim, com base em evidências apresentadas por La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer e Vishny (2000), Fama e French (2001) e Martins e Novaes (2010), o capítulo 3 apresenta as principais conclusões derivadas das análises anteriores.

2. Dados e estatísticas descritivas

2.1 Visão geral

A base de dados utilizada nesse estudo é composta por características de 54 investimentos de uma gestora de PE brasileira. O período amostral vai de 2004 a 2020 – iniciando-se no ano a partir do qual o mercado de capitais passou a se consolidar no Brasil e terminando no último ano de dados da amostra. Todos os valores da amostra estão em BRL. Dos 54 investimentos, 38 são classificados como investimentos em PE, enquanto os 16 restantes são classificados como *Private Investment in Public Equity* (PIPE). Ao passo que as informações dos investimentos do tipo PIPE foram majoritariamente extraídas de demonstrativos financeiros auditados e *press releases* das companhias, as informações relativas aos investimentos de PE foram obtidas em demonstrativos financeiros auditados das investidas assim como controles internos da gestora. A tabela 1 introduz a amostra através de um análise descritiva de variáveis financeiras, no ano de investimento, dos investimentos feitos pela gestora ao longo do tempo:

Tabela 1 – Estatísticas descritivas no ano de investimento e composição anual da amostra

Ano	Investimentos	Capital Investido e à Investir Médio	Receita Líquida Média	Margem EBIT Média	Patrimônio Líquido/Dívida Líquida Média ¹	Ativos Totais Médios
2006	5	16.141.303,6 (5)	411.933.491,5 (2)	40,3% (2)	-1,2x (1)	1.614.186.575,0 (2)
2007	17	93.080.342,7 (17)	413.064.758,9 (12)	25,5% (11)	0,8x (12)	1.168.634.455,4 (12)
2008	10	92.664.136,9 (10)	2.445.357.555,6 (9)	15,9% (8)	1,9x (9)	3.623.159.111,1 (9)
2010	1	200.030.260,8 (1)	158.248.000,0 (1)	13,2% (1)	0,2x (1)	782.159.000,0 (1)
2011	7	205.002.025,3 (7)	645.146.500,0 (4)	11,9% (3)	1,7x (4)	4.882.614.250,0 (4)
2012	2	306.669.543,5 (2)	3.165.624.042,5 (2)	15,3% (2)	0,2x (2)	14.156.306.317,7 (2)
2013	2	432.025.997,9 (2)	1.709.697.461,5 (2)	28,2% (2)	0,8x (2)	3.097.431.437,8 (2)
2015	2	260.573.816,8 (2)	935.244.500,0 (2)	13,8% (2)	-0,5x (2)	829.553.985,5 (2)
2016	3	290.477.727,1 (3)	3.530.776.000,0 (3)	13,0% (3)	0,3x (3)	11.965.675.666,7 (3)
2017	3	239.248.686,3 (3)	1.192.171.690,5 (2)	-15,2% (2)	8,0x (2)	682.906.500,0 (2)
2019	2	126.271.947,6 (2)	105.450.000,0 (2)	-9,4% (2)	-0,3x (2)	92.096.500,0 (2)
Média	3,9	205.653.253,5	1.337.519.454,6	13,9%	1,1x	3.899.520.345,4
Observações	(54)	(54)	(41)	(38)	(40)	(41)

1 - Valores negativos indicam que o valor do patrimônio líquido excede o valor de caixa líquido

A **Tabela 1** divide todos os investimentos da amostra total de acordo com seus anos de investimento. Os números entre parênteses referem-se ao número de empresas com observações para cada variável em cada ano. Exceto por Capital investido e à Investir Médio, todas as estatísticas descritivas apresentadas na tabela referem-se aos valores do ano de investimento em cada empresa. A variável Capital Investido e à Investir Médio representa a soma do montante total investido nos investimentos feitos em cada ano, dividida pelo número de investimentos realizados naquele ano. A variável Receita Líquida Média representa a receita líquida média no ano de investimento, dos investimentos feitos pela gestora naquele ano. A variável Margem EBIT Média equivale à média da razão Receita Líquida no ano de Investimento sobre o Lucro Operacional no ano de investimento dos investimentos feitos naquele ano. Patrimônio Líquido/Dívida Líquida Média calcula a média de quanto o patrimônio líquido no ano de investimento representava da dívida líquida no ano de investimento dos investimentos feitos naquele ano. Ativos Totais Médios representam a média dos ativos totais, no ano de investimento, dos investimentos feitos naquele ano.

Em média, o número de investimentos feitos por ano é de aproximadamente quatro investidas. No ano de investimento, o patrimônio líquido das investidas supera, em média, a dívida líquida em 10,0%, os ativos totais equivalem a aproximadamente R\$3,9 bilhões e a margem EBIT equivale a aproximadamente 13,9%. As tabelas 2 e 3 a seguir, resumem algumas das principais características da amostra como um todo e das subamostras (de PE e PIPE), respectivamente:

Tabela 2 – Análise descritiva de algumas das principais características dos investimentos da amostra

	TIR Bruta	C-o-C	Maior participação no investimento	Custo Total	Dividendos Totais/Custo Total	Duração (anos)
Média	34,7%	2,1x	17,9%	149.352.222,3	10,6%	3,9
Mediana	17,6%	1,7x	13,8%	100.976.245,2	2,8%	3,9
Desvio Padrão	79%	1,6x	14,1%	143.768.336,9	19,0%	2,1
Máximo	420,6%	8,7x	49,9%	644.966.453,8	114,1%	8,8
Mínimo	-81,5%	0,0x	0,9%	1.927.027,4	0,0%	0,1
Observações	53	54	44	54	54	53

A **Tabela 2** apresenta um resumo de algumas das principais características dos investimentos da amostra como um todo. A TIR equivale a taxa interna de retorno dos investimentos, em BRL, bruta de taxas de performance. C-o-C “Cash on Cash” representa o múltiplo dos proventos recebidos em relação ao capital investido no investimento, também conhecido na indústria como “Multiple over Invested Capital” (MOIC). O Custo Total equivale ao total de capital investido nos investimentos. A variável Dividendos Totais/Custo Total representam a fração de dividendos paga pela companhia à gestora em relação ao capital investido no investimento. A variável Duração (anos) mede o tempo desde a data de investimento até a data de desinvestimento em cada companhia. Maior Participação no investimento equivale ao valor máximo de participação do fundo, durante o período de investimento, em uma companhia.

Amplamente utilizada como métrica de performance na indústria, a TIR representa a taxa de desconto que faz com que o valor presente líquido de um investimento seja zero. Matematicamente, a taxa varia até que:

$$0 = \sum_{i=1}^N \frac{P_i}{(1 + taxa)^{\frac{(d_i - d_1)}{365}}}$$

onde d_i é a última data de pagamento, d_1 é a primeira data de pagamento e P_i é o último pagamento. Intuitivamente, podemos pensar na TIR como um *benchmark* utilizado na tomada de decisão de um investimento. Uma TIR maior do que o custo de oportunidade de um investidor sugere que, em termos econômicos, vale a pena investir em determinado projeto. Entretanto, como consequência do caráter discreto de gestoras de PE, dados dessa natureza dificilmente estão disponíveis em larga escala para terceiros. Alternativamente, diversas outras métricas de desempenho vem sendo usadas na literatura – baseadas, principalmente, nas formas de saídas dos investimentos, e.g. Das et al. (2003), Schwienbacher (2005) e Sorensen (2007). Seguindo essa linha, esse estudo abordará, além da TIR, diversas outras métricas de desempenho nas suas análises unilaterais.

O *Cash-on-Cash* (C-o-C), por sua vez, também conhecido como Múltiplo sobre o Capital Investido (em inglês, *Multiple over Invested Capital* – MOIC), é calculado pela divisão da soma dos proventos acumulados recebidos do investimento com seus valores residuais, pelo montante de capital investido. Essa métrica analisa a rentabilidade do investimento, evidenciando o total dos proventos recebidos (e potenciais à receber) como um múltiplo do seu custo:

$$\text{Cash on Cash} = \frac{PA + VR}{\text{Capital Pago}}$$

onde *PA* equivale aos proventos acumulados e *VR* ao valor residual.

Tabela 3 – Análise descritiva das principais características dos investimentos das subamostras de PE e PIPE

Tipo de Investimento	TIR Bruta	C-o-C	Maior participação do Fundo	Custo Total (BRL)	Dividendos Totais/Custo Total	Duração (anos)	Ativos Totais no ano de investimento
<i>Private Equity</i>							
Média	35,6%	2,1x	21,1%	118.680.290,73	11,5%	4,0	1.396.815.003,59
Mediana	16,2%	1,6x	20,0%	97.564.515,81	2,7%	4,2	490.740.000,00
Máximo	420,6%	8,7x	49,9%	360.039.282,79	114,1%	8,8	9.243.564.000,00
Mínimo	-81,5%	0,0x	0,9%	2.298.321,55	0,0%	0,1	53.473.150,00
	(37)	(38)	(33)	(38)	(38)	(37)	(27)
<i>PIPE</i>							
Média	32,8%	2,0x	8,5%	222.198.059,68	8,5%	3,7	7.576.617.571,43
Mediana	25,8%	1,9x	5,7%	127.458.542,31	3,3%	3,3	4.054.858.500,00
Máximo	119,3%	3,5x	18,8%	644.966.453,75	29,6%	8,0	34.440.328.000,00
Mínimo	5,4%	1,1x	1%	1.927.027,37	0,0%	0,6	712.860.000,00
	(16)	(16)	(11)	(16)	(16)	(16)	(14)
Observações	(53)	(54)	(44)	(54)	(54)	(53)	(41)

A **Tabela 3** apresenta um resumo de algumas das principais características dos investimentos das subamostras de investimentos de PE e PIPE. A TIR equivale a taxa interna de retorno dos investimentos, em BRL, bruta de taxas de performance. C-o-C “*Cash on Cash*” representa o múltiplo dos proventos recebidos em relação ao capital investido no investimento, também conhecido na indústria como “*Multiple over Invested Capital*” (MOIC). O Custo Total equivale ao total de capital investido nos investimentos. A variável Dividendos Totais/Custo Total representam a fração de dividendos paga pela companhia à gestora em relação ao capital investido no investimento. A variável Duração (anos) mede o tempo desde a data de investimento até a data de desinvestimento em cada companhia. Maior Participação no investimento equivale ao valor máximo de participação do fundo, durante o período de investimento, em uma companhia.

A partir das tabelas 2 e 3, observa-se que a distribuições da TIR dos investimentos de ambas as subamostras são *right-skewed* (média é maior do que mediana). O mesmo pode ser dito para as distribuições de C-o-C, Custo Total e Dividendos/Custo Total. O ticket médio da gestora é de aproximadamente R\$149,4 milhões, a duração média dos seus investimentos é de aproximadamente 3,9 anos e a sua participação acionária média nas companhias é de 17,9%.

Com o intuito de explorar potenciais relações entre a participação da gestora nos investimentos e as características das companhias no ano de investimento, a tabela 4

analisa as mesmas variáveis apresentadas na tabela 1, no entanto, em função de faixas de participação acionária da firma de PE nas investidas.

Tabela 4 – Estatísticas descritivas no ano de investimento em função da maior participação nas investidas

Maior % do Fundo	Investidas	Capital Investido e à Investir Médio	Receita Líquida Média	Margem EBIT Média	Patrimônio Líquido/Dívida Líquida Média ¹	Ativos Totais Médios
<= 10%	17	190.262.484,3 (17)	2.390.854.586,3 (12)	12,5% (9)	1,3x (12)	6.092.287.647,1 (12)
>10% <=20%	11	195.982.353,5 (11)	1.685.865.392,3 (10)	15,9% (10)	1,7x (10)	1.651.300.261,4 (10)
>20% <=30%	9	116.219.666,9 (9)	243.569.767,4 (8)	33,4% (8)	0,2x (7)	365.347.027,8 (8)
>30% <=40%	3	150.598.820,4 (3)	720.257.000,0 (2)	-4,6% (2)	0,3x (2)	593.151.000,0 (2)
>40% <=50%	4	184.245.300,8 (4)	193.560.460,3 (3)	-7,3% (3)	4,6x (3)	222.358.990,3 (3)
>50% <=100%	0	0,0 (0)	0,0 (0)	0,0% (0)	0,0x (0)	0,00 (0)
Média		139.551.437,7	872.351.201,1	8,3%	1,4	1.487.407.487,8
Observações	(44)	(44)	(35)	(32)	(34)	(35)

I – Valores negativos indicam que o valor do patrimônio líquido excedeu o valor de caixa líquido.

A **Tabela 4** quebra a amostra entre 6 faixas de acordo com o percentual de participação nas investidas. Exceto por Capital Investido e à Investir Médio, todas as estatísticas descritivas apresentadas na tabela referem-se aos valores do ano de investimento em cada empresa. Os valores entre parênteses referem-se ao número de observações de cada variável relativa à cada faixa de participação. Não necessariamente todas as participações em todas as investidas da amostra eram observáveis e, portanto, o número total de observações de investidas na tabela 2 difere do total de investidas da amostra. A mesma lógica se aplica às demais variáveis da tabela. Na primeira linha, estão todos os investimentos com participação observável menor ou igual a 10%. As demais linhas seguem a mesma lógica. O Capital Investido e à Investir Médio representa a soma do montante total investido nas companhias dividido pelo número de observações da variável e faixa de participação em questão. A Receita Líquida Média equivale à soma das receitas líquidas no ano de investimento dividida pelo número de observações da variável e faixa de participação em questão. A Margem EBIT Média equivale a soma de quanto o Lucro Operacional no ano de investimento representava da Receita Líquida no ano de investimento de todas as investidas da faixa de participação em questão, dividido pelo número de observações da variável em questão. A variável Patrimônio Líquido/Dívida Líquida Média equivale a soma de quanto o patrimônio líquido representava da dívida líquida no ano de investimento das investidas da faixa de participação em questão, dividido pelo número de observações da variável em questão. Os Ativos Totais Médios representam a soma dos ativos totais no ano de investimento das investidas da faixa de participação em questão, dividida pelo número de observações da variável em questão.

Como evidenciado pela tabela 2, todos os investimentos da amostra são minoritários, ou seja, possuem participação menor do que 50,0% nas companhias. Consequentemente, não há valores relativos à essa faixa de participação para nenhuma variável da amostra, como indicado na tabela acima. À medida que a participação nas investidas cresce, observa-se uma redução tanto na Receita Líquida Média quanto nos Ativos Totais Médios no ano de investimento. Essa evidência sugere que, independentemente das características de tamanho e vendas da investida, o ticket médio permanece por volta de R\$120-200 milhões. Os dados na tabela 4 também indicam que a maior parte dos investimentos se concentra nas faixas de participação de até 30%, com destaque para a faixa de 10%, a

qual, no ano de investimento, apresenta a maior Receita Líquida Média e Ativos Totais Médios dentre as demais.

2.2 Fluxo de investidas e estratégias de saída

Tabela 5 - Fluxo de investidas na carteira ao longo do tempo

Ano	Investimentos	Desinvestimentos	Número de Investidas na Carteira	TIR Bruta em R\$ Média dos Investimentos feitos no ano	TIR Bruta em R\$ Média dos Desinvestimentos feitos no ano
2006	5	0	5	73,0%	n.a.
2007	17	2	20	23,0%	26,0%
2008	10	2	28	37,2%	24,6%
2009	0	4	24	n.a.	83,8%
2010	1	5	20	1,8%	69,7%
2011	7	7	20	-16,6%	22,4%
2012	2	5	17	11,1%	14,5%
2013	2	3	16	12,2%	25,8%
2014	0	0	16	n.a.	n.a.
2015	2	5	13	32,5%	-9,3%
2016	3	4	12	64,6%	12,9%
2017	3	2	13	59,6%	53,4%
2018	0	3	10	n.a.	14,1%
2019	2	3	9	171,8%	86,1%
Média	3,9	3,2	15,9	42,7%	35,3%
Observações	54	45	54	54	45

A **Tabela 5** apresenta a evolução do número de investidas na carteira da gestora de 2006 a 2019. O Número de Investidas na Carteira equivale ao número de investidas acumuladas até o ano em questão subtraído do número acumulado de desinvestidas até o mesmo ano. A TIR Bruta em R\$ Média dos Investimentos feitos no ano representa a taxa interna de retorno média dos investimentos feitos naquele ano. A TIR Bruta Média dos Desinvestimentos feitos no ano equivalem a média das taxas internas de retorno dos desinvestimentos feitos naquele ano. Em anos nos quais não houve investimento, é escrito “n.a.” como valor da taxa interna de retorno média. O mesmo se aplica para anos em que não houve desinvestimentos.

Ao relacionarmos a TIR bruta média em Reais dos investimentos feitos em um determinado ano com o número de investidas na carteira no mesmo ano, é possível observar uma clara relação negativa entre ambas as variáveis – como apresentado pela tabela 5. Além de intuitiva, essa relação está em linha com uma das conclusões apresentadas por Siqueira et al. (2011). À medida que a gestora acumula cada vez mais investidas em sua carteira, é de se esperar que a intensidade do contato entre a firma de PE e cada uma das companhias do portfólio diminua. Em outras palavras, a evidência sugere que o número de investidas na carteira é negativamente relacionado com o seu desempenho. A figura 1 abaixo ilustra essa relação:

Figura 1 – TIR Bruta em Reais média no ano vs. Número de Investidas na Carteira no ano

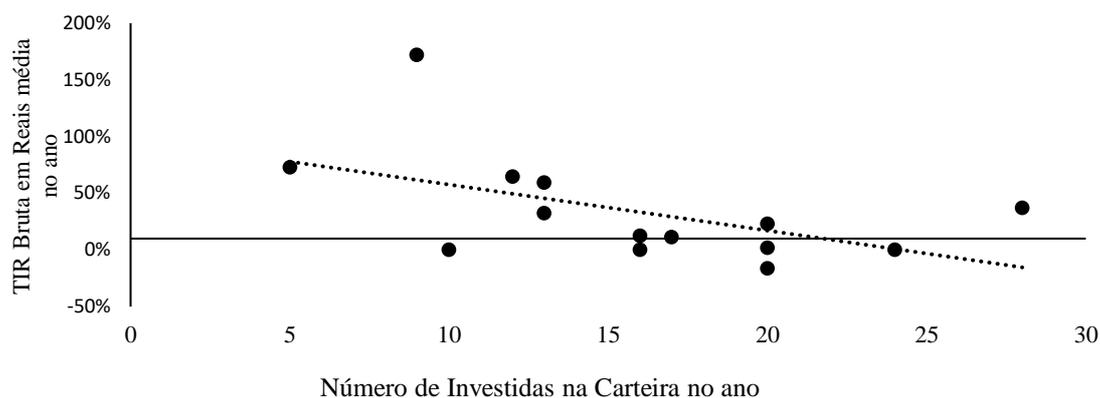


Figura 1 – Utilizando os dados apresentados na Tabela 2, o gráfico acima relaciona o número de investimentos na carteira da gestora com a TIR média dos investimentos feitos no mesmo ano. É possível observar que à medida que o número de investidas na carteira cresce, há um declínio na TIR bruta (de taxas de performance) média dos investimentos feitos naquele mesmo ano.

É importante ressaltar que, dos 54 investimentos da amostra, 47 já foram desinvestidos enquanto 7 ainda vigoram no portfólio da gestora. Sendo assim, a TIR dos 7 investimentos correntes não necessariamente reflete os valores que serão recebidos nos seus respectivos desinvestimentos, uma vez que os preços de venda podem variar tanto positivamente quanto negativamente em relação aos seus atuais valores justos (incluídos no cálculo da TIR). Uma estatística mais realista da rentabilidade média da amostra em termos de TIR, portanto, pode ser obtida analisando somente investimentos já desinvestidos e parcialmente desinvestidos. Nessa subamostra de 48 investimentos (levando em conta desinvestimentos totais e um parcial), a TIR bruta média é de aproximadamente 38,4%.

Ribeiro e Almeida (2005), evidenciam que até 2002, a venda estratégica foi a via de saída mais utilizada por gestores de PE no Brasil. As tabelas a seguir analisam a amostra de investimentos em função das estratégias de saída utilizadas pela gestora. A partir da tabela abaixo, podemos ver que a estratégia de saída mais utilizada na amostra é a “Venda no mercado secundário”. No entanto, o número de desinvestimentos aos quais esse tipo de saída foi atribuído equivale exatamente ao número de investimentos do tipo PIPE na amostra, o que não é surpreendente.

Tabela 6 – Composição dos desinvestimentos por estratégia de saída

Estratégia de Saída	Desinvestimentos	% sobre o total de desinvestidas
Venda para estratégico	8	18%
Venda para financeiro	3	7%
<i>IPO</i>	10	22%
Venda para acionista existente	7	16%
Venda no mercado secundário	17	38%
Observações	45	100%

A **Tabela 6** apresenta a composição de desinvestidas da amostra por estratégia de saída utilizada. Venda para estratégico refere-se à uma estratégia de desinvestimento na qual a firma de PE vende a companhia para outro player estratégico, geralmente à um concorrente do mesmo setor, por exemplo. Venda para financeiro refere-se à estratégia de desinvestimento na qual, no desinvestimento, a firma de PE venda a companhia para outra gestora de PE, por exemplo. *IPO* é a abreviação de *Initial Public Offer*, em português, Oferta Pública Inicial – nessa estratégia de saída, gestores desinvestem da companhia via a abertura do capital da mesma em bolsa e, geralmente vendendo as ações tanto no mercado primário quanto secundário. A venda no mercado secundário é uma estratégia de saída utilizada majoritariamente por investimentos do tipo PIPE, uma vez que as ações das companhias já são listadas em bolsa antes do investimento por parte da firma de PE.

Uma interpretação mais rica, portanto, pode ser obtida excluindo os investimentos do tipo PIPE da análise, *i.e.* olhando somente para os investimentos de PE. A tabela abaixo apresenta a composição da subamostra de desinvestimentos de PE por estratégia de saída:

Tabela 7 – Composição dos desinvestimentos de PE por estratégia de saída

Estratégia de Saída	Desinvestimentos	% sobre o total de desinvestidas
Venda para estratégico	8	27%
Venda para financeiro	3	10%
<i>IPO</i>	9	30%
Venda para acionista existente	7	23%
Venda no mercado secundário	3	10%
Observações	30	100%

A **Tabela 7** apresenta a composição de desinvestidas da subamostra de investimentos de PE por estratégia de saída utilizada. Dos investimentos de PE da amostra, ao todo, 30 já foram desinvestidos. Venda para estratégico refere-se à uma estratégia de desinvestimento na qual a firma de PE vende a companhia para outro player estratégico, geralmente à um concorrente do mesmo setor, por exemplo. Venda para financeiro refere-se à estratégia de desinvestimento na qual, no desinvestimento, a firma de PE venda a companhia para outra gestora de PE, por exemplo. *IPO* é a abreviação de *Initial Public Offer*, em português, Oferta Pública Inicial – nessa estratégia de saída, gestores desinvestem da companhia via a abertura do capital da mesma em bolsa e, geralmente vendendo as ações tanto no mercado primário quanto secundário. A venda no mercado secundário é uma estratégia de saída utilizada majoritariamente por investimentos do tipo PIPE, uma vez que as ações das companhias já são listadas em bolsa antes do investimento por parte da firma de PE.

Observa-se que, dentre os investimentos de PE, o tipo de saída mais utilizado foi o *IPO* (em relação à amostra total, aproximadamente 22% das desinvestidas tiveram *IPO* como estratégia de saída). Essa evidência contraria os resultados apresentados por Ribeiro e Almeida (2005), sugerindo que com o passar do tempo, à medida que o mercado de capitais brasileiro se desenvolvia, optar por abrir capital como estratégia de saída de investimentos de PE no Brasil era preferível às demais opções de desinvestimento. Contudo, vale ressaltar que a diferença entre o número de desinvestidas nas estratégias

de saída com maior peso na tabela acima é basicamente marginal. Apesar do baixo número de observações, a evidência está em linha com uma das conclusões de Cumming e Macintosh (2003) que, através de uma análise empírica, evidenciaram que as formas mais frequentes de saídas de investimentos de VC nos EUA são abertura de capital (*IPO*), venda estratégica, venda para financeiro e recompra pelo empreendedor. Dentre elas, os autores apontam que *IPO* é a mais bem sucedida.

A fim de explorar adiante as relações das características dos investimentos de PE com as suas estratégias de saída, a tabela 8 apresenta a subamostra de desinvestimentos de PE composta pelas respectivas formas de desinvestimento e algumas variáveis de lucratividade, desempenho, crescimento e oportunidades de investimento durante o período de investimento nas companhias:

Tabela 8 – Análise descritiva de características de investimentos de PE durante o período de investimento e suas estratégias de saída

Estratégia de Saída	Desinvestimentos	Evolução do Lucro Líquido/Ativo Total Médio	CAGR Médio do Lucro Líquido durante o período de investimento	CAGR Médio dos Ativos Totais durante o período de investimento	TIR Média
Venda para estratégico	8	0,6x (5)	21% (3)	30% (5)	19% (8)
Venda para financeiro	3	0,5x (2)	59% (1)	19% (2)	24% (3)
IPO	9	1,1x (8)	68% (6)	48% (8)	90% (9)
Venda para acionista existente	7	0,3x (1)	-18% (1)	37% (2)	-3% (7)
Venda no mercado secundário	3	0,6x (2)	18% (1)	1% (2)	-4% (3)
Observações	(30)	(18)	(12)	(19)	(30)

A **Tabela 8** relaciona características dos investimentos de PE da amostra, durante o período de investimento, com as diferentes estratégias de saída optadas pela gestora, apresentadas na primeira coluna. Os valores em parênteses representam o número de observações de cada variável relativa à estratégia de saída em questão. A variável Evolução do Lucro Líquido/Ativo Total Médio representa o quanto a lucratividade da empresa no ano de saída representava da sua lucratividade no ano de entrada. Essa variável soma essas razões para todas as empresas do tipo de saída em questão e apresenta a sua média de acordo com o número de variáveis observáveis. CAGR Médio do Lucro Líquido durante o período de investimento representa a média das taxas de crescimento anual compostas do lucro líquido dos investimentos da estratégia de saída em questão. CAGR Médio dos Ativos Totais durante o período de investimento representa a média da taxa de crescimento anual composta dos ativos totais dos investimentos da estratégia de saída em questão. A TIR Média representa a média das taxas internas de retorno dos investimentos das estratégias de saída em questão.

Os dados acima reforçam os resultados de Cumming e Macintosh (2003): de todas as estratégias de saídas dos investimentos de PE da amostra, *IPO* se apresenta como a mais rentável em termos de TIR. Os desinvestimentos feitos por *IPO* superam os demais desinvestimentos, em média, em todas as variáveis apresentadas na tabela. Ao utilizar o crescimento dos ativos totais como uma proxy para oportunidades de investimento, pode-

se afirmar que, segundo a tabela acima, a saída por abertura de capital destina-se aos investimentos que, durante o período de investimento, apresentaram não só mais oportunidades de investimento do que os demais, como também tiveram uma maior evolução da sua lucratividade.

Definindo sucesso como abertura de capital, podemos separar a amostra em dois grupos: um composto por investimentos de PE cuja estratégia de saída se deu via *IPO*, e o outro composto pelos demais investimentos de PE já desinvestidos. A última tabela dessa seção, portanto, compara e testa a significância estatística da diferença de médias de variáveis respectivas à cada um dos dois grupos, vide abaixo:

Tabela 9 – Comparação de variáveis entre desinvestimentos de PE via IPO e demais estratégias de saída

Tipo de Saída	Desinvestimentos	Ativos Totais Médios no ano de investimento	CAGR Médio dos Ativos Totais durante o período de investimento	CAGR Médio da Receita Líquida durante o período de investimento	CAGR Médio do Lucro Líquido durante o período de investimento	Duração (anos)
<i>IPO</i>	9	1.564.105.000,0 (7)	47,7% (8)	42,3% (7)	67,7% (6)	3,4 (9)
Outra	23	1.740.054.660,7 (14)	18,7% (10)	20,9% (10)	40,2% (9)	3,6 (14)
Estatística-t		[-0,17]	[1,92]	[2,69]	[1,12]	[-0,28]
Observações	(32)	(21)	(18)	(17)	(15)	(23)

A **Tabela 9** apresenta os desinvestimentos de PE da amostra em dois grupos. A primeira linha representa os investimentos cuja estratégia de saída se deu via *IPO*, enquanto a segunda linha representa todos os demais desinvestimentos de PE (cuja estratégia de saída não se deu via *IPO*). A variável Ativos Totais Médios no ano de investimento representa a média dos ativos totais médios no ano de investimento nas companhias de cada grupo. CAGR Médio dos Ativos Totais durante o período de investimento representa a taxa de crescimento anual média dos ativos totais das companhias de cada grupo, durante os seus respectivos períodos de investimento. Analogamente, CAGR Médio da Receita Líquida durante o período de investimento equivale à taxa de crescimento anual média da receita líquida das companhias de cada grupo durante os seus respectivos períodos de investimento. A mesma lógica se aplica para a variável CAGR Médio do Lucro Líquido durante o período de investimento. Duração (anos) representa a duração média, em anos, dos investimentos de cada grupo. Os valores em parênteses representam as observações feitas relativas à cada variável de acordo com o grupo em questão. Os valores entre colchetes são a estatística-t dos testes de significância de diferença de médias. À níveis usuais de significância, somente a taxa de crescimento anual média da receita líquida rejeita a hipótese nula.

A tabela 9 sugere que, em média, o crescimento da lucratividade, das vendas e de oportunidades de investimento (utilizando a taxa de crescimento dos ativos como proxy) é maior nos investimentos que tiveram *IPO* como estratégia de saída do que nos demais investimentos de PE. Entretanto, ao testarmos a significância estatística da diferença entre as médias, à níveis usuais, somente a variável que representa a taxa de crescimento anual médio da receita líquida rejeita a hipótese nula. À níveis de significância mais toleráveis (10%), mais de uma variável rejeita a hipótese nula para o teste de diferença de médias.

2.3 Duração do período de investimento e pagamento de dividendos

O objetivo dessa seção é explorar as relações aparentes entre o tempo de duração dos investimentos da amostra, assim como o percentual de proventos recebidos em dividendos em relação ao custo de cada investimento, com características idiossincráticas às investidas. Quais são as características dos investimentos que mais pagaram dividendos? O recebimento de dividendos é preferível à ganhos de capitais? Existe alguma relação inesperada entre o montante de dividendos pagos por investimentos da amostra e a sua rentabilidade? E com o tempo de duração? Veremos adiante.

Fama e French (2001), ao estudar a incidência de firmas pagadoras de dividendos no período 1962-1999 nos EUA, evidenciam que três características afetam a decisão de pagar dividendos: (i) lucratividade; (ii) oportunidades de investimento e; (iii) tamanho. Os autores partem da indagação de que, uma vez que nos EUA dividendos são taxados à uma taxa maior do que ganhos de capitais, a suposição comum é de que, conseqüentemente, eles são menos valiosos do que os últimos. Os dados utilizados no seu estudo incluem firmas listadas na NYSE, AMEX e NASDAQ. Além da evidência mencionada acima, os autores enfatizam outra conclusão importante: independentemente das suas características, firmas se tornaram menos propensas a pagar dividendos – indicando que os benefícios percebidos de pagamento de dividendos caíram com o tempo.

Martins e Novaes (2010), por sua vez, analisando o impacto das leis de dividendos obrigatórios no Brasil sobre a capacidade de firmas financiarem novos investimentos, mostram que, mesmo com uma fração significativa de firmas utilizando lacunas na lei para evitar o seu pagamento, as leis ainda são efetivas. Baseando-se na evidência apresentada por Fama e French (2001) de que, em anos de crescimento econômico, firmas estadunidenses que investem muito, no geral, não pagam dividendos, Martins e Novaes evidenciam (à partir de uma hipótese de divergência) que somente em momentos de escassez de crédito, a correlação entre pagamentos de dividendos e investimentos (por parte das firmas) é negativa no Brasil. Enquanto a evidência apresentada por Fama e French (2001) parte de observações de empresas de um país onde, supostamente, há poucos conflitos de interesse entre o grupo controlador e acionistas minoritários, a conclusão de Martins e Novaes (2010) – em linha com a evidência apresentada por La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer e Vishny (2000) – origina-se da análise de dados

compostos por características de firmas não financeiras lucrativas listadas na bolsa de ações brasileira (o período amostral vai de 2005 a 2009).

A partir da evidência mencionada acima, Martins e Novaes (2010) concluem que a ausência de pagamento de dividendos (por parte das firmas) abre o caminho para acionistas controladores desviarem ativos das empresas. Essa conclusão, portanto, sugere que as leis de dividendos obrigatórios no Brasil, dados os aparentes níveis de conflitos de interesse entre controladores e minoritários, são bem eficazes – uma vez que protegem os direitos de fluxo de caixa dos acionistas minoritários e, exceto por casos de escassez de crédito, não dificultam o processo de financiamento de novas oportunidades de investimento por parte das firmas. A tabela 9 a seguir apresenta a amostra dos investimentos de PE e PIPE em função da razão de dividendos recebidos no investimento sobre o seu custo total:

Tabela 10 – Composição da amostra por faixa de dividendos recebidos no investimento relativos ao capital investido

Dividendos Totais/Custo Total	Investimentos	Duração (anos)	Ativos Totais Médios no ano de Investimento	Margem EBIT Média no ano de investimento	Evolução do Lucro Líquido/Ativo Total Médio	CAGR Médio dos Ativos Totais - período de investimento	TIR Média
<= 5%	31	3,1 (30)	5.207.630.375,0 (22)	14,6% (19)	96,7% (18)	42,2% (20)	31,1% (30)
> 5% <= 10%	6	3,5 (6)	2.351.777.000,0 (5)	12,3% (5)	215,8% (5)	24,2% (5)	40,8% (6)
> 10% <= 20%	6	4,6 (6)	1.428.341.200,0 (5)	17,0% (5)	156,0% (4)	40,0% (4)	75,9% (6)
> 20% <= 30%	8	5,8 (8)	1.642.893.812,6 (6)	26,2% (6)	47,7% (5)	18,6% (5)	19,7% (8)
> 30%	3	6,5 (3)	153.609.657,0 (3)	20,3% (3)	-13,8% (3)	13,6% (3)	16,9% (3)
Observações	(54)	(53)	(41)	(38)	(35)	(37)	(53)

A **Tabela 10** apresenta a composição da amostra de investimentos de PE e PIPE em função da razão de dividendos recebidos sobre o custo total (capital investido). A variável Duração (anos) apresenta a duração média em anos dos investimentos em cada faixa. Ativos Totais Médios no ano de investimento apresentam a média dos ativos totais, no ano de investimento, das empresas de cada faixa. Margem EBIT Média no ano de investimento segue a mesma lógica. A variável Evolução do Lucro Líquido/Ativo Total apresenta a média de quanto essa razão, no ano de desinvestimento, representava da mesma razão no ano de investimento das empresas da faixa. CAGR Médio dos Ativos Totais – período de investimento apresenta a taxa de crescimento média dos ativos totais dos investimentos de cada faixa durante o seus respectivos períodos de investimento. TIR Média representa a taxa interna de retorno média dos investimentos de cada linha. Os valores entre parênteses representam o número de observações de para cada variável de acordo com a faixa em questão.

Observa-se que a razão de dividendos recebidos em relação ao custo total aumenta com o tempo de investimento e, à partir da faixa de 10%, diminui com a rentabilidade em termos de TIR. Segundo a tabela acima, os investimentos que mais pagaram dividendos em relação ao capital investido foram aqueles que, em média tinham (i) as maiores margens EBIT no ano de investimento; (ii) a menor evolução da razão do lucro líquido sobre os ativos totais durante o período de investimento; (iii) a menor taxa de crescimento anual dos ativos durante o período de investimento e; (iv) menor TIR dentre os demais.

A tabela 10 replica a apresentação feita pela tabela anterior, no entanto, excluindo os investimentos do tipo PIPE da análise:

Tabela 11 – Composição da subamostra de investimentos do tipo PE por faixa de dividendos recebidos no investimento relativos ao capital investido

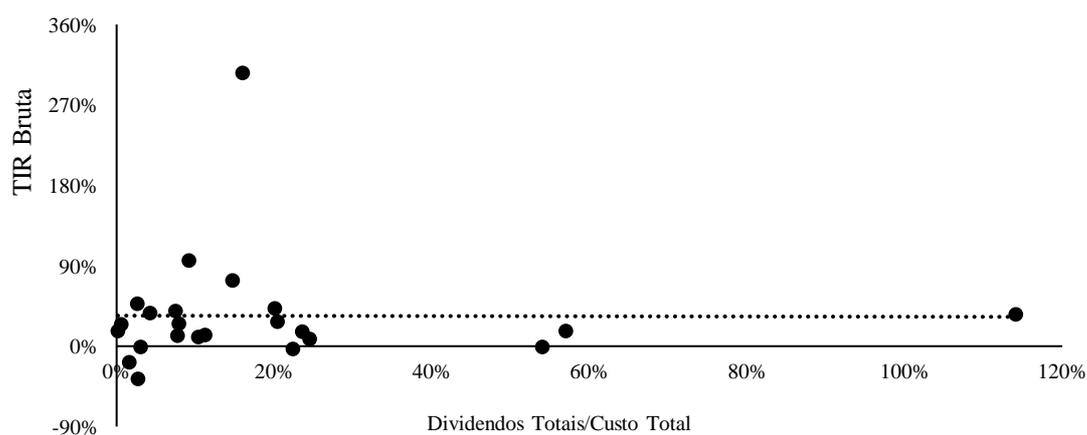
Dividendos Totais/Custo Total	Investimentos	Duração (anos)	Ativos Totais Médios no ano de Investimento	Margem EBIT Média no ano de investimento	Evolução do Lucro Líquido/Ativo Total Médio	CAGR Médio dos Ativos Totais - período de investimento	TIR Média
<= 5%	22	3,2 (21)	1.874.938.732,2 (14)	14,4% (11)	48,2% (12)	52,9% (14)	28,8% (21)
> 5% <= 10%	4	3,3 (4)	536.651.200,0 (5)	9,5% (3)	217,8% (3)	27,0% (3)	42,8% (4)
> 10% <= 20%	4	4,7 (4)	991.270.800,0 (5)	17,8% (3)	187,4% (3)	51,5% (3)	100,3% (4)
> 20% <= 30%	5	5,5 (5)	560.737.312,6 (6)	31,8% (4)	62,0% (3)	16,1% (3)	18,0% (5)
> 30%	3	6,5 (3)	153.609.657,0 (3)	20,3% (3)	-13,8% (3)	13,6% (3)	16,9% (3)
Observações	(38)	(37)	(33)	(24)	(24)	(26)	(37)

A **Tabela 11** apresenta a composição da subamostra de investimentos de PE em função da razão de dividendos recebidos sobre o custo total (capital investido). A variável Duração (anos) apresenta a duração média em anos dos investimentos em cada faixa. Ativos Totais Médios no ano de investimento apresentam a média dos ativos totais, no ano de investimento, das empresas de cada faixa. Margem EBIT Média no ano de investimento segue a mesma lógica. A variável Evolução do Lucro Líquido/Ativo Total apresenta a média de quanto essa razão, no ano de desinvestimento, representava da mesma razão no ano de investimento das empresas da faixa. CAGR Médio dos Ativos Totais – período de investimento apresenta a taxa de crescimento média dos ativos totais dos investimentos de cada faixa durante o seus respectivos períodos de investimento. TIR Média representa a taxa interna de retorno média dos investimentos de cada linha. Os valores entre parênteses representam o número de observações de para cada variável de acordo com a faixa em questão.

Em ambas as tabelas os resultados estão parcialmente em linha com a evidência apontada por Fama e French (2001) de que a decisão de pagamento de dividendos é positivamente afetada pelo tamanho e lucratividade das empresas e, em tempo de expansão econômica, negativamente afetada pelas suas oportunidades de investimento. Os autores utilizam a taxa de crescimento dos ativos da empresa como proxy para oportunidade de crescimento. Aplicando a mesma análise aos investimentos da amostra como um todo, vemos que a relação em termos de oportunidade de investimentos se confirma: as companhias que mais pagaram dividendos à gestora (em relação ao capital investido) de fato foram as que tiveram a menor taxa de crescimento dos ativos (*i.e.* menos oportunidades de investimento) dentre as demais investidas. Em termos de lucratividade, também observa-se que os investimentos mais lucrativos no ano de investimento (com as maiores margens EBIT) foram aqueles cuja razão dividendos pagos em relação ao capital investido excedeu o nível de 20%. Entretanto, não é possível confirmar a evidência da relação do pagamento de dividendos com o tamanho, nem com a evolução da lucratividade das companhias, como apresentado por Fama e French (2001).

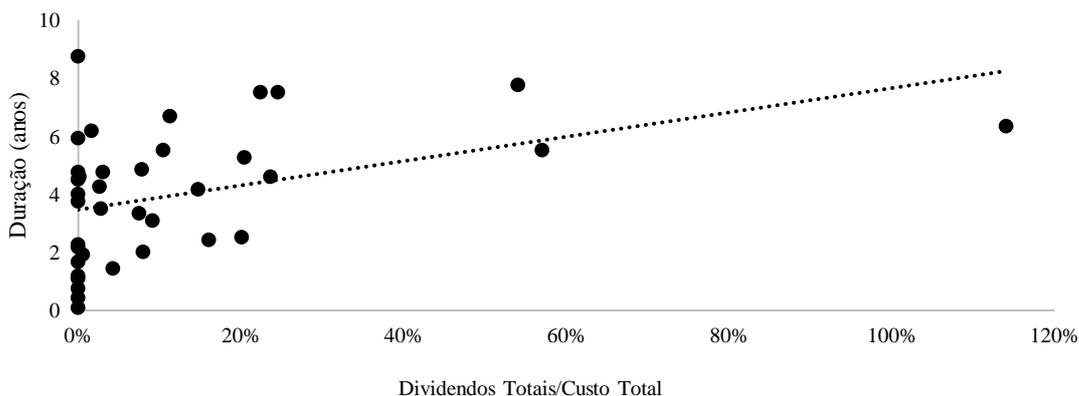
O fato das investidas de PE da amostra não replicarem à risca as evidências apresentadas por Fama e French (2001) pode ser explicado de diversas maneiras. Uma das explicações plausíveis pode estar relacionada ao número de observações tanto da amostra quanto dos valores das suas variáveis. Muito provavelmente, uma amostra maior nos renderia evidências mais precisas e, dado o caráter e a filosofia de investimentos da gestora (fortemente baseada no alinhamento de interesses das partes envolvidas), observaríamos com mais clareza as relações de lucratividade, tamanho e oportunidade de investimentos com a decisão de se pagar dividendos. Por outro lado, como já mencionado, nota-se que a fração de dividendos pagos pela companhia em relação ao capital investido aumenta com o tempo de investimento. Além disso, ao observarmos a evolução da lucratividade, vemos também que os investimentos que mais pagaram dividendos foram aqueles que tiveram a pior evolução da razão do lucro líquido sobre ativos totais, em média, dentre os demais. Não coincidentemente, a má performance da lucratividade se reflete na TIR: ao compararmos a TIR média dos investimentos cuja razão de dividendos sobre o custo total foi maior do que 20% com os demais, observamos que esses investimentos apresentam uma TIR, em média, bem abaixo do restante das investidas (que por sua vez pagaram menos dividendos em relação ao capital investido). Os gráficos abaixo ilustram a relação entre pagamento de dividendos com a TIR e a duração dos investimentos de PE, respectivamente:

Figura 2 – Relação da TIR Bruta de investimentos de PE com as suas respectivas razões de dividendos totais sobre custo total (excluindo investimentos que não pagaram dividendos)



A **Figura 2** ilustra a relação entre a TIR bruta (de taxa de performance) dos investimentos de PE da amostra (que pagaram dividendos à gestora) com as suas respectivas razões de proventos recebidos em dividendos sobre o total de capital investido. Investimentos de PE que não pagaram dividendos durante o período de investimento foram excluídos da análise acima. A subamostra em questão é composta por observações de 23 investimentos.

Figura 3 – Relação da duração (anos) de investimentos de PE com as suas respectivas razões de dividendos totais sobre custo total

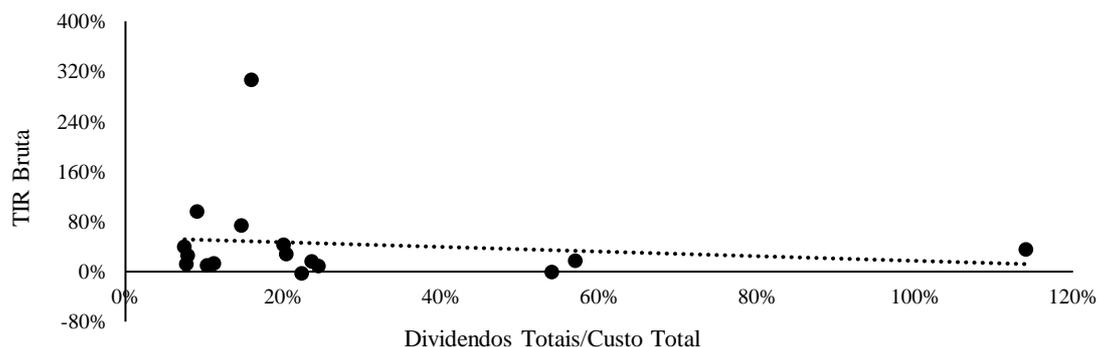


A **Figura 3** ilustra a relação entre a duração de todos os investimentos de PE da amostra com as suas respectivas razões de proventos recebidos em dividendos sobre o total de capital investido. A subamostra em questão é composta por observações de 37 investimentos.

Ao passo que a relação entre a TIR bruta dos investimentos de PE e a razão dos dividendos pagos sobre o capital investido (ilustrada pela figura 2) não é clara, a figura 3 enaltece a relação entre a duração dos investimentos de PE e os dividendos pagos sobre o custo. Em suma, os gráficos acima sugerem que: (i) não há uma relação evidente entre a proporção de dividendos recebidos pela gestora em relação ao capital investido (em investimentos de PE) com o seu desempenho em termos de TIR, mesmo excluindo os investimentos que não pagaram dividendo algum da análise e; (ii) o montante de dividendos recebidos em relação ao capital investido nos investimentos de PE como um todo tende a aumentar com a duração do período de investimento. Quando analisamos a amostra como um todo, ou seja, observando os investimentos de PE e de PIPE conjuntamente, vemos que enquanto a relação entre as variáveis analisadas na figura 3 se mantém, a relação analisada entre as variáveis da figura 2 se torna menos evidente ainda. Portanto, quando nos referimos à todos os investimentos da amostra, novamente não é possível inferir com clareza uma relação entre TIR Bruta e Dividendos totais/Custo total.

Há um porém: ao realizarmos mais modificações na subamostra de investimentos de PE que pagaram dividendos, a evidência aponta para uma relação mais clara entre a TIR Bruta dos investimentos e a razão de dividendos sobre o capital investido. A figura 4 ilustra a análise das variáveis mencionadas acima excluindo da subamostra os investimentos cuja razão de dividendos pagos sobre o capital investido foi menor do que 5%. A evidência apresentada pela figura 4 sugere que, a partir de um certo nível da proporção do pagamento de dividendos em relação ao custo total, essa variável é

Figura 4 – Relação da TIR Bruta de investimentos de PE com as suas respectivas razões de dividendos totais sobre custo total (excluindo investimentos cuja razão de dividendos sobre o custo total foi menor do que 10%)



A **Figura 4** ilustra a relação da TIR Bruta (líquida de taxa de performance) de investimentos de PE com as suas respectivas razões de dividendos totais sobre custo total (excluindo investimentos cuja razão de dividendos sobre o custo total foi menor do que 10%). A subamostra em questão é composta por observações de 16 investimentos.

levemente negativamente relacionada com a rentabilidade dos investimentos de PE em termos de TIR. Vale ressaltar que, dadas as modificações feitas na amostra em análise, o número de observações se reduziu para meros 16 investimentos – reduzindo a credibilidade da evidência em termos estatísticos. Esse resultado também é observado na amostra como um todo (incluindo investimentos de PE e PIPE) – como já mencionado e apresentado pela tabela 10. Há, no entanto, uma leve diferença: ao passo que a figura 4 apresenta a evidência excluindo investimentos de PE cuja razão de dividendos sobre custo total foi menor do que 5%, na amostra total, o nível dessa razão a partir do qual a evidência se torna mais clara é de 10% (vide tabela 10).

Uma vez evidenciada a relação entre o pagamento de dividendos no investimento e seu tempo de duração, as tabelas a seguir decompõem a amostra de investimentos em função dessa variável:

Tabela 12 – Composição da amostra em função da duração do período de investimento

Duração (anos)	Investimentos	TIR Bruta	C-o-C	Dividendos Totais Médios	Dividendos Totais/Custo Total Médio	CAGR Médio da Receita Líquida	Participação Média do Fundo
< 2 anos	12	75%	1,9x	1.682.315,9	1%	48%	18%
		(11)	(11)	(11)	(11)	(5)	(7)
> 2 anos <= 4 anos	16	43%	2,1x	8.598.107,1	5%	22%	18%
		(16)	(16)	(16)	(16)	(11)	(13)
> 4 anos <= 6 anos	16	12%	2,2x	13.971.793,4	11%	26%	18%
		(16)	(16)	(16)	(16)	(12)	(15)
> 6 anos	9	11%	2,4x	52.656.415,9	31%	15%	19%
		(9)	(9)	(9)	(9)	(7)	(8)
Observações	(53)	(52)	(52)	(52)	(52)	(35)	(43)

A **Tabela 12** apresenta os valores de algumas variáveis dos investimentos de PE e PIPE em função do tempo de duração dos seus períodos de investimento. Valores entre parênteses representam o número de observações das variáveis relativas à cada faixa de duração na tabela. TIR Bruta representa a taxa interna de retorno (bruta de taxa de performance) média dos investimentos da linha em questão. C-o-C equivale ao múltiplo sobre o capital investido médio dos investimentos da linha em questão. Dividendos totais Médios equivalem à média dividendos recebidos pela gestora nos investimentos da faixa em questão. CAGR Médio da Receita Líquida representa a taxa de crescimento anual médio da receita líquida dos investimentos da linha em questão, durante o período de investimento. Participação média do fundo representa a média da participação da gestora nos investimentos que se aplicam à linha em questão.

Como esperado, observa-se que a TIR Bruta cai com a duração do período de investimento. O C-o-C, por sua vez, não apresenta a mesma relação da TIR – muito pelo contrário: à medida que a duração do período de investimento aumenta, observamos que o múltiplo sobre o capital investido também aumenta. Confirmando a evidência já apresentada, também vemos que os maiores pagamentos de dividendos nominais são aqueles relativos às investidas com o maior tempo de duração. Resumindo, os investimentos com maior período de duração possuem em média, menor TIR, os maiores C-o-C, pagam nominalmente mais dividendos, apresentam as maiores razões de dividendos sobre custo total e aparentam ter a menor taxa de crescimento anual da receita líquida no período de investimento.

Os resultados apresentados pela tabela 12 indicam uma possível preferência da gestora à obtenção de rentabilidade via ganhos de capitais em detrimento de recebimento de dividendos das companhias do portfólio. Claramente, investimentos cuja duração foi menor do que quatro anos apresentam uma razão inferior de dividendos sobre o custo total em relação àqueles cuja duração excedeu esse tempo. As evidências, portanto, sugerem que dividendos são mais utilizados como forma de compensar possíveis má performances das companhias investidas do que como forma de obter maiores rentabilidades por si só. Aprofundando a análise, a tabela 13 a seguir divide a amostra de investimentos em dois grupos (um cuja duração do período de investimento foi inferior à dois anos e outro, cujo período foi igual ou maior do que dois anos) e testa a significância estatística das diferenças de médias das variáveis observadas.

À níveis usuais de significância estatística, observamos as diferenças de média de três das cinco variáveis analisadas na amostra rejeitam a hipótese nula. São elas: a razão de dividendos totais sobre o custo total do investimento, a taxa de crescimento anual média dos ativos da companhia (interpretada como medida para oportunidades de investimento) e a TIR bruta. Como vimos que, no geral, quanto menor a duração, melhor o desempenho da investida, podemos interpretar os resultados da tabela acima da seguinte forma: ao utilizar a duração dos investimentos como proxy para seu desempenho (quanto menor, melhor), vemos que investimentos de melhor desempenho apresentam uma melhor taxa de crescimento do lucro líquido, melhores oportunidades de investimento e pagam menos dividendos do que os de desempenho inferior durante o período de investimento.

Tabela 13 – Diferenças entre investimentos de rápida duração e (até dois anos) durações maiores do que dois anos

Duração do investimento (anos)	Investimentos	Dividendos Totais/Custo Total Médio	Evolução do Lucro Líquido/Ativo Total Médio	CAGR Médio do Lucro Líquido	CAGR Médio dos Ativos Totais	TIR Bruta
< 2 anos	11	1%	56%	70%	97%	75%
		(11)	(5)	(4)	(5)	(11)
> = 2 anos	42	13%	112%	40%	24%	24%
		(42)	(30)	(23)	(32)	(42)
Estatística-t		[-2,75]	[-0,44]	[1,02]	[2,60]	[1,64]
Observações	(53)	(53)	(35)	(27)	(37)	(53)

A **Tabela 13** decompõe a amostra de investimentos em dois grupos: um cujo período de investimento foi inferior à dois anos e outro cujo período de investimento excedeu esse tempo. Os valores entre parênteses representam o número de observações de cada variável relativa à cada grupo. Dividendos Totais/Custo Total Médio representa a média da razão entre dividendos totais pagos pelo investimento e seu custo total médio das investidas de cada grupo. Evolução do Lucro Líquido/Ativo Total Médio representa a média da proporção que a razão lucro líquido sobre ativo total, no ano de desinvestimento, representava da mesma razão no ano de investimento, em relação as investidas de cada grupo. CAGR Médio do Lucro Líquido equivale à média da taxa de crescimento anual do lucro líquido, durante o período de investimento, das companhias de cada grupo. A mesma lógica se aplica para a variável CAGR Médio dos Ativos Totais. Por fim, TIR Bruta representa a média da taxa interna de retorno (bruta de taxa de performance), dos investimentos de cada grupo.

Esse resultado reforça a ideia de que, exceto em casos específicos, pagamentos de dividendos são majoritariamente utilizados pela gestora como forma de compensar o tempo do investimento e performances aquém das desejadas. No geral, as evidências sugerem que obter maiores rentabilidades via ganhos de capitais é uma estratégia preferida ao recebimento de dividendos por parte das companhias. Essa implicação está em linha com a suposição citada por Fama e French (2001) de que dividendos são vistos como menos valiosos do que ganhos de capitais.

3. Conclusão

As evidências apresentadas no decorrer desse artigo apontam para duas conclusões principais. Em primeiro lugar, observamos que diferentemente das características do padrão de pagamento de dividendos observadas em países emergentes e no Brasil (onde, no geral, acionistas minoritários são legalmente mal protegidos), as características das empresas da amostra desse estudo (no que tange seu padrão de pagamento de dividendos) assemelham-se às características evidenciadas por Fama e French (2001)! Essa evidência corrobora a hipótese de que Fundos de *Private Equity* cumprem bem o seu papel no que diz respeito à mitigação de problemas de agência, independentemente das características predominantes do padrão de dividendos no país onde se encontram. Muito provavelmente, a não confirmação da relação – evidenciada por Fama e French (2001) – entre o tamanho das firmas e seu padrão de pagamento de dividendos se dá por causa do baixo número de observações na amostra e por conta do papel que a gestora atribui aos dividendos nos seus investimentos.

Observa-se uma clara preferência à obtenção de maiores rentabilidades via ganhos de capitais, em detrimento do recebimento de dividendos (das companhias investidas) pela firma de PE. O pagamento de dividendos, por sua vez, aparenta servir majoritariamente como uma estratégia utilizada para compensar performances aquém das desejadas (por parte das companhias investidas) e durações do período de investimento maiores do que as esperadas.

Utilizando a amostra como proxy para investimento de PE minoritários no Brasil, podemos dizer que as evidências sugerem que gestoras de PE, ao notar que um investimento possa deixar a desejar, buscam garantir parte do retorno esperado via recebimento de dividendos – cumprindo assim o seu papel fiduciário e proporcionando as melhores rentabilidades dentro do possível para os cotistas dos seus fundos. Essa interpretação implica que, na visão das gestoras, receber os dividendos (*i.e.* extrair os ativos da companhia investida) valeria mais a pena do que não recebê-los e, ao invés disso, investir em projetos e/ou optar por potenciais maiores ganhos de capitais no processo de saída (sobre uma empresa, nesse caso hipotético, mais robusta em termos de caixa).

As análises descritivas da amostra como um todo também trazem resultados interessantes. Vimos que a saída por *IPO*, dado o tamanho das companhias, parece ser o caminho natural para os investimentos de PE mais bem sucedidos de um portfólio e que a rentabilidade dos investimentos de uma carteira é negativamente relacionada com a quantidade de investidas no portfólio.

4. Referências Bibliográficas

- CUMMING, D., MACINTOSH, J. (2003). *A Cross-Country Comparison of Full and Partial Venture Capital Exits*. *Journal of Banking and Finance*, 27, 511–548.
- DAS, S., JAGANNATHAN, M., SARIN, A., (2002). *The Private Equity Discount: An Empirical Examination of the Exit of Venture-Backed Companies*. Disponível em SSRN 298083.
- FAMA, E., FRENCH, K. (2000). *Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?*. *Journal of Financial Economics* 60 (2001) 3-43
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SCHLEIFER, A., VISHNY, R., (1998). *Law and Finance*. *Journal of Political Economy* 106, no. 6, 1-53;
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SCHLEIFER, A., VISHNY, R., (2000). *Agency problems and dividend policies around the World*. *The Journal of Finance*, LV,1-33;
- MARTINS, T., NOVAES, W. (2010). *Mandatory dividend rules: Do they make it harder for firms to finance investment opportunities?*. *Journal of Corporate Finance*, Elsevier, vol. 18(4), páginas 953-967.
- RIBEIRO, L., ALMEIDA, M. (2005). *Estratégia de saída em capital de risco*. *Revista de Administração-RAUSP* 40.1 (2005): 55-67.
- SCHWIENBACHER, A., (2005). *An Empirical Analysis of Venture Capital Exits in Europe and the United States*. EFA 2002 Berlin Meetings Discussion Paper.
- SIQUEIRA et al. (2010). *Determinantes do Sucesso dos Investimentos de Private Equity e Venture Capital no Brasil*. *Rev. Bras. Finanças*, Rio de Janeiro, Vol. 9, No. 2, Junho 2011, pp. 189–208

SORENSEN, M., (2007). *How Smart is Smart Money? Two-Sided Matching Model of Venture Capital*. *Journal of Finance*, 62, 2725–2762.

ZEISBERGER, C., PRAHLS, M., WHITE, B. (2017). *Mastering Private Equity: transformation via venture capital, minority investments and buyouts*. Set. John Wiley & Sons, 2017.