

**FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS  
ESCOLA DE ECONOMIA DE SÃO PAULO**

**HENRIQUE LORENZI DANIEL**

**CRIAÇÃO DE VALOR OPERACIONAL POR EMPRESAS DE PRIVATE EQUITY  
EM SUAS ADQUIRIDAS: UM ESTUDO DO CASO BRASILEIRO**

**SÃO PAULO**

**2021**

**HENRIQUE LORENZI DANIEL**

**CRIAÇÃO DE VALOR OPERACIONAL POR EMPRESAS DE PRIVATE EQUITY  
EM SUAS ADQUIRIDAS: UM ESTUDO DO CASO BRASILEIRO**

Dissertação apresentada à Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getulio Vargas como requisito para obtenção do título de Mestre em Economia.

Área de concentração: Finanças

Orientador: Prof. Dr. Joelson Sampaio

**SÃO PAULO**

**2021**

Daniel, Henrique Lorenzi.

Criação de valor operacional por empresas de *private equity* em suas adquiridas: um estudo do caso brasileiro / Henrique Lorenzi Daniel. - 2021.

45 f.

Orientador: Joelson Oliveira Sampaio.

Dissertação (mestrado profissional MPFE) – Fundação Getulio Vargas, Escola de Economia de São Paulo.

1. Private equity (Finanças). 2. Empresas - Finanças. 3. Empresas - Avaliação. I. Sampaio, Joelson Oliveira. II. Dissertação (mestrado profissional MPFE) – Escola de Economia de São Paulo. III. Fundação Getulio Vargas. IV. Título.

CDU 658.152

**HENRIQUE LORENZI DANIEL**

**CRIAÇÃO DE VALOR OPERACIONAL POR EMPRESAS DE PRIVATE EQUITY  
EM SUAS ADQUIRIDAS: UM ESTUDO DO CASO BRASILEIRO**

Dissertação apresentada à Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getulio Vargas como requisito para obtenção do título de Mestre em Economia.

Área de concentração: Finanças

Data de aprovação: \_\_/\_\_/\_\_\_\_

Banca examinadora:

---

Prof. Dr. Joelson Sampaio (Orientador)  
FGV-EESP

---

Prof. Dr. Jéfferson Colombo  
FGV-EESP

---

Prof. Dr. Humberto Gallucci  
Unifesp

## RESUMO

A literatura acadêmica dita que há 3 drivers por meio dos quais empresas de PE criam valor em suas adquiridas: engenharia financeira (alavancagem), engenharia de governança (aumento de múltiplo) e engenharia operacional. Entende-se que os dois primeiros, engenharias financeiras e de governança, são considerados os tradicionais no que diz respeito à geração de valor nas empresas do portfólio de fundos de PE. Este estudo busca resultados para duas hipóteses: empresas que recebem investimentos de fundos de PE apresentam resultados operacionais acima dos de seus competidores? Mais ainda, existe uma correlação entre o grau de intervenção de empresas de PE na operação de suas adquiridas e o retorno de seus fundos aos investidores? Para responder à primeira hipótese, não encontramos evidências de que as empresas que recebem aportes financeiros de fundos de PE apresentam excesso de retorno operacional quando comparadas aos seus competidores de mercado. No que tange à segunda hipótese, encontramos uma correlação positiva entre o grau de intervenção operacional nas empresas de portfólio de fundos de PE e o retorno de seus fundos dedicados à Brasil, abrindo espaço para uma nova discussão para o caso brasileiro.

Palavras-chave: Performance operacional, Private Equity, Brasil

## **ABSTRACT**

The academic literature dictates that there are 3 drivers through which PE companies create value in their portfolio companies: financial engineering (leverage), governance engineering (multiple increase) and operational engineering. It is understood that the first two, financial and governance engineering, are considered the traditional ones regarding the generation of value in companies that are part of PE funds' portfolios. This study seeks results for two hypotheses: do companies that receive investments from PE funds present operating results above those of their competitors? Furthermore, is there a correlation between the degree of intervention by PE companies in the operation of their acquired companies and the return of their funds to investors? Answering the first hypothesis, we found no evidence that companies that receive financial investments from PE funds have an excess of operational return when compared to their market competitors. Regarding the second hypothesis, we found a positive correlation between the degree of operational intervention in the PE fund portfolio companies and the return on their funds dedicated to Brazil, making room for a new discussion for the Brazilian case.

Keywords: Operational performance, Private Equity, Brazil

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Criação de valor por meio do pagamento de dívida	14
Figura 2 – Criação de valor por meio do crescimento de múltiplo	15
Figura 3 – Criação de valor por meio de melhora na performance operacional,	15
Figura 4 – Capital comprometido e disponível em PE no Brasil	21
Figura 5 – Desinvestimentos em PEVC no Brasil	21
Figura 6 – Resultado nominal de desempenho operacional	25
Figura 7 – Resultado de excesso de desempenho operacional (ajustado pelo Ibovespa)	26
Figura 8 – Resultado de excesso de desempenho operacional (ajustado pelos competidores)	26
Figura 9 – Testes estatísticos para resultados encontrados (ajustado pelos competidores)	27
Figura 10 – Modelo operacional das empresas de PE vs. Retorno dos fundos	39

## SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO	9
2.	DEFINIÇÃO DE CRIAÇÃO DE VALOR PARA BUYOUTS	12
3.	EVOLUÇÃO DO MERCADO DE PRIVATE EQUITY NO BRASIL	18
4.	EVIDÊNCIA DE CRIAÇÃO DE VALOR POR MEIO DE MELHORA OPERACIONAL	23
5.	MODELOS OPERACIONAIS DAS EMPRESAS DE PRIVATE EQUITY	34
6.	CONCLUSÕES, IMPLICAÇÕES E PESQUISAS FUTURAS	40



## 1. INTRODUÇÃO

O mercado de *Private Equity* (PE) tem passado por algumas mudanças que não distinguem fronteiras. Como é de se esperar em qualquer mercado onde não haja pré-condições para uma dinâmica de competição imperfeita, a concorrência entre empresas de PE vem se acirrando ano após ano, com evidências de que as empresas e seus investidores, tanto no Brasil quanto ao redor do globo, estão cada vez mais eficientes no que tange à alocação de capital. Além disso, outra evidência de maior concorrência é o fato de que é cada vez mais difícil para as empresas de PE entrar em bons *deals* sozinhas, reduzindo o potencial de *upside* das transações.

As empresas de PE ou qualquer outro modelo de investimento em capital privado (por exemplo: *Venture Capital* ou *Venture Building*) podem gerar valor em suas empresas investidas por meio de três *drivers*: engenharia financeira (ou alavancagem), engenharia de governança (ou crescimento de múltiplo) e engenharia operacional.

Bassoulet (2015) explora que um dos principais *drivers* de criação de valor, a engenharia financeira, uma prática não tão comum no Brasil comparado aos EUA, por exemplo, já não se mostra tão eficaz como outrora, uma vez que os múltiplos de aquisição se apresentam em evidente ascensão em um patamar já elevado, diminuindo consideravelmente o *upside* de *deals*. Mais ainda, iniciativas que visam a criar valor por meio de melhoria de governança são, hoje, amplamente e cada vez mais implementadas por empresas, mesmo não fazendo parte do portfólio de um fundo de PE, o que faz com que o *driver* de criação de valor por meio de engenharia de governança já não seja uma grande fonte de diferencial de resultado.

No Brasil, Paglia e Harjoto (2014) e Sincerre, Sampaio, Fama e Flores (2019) encontram que o financiamento por meio de fundos de PEVC tem um impacto positivo na receita das empresas investidas em comparação a seus concorrentes. No que diz respeito ao desempenho operacional, encontram evidências para o Brasil de que empresas adquiridas por fundos de PE apresentam maiores níveis de lucratividade e de crescimento de receita nos três primeiros anos seguidos do IPO.

Reis, Mendes, Jucá e Junior (2019) comparam o retorno de empresas que receberam aportes prévios de fundos de PEVC em relação àquelas que não contaram com esses investimentos no momento do IPO e validam a hipótese de que companhias com

participação prévia de fundos de PEVC possuem retornos superiores àquelas sem tais participações. Os resultados deste estudo reforçam aqueles encontrados por Minardi, Ferrari e Tavares (2012) e de Sincerre, Sampaio, Fama e Flores (2019) que mostram que empresas investidas de fundos de PE performaram melhor no longo prazo após o IPO.

O amadurecimento do mercado nos leva a crer que os *drivers* de valores tradicionais de criação de valor das empresas de PE aos seus investidores (notadamente iniciativas de engenharia financeira e de governança) já não se mostram mais suficientes para que os gestores dos fundos “batam” o mercado. Conseqüentemente, cada vez mais as firmas de PE devem enxergar a criação de valor por meio da engenharia operacional nas empresas de seu portfólio como fonte de valor diferencial. Mais e mais, observa-se a tendência de os fundos estarem migrando de um modelo de negócios com nenhum ou poucos recursos destinados a iniciativas operacionais para um modelo híbrido com *operating partners* ou, mais ainda, para um mais intervencionista com times operacionais *in-house*, que atuam como consultores nas empresas adquiridas.

Em outras palavras, a ideia de que o diferencial das empresas de PE era o capital disponível para se investir vem perdendo força e, cada vez mais, ganha vigor a tese de que apenas o capital financeiro já não é mais o suficiente. Empreendedores enxergam cada vez mais valor no ativo intangível que virá junto com o aporte financeiro, como conhecimento de indústria, criação de ecossistemas de fornecedores/clientes/*advisors*, plataformas de negócio que viabilizam ganhos de escala, times especializados que ajudarão a atingir objetivos estratégicos, entre outros.

Sob esse contexto, o presente estudo busca testar duas hipóteses relativas a esta tese para o caso do mercado de PE brasileiro. Para tal, iniciamos o estudo explicando quais são e como funcionam os três principais drivers de criação de valor pelas empresas de PE. Os conceitos serão usados ao longo dos capítulos subsequentes, então, espera-se nivelar o conhecimento dos leitores a seu respeito.

Em seguida, busca-se desenhar o panorama histórico do mercado de PE no Brasil para, enfim, chegarmos a informações mais atualizadas de forma a construir o contexto no qual o estudo se insere.

No capítulo seguinte, além da contextualização bibliográfica sobre o tema, buscamos encontrar evidências de que transações de PE trazem melhoras operacionais nas empresas adquiridas além dos de seus concorrentes de indústria, podendo traduzir-se como uma de fonte de criação de valor. Analisando os *financials* de 34 empresas que foram alvo de transações de PE no Brasil entre 2004 e 2018, não encontramos evidências de que empresas que são adquiridas por fundos de PE apresentam resultados operacionais melhores do que seus *peers* de mercado, resultado consistente com a literatura internacional, indicando que ter um fundo de PE como investidor não traz indícios de excesso de desempenho operacional quando comparado com competidores do mercado.

No Capítulo 5, investigamos, a existência de uma correlação entre o modelo operacional das firmas de PE, com base em seu grau de intervenção na operação de suas adquiridas, e o retorno de seus respectivos fundos no Brasil. Os resultados indicam que o retorno dos fundos das empresas de PE é tão maior quanto mais seu business model previr algum intervencionismo nas empresas de seu portfólio.

O presente estudo contribui para o debate de criação de valor em empresas adquiridas por fundos de PE por meio de iniciativas operacionais no Brasil trazendo evidências quantitativas sobre o tema. Pela primeira vez, estudou-se o impacto do grau de intervenção de uma empresa de PE em suas investidas no desempenho de seus fundos no Brasil. Dessa forma, abrimos caminho para futuros debates sobre qual modelo de negócios de empresas de PE são mais rentáveis para seus investidores.

## 2. DEFINIÇÃO DE CRIAÇÃO DE VALOR PARA BUYOUTS

### 2.1 Mecanismos e Estrutura de Negociações de *Private Equity*

O mundo de *Private Equity*, embora relativamente novo no Brasil, pode apresentar várias nuances que refletem a riqueza de detalhes do mercado. Ao se tratar de mecanismos de negociações utilizados por empresas de PE, há pelo menos 12 tipos diferentes por meio dos quais uma empresa pode ser adquirida de acordo com o PitchBook, quais sejam: *Add-on*, *Buyout*, *Corporate Divestiture*, *Growth/Expansion*, *Investor Buyout by Management*, *Leveraged Buyout (LBO)*, *Management Buyout*, *Management Buy-In*, *Private Investment in Public Equity (PIPE)*, *Privatization*, *Public to Private* e *Secondary Buyout*.

No presente estudo, trataremos com dados de três dos tipos de negociações expostos acima, a saber: *Buyout*, *Growth/Expansion* e *Leveraged Buyout*. Um *Buyout* representa a compra de pelo menos uma parcela controladora das ações de uma empresa (em uma base totalmente diluída), podendo chegar à totalidade do capital da adquirida. Um *Leveraged Buyout (LBO)* também se trata da compra de pelo menos uma parcela controladora das ações de uma empresa, mas, como o próprio nome indica, com parte do capital de aquisição sendo via dívida. A partir daqui, trataremos *Buyouts* e LBOs como um único tipo de negociação (*Buyout/LBO*). Por último, a definição da modalidade de *Growth/Expansion* para os fins deste trabalho é quando uma firma de PE faz um investimento em uma empresa sem adquirir uma parcela controladora de seu capital. Neste caso, o dinheiro do investimento é recebido pela empresa e, não, pelos antigos *shareholders*.

Nos Estados Unidos, as *Limited Partnerships (LP)* são a estrutura legal mais apropriada no que diz respeito a investimentos de empresas de PE (Sahlman, 1990), cuja principal vantagem é que os impostos são recolhidos no nível do investidor e, não, da LP. Ou seja, cada investidor recolhe impostos de ganho de capital à sua própria taxa. Isso significa, portanto, que fundos de pensão, detentores de grande parte do capital investido em PE, não pagam impostos sobre esse tipo de investimento.

No Brasil, não existe um modelo legal igual às *Limited Partnerships*. De Carvalho et al. (2006) mostram que a estrutura de *holding* era a mais utilizada pelas empresas de

PE. LPs estruturadas no exterior também eram uma forma comum de investimento. Por outro lado, expõem que o modelo de *holding* apresenta duas características que vão no caminho contrário do incentivo ao investimento na classe de ativo no Brasil: os lucros são tributados no nível da *holding* e há limites para a apropriação de *tax shields* gerados por perdas em investimentos mal sucedidos. Para contornar essas limitações, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) estabeleceu dois modelos de fundos de investimento, FMIEE e FIP<sup>1</sup>, que permitem a coleta de imposto de ganho de capital no nível de cada investidor e a apropriação integral dos *tax shields*. Entre 2004 e 2009, a proporção de fundos de investimentos estruturados como FMIEE ou FIP aumentou de 33% para 42%. Em contrapartida, fundos estruturados no modelo de *holdings* diminuíram de 20% para 13%. Fundos estruturados como LP no exterior variaram de 30% para 26% entre os mesmos anos (ABDI, 2011).

Entre 2005 e 2017, o *holding period*, período durante o qual as empresas de PE mantêm suas adquiridas em seu portfólio, oscilou entre 3,6 a 6,1 anos (Minardi, 2018), dependendo das condições econômicas do mercado e do perfil da firma investidora, que supervisiona as operações da investida buscando uma performance operacional superior. O principal objetivo é aumentar a geração de caixa da empresa adquirida para i) garantir o serviço da dívida (principalmente no caso de LBOs) e ii) melhorar a lucratividade e o valor da empresa quando do desinvestimento.

As principais formas de saídas adotadas pelas empresas de PE são i) a venda para um comprador estratégico, como, por exemplo, um competidor direto querendo expandir *market share* ou obter vantagem competitivas; ii) a venda para outro *Sponsor*, o equivalente a um *Secondary Buyout* e iii) a Oferta Inicial de Ações ou IPO.

Outros investimentos acabam com a reestruturação ou até mesmo a falência das empresas.

## 2.2 Definição de criação de valor

Uma entidade cria valor quando a taxa de retorno de um determinado investimento excede o custo médio ponderado de capital (em inglês, *weighted average cost of capital* ou WACC).

---

<sup>1</sup> Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE), criado a partir da ICVM 209 em 25/Mar/1994 e Fundos de Investimentos em Participações (FIP) criado a partir da ICVM 391 em 16/Jul/2003.

Para efeitos deste estudo, segmentaremos a criação de valor para os fundos de *Private Equity* em três categorias ou *drivers*:

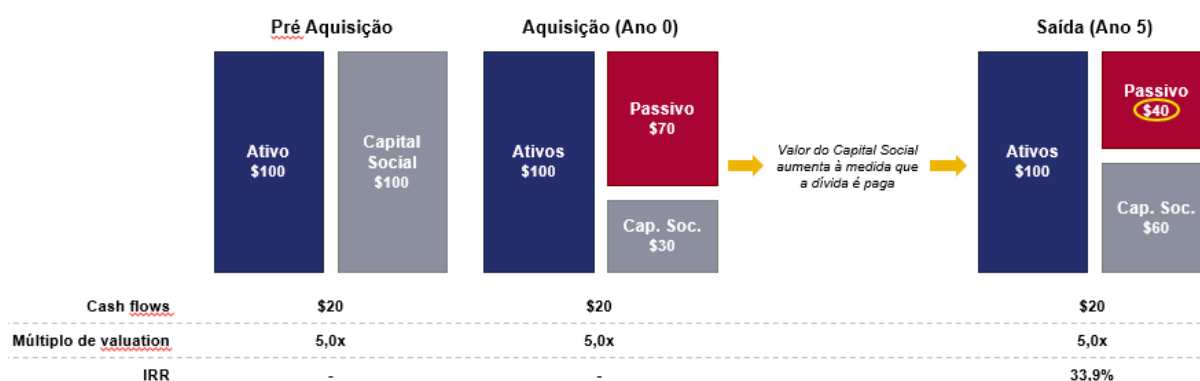
1. Engenharia Financeira: Pagamento da dívida
2. Engenharia de Governança: Crescimento de múltiplo
3. Engenharia Operacional: Melhora na performance operacional

### 2.2.1 Criação de Valor Por Meio do Pagamento da Dívida

No que tange à LBOs, a empresa de PE traz apenas parte do capital necessário para a aquisição e financia o restante com bancos ou fundos de investimento especializados em financiamento de dívida. Como exposto no início do capítulo, um dos objetivos da geração de dinheiro pela empresa investida é o pagamento da dívida.

A fim de explicar este mecanismo de criação de valor, suponhamos que o valor do Ativo da empresa mantém-se constante, no caso, \$100. A partir do momento que seu grau de alavancagem diminui, o valor do *Equity* aumenta, gerando um retorno positivo no investimento da firma da investidora.

Figura 1 – Criação de valor por meio do pagamento de dívida



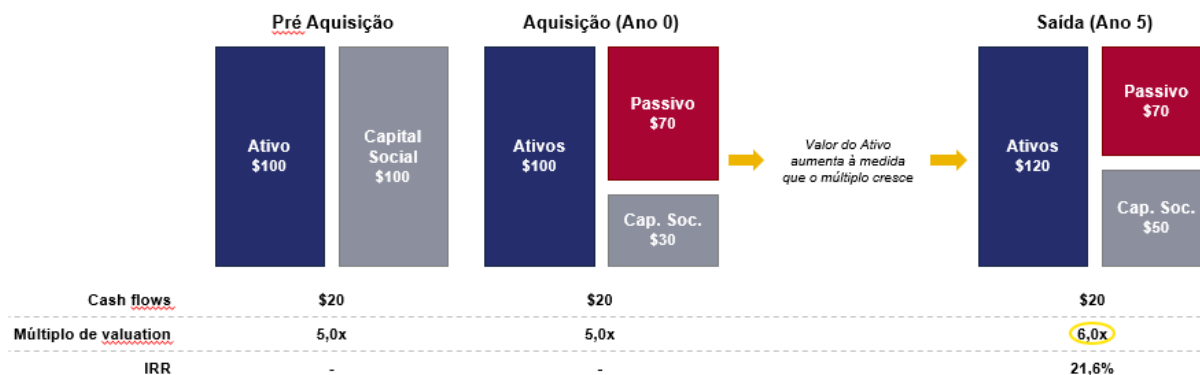
Fonte: Macabus

### 2.2.2 Criação de Valor Por Meio do Crescimento de Múltiplo

O método de *valuation* por múltiplos consiste em se aplicar um múltiplo a alguma das métricas financeiras da empresa. Dada a diferença na composição dos resultados financeiros entre os diferentes setores da economia, cada indústria possui uma métrica financeira padrão à qual o múltiplo será aplicado. Fundos de PE comumente utilizam-se de múltiplos para o EBIT ou EBITDA.

Assumindo que a métrica financeira escolhida e o índice de alavancagem mantêm-se inalterados, um crescimento do múltiplo durante o *holding period* aumenta o valor da empresa e, conseqüentemente, o valor de seu Capital Social.

Figura 2 – Criação de valor por meio do crescimento de múltiplo



Fonte: Macabus

### 2.2.3 Criação de Valor Por Meio de Melhora na Performance Operacional

A literatura apresenta mais de uma forma de quantificar melhoras operacionais em uma empresa, tema que será abordado no **Capítulo 4**. Para explicar este mecanismo de criação de valor, atemo-nos ao valor nominal do EBITDA. Munidos do modelo de *valuation* explicado no item anterior, um crescimento nesta métrica financeira durante o *holding period* traduz-se em um aumento do valor da empresa investida e, portanto, do valor de seu Capital Social, tudo mais constante. É importante notar que é possível obter-se um aumento no EBITDA por meio de crescimento da i) receita, ou *top line*, ou ii) na margem EBITDA.

Figura 3 – Criação de valor por meio de melhora na performance operacional



Fonte: Macabus

### 2.3 Revisão Bibliográfica

Os primeiros trabalhos empíricos que buscaram encontrar evidências de criação de valor por meio de melhora operacional em empresas adquiridas por fundos de PE datam do final da década de 1980 e início da de 1990. Kaplan (1989) documentou evidências de que transações de PE resultam em melhorias operacionais superiores, testando e quantificando possíveis *drivers* do excesso de desempenho. Na mesma linha, Smith (1990), Lichtenberg e Siegel (1990) e outros mostram que LBOs trazem valores às adquiridas por meio do pagamento da dívida gerado pelo maior fluxo de caixa obtido com a melhora operacional. Com o *boom* da indústria global de PE na década de 2000, pesquisadores questionaram-se se transações de capital privado ainda traziam resultados superiores aos do mercado. Leslie e Oyer (2008) não encontraram evidências de maior eficiência operacional ou lucratividade em 144 LBOs analisados entre 1996 e 2004 nos EUA. Guo, Hotchkiss e Song (2011) replicam o estudo de Kaplan com dados de transações mais recentes e chegam à conclusão de que ganhos de performance operacional em empresas adquiridas por fundos de PE não são estatisticamente diferentes dos de seus competidores.

Não obstante, ainda há empresas de PE que desenvolveram a capacidade de superar o desempenho do mercado por meio de ganhos operacionais, tornando-as maiores e mais consolidadas. Para testar essa correlação, Acharya, Gottschalg, Hahn e Kehoe (2012) estudaram 395 *deals* de 48 fundos de 1991 a 2008, todos estes captados por empresas europeias de PE maduras com um *ticket* mínimo de EUR 50 milhões. Os autores mostram que, embora a receita das empresas alvo tenha crescido em linha com a de empresas do mesmo setor, LBOs trouxeram excesso de melhora operacional principalmente via aperfeiçoamento da Margem EBITDA.

Paglia e Harjoto (2014) encontram que o financiamento por meio de fundos de PEVC tem um impacto positivo na receita líquida e na taxa de crescimento orgânico do trabalho nas empresas investidas em comparação a seus concorrentes. Ainda mais, afirmam trazem evidências de que a aquisição de uma empresa por um fundo de PE aumenta sua taxa de crescimento pelos próximos três anos após o *deal*.

No Brasil, Sincerre, Sampaio, Fama e Flores (2019) estudam o impacto que os fundos de PEVC têm no desempenho operacional e financeiro das suas investidas. No que diz respeito ao desempenho operacional, encontram evidências para o Brasil de que



empresas adquiridas por fundos de PE apresentam maiores níveis de lucratividade (medido pelo ROA) e de crescimento de receita nos três primeiros anos seguidos do IPO. Paralelamente, trazem evidências de que empresas financiadas por fundos de PEVC possuem maior disponibilidade de caixa e menor nível de alavancagem nos primeiros 5 anos após o IPO em comparação com aquelas não financiadas por PEVC.

Reis, Mendes, Jucá e Junior (2019) comparam o retorno de 36 empresas que receberam aportes prévios de fundos de PEVC em relação a 47 que não contaram com esses investimentos no momento do IPO entre 2005 e 2016 e validam a hipótese de que companhias com participação prévia de fundos de PEVC possuem retornos superiores àquelas sem tais participações. Os resultados deste estudo reforçam aqueles encontrados por Minardi, Ferrari e Tavares (2012), que mostram que empresas investidas de fundos de PE performaram melhor no longo prazo após o IPO durante o *issuing period* de 2004–2006.

No Brasil, a escassez de dados relativos a transações privadas é um dos grandes obstáculos para o aprofundamento de estudos acerca da criação de valor operacional das empresas de PE em suas investidas.

### 3. EVOLUÇÃO DO MERCADO DE PRIVATE EQUITY NO BRASIL

Como bem colocado por Sampaio et al. (2014), o aumento da relevância da indústria de PE na primeira década do século XXI no Brasil foi facilitado por importantes avanços macroeconômicos no país. A retomada do crescimento econômico e reaquecimento do mercado de capitais, uma melhor distribuição da renda nacional e a redução do nível de pobreza da população, o aparecimento da indústria de fundos de pensão e a obtenção de grau de investimento em 2008, tudo isso permeado e proporcionado pela estabilidade inflacionária conquistada na década anterior, foram fatores decisivos para o amadurecimento do mercado brasileiro de PE. É importantíssimo ressaltar o comprometimento do Banco Central do Brasil em assegurar o poder de compra da moeda a partir do Plano Real e reforçado com a adoção do regime de metas de inflação em 1999, sobretudo sob diversas ameaças contra a estabilização, tais como as crises cambiais no México (1995), Ásia (1997 e 1998), Rússia (1998), Brasil (1999), Argentina (2001) e durante os anos 2001 e 2002 com a crescente percepção de um governo populista de esquerda à frente (Sampaio et al., 2014).

De acordo com De Carvalho e Pennacchi (2011), um grande obstáculo para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil era o baixo grau de proteção garantido aos acionistas minoritários. A criação do Novo Mercado e dos Níveis I e II de Governança Corporativa em 2000 pela B3<sup>2</sup> pavimentou o caminho para o amadurecimento do mercado, uma vez que instituía normas de governança que as empresas deveriam adotar a fim de serem listadas nos novos segmentos. Entre 2004 e 2009, a porcentagem de empresas elencadas em uma das três novas listagens saltou de 12% para 38%. No mesmo período, foram observados 115 IPOs - de apenas seis entre 1996 e 2003 (De Carvalho et al., 2006, e ABDI, 2011).

No início da década passada, enfrentando crescentes e insustentáveis déficits, o sistema previdenciário brasileiro, até então integralmente estatal, passou por uma reforma que incentivou a população a buscar uma fonte de renda previdenciária complementar. O Regime de Previdência Complementar (RCP) foi, então, estabelecido legalmente em 2001<sup>3</sup> visando a proporcionar ao trabalhador uma

---

<sup>2</sup> Brasil, Bolsa, Balcão, Bolsa de Valores de São Paulo. Antiga BM&FBovespa.

<sup>3</sup> Leis Complementares nºs. 108 e 109 de 29/05/2001.

proteção previdenciária adicional àquela oferecida pelos regimes vigentes<sup>4</sup>. Não tardou para que a indústria de fundos de pensão privados prosperasse: o valor dos ativos dessa classe de previdência passou de US\$ 72 para US\$ 324 bilhões entre 2001 e 2009, um aumento de 350% (Abrapp, 2011). O setor encerrou o primeiro semestre de 2019 com ativos totais de R\$ 939 bilhões (Abrapp, 2019).

Nos anos 1990, a partir do mandato presidencial de Fernando Collor de Mello, a linha de ação do BNDES foi marcada pela onda liberal que caracterizou os governos brasileiros: o papel mais moderado do Estado no desenvolvimento econômico do país foi sendo tomado pela iniciativa privada, época durante a qual o Banco se tornou responsável pela gestão do Plano Nacional de Desestatização (PND). A partir de 2003, quando da posse do presidente Luís Inácio “Lula” da Silva, o caráter desenvolvimentista do Estado voltou à tona, marcado pela reaparição do BNDES como importante indutor do crescimento econômico do país nos governos seguintes. Após anos de expansão da carteira de crédito de longo prazo, a estratégia do Banco mudou com o afastamento da presidente Dilma Rousseff: seus novos dirigentes enxergavam que o excesso de crédito ofertado pelo Banco, que antes objetivava suprir uma lacuna creditícia, inibia o florescimento do crédito privado. A guinada no *modus operandi* da instituição é refletida nos dados: entre 2012 e 2015, a média anual de desembolsos totais pelo Banco foi de R\$ 168 bilhões; já nos anos 2016 a 2018, esse número foi para R\$ 76 bilhões. Em 12 meses até março de 2020, as liberações somaram R\$ 49,21 bilhões. A escassez histórica de oferta de financiamento livre de longo prazo espelha a quase ausência de LBOs no Brasil (Sampaio, 2015), principalmente em moeda nacional. Minardi et al. (2018) mostram que, entre 1994 e 2018, dois terços do capital levantado no mercado de *Private Equity* e *Venture Capital* (PEVC) foram em USD. Em 2018, esse número foi de 82,7% apenas em PE (Abvcap, 2019). Os autores mostram, ainda, que não houve captação de recursos em BRL em 2003, 2005, 2013 e 2017, sinal de que investidores institucionais, por não investirem consistentemente nesta classe de ativos, não podem ser considerados uma fonte de capital recorrente e confiável. Globalmente, aproximadamente 95% de investidores institucionais já investem em PE (SEI/Preqin, 2017).

---

<sup>4</sup> Regime Geral de Previdência Social (RGPS) ou Regime Próprio de Previdência Social (RPPS).

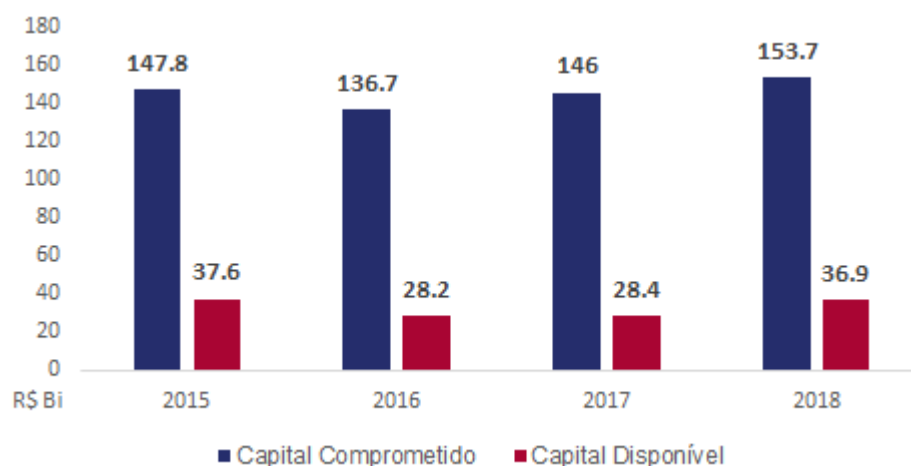
Até anos recentes, vivíamos com a taxa de juros de curto prazo na casa dos dois dígitos, tendo a Selic permanecido em 14,25% até novembro de 2016, quando iniciou sua trajetória de queda até os patamares mínimos recordes observados atualmente. Além disso, após terem atingido 7% ao ano em 2014 e 2015, os juros reais alcançaram a notável marca de 1,6% em 2019. Com uma percepção dos agentes econômicos de que a tendência global de juros baixos se estenderá para a grande maioria dos países por tempo considerável, o cenário de baixos juros reais e nominais tenderão a acentuar as alterações recentes nos mecanismos de financiamento de longo prazo no Brasil. De acordo com um artigo escrito por sócios da MB Associados publicado no Estadão (2020), as mudanças na operação do BNDES supracitadas e o recente movimento baixista das taxas de juros no país têm gerado uma maior procura por financiamentos via mercado de capitais, especialmente pela emissão de debêntures - entre 2016 e 2019, as operações de emissão de debêntures saltaram de 202 para 372 e seus valores, de R\$ 73 para R\$ 146 milhões<sup>5</sup>.

Do outro lado da moeda, grande parte da oferta de capital privado vem de investidores em busca de juro real maior. Espera-se que, cada vez mais, investidores institucionais como fundos de pensão aloquem capital em PEVC, aumentando a demanda por essa classe de ativo. Gestores de fundos, por sua vez, tenderão a captar recursos com mais frequência, crescendo, assim, a oferta de fundos geridos por gestores qualificados (Minardi et al. 2018). Dados de relatórios da Abvcap e KPMG (2019 e 2020) mostram que, em 2018, a indústria de PE captou R\$ 12,7 bilhões, valor quase três vezes maior do que os R\$ 4,4 bilhões levantados em 2017. As entidades entendem que o contexto de incertezas de 2018, particularmente durante o período de campanha eleitoral, foi responsável por um aumento de 30% no capital disponível (*dry powder*) de investidores em relação ao ano anterior na medida em que decisões de investimento foram adiadas à espera do desfecho político. O alto valor de *dry powder*, por sua vez, gerou uma queda de R\$ 13,6 para R\$ 5,4 bilhões no total de recursos captados entre 2018 e 2019. Ao final de 2019, a indústria global de PE atingiu um recorde de aproximadamente US\$ 1,5 trilhão em capital pronto para ser alocado (Preqin, 2020).

---

<sup>5</sup> Corrigidos pelo CDI do período.

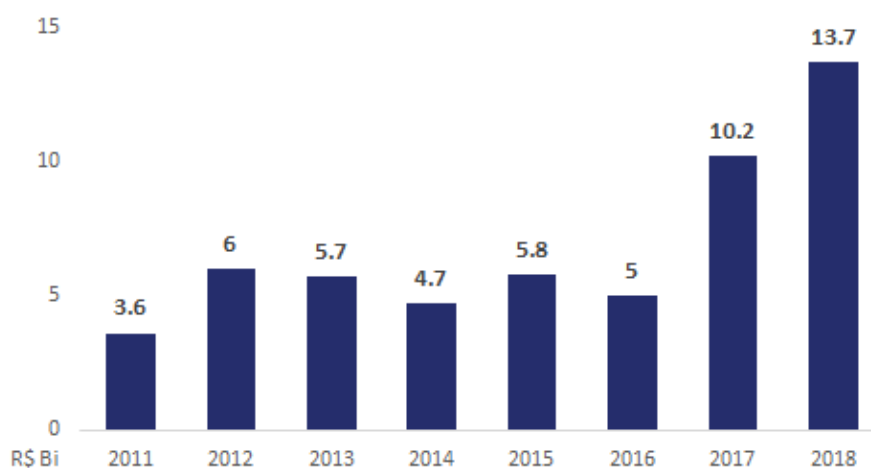
Figura 4 – Capital comprometido e disponível em PE no Brasil



*Fonte: Abvcap*

Amplamente evidenciado em estudos, o número de saídas das empresas de PE de suas adquiridas é proporcional ao desempenho macroeconômico do país: quanto melhor o ambiente econômico, tão mais favorável é para os fundos se desfazerem de seus investimentos à medida em que os múltiplos de mercado estarão a favor do valor da empresa. O número de desinvestimentos em PEVC atingiu seguidos recordes de R\$ 10,2 e R\$ 13,7 bilhões em 2017 e 2018 respectivamente, indicativo de que saídas programadas para o triênio anterior, quando a economia brasileira encolheu aproximadamente 8,5%, tiveram que ser colocadas em espera. Apesar da volatilidade acentuada do mercado de capitais brasileiro, não parece faltar oportunidades para saída das teses de investimento (Minardi et al., 2018).

Figura 5 – Desinvestimentos em PEVC no Brasil



*Fonte: Abvcap*

Em termos de retorno, a indústria de PE no Brasil apresentou uma boa performance a despeito de crises internas e externas. De acordo com análise de Minardi et al. (2018), o Múltiplo Sobre Capital Investido (MOIC) de *deals* de PE acontecidos entre 1994 e março de 2018 apresentou uma média e uma mediana de 2,7 e 1,4 em USD respectivamente. Para analisar o efeito da última crise econômica pós impeachment da presidente Dilma Rousseff, os autores separaram a amostra em dois períodos: 1994-2014 (pré crise) e 2015-2018 (pós crise). Foi observado que o maior responsável pela deterioração dos retornos em USD foi a desvalorização cambial. O MOIC médio em USD caiu de 2,8 para 1,8 entre os períodos pré e pós crise. No entanto, em BRL, os valores foram de 3,2 e 2,9 nos mesmos períodos.

Muito embora seja uma indústria jovem no Brasil, o mercado de PEVC conta com um número relevante de profissionais experientes (Minardi et al., 2018). Alguns importantes executivos de empresas de PE entrevistados pela Abvcap (2019) entendem que, apesar de um mercado relativamente pequeno na economia nacional, seus gestores vêm acumulando sólida experiência e os fundamentos estáveis da indústria, atraindo a atenção de muitos investidores de longo prazo. De 161 empresas de PEVC focadas em Brasil, 72% têm mais de 6 anos e 40% foram fundadas há mais de 10. Ao mesmo tempo, 59% dessas empresas captaram dois ou mais fundos e 34%, três ou mais fundos. (Minardi et al., 2018). Um mapeamento feito de 711 executivos seniores em PEVC no Brasil mostra que estes têm, em média, 22,6 anos de experiência profissional, sendo 10,5 em PEVC. Ademais, 29% estão há mais de 12 anos na área (Insper, Spectra & 2Get, 2016). A maturação do mercado pode ser observada, também, do ponto de vista de oferta: 44 (27%) das empresas de PEVC ativas ou inativas entre 1994 e 2017 foram fundadas apenas nos últimos cinco anos (Minardi et al. 2018).

## 4. EVIDÊNCIA DE CRIAÇÃO DE VALOR POR MEIO DE MELHORA OPERACIONAL

### 4.1 Quantificação de Melhora Operacional

A presente seção buscará trazer evidências de melhora na performance operacional de empresas adquiridas por fundos de PE no Brasil.

#### 4.1.1 Metodologia

Com base no trabalho de Guo, Hotchkiss e Song (2011), este estudo buscará evidências de criação de valor por meio de engenharia operacional através de três indicadores:

1. EBITDA/Receita ou Margem EBITDA
2. EBITDA/Ativo
3. *Cash Flows* Líquidos/Receita. Neste caso, *Cash Flows* Líquidos são representados pelo EBITDA menos o Fluxo de Caixa de Investimentos.

Os indicadores serão analisados em quatro janelas de tempo diferentes, sendo  $t = 0$  o ano em que aconteceu o *deal*:

1.  $t = -2$  a  $+1$
2.  $t = -2$  a  $+2$
3.  $t = -1$  a  $+1$
4.  $t = -1$  a  $+2$

Transações que aconteceram a partir do mês de setembro de um determinado ano foram consideradas como se tivessem ocorrido no ano imediatamente seguinte de modo a permitir que os dados financeiros reportados capturassem os benefícios hipotetizados. Todos os dados são referentes à 31 de dezembro de cada ano.

Uma vez construídos os indicadores a serem estudados, foram realizadas três análises para capturar a criação de valor:

1. Nominal;
2. Ajustado pelo Ibovespa;

3. Ajustado pelas empresas listadas do mesmo segmento da B3. Nesse caso, utiliza-se a metodologia de Kaplan (1989), que trabalha com a mediana das empresas listadas sob o mesmo segmento na bolsa de valores.

Empresas cujo maior acionista é uma empresa de PE foram removidas da amostra de controle.

Para se fazer os ajustes pelo (2) Ibovespa e pela (3) indústria, subtraiu-se o valor destes do valor (1) nominal. Os resultados são apresentados em pontos percentuais (pps).

#### **4.1.2 Base de dados e amostra**

A amostra escolhida para o estudo adveio da base de transações de PE do Pitchbook. Foram selecionados todos os tipos de *Buyouts* desde 2004 até 2018 cujo valor excedeu USD 20 milhões (câmbio à época) de empresas com sede no Brasil. Tal busca resultou em 172 transações referentes a 159 empresas, representando um total de USD 36,880 bilhões. A partir desta amostra, chegou-se a um total de 34 (21,4%) empresas que possuíam os indicadores financeiros nas datas desejadas disponíveis, abrangendo o período de 2004 a 2018 e totalizando R \$14,845 bilhões (40,3%). Empresas que receberam mais de um aporte de fundos de PE tiveram apenas a sua primeira transação considerada.

Os dados financeiros das empresas que receberam aportes de fundos de PE foram obtidos pelas ferramentas Capital IQ e Pitchbook. Para se fazer o ajuste pelo Ibovespa, foram utilizados os dados financeiros do índice disponíveis na Bloomberg. Já para o ajuste dos competidores, utilizou-se as informações financeiras de empresas listadas dentro do mesmo segmento na B3. Os *deals* analisados dizem respeito aos segmentos de Água e Saneamento, Brinquedos e Jogos, Energia Elétrica, Exploração de Imóveis, Exploração, Refino e Distribuição, Hotelaria, Incorporações, Máquinas e Equipamentos Industriais, Medicamentos e Outros Produtos, Móveis, Petroquímicos, Produtos Diversos, Produtos para Construção, Programas e Serviços, Serviços de Apoio e Armazenagem, Serviços Educacionais, Serviços Financeiros Diversos, Serviços Médicos e Hospitalares, Análises e Diagnósticos, Tecidos, Vestuários e Calçados e Telecomunicações.



Quando olhamos intrassegmento, procuramos selecionar empresas semelhantes em termos de produtos vendidos e modelo de negócios para fazer o ajuste. O número de empresas de capital aberto no Brasil pode tornar a amostra de *peers* pequena em alguns segmentos.

Para o ajuste pelo Ibovespa, usamos indicadores elaborados pela Bloomberg, que faz uma média ponderada dos *financials* das empresas e seus pesos no índice. A plataforma disponibiliza os indicadores do Ibovespa para Lucro Bruto, Margem Bruta, EBITDA, Fluxo de Caixa de Investimento e Ativo. Os outros indicadores, Receita e *Net Cash Flow*, foram montados a partir daqueles.

#### 4.1.3 Resultados

Ao analisar os resultados nominais, ou seja, aqueles das empresas de portfólio de fundos de PE sem ajustes, encontramos evidências de uma melhora na sua performance operacional, principalmente na janela mais longa de  $t = -2$  a  $+2$ . Paralelamente, quando analisamos a janela mais curta,  $t = -1$  a  $+2$ , obtivemos resultados negativos, o que se traduz em uma piora operacional.

Figura 6 – Resultado nominal de desempenho operacional

Median	Nominal			
	Nominal (t-2)		Nominal (t-1)	
	t+1	t+2	t+1	t+2
EBITDA/Receita	0.01	0.02	(0.01)	(0.01)
EBITDA/Ativo	0.00	0.01	(0.02)	0.01
Cash flows/Receita	0.01	0.01	(0.03)	(0.01)

*Fonte: Análise proprietária*

Fazendo o ajuste pelo Ibovespa, encontramos resultados negativos para todos os indicadores em praticamente todas as janelas estudadas. Em outras palavras, poderíamos inferir que as empresas que compõem o índice performaram melhor do que aquelas analisadas neste estudo.

Figura 7 – Resultado de excesso de desempenho operacional (ajustado pelo Ibovespa)

Median	Ibovespa-Adjusted			
	Nominal (t-2)		Nominal (t-1)	
	t+1	t+2	t+1	t+2
EBITDA/Receita	(0.00)	(0.01)	(0.01)	(0.02)
EBITDA/Ativo	(0.03)	(0.00)	(0.03)	(0.00)
Cash flows/Receita	(0.01)	0.01	(0.05)	(0.02)

*Fonte: Análise proprietária*

Não obstante, o ajuste feito pelo índice de ações não é o mais adequado para se analisar a performance das empresas de portfólio. Para tal, estudamos o resultado ajustado pelas empresas concorrentes listadas na B3.

Figura 8 – Resultado de excesso de desempenho operacional (ajustado pelos competidores)

Median	Peers-Adjusted			
	Nominal (t-2)		Nominal (t-1)	
	t+1	t+2	t+1	t+2
EBITDA/Receita	0.03	0.02	0.01	0.01
EBITDA/Ativo	0.02	0.01	0.03	0.02
Cash flows/Receita	0.03	0.01	0.01	0.00

*Fonte: Análise proprietária*

Observando a tabela acima, vemos que as empresas que fazem parte do portfólio de fundos de PE apresentam resultados operacionais acima dos de seus competidores, embora a diferença seja pequena. Para avaliarmos a robustez dos dados, rodamos quatro testes de mediana no qual a hipótese nula é a mediana ser igual a zero. Cada indicador teve as suas quatro janelas de tempo testadas. Portanto, foram realizados quatro testes para cada uma das doze medianas acima. Os resultados (p-valores) são encontrados na tabela a seguir.

Figura 9 – Testes estatísticos para resultados encontrados (ajustado pelos competidores)

Teste Estatístico	Peers-Adjusted					
	Nominal (t-2)					
	t+1			t+2		
	EBITDA/Receita	EBITDA/Ativo	Cash flows/Receita	EBITDA/Receita	EBITDA/Ativo	Cash flows/Receita
Sign (exact binomial)	0.845	0.5716	1	0.3075	0.3269	1
Sign (normal approximation)	0.8445	0.5708	0.8445	0.3074	0.3268	0.8383
Wilcoxon signed rank	0.3219	0.3002	0.6845	0.1573	0.2748	0.3681
van der Waerden (normal scores)	0.3352	0.2572	0.6542	0.1005	0.1856	0.2709

Teste Estatístico	Nominal (t-1)					
	t+1			t+2		
	EBITDA/Receita	EBITDA/Ativo	Cash flows/Receita	EBITDA/Receita	EBITDA/Ativo	Cash flows/Receita
Sign (exact binomial)	1	0.3915	1	1	0.3771	1
Sign (normal approximation)	1	0.3912	1	1	0.3768	1
Wilcoxon signed rank	0.2046	0.3649	0.943	0.3129	0.2002	0.5242
van der Waerden (normal scores)	0.1251	0.4367	0.8921	0.2088	0.2676	0.4434

*Fonte: Análise proprietária*

Como podemos ver, assumindo  $\alpha = 5\%$ , temos evidências para não rejeitar a hipótese nula de que a mediana dos indicadores em suas respectivas janelas é igual a zero. Esta análise lança uma luz na direção de que não temos indícios estatísticos de que empresas que fazem parte do portfólio de fundos de PE apresentem resultados operacionais acima dos de seus competidores, o que vai de encontro com as conclusões mais recentes da literatura internacional.

Vale ressaltar, no entanto, que um dos fatores que pode ter-nos levado a não rejeitar a hipótese nula de igualdade de mediana é o relativamente pequeno tamanho da amostra de empresas estudadas, 34.

#### 4.3 Potenciais Explicações para a Queda da Performance Operacional

Em seu estudo, Bassoulet (2015) expõe três hipóteses para explicar a queda na performance operacional de PE relativamente à indústria estadunidense.

Primeiramente, poderíamos intuir que **iniciativas de *bottom line* são amplamente implementadas em toda a indústria**. A inexorável busca por corte de gastos e racionalização do balanço por empresas de capital aberto, principalmente após a crise financeira de 2008, pode ter reduzido o hiato de eficiência entre empresas públicas e privadas.

Mais ainda, pode-se pensar que **alavancagem e crescimento de múltiplo têm sido os principais *drivers* de criação de valor, o que levou as empresas de PE a**

**negligenciaram melhorias operacionais.** Conforme apresentado no capítulo introdutório, existe uma ampla discussão em torno dos *drivers* de valores durante o período de bonança pré crise, marcado pela criação de valor via alavancagem e crescimento de múltiplo. A queda na performance operacional evidenciada pelos estudos mais recentes pode ser reflexo do descuido com a operação das empresas de portfólio. A opinião de executivos de PE vai de encontro com esta hipótese. Quando perguntados se melhoras operacionais seriam mais importantes após a crise do que antes, 70% dos entrevistados concordaram fortemente ou concordaram com a afirmação (The Deal/Pepper Hamilton LLP, 2014).

A criação de times internos que trabalham como consultores dentro das empresas de portfólio é uma característica cada vez mais implementada por empresas de PE. Além disso, firmas mais novas de PEVC já foram fundadas com esse atributo no Brasil.

Por fim, **buyouts têm cada vez menos potencial de *upside*.** Esta hipótese dita que as transações de PE mais recentes envolvem firmas que já não possuem tantas oportunidades de melhorias operacionais, tanto porque já fizeram parte do portfólio de um fundo de PE antes (o que caracteriza um *Secondary Buyout* ou SBO) como pelo mesmo motivo da Hipótese 1 descrita acima. A validação desta hipótese seria uma evidência de que a indústria está cada vez mais madura e, portanto, competitiva. Dados do S&P LCD (*Leveraged Commentary Data*) mostram que, entre 1998 e 2012, a porcentagem de SBOs relativamente ao total de LBOs saltou de aproximadamente 5% para mais de 60% nos EUA. Bonini (2015) mostra que empresas que fizeram parte de mais de uma transação de PE experimentam um excesso de melhora operacional, porém decorrente apenas da primeira aquisição; mudanças operacionais incrementais durante a segunda aquisição não se mostraram estatisticamente relevantes.

De forma a agregar ao debate, discutimos algumas hipóteses para a inexistência de evidências de melhora operacional, quais sejam:

**A janela de tempo estudada é relativamente curta e pode não refletir as melhoras operacionais dos *deals*.** Ao se tratar de transações de capital privado, não é raro que, em dois anos após o *deal*, os benefícios da estratégia de investimento ainda não tenham se concretizado. É comum observarmos apenas aumento de custo

sem que, necessariamente, os indícios de melhora operacional advindos da aquisição sejam visíveis e mensuráveis.

**Ainda há certa relutância em relação à modelos intervencionistas por parte de executivos de PE.** Em entrevistas com executivos do mercado de PE brasileiro, entendemos que a valorização de suas adquiridas por meio de intervencionismo operacional não é uma prioridade. Há, ainda, um apego a modelos tradicionais de gestão de empresas do portfólio nos quais a intervenção se dá no nível de conselho e, no máximo, no *top management*.

#### **4.4 Potenciais Explicações para o Aumento da Performance Operacional**

Do outro lado do espectro, Guo, Hotchkiss e Song (2011) buscam testar cinco hipóteses para explicar o aumento da performance operacional das empresas adquiridas por firmas de PE. Em primeiro lugar, trazem o ponto de que a empresa terá **maior benefício fiscal da dívida (*tax shield*)**. Particularmente evidente no caso de LBOs, um aumento da dívida usado para financiar a transação gera *tax shields* que se tornam uma importante fonte de criação de valor para a empresa, que são refletidos nos prêmios pagos para os *shareholders* quando antes da aquisição (Kaplan, 1989). Guo, Hotchkiss e Song (2011) também encontram evidências de criação de valor advinda do benefício fiscal da dívida.

Segundamente, expõem a teoria de que há um **efeito disciplinar da dívida**. Jensen (1986) sugere que o desembolso para pagamento da dívida, na medida em que reduz o *cash flow* da empresa, força os gestores a serem mais eficientes no que diz respeito a gastos e investimentos. Além disso, há, muitas vezes, mecanismos que forçam a reestruturação de uma empresa antes que ela possa entrar em uma situação em que um valor substancial possa ser perdido (Jensen, 1989, Wruck, 1990, Andrade e Kaplan, 1998). Os resultados de Guo, Hotchkiss e Song (2011) reforçam a hipótese de que a dívida tem um efeito disciplinar na empresa adquirida, traduzindo-se em maior eficiência operacional.

Indo mais além, exploram o fato de que tais empresas têm **custos de agência reduzidos**. A presença de fundos de PE no quadro acionário de suas adquiridas vem junto de iniciativas de engenharia de governança capazes de reduzir custos de agência a elas incorridos. Um maior monitoramento por parte dos fundos e de

instituições financeiras envolvidas na transação, por exemplo, seria responsável por reduzir a assimetria de informação entre os agentes do mercado, o que, por sua vez, tenderia a reduzir custos gerados pela incerteza.

Além disso, pode-se observar **melhores incentivos gerenciais**. É comum que, de forma a alinhar os interesses de todos os *shareholders* após uma aquisição, o *management* da adquirida obtenha uma participação mais concentrada no *equity* da empresa. Desta forma, todos trabalham com o mesmo objetivo: criar valor para os *shareholders*. O ajuste de incentivos pode ser, inclusive, uma fonte de redução dos conflitos de custos de agência (Jensen e Meckling, 1976). De acordo com Short e Keasey (1999), a hipótese de convergência de interesses de Jensen e Meckling explica que a performance de uma empresa é diretamente relacionada à proporção de *equity* detido pela gerência (*managerial ownership*) na medida em que os gestores são menos propensos a desviar recursos da maximização de valor. No entanto, altos níveis de *management ownership* podem levar os gestores ao conhecido problema de entrincheiramento. Embora não determine a relação de causa ou consequência, o trabalho de Kaplan (1989) encontra uma forte correlação entre mudanças nos incentivos e performance operacional. Leslie e Oyer (2009), além de encontrar indícios que suportam as conclusões de Kaplan, apresentam evidências de performance operacional superior para um tipo específico de transação: o *Managerial Buyout* (MBO). Duarte (2014) conclui que, em transações de MBO nas quais o *management* da empresa alvo é renovado, uma melhor performance operacional é alcançada por meio de uma série de iniciativas que são implementadas apenas porque os novos executivos não possuem *Psychological Ownership* e, conseqüentemente, não oferecem resistência a mudanças. Finaliza sugerindo que firmas de PE priorizem o trabalho de eliminar o efeito de *Psychological Ownership* em detrimento de aumentar *Managerial Ownership*. Não obstante, os resultados de Guo, Hotchkiss e Song (2011), embora reforcem a conclusão de Duarte, não indicam que uma maior participação do *management* no *equity* da adquirida traduz-se em performance operacional.

Por fim, empresas com uma performance operacional pré aquisição inferior podem mostrar maiores ganhos de eficiência operacional após a transação por meio do efeito de uma pior base de comparação.

## 4.5 Possíveis Vieses

A presente seção propõe-se a evidenciar potenciais vieses ao se trabalhar com dados financeiros de empresas privadas com moldes no trabalho de Arnauld (2015).

### 4.5.1 Viés de seleção amostral

Dados de empresas de capital privado com informações financeiras públicas podem ser vítimas de viés de excesso de desempenho, uma vez que, geralmente, são desinvestidas via IPO ou financiam-se no mercado de capitais. Estas empresas podem apresentar uma saúde financeira acima da média, o que significa que estariam performando melhor do que empresas de portfólio que não divulgam essas informações.

Cohn, Mills e Towery (2013), por meio de declarações de impostos de renda corporativos, obrigatórias para todas as empresas, trabalharam com uma amostra mais representativa da realidade. Analisando 317 LBOs entre 1995 e 2007 nos EUA, os autores não encontraram evidências de melhoras operacionais - ROS e ROA - em empresas alvos de LBOs. Mais além, os pesquisadores aplicaram a análise sobre uma sub amostra composta apenas de empresas alvo com dados financeiros públicos, encontrando importantes melhoras na performance operacional. Esses resultados dificultam as conclusões quando se extrapola a melhora na performance operacional obtida de empresas com dados públicos para o contexto de *Buyouts* em geral.

### 4.5.2 Viés de benchmark

Como os outros estudos, a análise da performance operacional ajustada pela indústria é feita subtraindo-se o resultado da indústria do da companhia adquirida. No entanto, não necessariamente a transação é responsável integralmente pela mudança no resultado operacional.

Assumindo o comportamento cíclico do mercado e considerando que uma empresa é adquirida quando sua performance está abaixo da média (no vale), a reversão à média tenderia a ser observada independentemente da aquisição. Com isso em mente, Waldfoegel (1994) partiu do trabalho de Kaplan (1989) e subtraiu essa melhora esperada da performance ajustada da empresa, obtendo o que chamou de Surpresa

de Reestruturação (*Restructuration Surprise*). Com uma abordagem mais crível, o autor chegou à mesma conclusão de Kaplan.

#### 4.5.3 Viés de prazo

A maioria dos estudos, inclusive este, trata de uma janela curta para analisar ganhos operacionais. Uma das grandes críticas à indústria de PE é que sua visão de curto prazo afeta ganhos sustentáveis de longo prazo (Bassoulet, 2015). Segundo o autor, a queda de Capex documentada em vários estudos pode indicar um impacto positivo significativo no *cash flow* de curto prazo, mas negativo no longo prazo. Muitos pesquisadores e financistas argumentam que a necessidade de retornar rapidamente o capital aos investidores e os efeitos potencialmente danosos de práticas como a ampla alavancagem das empresas podem reduzir o investimento corporativo de longo prazo, intensificando a já considerável pressão sobre executivos de empresas para lucro e fluxo de caixa a curto prazo (Lerner, Sorensen e Stromberg, 2013).

Para abordar esse tema, estes autores, munidos da atividade de patentes de 472 empresas que obtiveram pelo menos um pedido de patente aprovado durante o período de três anos antes a cinco anos depois de um LBO entre 1986 e 2005, encontram evidências de que empresas controladas por firmas de PE tendem a buscar inovações mais promissoras (medido por citações de patentes) nos anos seguintes à transação. Embora reconheçam que patentes não são um indicador perfeito de inovação, exemplificando que muitas invenções são protegidas como segredos comerciais, elas são comumente utilizadas com este fim. Os autores concluem que seus resultados são inconsistentes com a crença popular de que as empresas alvo de firmas de PE sacrificam investimentos de longo prazo de modo a obter ganhos de curto prazo, descrevendo o processo como uma "reorientação produtiva do portfólio de inovação corporativa".

Os resultados da análise neste capítulo expostos nos trazem evidências de que empresas que fazem parte do portfólio de fundos de PE, embora apresentem resultados operacionais acima dos de seus competidores, eles são poucos significativos.

Um ponto importante a ser levantado diz respeito ao tamanho da janela estudada. De acordo com Minardi et al. (2018), o *holding period* médio na indústria de PE brasileira



foi de 4,4 anos entre 1994 e 2018. Portanto, uma análise de um período mais longo após a efetivação da transação poderia trazer resultados mais concretos ao tema. O presente estudo trabalhou com a janela acima por dois principais motivos: (1) tornar os resultados comparáveis à literatura internacional e (2) a escassez de dados relativos às transações privadas no Brasil, o que tornaria a amostra muito pequena para qualquer conclusão estatística.

Não obstante, como mostrado por Cohn, Mills e Towery (2013), deve-se ter cautela ao generalizar o aumento de performance operacional de empresas privadas com dados financeiros públicos como sendo representativo da indústria de PE como um todo. Acharya, Gottschalg, Hahn e Kehoe (2012) trazem evidências de que apenas empresas de PE grandes e maduras apresentaram retornos superiores àquele do mercado (S&P500) por meio de melhoras operacionais. Bassoulet (2015) conclui que, embora melhorias operacionais não sejam tão evidentes como nos anos 1980 como apresentado por Kaplan, as empresas de PE mais consolidadas consistentemente entregaram mais valor do que o *benchmark* aos investidores ao longo do tempo.

## 5. MODELOS DE NEGÓCIO DE EMPRESAS DE PRIVATE EQUITY E SUAS PERFORMANCES

Os estudos expostos no capítulo anterior evidenciam que as transações de PE mais recentes não implicam, na média, em resultados operacionais que excedam aquele de seus concorrentes como observado nas transações da década de 1980, com exceção de empresas de PE mais consolidadas.

Mais ainda, Leslie e Oyer (2009) expõe que, dos três *drivers* de valores - engenharia (1) operacional, (2) financeira e (3) de governança -, os dois últimos são os tradicionalmente empregados pelas empresas de PE. As condições de mercado que favorecem uma indústria de PE cada vez mais competitiva expostas no **Capítulo 3** nos levam a crer que os drivers tradicionais de criação de valor já não bastam, sozinhos, para entregar excesso de performance aos investidores consistentemente ao longo dos anos. Sob esse pano de fundo, esta seção buscará estudar a correlação entre o modelo de negócios da empresa de PE com base em seu grau de intervenção nas empresas do portfólio e o retorno de seus fundos.

Em seu relatório intitulado *Private Equity: Engaging for Growth* (2012), a Boston Consulting Group (BCG) descreve seis modelos de negócios adotados pelas firmas de PE e estuda como estes estão aptos a navegar em um mercado onde os fundos não podem mais contar com iniciativas de engenharia financeira ou de governança para se destacarem da concorrência e produtos substitutos. De acordo com a consultoria, as condições internacionais de mercado estão acelerando a tendência para modelos onde a performance operacional é a principal fonte de criação de valor.

Na seção seguinte, descrevemos os modelos operacionais com base no relatório e, mais adiante, estudaremos suas correlações com a performance para o caso das empresas de PE com fundos de investimento dedicados apenas ao Brasil.

### 5.1 Os Modelos Operacionais

Na presente seção, apresentaremos os modelos operacionais adotados pelas empresas de PE descritos pela BCG (BCG, 2012), assim como as vantagens e desvantagens de cada um. Alertamos de antemão que uma empresa de PE não necessariamente se encaixa exclusivamente em um dos modelos abaixo. Elas podem

trabalhar sob modelos híbridos a depender da estratégia de criação de valor do investimento e do país de atuação por exemplo.

### 5.1.1 Sem intervenção operacional (*No internal capabilities*)

Empresas de PE que operam sob este modelo operacional não investiram na criação de times operacionais internos para melhorarem as operações de suas adquiridas. Elas podem funcionar **sem times operacionais** ou **com uma rede de conselheiros**.

No primeiro caso, as que não têm times operacionais, trata-se de firmas que influenciam as empresas de seu portfólio por meio de mecanismos de governança, como a substituição de executivos e o desenho de novos incentivos, e algum envolvimento em seu conselho. Ademais, estas empresas não possuem papel ativo no dia a dia operacional, além de não desempenhar um papel de gestão de projetos dentro da adquirida. As empresas de PE que atuam sob este modelo têm seu espectro de potenciais alvos reduzidos. Com prêmios cada vez mais altos sendo pagos nas aquisições, são poucas as empresas que não necessitam de melhoras operacionais substanciais para que o retorno aos investidores seja decente (Bassoulet, 2015). Não obstante uma tendência de migração para modelos operacionais mais ativistas, algumas empresas de PE conseguiram dominar este modelo e entregam retornos acima do mercado consistentemente. Para tal, é necessário ter outras características em seu business model que a torne um parceiro atrativo, como um acesso privilegiado a *deals* ou uma vantagem de network quando da saída da tese de investimento (BCG, 2012).

Portanto, quando uma empresa de PE encontra uma empresa alvo com grande potencial de crescimento e a pré condição de que se trata uma empresa com um *top-management* excepcional, os retornos aos investidores podem ser expressivos.

Indo adiante, temos as empresas de PE que atuam **com uma rede de conselheiros**. Conselheiros são profissionais seniores, geralmente ex-C-levels (principalmente CEO e CFO), e tipicamente desempenham dois papéis. Em alguns casos, atuam identificando novos *deals* e oportunidades. Na maioria dos casos, porém, eles atuam como conselheiros do CEO e, às vezes, do top management, podendo, até mesmo, fazer-se um intermediário entre a adquirida e a empresa de PE - por meio, por

exemplo, de um assento no conselho da adquirida. Esses profissionais podem deter participação no *equity* da empresa do portfólio ou até do fundo.

A experiência destes profissionais traz uma capacidade estratégica com base em um amplo conhecimento da indústria de grande valia para a adquirida. Encontrá-los, porém, pode não ser uma tarefa fácil, pois muitos não possuem as habilidades e flexibilidade para se adaptarem ao mercado de PE. Uma vez apontado, é imprescindível que o empoderem durante todo o processo transacional para que extraiam o máximo de valor dele.

### 5.1.2 Operating Partners

Neste modelo, as empresas desenvolveram capacidades operacionais no nível de sócios. A BCG segrega os modelos entre ***Generalist Operating Partners*** e ***Functional Operating Partners***.

*Generalist* OPs, assim como os conselheiros externos, geralmente são ex-CEOs ou CFOs com experiência o suficiente na indústria da empresa adquirida para gerar confiança e credibilidade com seu CEO. Embora não se envolva a fundo em questões operacionais, eles estão na agenda do CEO da adquirida para desenvolver e implementar a estratégia corporativa. Além disso, exerce um importante papel de monitoramento por parte da empresa de PE.

Assim como o modelo de conselheiros, esta categoria traz um importante conhecimento e know-how de indústria para a empresa adquirida, com a diferença de que pode ser mais aproveitado tanto na etapa de *due diligence* quanto no pós aquisição na medida em que há maior envolvimento do executivo. O *Generalist* OP precisa trazer credibilidade o suficiente para o top-management da adquirida sem, no entanto, ser percebido como uma ameaça de substituição ao CEO. Para lidar com essa dificuldade, a consultoria recomenda que os incentivos do *Generalist* OP estejam atrelados à performance do fundo, sinalizando sua permanência de longo prazo na empresa de PE.

O desafiador, todavia, é encontrar profissionais com os hard e soft skills exigidos para o papel. Dado que cada um consegue se envolver com eficácia em poucas empresas de portfólio, o modelo apresenta uma limitação em termos de escalabilidade.

Diferentemente dos *Generalists* OPs, *Functional* OPs não são tão seniores, mas possuem muita experiência em uma determinada área, como Vendas ou Operações. Esses executivos geralmente exercem o papel de consultores para os CEOs das adquiridas, trabalhando de projeto em projeto com viés de melhoria operacional.

As iniciativas funcionais dos *Functional* OPs são, geralmente, sistematicamente implementadas de maneira padronizada em suas adquiridas, tornando o modelo mais escalável do que o anterior. Por isso, empresas de PE com um portfólio extenso e com alta rotatividade de seus alvos são capazes de explorar este modelo com maior sucesso. Além disso, como empresas que já fizeram parte do portfólio de uma firma de PE apresentam menos oportunidades de melhorias operacionais, este modelo tende a ser mais apropriado para investimentos primários em detrimento de secundários. Contudo, a padronização das iniciativas tem foco em atividades de *bottom line* por meio de, por exemplo, redução de custos, limitando o espaço para trabalhos de *top line*. Ademais, esta categoria apresenta limitações quando a empresa adquirida sofre uma disrupção em seu modelo de negócios e exige um pensamento estratégico mais inovador.

### **5.1.3 Com times operacionais internos (*In-house operating teams*)**

A principal característica de empresas que operam sob este modelo é que investiram recursos significativos na criação de capacidades operacionais abaixo do nível de sócios. Estes times são alocados em uma empresa de portfólio de cada vez por até um ano. A BCG segrega esse modelo entre **Firmas com pequenos times operacionais** e **Firmas com grandes times operacionais**.

Empresas de PE que desenvolveram pequenos times operacionais, que, geralmente, trabalham em projetos de *management-level* (ex: planejamento estratégico e finanças) alavancando o papel do *Operating Partner*. Os times, no fim do dia, atuam como um pequeno grupo de consultores que são alocados nas diversas empresas do portfólio de uma firma de PE de acordo com suas necessidades estratégicas.

A existência de um time operacional *in-house* não só oferece uma abordagem consistente de melhorias operacionais nas empresas de portfólio à medida em que o time vai amadurecendo como também expande o espectro de potenciais alvos. Para que seja implantado com sucesso, este modelo exige substancial investimento no

desenvolvimento e manutenção da capacidade da equipe operacional em termos das melhores práticas de criação de valor operacional.

Diferentemente de firmas de PE com times operacionais menores, as empresas com times operacionais maiores possuem um número significativamente maior de profissionais para serem alocados dentro das adquiridas atuando como consultores em projetos em múltiplos níveis da adquirida, não apenas estratégicos.

Nessas empresas, o time operacional tem tanta influência que acabam moldando a cultura corporativa. As oportunidades, trilhas profissionais e compensações do *operating team*, por exemplo, espelham aquelas do time de *deals*.

Assim como no modelo anterior, é necessária uma importante alocação de recursos no desenvolvimento da equipe operacional para seu sucesso. Carreiras bem definidas e a criação de um ambiente de aprendizagem sustentável são primordiais para o êxito do modelo.

## **5.2 Qual é o modelo operacional mais rentável?**

Para estudar qual dos três modelos operacionais descritos acima traz mais retorno para as empresas de PE e seus investidores, elencamos, em uma primeira etapa, as empresas que possuem fundos dedicados exclusivamente ao Brasil por meio de uma *survey* disparada para profissionais do mercado de PE brasileiro. A estes, foi pedido que categorizassem as empresas com base nos três business models apenas se tivessem plena convicção da classificação. Em uma segunda etapa do exercício, discutiu-se a classificação feita durante o primeiro passo com empregados de cada uma das empresas elencadas de modo a confirmarem a identificação do modelo. Uma vez com a categorização final, estudamos a TIR líquida média e mediana dos FIPs referentes às firmas com vintage desde 2005 a 2018. A base de dados foi disponibilizada e é mantida pela Spectra Investments, uma empresa de investimentos em capital privado sediada na capital paulista.

Figura 10 – Modelo operacional das empresas de PE vs. Retorno dos fundos

	Performance (TIR Líquida)			
	Empresa	Média	Mediana	Fundos
<b>No Internal Capabilities</b>	Brookfield	7,3%	6,0%	5
	BRZ Investimentos	-7,3%	-11,2%	7
	BTG Pactual	16,4%	4,0%	7
	DGF Investimentos	10,1%	13,3%	6
	Kinea	17,3%	15,2%	4
	NEO Investimentos	19,1%	18,1%	4
	<b>Agregado (média)</b>	<b>10,5%</b>	<b>7,6%</b>	<b>33</b>
<b>Operating Partners</b>	Advent	30,2%	30,2%	2
	Axxon	29,8%	29,8%	2
	Gávea	14,1%	9,2%	6
	GP Investimentos	13,2%	14,9%	3
	TreeCorp Partners	-12,0%	-12,0%	2
	Vinci	6,2%	13,3%	3
	Warburg Pincus	12,4%	12,4%	2
	<b>Agregado (média)</b>	<b>13,4%</b>	<b>14,0%</b>	<b>20</b>
	<b>In-House Operating Team</b>	Aqua Capital	42,0%	42,0%
Pátria		25,1%	25,8%	12
Tarpon		-1,4%	10,2%	3
<b>Agregado (média)</b>		<b>21,9%</b>	<b>26,0%</b>	<b>17</b>

*Fonte: Spectra Investments e análise proprietária*

Os dados da tabela acima nos mostram indícios de que as empresas de PE que gastaram recursos para desenvolver um time interno responsável pela gestão de projetos não só de nível estratégico, mas também tático e até operacional em suas adquiridas, apresentaram maiores retornos do que aquelas que não o fizeram. Ademais, os dados apresentam evidências de que o retorno dos fundos das empresas de PE é tão maior quanto mais seu business model previr algum intervencionismo nas empresas de seu portfólio.

É importante notar que os fundos das empresas analisadas não são exaustivos, ou seja, a base de dados não necessariamente contempla todos os fundos de uma mesma empresa, apenas aqueles dedicados integralmente para investimentos no Brasil.

## 6. CONCLUSÕES, IMPLICAÇÕES E PESQUISAS FUTURAS

No capítulo introdutório, contextualizamos brevemente o mercado de *Private Equity* trazendo algumas características mais recentes de sua dinâmica para, assim, introduzirmos as questões a serem respondidas ao longo do trabalho.

No segundo capítulo, apresentamos as definições reconhecidas na literatura acadêmica de criação de valor operacional por empresas de PE em suas adquiridas. Dessa forma, espera-se o nivelamento de conhecimento dos leitores acerca dos conceitos que serão explorados nos capítulos subsequentes. Além disso, trazemos alguns dados de mercado nacionais e internacionais para elucidar o assunto tratado no capítulo. Por fim, trazemos as primeiras evidências de criação de valor por meio de melhora operacional nas empresas adquiridas por fundos de PE. Primeiramente, trazemos resultados de importantes trabalhos realizados nos mercados norte americano e europeu desde a década de 1980 até a atual. Partimos de um cenário no qual Kaplan (1989) encontra evidências de criação de valor operacional por empresas de PE até aquele em que não se observa mais indícios de que empresas de PE criam valor operacional em suas adquiridas além do de seus competidores (Guo, Hotchkiss e Song, 2011).

O terceiro capítulo descreve a conjuntura do mercado de PE brasileiro desde os seus primórdios na primeira metade da década de 1990 até os anos mais recentes por meio de *papers* acadêmicos, relatórios, notícias e análises próprias.

Na quarta seção, analisamos dados financeiros de 34 empresas brasileiras alvo de fundos de PE de 2004 a 2018: foram selecionados todos os tipos de *Buyouts* desde 2004 até 2018 cujo valor excedeu USD 20 milhões (câmbio à época) de empresas com sede no Brasil. Ao todo, foram 159 transações. A partir desta amostra, chegou-se a um total de 34 (21,4%) empresas que possuíam os indicadores financeiros nas datas desejadas disponíveis. Com isso, analisamos a evolução da Margem EBITDA, EBITDA/Ativo e *Cash Flows* Líquidos/Receita destas empresas em 4 janelas de tempo diferentes pré e pós transação de uma maneira 1. nominal, 2. ajustado pelo Ibovespa e 3. Ajustado pelas empresas listadas do mesmo segmento da B3.



Nossos resultados indicam que, embora as empresas alvo de investimentos de fundos de PE apresentem resultados operacionais acima dos de seus competidores, eles são pouco significativos, em linha com a literatura internacional mais recente.

No capítulo final, buscamos encontrar alguma correlação entre o modelo operacional das empresas de PE em termos de seu intervencionismo operacional em suas adquiridas e o retorno de seus fundos aos investidores. Para tal, contamos com a classificação da BCG (2012) de *business models*, no qual segregam as empresas de PE em três grupos com base no grau de intervenção na operação das empresas de seu portfólio. Através de pesquisas e entrevistas feitas com profissionais do mercado de PE brasileiro, elencamos as empresas de PE nestas categorias para, por fim, analisar o retorno de seus fundos dedicados à Brasil. Nesta etapa, observamos uma correlação positiva entre o grau de intervencionismo que seu modelo operacional sugere e o retorno de seus fundos. Em outras palavras, encontramos evidências de que o retorno dos fundos das empresas de PE é tão maior quanto mais seu *business model* previr algum intervencionismo operacional nas empresas de seu portfólio.

O presente estudo contribui para o debate de criação de valor em empresas adquiridas por fundos de PE por meio de iniciativas operacionais no Brasil trazendo evidências quantitativas sobre o tema. Para complementar a questão, trouxemos luz ao fato de que empresas de PE cujo modelo operacional prevê algum intervencionismo operacional em suas adquiridas tendem a apresentar maior retorno de seus fundos. Dito isso, abrimos caminho para futuros debates sobre qual modelo de negócios de empresas de PE são mais rentáveis para seus investidores.

Na literatura, a maior janela de análise de criação de valor encontrada foi de t+3 anos após o ano do *deal*. Neste estudo, trabalhamos com t+2 principalmente pela adversidade de se obter dados financeiros de empresas de capital fechado no Brasil. Caso fôssemos trabalhar com uma janela maior, teríamos que abaixar o valor mínimo de investimento que nos serviu de filtro e recairíamos em investimentos que se caracterizam como de Venture Capital, que possuem algumas nuances específicas e poderiam distorcer nossos resultados.

Além disso, é importante notar que, quando se trata de investimentos em capital privado, dois anos pode ser um horizonte pouco representativo da estratégia de investimento. Ou seja, dependendo das características da negociação, poderíamos

observar apenas aumento de custo sem crescimento de EBITDA. Logo, não estaríamos capturando todo o potencial de criação de valor operacional do *deal*.

Outro ponto que é importante trazer à discussão é o fato de que a análise do retorno de fundos, da maneira que foi feita, pode representar uma generalização indesejada das estratégias de investimento. Dentro de um mesmo fundo analisado, pode-se haver estratégias de intervenção diferentes.

Portanto, uma primeira perspectiva sobre como aprimorar as análises feitas neste estudo seria aumentar a janela sob investigação para aproximadamente sete anos dado o *holding period* médio característico do mercado brasileiro de PE. Uma segunda maneira de aperfeiçoar o diagnóstico seria trabalhar com dados de valorização das companhias adquiridas antes da aquisição e após o desinvestimento.

Esperamos que este estudo contribua para o debate e que instigue pesquisadores, estudantes e curiosos a darem seguimento às descobertas sobre o tema. Colocamo-nos à disposição para trocas de ideias sempre.

## REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

Acharya, Viral V., Gottschalg, Oliver F., Hahn, Moritz, Kehoe, Conor. Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity. *Review of Financial Studies.*, vol. 26 issue 2, 2013.

Andrade, G. Steven N. Kaplan. How costly is financial (not economic) distress? *The Journal of Finance*, vol. 53, issue 5, 1998.

Associação Brasileira de Desenvolvimento Industrial. *A Indústria de Private Equity e Venture Capital: Segundo Censo Brasileiro*. ABDI, 2011

Associação Brasileira de Previdência Privada. Consolidado Estatístico Junho de 2011. Disponível em [http://www.abrapp.org.br/SiteAssets/SitePages/ConsolidadoEstatistico/ConsolidadoEstatConsol\\_12\\_2011.pdf](http://www.abrapp.org.br/SiteAssets/SitePages/ConsolidadoEstatistico/ConsolidadoEstatConsol_12_2011.pdf). Acessado em 24 de abril de 2014.

Bassoulet, A. How Can Private Equity Firms Create Value Through Improvements in the Operating Performance? Sloan School of Management, Massachusetts Institute of Technology, 2015.

Barros, JR., Sellare, A. Crédito de longo prazo está se consolidando. *O Estado de S.Paulo*, 26 de fevereiro de 2020.

Cohn, J., Mills, L., Towery, E. The Evolution of Capital Structure and Operating Performance after Leveraged Buyouts: Evidence from U.S. Corporate Tax Returns. *Journal of Financial Economics (JFE)*. vol. 111, 2014.

Couto, A, Trintim, J. O papel do BNDES no financiamento da economia brasileira. Departamento de Economia/UEM, 2012.

Daniel, Henrique L. As políticas de crédito direcionado do BNDES: o Calcanhar de Aquiles da política monetária do Banco Central do Brasil? *Inspere*, 2015.

De Carvalho, A., Pennacchi, G. Can a Stock Exchange Improve Corporate Behavior? Evidence from Firms' Migration to Premium Listings in Brazil. *Journal of Corporate Finance*, vol. 18, issue 4, 2012.

De Carvalho, A., Neto, Humberto., Sampaio, J. Private Equity and Venture Capital in Brazil: An Analysis of its Evolution. *Revista Brasileira de Finanças*, vol. 12, issue 4, 2014.

De Carvalho, A., Ribeiro, L., e Furtado, C. A Indústria de Private Equity e Venture Capital: Primeiro Censo Brasileiro. 1ª edição, 2006 São Paulo: Saraiva.

Duarte, M. Why Management Teams improve operating performance in Private Equity-backed Buyouts? London School of Economics and Political Science, 2014.

Guo, Hotchkiss e Song: Do Buyouts (Still) Create Value? The Journal of the American Finance Association. Volume 66, issue 2, 2011.

Impact Investing in Brazil, Abvcap, March 2020. Acessado em 03 de setembro de 2020.

Inspere, Spectra e ABVCAP. Performance of the private equity and venture capital industry in Brazil

Inspere, Spectra, 2Get. The Profile of the Private Equity Professional in Brazil. Whitepaper. 2016.

Jensen, Michael C. The eclipse of the public corporation, Harvard Business Review. vol. 89, 1989.

Kaplan, S. The effects of management buyouts on operations and value. Journal of Financial Economics, vol. 24, 1989.

Lerner, J., Sorensen, M., Stromberg, P. Private Equity and Investment in Innovation: Evidence from Patents. Journal of Applied Corporate Finance, vol. 25, issue 2, 2013.

Leslie, Phillip, Oyer, Paul. Managerial Incentives and Value Creation: Evidence from Private Equity. SSRN Electronic Journal, 2009.

Lichtenberg, F., and D. S. Siegel. The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behaviour. Journal of Financial Economics, vol. 27, 1990.

Michael C. Jensen e William H. Meckling. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, vol. 3, 1976.

Minardi, A., Ferrari, G., Tavares, P. Performances of Brazilian IPOs backed by private equity. Journal of Business Research, vol. 66, issue 3, março de 2013

Paglia, J., Harjoto, M. The effects of private equity and venture capital on sales and employment growth in small and medium-sized businesses. *Journal of Banking & Finance*, vol. 47, outubro de 2014.

Preqin Quarterly Update: Private Equity & Venture Capital, Q1 2020. Disponível em <https://www.preqin.com/insights/research/quarterly-updates/preqin-quarterly-update-private-equity-venture-capital-q1-2020>. Acessado em 2 de julho de 2020.

Private Equity in Brazil, Abvcap, June 2019. Acessado em 03 de setembro de 2020.

Reis, G., Mendes, F., Jucá, M., Junior, E. A Participação de Fundos de Venture Capital e Private Equity Adiciona Valor às Empresas Brasileiras? Um Estudo sobre IPOs. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, Rio de Janeiro, vol. 14, issue 1, jan/abr, 2019.

Sahlman, William. The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations. *Journal of Financial Economics*, vol. 27, 1990.

Secondary Buyouts: Operating Performance and Investment Determinants. *Financial Management*, vol. 44, issue 2, 2015.

Short, Helen e Keasey, Kevin. Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*, vol. 5, issue 1, 1999.

Sincerre, B., Sampaio, J., Fama, R., Flores, E. The Impact of Private Equity and Venture Capital Funds on post-IPO Operational and Financial Performance in Brazilian invested companies. *Brazilian Business Review*, vol.16, issue 1, 2019.

Smith, A. Corporate ownership structure and performance: The case of management buyouts. *Journal of Financial Economics*, vol. 27, 1990.

The Deal and Pepper Hamilton LLP survey, 2014.

Waldfogel, J e Smart, S. Measuring the Effect of Restructuring on Corporate Performance: The Case of Management Buyouts. *Review of Economics and Statistics*, vol. 76, 1994.

Wruck, Karen H. Financial distress, reorganization, and organizational efficiency, *Journal of Financial Economics*, vol. 27, 1990.