

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

HUMBERTO GALLUCCI NETTO

**ESTRUTURA E DESEMPENHO DOS BANCOS QUE INVESTEM EM PRIVATE  
EQUITY E VENTURE CAPITAL**

SÃO PAULO

2013

HUMBERTO GALLUCCI NETTO

**ESTRUTURA E DESEMPENHO DOS BANCOS QUE INVESTEM EM PRIVATE  
EQUITY E VENTURE CAPITAL**

Dissertação de Mestrado apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para a obtenção de título de Mestre em Administração de Empresas

Campo de Conhecimento:  
Mercados Financeiros e Finanças Corporativas

Orientador:  
Prof. Dr. Antônio Gledson de Carvalho

SÃO PAULO  
2013

Gallucci Netto, Humberto

Estrutura e desempenho dos bancos que investem em *private equity* e *venture capital* / Humberto Gallucci Netto. - 2013.

40 f.

Orientador: Antonio Gledson de Carvalho

Dissertação (mestrado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Capital de risco. 2. Private equity. 3. Investimentos. 4. Bancos - Brasil. 5. Desempenho. I. De Carvalho, Antonio Gledson. II. Dissertação (mestrado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Título.

CDU 336.71(81)

HUMBERTO GALLUCCI NETTO

**ESTRUTURA E DESEMPENHO DOS BANCOS QUE INVESTEM EM PRIVATE  
EQUITY E VENTURE CAPITAL**

Dissertação de Mestrado apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para a obtenção de título de Mestre em Administração de Empresas

Campo de Conhecimento:

Mercados Financeiros e Finanças Corporativas

Orientador:

Prof. Dr. Antônio Gledson de Carvalho

Data da Aprovação:

\_\_\_\_ / \_\_\_\_ / \_\_\_\_\_

Banca Examinadora:

---

Prof. Dr. Antônio Gledson de Carvalho (Orientador)  
FGV-EAESP

---

Prof. Dr. Rafael Felipe Schiozer  
FGV-EAESP

---

Prof. Dr. Bruno Cara Giovannetti  
USP-FEA

## AGRADECIMENTOS

Meus sinceros agradecimentos,

ao meu orientador Prof. Dr. Antonio Gledson de Carvalho, pela amizade e os anos de aprendizado.

aos membros da banca, Prof. Dr. Rafael Schiozer e Prof. Dr. Bruno Giovannetti pelas contribuições à esta dissertação.

a todos os professores da EAESP-FGV por todo o conhecimento transmitido.

aos colegas de mestrado Daro Piffer, Fadwa Dahrouge e Pedro Albertin.

aos colegas da EAESP Joelson Sampaio, João Fraga, Vinícius Brunassi, Daniela Artuso.

a todos os meus amigos que participaram diretamente ou indiretamente para que este projeto fosse concluído.

aos meus pais, Francisco e Elizabeth pelo exemplo e o apoio em todas as minhas escolhas e meu irmão Francisco pelo apoio irrestrito.

a minha namorada Caroline pelo apoio e entusiasmo determinantes a conclusão desta dissertação.

ao suporte financeiro e incentivo da CAPES e CNPq.

## RESUMO

Este trabalho investiga as diferenças entre as estruturas dos veículos de investimento afiliados a bancos e organizações gestoras independentes atuantes no Brasil e seu desempenho. Utilizamos uma base de dados única para a população dos veículos de investimento ativos e suas características em 2004. Veículos de investimento afiliados a bancos possuem desempenho inferior aos veículos independentes em todas as medidas utilizadas. Como medidas de desempenho dos veículos de investimento, foram utilizadas a porcentagem e o número de desinvestimentos realizados via abertura de capital (IPO) e venda estratégica (*trade sale*) do total de saídas além de uma análise individual sobre o desinvestimento. Os veículos de investimento afiliados a bancos possuem: menor número de gestores, monitoram menos, remuneração fixa menor, menos controle sobre a empresa investida, mais comitês de investimento e fazem menos co-investimento.

Palavras-chave: *private equity*, *venture capital*, bancos, desempenho.

## **ABSTRACT**

This dissertation investigates the differences between the structures of investment vehicles affiliated with banks and independent management organizations operating in Brazil and its performance. We use a unique database for the population of active investment vehicles and their characteristics in 2004. Investment vehicles affiliated with banks have underperformed the independent average in all measures of success. As performance measures of investment vehicles we use the percentage and number of exits realized by IPO and strategic sale of total exits, and an individual analysis on exists. The investment vehicles affiliated with banks have: fewer managers, monitor less fixed remuneration smaller, less control over the investee, more investment committees and make less co-investment.

Key-words: private equity, venture capital, banks, performance.

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1:</b>	Organizações gestoras.....	29
<b>Tabela 2:</b>	Investidoras e saídas segundo afiliação.....	30
<b>Tabela 3:</b>	Definição das variáveis.....	31
<b>Tabela 4:</b>	Sumário estatístico das variáveis.....	32
<b>Tabela 5:</b>	Sumário estatístico das variáveis – Instituições Financeiras.....	33
<b>Tabela 6:</b>	Sumário estatístico das variáveis – Independentes.....	34
<b>Tabela 7:</b>	Diferença de média entre as variáveis – Inst. Financeiras x Independentes.....	35
<b>Tabela 8:</b>	Matriz de correlação das variáveis independentes.....	36
<b>Tabela 9:</b>	Regressão Tobit – Proporção de sucessos.....	37
<b>Tabela 10:</b>	Regressão Poisson – Número de sucessos.....	38
<b>Tabela 11:</b>	Regressão Probit – Sucessos.....	39
<b>Tabela 12:</b>	Efeitos Marginais.....	40

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO.....</b>	<b>10</b>
<b>2. DADOS E VARIÁVEIS.....</b>	<b>15</b>
2.1 DADOS.....	15
2.2 VARIÁVEIS.....	16
<b>3. METODOLOGIA.....</b>	<b>20</b>
<b>4. RESULTADOS.....</b>	<b>21</b>
<b>5. CONCLUSÃO.....</b>	<b>25</b>
<b>6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>26</b>

## 1. INTRODUÇÃO

O investimento em *Private Equity* e *Venture Capital* (PEVC) por instituições financeiras é um importante fenômeno econômico. Nos Estados Unidos 30% dos investimentos feitos em PEVC entre 1983 e 2009 foram feitos por um fundo ligado ao um grande banco (Fang, Ivashina & Lerner, 2012). No Brasil em 2004, fundos de investimentos ligados a bancos detinham 38% (R\$ 2,8 bilhões) do capital comprometido na nascente indústria de PEVC, em 2009 a participação foi reduzida para 16% (R\$ 5,8 bilhões) (De Carvalho et al., 2006; ABDI-GVcepe, 2011).

Apesar da importância dos bancos agindo como agente principal em investimentos de PEVC pouco se sabe sobre como os veículos de investimento são estruturado e quais são as vantagens e desvantagens da combinação entre bancos e investimentos em *equity*. Segundo Hellmann, Lindsey & Puri (2008) uma importante questão é entender como os veículos de investimento associados a bancos e organizações gestoras independentes se diferenciam. Neste trabalho exploramos as diferenças e o desempenho dos veículos de investimento filiados a bancos e veículos independentes.

Bancos deveriam se diferenciar das organizações gestoras independentes por atuar como investidores estratégicos ao procurar oportunidades que interajam com outras atividades. Segundo Hellmann, Lindsey & Puri (2008), nos Estados Unidos os bancos investem em empresas em estágios mais avançados de desenvolvimento e que tem potencialmente maior capacidade de adquirir financiamentos. Porém, uma das peculiaridades da economia brasileira é a indisponibilidade de crédito de longo prazo. Os bancos comerciais oferecem apenas crédito de curto prazo com prazos não superiores a um ano (Souza Sobrinho, 2003). A única fonte significativa de crédito de longo prazo é o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), que possui limites de financiamento e crédito direcionado para áreas como infraestrutura e exportação.

A literatura de PEVC identifica uma série de deveres do investidor que vai além do simples financiamento. Os investidores em PEVC devem trabalhar algumas características para adicionar valor à empresa como monitoramento, suporte e controle<sup>1</sup>. Este trabalho analisa as diferenças entre veículos de investimento em PEVC geridos por bancos e por organizações independentes e como estas diferenças podem afetar o retorno dos veículos pelo meio de uma base de dados única que engloba a população dos veículos de investimentos e suas características no ano de 2004. Pelo nosso conhecimento este é o primeiro trabalho a analisar

---

<sup>1</sup> Veja Gompers (1995), Gorman & Sahlman (1989), Hellmann & Puri (2000, 2002), Hochberg (2004), Hsu (2006), Kaplan & Stromberg (2004) e Lerner (1994).

os efeitos da participação de bancos no *PEVC* e o efeito no retorno dos veículos de investimento no Brasil. Este trabalho analisa a influência das características individuais dos gestores, investidores, empresas investidas e processos utilizados no ciclo de investimento sobre o sucesso dos investimentos de *PEVC*.

A literatura sobre *private equity* e *venture capital* no Brasil é ainda incipiente, em parte devido à escassez de dados. De Carvalho et al., (2006) foi o primeiro trabalho a apresentar dados sistemáticos sobre as principais características e práticas da indústria de *PEVC* no Brasil. Esse estudo contou com a participação de todas as 71 organizações gestoras com escritório no país. ABDI-GVcepe (2011) foi a segunda coleta sistemática, atualizando os dados de De Carvalho et al. (2006). Ribeiro e De Carvalho (2008), baseados em De Carvalho et al. (2006), exploram como a indústria de *PEVC* se adaptou ao Brasil e apresentam uma comparação com os EUA. As similaridades encontradas foram: indústria composta em sua maioria por organizações independentes; maioria do capital vinda de investidores institucionais; capital e investimentos concentrados regionalmente e informática como o setor mais investido. As principais diferenças apontadas foram investimentos concentrados em estágios mais avançados e poucos *leverage buyouts*. De Carvalho, Gallucci-Netto e Sampaio (2012) analisam a evolução recente do *PEVC* no Brasil e discutem como o ambiente macroeconômico pode ter afetado os investimentos no país. De Carvalho, Siqueira e Gallucci-Netto (2012) também baseados em De Carvalho et al. (2006) analisam como a existência de comitês formados por investidores em alguns veículos de investimento pode influenciar negativamente o sucesso dos investimentos.

A literatura sobre bancos investindo em *PEVC* é limitada e documenta o fenômeno apenas nos EUA e Europa. Bottazzi, Da Rin & Hellmann (2008) examinam como o capital humano e as características organizacionais dos veículos de investimento podem afetar a probabilidade de sucesso. A análise de Bottazzi et al. (2008) é feita através de uma base de dados coletada através de *survey* em 17 países europeus. O estudo contempla 119 organizações gestoras (15,8% da população), 503 *partners* e 1652 empresas investidas. Os autores encontram que as organizações gestoras independentes possuem maior grau de ativismo sobre os investimentos do que veículos ligados a bancos, governo e corporações. Bancos são menos ativos para ajudar a empresa investida a recrutar diretores.

Fang, Ivashina & Lerner (2012) investigam a combinação entre a atividade de *banking* e o investimento em *private equity*. Com uma base que compreende as transações de *PE* e informações sobre empréstimos entre bancos e empresas investidas por *PE* entre 1983 e 2009 os autores buscam entender se empresas investidas por bancos possuem melhores condições de

empréstimo. Estas empresas possuem melhores condições de financiamento, especialmente durante os picos do mercado de crédito, porém não possuem melhor performance do que os outros investimentos. Segundo os autores, bancos e organizações independentes investem de forma parecida em muitos aspectos como: indústria, características da negociação e processo de investimento. O envolvimento de bancos em *PE* aumenta significativamente as oportunidades de *cross-selling*.

Hellmann, Lindsey & Puri (2008) investigam os investimento dos bancos em *venture capital* e a possibilidade de um subsequente empréstimo. Por meio de uma base de todos os investimentos em *VC* nos EUA no período de 1980 a 2000 os autores encontram que os bancos possuem investimentos estratégicos em *VC* para posteriormente fornecer empréstimos. Se os bancos investem estrategicamente, então prover ações para adicionar valor não seja a sua prioridade.

A literatura sobre determinantes de sucesso em *PEVC* é breve e apenas exploratória: Sorensen (2007) analisa os determinantes de sucesso em *PEVC* nos Estados Unidos usando uma amostra de 1666 empresas investidas entre 1982 e 1995. A sua análise baseia-se em regressões probit sobre o sucesso de investimentos individuais. Esses podem ser sucesso (caso de saídas realizadas por *IPOs*) ou fracasso (caso contrário). Esse autor encontra que empresas investidas por organizações mais experientes têm maior chance de abrirem o capital quando comparadas às demais. Este efeito pode ser consequência de dois fatores: maior capacidade de gestores reputados em adicionar valor e ao fato de que estes gestores têm acesso a um fluxo privilegiado de oportunidade de investimentos. Sorensen (2007) também encontra que o desempenho está positivamente correlacionado com o tamanho do fundo e foco em estágios avançados (*late-stage*). No entanto, sua base de dados não inclui informação sobre os processos usados no ciclo de investimento.

Zarutskie (2008) investiga a importância das características de gestores de *PEVC* para o sucesso dos veículos de investimento (medido como a proporção de saídas realizadas na forma de *IPO* ou venda-estratégica<sup>2</sup>). Esse estudo baseia-se em uma amostra de 318 primeiros fundos de empresas gestoras formadas no período 1980-1998 nos Estados Unidos. Sua principal conclusão é que desempenho está correlacionado com a qualificação dos gestores. Qualificação baseada em tarefas (e.g., experiência prévia em gestão de *PEVC* e em gestão de empresas em estágios iniciais) e indústrias (e.g., consultoria em estratégia e gerenciamento e engenharia) apresenta correlação positiva, enquanto qualificação mais generalista (e.g.,

---

<sup>2</sup> Também referido como *trade-sale*.

gerentes com *MBA*s) apresenta correlação negativa. Essa autora também encontra que o desempenho do fundo está positivamente correlacionado ao montante do capital sob gerenciamento e negativamente correlacionado ao número de gerentes e foco em capital-mente. A única informação disponível sobre o ciclo de investimento neste trabalho é a intensidade do co-investimento a qual apresenta correlação positiva com o sucesso.

Schwienbacher (2005) examina os determinantes do sucesso (medido pela proporção de saídas por *IPO*s) usando uma amostra de 88 fundos americanos e europeus. Seus resultados quanto ao efeito do monitoramento são conflitantes (dependendo da *proxy* usada para monitoramento o efeito pode ser positivo ou negativo). O foco em estágios iniciais (*early-stage*) tem efeito negativo sobre a probabilidade de sucesso. No entanto, quando a análise foi feita usando venda estratégica como indicador de sucesso, nenhuma variável apresenta significância estatística.

Das, Jagannathan and Sarin (2003) baseiam sua análise em rodadas de financiamento. Os autores definem sucesso como desinvestimento por *IPO* ou por aquisição em um intervalo de três anos após a última rodada. A amostra deles consiste em 52.322 rodadas de financiamento nos Estados Unidos entre 1980 e 2000. Segundo os autores, a probabilidade de sucesso depende da indústria, estágio da empresa antes da rodada de financiamento e do sentimento de mercado. A análise não inclui variáveis relacionadas ao ciclo de investimento.

Uma das principais limitações dos estudos mencionados é o restrito número de variáveis de controle disponíveis. Geralmente há informação sobre o tamanho e foco do veículo, experiência e qualificação do gestor (Zarutskie, 2008) ou sobre alguns aspectos do processo de investimento (Schwienbacher, 2005). No entanto, nenhuma destas análises utiliza uma base de dados que combina simultaneamente informação sobre as características do veículo de investimento, os gestores do veículo, os investidores e como os investimentos são estruturados e geridos. De maneira distinta, este trabalho investiga os determinantes do sucesso em investimentos de *PEVC* usando uma base de dados única que reúne informações sobre as características individuais dos gestores, investidores e processos utilizados no ciclo de investimento.

A nossa análise baseia-se no desempenho de 66 veículos de investimentos no Brasil. A base de dados deste trabalho é constituída a partir de duas fontes: o Primeiro Censo Brasileiro de *Private Equity* e *Venture Capital* (De Carvalho et al., 2006) e o Segundo Censo Brasileiro de *Private Equity* e *Venture Capital* (ABDI-GVcepe, 2011). A primeira contém informações do período 1999-2004 de todas as organizações gestoras com escritório no Brasil (perfil dos gestores, investidores, empresas investidas e processos usados no ciclo de investimentos). A

segunda contém informações de todas as organizações gestoras no ano de 2010. Nossa medida de desempenho é o número de saídas realizadas por abertura de capital (*IPO*), venda estratégica (*trade sale*) ou venda para outro investidor (*secondary sale*).

Nosso trabalho apresenta evidências de que veículos de investimentos afiliados a instituições financeiras apresentam desempenho pior do que os outros fundos da amostra. Este resultado pode ser entendido através das diferenças na estrutura dos veículos de investimento, características dos gestores, estilo de gestão, investidores e remuneração. As diferenças mais marcantes entre bancos e organizações gestoras independentes estão caracterizadas nas variáveis de estruturação de investimento, onde bancos co-investem menos, possuem menor controle e maior número de comitês. Bancos possuem remuneração fixa menor. As variáveis que caracterizam o estilo de gestão também apresentam diferenças significativas. Apesar de em média os bancos possuírem menos investimentos e um gestor a menos, os gestores de bancos despendem apenas 8,69 horas por mês com a empresa investida enquanto gestores de veículos independentes despendem 38,64 horas por mês.

Esta dissertação está organizada da seguinte forma: a Seção 2 descreve a metodologia, dados e variáveis. A Seção 3 apresenta a metodologia. A Seção 4 discute os resultados seguida por uma breve conclusão.

## 2. DADOS E VARIÁVEIS

### 2.1 DADOS

Os dados vêm de duas fontes: o Primeiro Censo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital (De Carvalho et al.,2006) e Segundo Censo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital (ABDI-GVcepe, 2011). O Primeiro Censo contém informações sobre 97 veículos de investimento de PEVC constituídos até dezembro de 2004. Foram excluídos sete veículos de investimento do tipo PIPE (*Private Investment in Public Equity*) por se tratar de um estágio à parte de investimento de *private equity*, três veículos para os quais não havia informação sobre o capital comprometido e 21 veículos de investimento que não haviam realizado nenhuma saída entre 1999 e dezembro de 2009. Assim, a amostra final consiste de 66 veículos de investimento (68% do total de veículos). Os gestores dos fundos que compõem a amostra final eram responsáveis por US\$ 5,04 bilhões (90% do capital comprometido na indústria em dezembro de 2004). Os 66 veículos da amostra são administrados por 50 organizações gestoras diferentes e apenas 16 organizações possuíam mais de um fundo. Dentre os 66 fundos, 23 são administrados por 15 bancos diferentes e 38 veículos são administrados por 31 organizações independentes.

As informações sobre as saídas ocorridas até 2004 foram obtidas pelo Primeiro Censo. As saídas que ocorreram entre 2005 e 2009 foram identificadas por meio da comparação entre as empresas que constavam no portfólio dos gestores em dezembro de 2004 e as que ainda constavam dos portfólios em dezembro de 2009 (Segundo Censo). Quando necessário também recorreremos a informações presentes nas páginas da BMF&Bovespa para saídas por *IPO* ([www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br)), Comissão de Valores Mobiliários para informações sobre empresas estruturadas como Sociedades Anônimas ([www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)), jornais, revistas e *press releases*. Quando os desinvestimentos não foram identificados por uma dessas vias, recorreremos ao contato direto com o gestor.

## 2.2 VARIÁVEIS

A taxa interna de retorno é reconhecidamente a melhor medida para desempenho de veículos de *PEVC*. No entanto, dados sobre taxa de retorno de veículos frequentemente são tratados com confidencialidade pelos gestores. Alternativamente, a forma da saída dos investimentos individuais normalmente torna-se de conhecimento público, permitindo a construção de medidas de desempenho baseadas nas formas de saídas. Segundo Cumming e MacIntosh (2002), as formas mais freqüentes de saída são: 1) *abertura de capital (IPO)*: mecanismo normalmente utilizado para a realização de venda apenas parcial das ações do veículo com posterior venda das ações restantes ou distribuição das mesmas aos investidores do fundo; 2) *venda estratégica (trade sale)*: fusão ou aquisição da empresa investida por outra empresa com atividade semelhante (integração horizontal) ou complementar (integração vertical); 3) *venda para outro investidor (secondary sale)*: venda de parte ou totalidade da participação detida pelo veículo de *PEVC* para outro investidor<sup>3</sup> (normalmente outro fundo de *PEVC*); 4) *recompra pelo empreendedor (buyback)*: compra das ações dos investidores de *PEVC* pelos demais acionistas da empresa investida e 5) *liquidação total dos ativos (write-off/down)*: desconstituição da empresa investida e liquidação de todos seus ativos.

A saída por *IPO* geralmente é a mais bem sucedida. Segundo Gompers (1995) os desinvestimentos realizados por *IPO* possuem taxa anual de retorno em média de 60%, enquanto por meio de venda estratégica é de 15%. A possibilidade de realização de um *IPO* é determinada pelas condições do mercado acionário. Durante crises financeiras as saídas podem ser realizadas através de venda estratégica, pois algumas empresas mantêm a capacidade de realizar aquisições (Schwienbacher, 2002). A venda estratégica é uma alternativa com baixa exposição à volatilidade do mercado financeiro. Hochberg et al. (2007) e Sorensen (2007) encontram um coeficiente de correlação de 0,6 entre as medidas de desempenho baseadas na porcentagem de empresas do portfólio que saíram via abertura de capital ou venda estratégica e taxas internas de retorno dos veículos de investimento. A venda para outro investidor (*secondary sale*) indica que a empresa é viável, mas não atingiu um estado em que outro mecanismo de saída possa ser usado. Segundo Gompers e Lerner (1999), abertura de capital, venda estratégica e venda para outro investidor são os tipos de saída mais eficientes e lucrativos.

---

<sup>3</sup> Este mecanismo é comum quando o prazo do veículo de investimento expira, mas a empresa investida ainda não se encontra madura para um *IPO* ou venda estratégica.

Nossa base de dados contém variáveis caracterizando o veículo de investimento, investimentos, gestores, estilo de gestão e investidores. A seguir nós descrevemos cada variável e relacionamos com a performance do veículo:

Variáveis medindo o sucesso: Nossas três variáveis endógenas são: 1) *Número-de-sucessos*: o número de sucessos de um veículo; 2) *Proporção-de-sucessos*: a proporção de sucessos de um veículo; 3) *Sucesso*: variável binária indicando quando um desinvestimento individual foi realizado com sucesso.

Variáveis caracterizando o veículo: 1) *Tamanho*: logaritmo natural do capital comprometido expresso em milhões de dólares. Segundo Schwiendbacher (2005), quanto maior o volume de capital comprometido, maior a credibilidade dos gestores frente aos investidores e, com isso, maior a chance de bons desempenhos das empresas do portfólio. Além do mais, fundos com pouco capital, por não poderem participar de operações envolvendo alto comprometimento de capital, apresentam oportunidades de investimentos reduzidas; 2) *Investimentos*: o número de empresas investidas pelo veículo desde o início das suas atividades até dezembro de 2004 e 3) *Idade*: número de anos desde o lançamento do veículo, tendo por base dezembro de 2007.

Variáveis caracterizando a estruturação dos investimentos: 1) *Controle*: porcentagem das empresas investidas em que o gestor detém controle majoritário ou é minoritário com controle. Esta variável reflete a influência dos gestores de PEVC nas decisões das empresas do portfólio. Segundo De Carvalho et al. (2010) quanto maior for o poder das organizações de PEVC nas decisões, maior será as chances de sucesso dos empreendimentos; 2) *Co-investimento*: porcentagem dos investimentos realizados pelo veículo de investimento que apresentam co-investimento. Segundo Zarutskie (2008) a participação de mais de uma organização gestora melhora a seleção de empresas-alvo e aumenta a rede de contatos, aumentando as chances de sucesso; 3) *Late-Stage*: variável binária que assume o valor um quando o foco de atuação do veículo de investimento é em *late stage*, i.e., financiamento para aquisição (*acquisition finance*), tomada de controle pelos executivos (*management buyout/in*), capital pré-emissão (*bridge finance*) e recuperação empresarial (*turnaround*). Sorensen (2007) reporta que quando o investimento é feito em empresas em estágios mais avançados de desenvolvimento há maior probabilidade da saída ser realizada via *IPO* e 4) *Comitês de Investimento*: variável binária que assume valor um quando existe um comitê de investidores que regula alguma etapa do investimento. De Carvalho et al. (2012) encontram relação negativa entre a existência do comitê no veículo e desempenho.

Variáveis caracterizando os gestores: 1) *Organização estrangeira*: variável binária que assume valor um quando a organização gestora é de origem estrangeira. A reputação, experiência e rede social trazidas de outros países podem influenciar o sucesso dos investimentos dos gestores de PEVC; 2) *Experiência*: média de tempo (em anos) de experiência na indústria de PEVC da equipe de gestores da organização gestora, tendo dezembro de 2004 como referência. Sorensen (2007) e Zarutskie (2010) encontram relação positiva entre medidas de experiência dos gestores e desempenho do veículo; 3) *Instituição financeira*: Variável binária que assume valor um quando o veículo de investimento pertence a um banco comercial ou subsidiária de um banco.

Variáveis caracterizando o estilo de gestão: 1) *Contato*: número de horas por mês em média despendido em reuniões, excluindo reuniões de conselho de administração, e conversas telefônicas pela organização gestora com cada uma das empresas investidas; 2) *Assentos/investimentos*: razão entre o número de assentos nos conselhos de administração das empresas investidas e número de investimentos realizados e 3) *Assentos/gestores*: razão entre o número de assentos nos conselhos de administração das empresas investidas e número de gestores do veículo de investimento. Estas variáveis tanto podem estar correlacionadas com o monitoramento quanto com a adição de valor. Espera-se uma correlação positiva entre as variáveis *Contato* e *Assentos/investimentos* e o desempenho dos fundos. Contrariamente, a correlação esperada entre a variável *Assentos/gestores* e as medidas de sucesso é negativa, pois a participação em muitos conselhos pode diminuir a dedicação média do gestor a cada uma das empresas do portfólio.

Variáveis caracterizando os investidores: 1) *Capital Estrangeiro*: variável binária que assume valor um quando há a participação de investidores estrangeiros no veículo e 2) *Institucional*: variável binária que assume o valor um quando pelo menos um dos investidores do veículo de investimento é fundo de pensão. Estas duas variáveis procuram captar o efeito *smart money* em PEVC, segundo o qual alguns investidores com maior reputação ou experiência conseguem selecionar com mais eficiência os melhores gestores de PEVC (Lerner et al., 2007, Megginson & Weiss, 1991, Zheng, 1999).

A Tabela 4 apresenta o sumário estatístico das variáveis. A proporção de sucessos varia de zero a um com média de 0,56. O capital comprometido nos fundos de investimento em nossa amostra varia de US\$ 3 mi a US\$ 897 mi, com média de US\$ 109 mi e mediana de US\$ 37 mi. O número de investimentos por fundo varia de 1 a 57, com média de 10 e mediana de 7. A experiência das organizações gestoras varia de 3 a 25 anos. Em nossa amostra há gestores

que adquiriram o controle acionário em todos os investimentos e outros que nunca o fizeram. Na média, 34% dos investimentos feitos pelos gestores presentes na amostra foram feitos com aquisição do controle; 33% dos fundos fizeram co-investimentos com outros fundos; 80% dos fundos eram dedicados a *late-stages*; 28% dos fundos eram geridos por empresas de origem estrangeiras; 65% tiveram aporte de capital estrangeiro e 42% tiveram aporte de investidores institucionais. O número mínimo de horas em contato com empresas gestoras é baixíssimo: 0,66 horas por mês por investimento, mas o máximo chega a 266 horas por mês por investimento, a média é de 26,41 horas. A Tabela 8 apresenta a correlação entre as variáveis do estudo. Pode-se observar que em geral as correlações são baixas e apenas algumas delas apresentam significância estatística.

### 3. METODOLOGIA

O primeiro estudo procura entender as diferenças entre os veículos de investimento afiliados a instituições financeiras e os outros veículos de investimento através do teste de média entre as variáveis.

O segundo estudo deste trabalho tem a intenção de identificar se veículos de investimento afiliados a instituições financeiras possuem performance inferior aos outros veículos. Neste trabalho, usamos como indicador de sucesso o número de saídas realizadas por meio de abertura de capital (*IPO*), venda estratégica (*trade sale*) ou venda para outro investidor (*secondary sale*). As nossas variáveis endógenas são: 1) *Número-de-sucessos*, 2) *Proporção-de-sucessos* 3) *Sucesso*. No primeiro caso, a variável é de contagem. Assim, a regressão de Poisson é o método econométrico apropriado (Maddala, 1983). No segundo caso, a variável é contínua, mas limitada ao intervalo [0,1]. Portanto, o método econométrico apropriado é a regressão Tobit (Maddala, 1983). A última variável endógena, uma variável binária, utilizamos o probit. O modelo econométrico utilizado tem a seguinte forma:

$$SUCESSO_i = \beta_0 + \beta_1 VEÍCULO_i + \beta_2 INVESTIMENTOS_i + \beta_3 GESTOR_i + \beta_4 ESTILO\_DE\_GESTÃO_i + \beta_5 INVESTIDORES_i + \varepsilon_i$$

onde,

$SUCESSO_i$  é o indicador de sucesso do veículo  $i$  ;

$VEÍCULO_i$  é um vetor de variáveis caracterizando o veículo  $i$  ;

$INVESTIMENTOS_i$  é um vetor de características dos investimentos do veículo  $i$  ;

$GESTOR_i$  é um vetor de características relacionadas ao gestor do veículo  $i$

$ESTILO\_DE\_GESTÃO_i$  é um vetor de características de estilo de gestão e

$INVESTIDORES_i$  é um vetor de caracterizando os investidores do veículo.

Todas as regressões incluem como controle as variáveis que caracterizam os veículos de investimento. Quando as regressões foram estimadas para o número de sucessos e sucesso, incluímos também o quadrado do número de investimentos para capturar não linearidades. Todas as regressões foram estimadas usando erros robustos à heterocedasticidade pelo método de correção de White (1980).

#### 4. RESULTADOS

A Tabela 7 apresenta a diferença para os testes de diferença de média entre os veículos de investimento de bancos e de organizações independentes. Os veículos de investimento geridos por bancos possuem número de sucesso e proporção de sucessos menor que os veículos de organizações independentes, consistente Hellmann et al. (2008). Os veículos geridos por bancos tem proporção de sucessos 18% menor (diferença estatisticamente significativa a 10%) e 1,88 número de sucessos a menos com sucesso do que os veículos de gestores independentes (diferença estatisticamente significativa a 5%). Apesar dos veículos de bancos apresentarem capital comprometido 57% maior, eles fizeram um número menor de investimentos até 2004 (diferença de 4,72 investimentos, estatisticamente significativa a 5%). Apesar da idade dos veículos independentes ser 1 ano maior, a diferença não apresentou nível de significância maior que 10%.

Bancos e gestores independentes estruturam o investimento de forma diferente. Veículos geridos por bancos possuem mais comitês de investimento, possuem menor controle sobre os investimentos e co-investem menos (diferenças estatisticamente significativa a 10%), o investimento em *Late-Stage* possui diferença de apenas 0,02 e não tem significância estatística.

Para as variáveis que caracterizam os gestores não houve diferença estatisticamente significativa. É interessante notar que a porcentagem de veículos de bancos estrangeiros é 15% (34% dos veículos geridos por bancos) maior do que a porcentagem de veículos geridos por organizações gestoras independentes estrangeiras. Porém essa maior porcentagem de veículos com origem estrangeira não agrega aos veículos de bancos maior experiência da equipe gestora.

Para as variáveis que caracterizam o estilo de gestão, a grande diferença fica por conta do número de horas despendido em Contato da organização gestora com a empresa investida por mês. Os veículos de gestores independentes despendem quatro vezes mais horas do que os gestores de bancos com as empresas (diferença estatisticamente significativa a 1%). Esta diferença que pode ser parcialmente explicada pelo maior número de gestores (um a mais por veículo independente, diferença significativa a 1%). Os veículos de investimento de bancos possuem maior Assentos/investimentos e Assentos/gestores, porém as diferenças são pequenas (0,48 e 0,39, respectivamente).

Por último, os veículos de bancos são mais investidos por investidores institucionais (24% a mais, diferença significativa a 10%), porém possuem menos veículos investidos por

capital estrangeiro (13% de diferença) do que veículos geridos por organizações independentes.

As Tabelas 9, 10 e 11 mostram os resultados da nossa análise sobre os determinantes do sucesso em investimentos de *PEVC*. A Tabela 9 reporta a análise para a proporção de sucessos, a Tabela 10 para o número de sucessos e a Tabela 11 para a análise individual em cada investimento. A variável de maior interesse é Instituição Financeira que aparece em todos os modelos afetando negativamente todas as proxies de sucesso. Este resultado confirma Fang et al. (2008). A Tabela 12 apresenta os efeitos marginais para a variável banco para as três variáveis endógenas. A probabilidade de sucesso diminui entre 28% e 38% se o investimento em *PEVC* é feito por um veículo filiado a banco, para o número de sucessos o efeito marginal varia entre -0,88 e -1,31.

Inicialmente comentamos a importância das características dos fundos. Observamos a forte influência positiva do tamanho do fundo sobre o sucesso: quanto maior o capital comprometido maior a proporção de sucessos (Tabela 9), maior o número de sucessos (Tabela 10) e ao sucesso individual do investimento (Tabela 11). Este resultado confirma os estudos anteriores. A idade do veículo não se mostrou relevante nas análises sobre a proporção de sucessos e sobre a análise individual, consistentemente com Schwienbacher (2005), Sorensen (2006) e Zarutskie (2008).

O número de investimentos apresentou resultado dúbio. Na análise da proporção de sucessos apresenta sinal negativo e significativo<sup>4</sup> (Tabela 9), para a análise *probit* o resultado é quase sempre negativo, porém sem significância estatística (Tabela 11). No entanto, quando analisamos o número de sucessos, o seu efeito é bastante forte: o número de sucessos cresce com o número de investimentos, porém a uma taxa declinante, pois o sinal do quadrado do número de investimentos é negativo.<sup>5</sup>

A aquisição do controle por parte do gestor do fundo exerce efeito positivo e estatisticamente significativo sobre a proporção de sucessos. Esse resultado não é corroborado pela análise sobre o número de sucessos e na regressão *probit* que apesar de positivo não possui significância estatística.

O modo como os investimentos são estruturados também influencia o sucesso dos investimentos: tanto a proporção quanto o número de sucessos e a análise individual cresce

---

<sup>4</sup> Também incluímos o quadrado do número de investimentos nas regressões da proporção de sucessos, ainda assim, esta variável não apresentou qualquer significância estatística.

<sup>5</sup> Zarutskie (2008) e Schwienbacher (2005) fazem análise sobre a proporção de sucessos. Sorensen (2006) faz a análise sobre o sucesso individual de cada investimento (análise *probit*). Nenhum desses autores estuda o efeito do número de investimentos.

com o co-investimento: nas três análises o sinal é positivo e estatisticamente significativo em várias regressões. Este resultado confirma o observado por Zarutskie (2008).

Investimentos em *late-stage* apresentam resultados inconclusivos, pois em nenhuma análise a variável possui significância. Zarutskie (2008) e Schwienbacher (2005) encontraram relação positiva entre sucesso e *late-stage*.

A variável comitê possui resultado sempre negativo nas três especificações, porém é significativa para a proporção de sucessos e para o *probit*, confirmando De Carvalho et al. (2012).

As características dos gestores também influenciam o sucesso: fundos geridos por organizações estrangeiras apresentam maior proporção, números de sucesso. O que sugere, de acordo com De Carvalho et al.(2010), que a experiência trazida de outros países onde a indústria está mais desenvolvida pode ser relevante. Alternativamente, pode-se argumentar que gestores com afiliação têm uma maior rede de contatos e que isto influencia as chances de sucesso. Esta última interpretação também é consistente com a influência do co-investimento sobre o sucesso. A experiência dos gestores apresentou efeito positivo e estatisticamente significativo para todos os métodos utilizados, confirmando o resultado de Zarutskie (2008).

Os diferentes estilos de gestão das empresas investidas afetam o sucesso dos investimentos. Quanto maior o número de assentos em conselhos de administração por investimentos o sinal é positivo e significativo para a análise individual e para a proporção de sucessos e negativo e estatisticamente significativo para o número de sucessos. Apesar do número de assentos em conselhos de administração por gestor ser quase sempre negativo, ele não apresenta significância estatística em nenhuma análise. A intensidade do contato entre gestores e empresas investidas tem sinal positivo e significativo em todas as especificações, o que sugere que a participação no dia-a-dia da empresa investida pelo gestor agrega valor e aumenta as chances de sucesso.

Por fim, nossos resultados indicaram efeito positivo e significativo para a análise individual de saídas (Tabela 11) para investidores institucionais confirmando a existência de maior probabilidade de retorno ao investidor quando existe algum investidor institucional no fundo; sinal negativo e significativo para a participação de capital estrangeiro no fundo. Os resultados não possuem significância estatística tanto para o número e proporção de sucessos, porém os sinais são mantidos.

No geral os nossos resultados indicam que as análises do número de sucessos, da proporção de sucessos e sobre a análise *probit* apresentam resultados similares. No entanto, algumas discrepâncias foram observadas (para número de investimento e foco de atuação do

fundo em empresas em *late-stage*). O sucesso dos investimentos depende das características dos fundos, dos gestores, de como os investimentos são estruturados, do estilo de gestão e dos investidores.

## 5. CONCLUSÃO

Este trabalho utiliza uma base de dados única, com informações sobre a população de veículos de investimento em *private equity* e *venture capital* no Brasil para examinar como os bancos se diferenciam das organizações gestoras independentes e como essas diferenças podem afetar o desempenho do veículo.

Veículos de investimento ligados a bancos possuem desempenho pior do que veículos de organizações gestoras independentes, consistente com a evidência norte americana de Hellmann et al. (2008).

As maiores diferenças entre bancos e organizações gestoras independentes estão caracterizadas nas variáveis de estruturação de investimento, onde bancos co-investem menos, possuem menor controle e possuem maior número de comitês. Bancos possuem remuneração fixa menor. As variáveis que caracterizam o estilo de gestão também apresentam diferenças significativas. Apesar de na média os bancos possuírem menos investimentos e um gestor a menos, os gestores de bancos despendem apenas 8,69 horas por mês com a empresa investida enquanto gestores de veículos independentes despendem 38,64 horas por mês. Esta evidência reforça Bottazzi et al. (2008) onde os bancos possuem menor nível de ativismo junto a empresa investida.

## 6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABDI – Associação Brasileira de Desenvolvimento Industrial. *A Indústria de Private Equity e Venture Capital: Segundo Censo Brasileiro*. Brasília: ABDI. 2011.
- BOTTAZZI, Laura; Da RIN, Marco; HELLMANN, Thomas. Who are the active investors? Evidence from venture capital, *Journal of Financial Economics*, v.3, n.89, p.488-512,2008.
- CHECA, Gonzalo; LEME, Ernesto; SCHREIER, Cláudio. The *Venture capital and Private equity Industry in Brazil*. *Journal of Private equity*, v.4, n.4, p.46-67, Fall 2001.
- COCHRANE, John. The Risk and Return of *Venture capital*. *Journal of Financial Economics*, v.75, p.3-52, 2005.
- CUMMING, Douglas J.; MACINTOSH, Jeffrey G. *A Law and Finance Analysis of Venture capital Exits in Emerging Markets*. University of Alberta, 2002.
- DAS, Sanjiv; JAGANNATHAN, Murali; SARIN, Atulya. *Private equity Returns: An Empirical Examination of the Exit of Venture-Backed Companies*. *Journal of Investment Management*, v. 1, n. 1, p. 1-26, 2003.
- De CARVALHO, Antonio G.; RIBEIRO, Leonardo L.; FURTADO, Cláudio V. *A Indústria de Private equity e Venture capital: Primeiro Censo Brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2006.
- De CARVALHO, Antonio G.; SIQUEIRA, Eduardo; GALLUCCI-NETTO, Humberto. Are Investors Committees in Private Equity and Venture Capital a Good Idea? Working paper, Fundação Getulio Vargas. 2011.
- De CARVALHO, Antonio G.; GALLUCCI-NETTO, Humberto; SAMPAIO, Joelson O. Private Equity and Venture Capital in Brazil: an Analysis of Recent Evolution. Working paper, Fundação Getulio Vargas. 2011.
- FANG, Lily; IVASHINA, Victoria; LERNER, Josh. Unstable Equity? Combining Banking with Private Equity Investing. Working Paper. Disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1571921](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1571921)
- GOMPERS, Paul A. Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of *Venture capital*. *The Journal of Finance*, v.50, n.5, p.1461-1489, Dez. 1995.
- GOMPERS, Paul.; LERNER, Josh. *The Venture capital Cycle*. Cambridge: The MIT Press, 1999.
- GORMAN, Michel; SAHLMAN, William A. What Do *Venture capitalists* Do? *Journal of Business Venturing*, v.4, n.4, p.231-248, Jul. 1989.
- GREENE, William H. *Econometric Analysis*. New Jersey: Prentice-Hall Inc., 5ª ed. Upper Saddle River, 2003.

- HELLMANN, Thomas; PURI, Manju. The interaction between product market and financing strategy: the role of venture capital. *The Review of Financial Studies*, v.13, p.959-984, 2000.
- HELLMANN, Thomas; PURI, Manju. *Venture capital* and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence. *Journal of Finance*, v.57, n.1, p.169-197, Fev. 2002.
- HELLMANN, Thomas; LINDSEY, Laura; PURI, Manju. Building Relationships Early: Banks in Venture Capital. *The Review of Financial Studies*, v.21, n.2, p.513-541, 2008.
- HOCHBERG, Yael. Venture Capital and corporate governance in the newly public firm. *Working Paper*, 2007.
- HOCHBERG, Yael; LJUNGQVIST, Alexander; LU, Yang. Whom You Know Matters: *Venture capital*. *Journal of Finance*, v.62, n.1, p.251-301, 2007.
- HSU, D. Venture capitalists and cooperative start-up commercialization strategy. *Management Science*, v.52, p.204-219, 2006.
- KAPLAN, Steven; SCHOAR Antoinette. *Private equity* Performance: Returns, Persistence and Capital Flows. *Journal of Finance*, v.60, n.4, p.1791-1823, Ago. 2005.
- KAPLAN, Steven; STROMBERG, P. Financial contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts . *Review of Economic Studies*, v.70, p.281-315, 2003.
- LERNER, Josh. Venture capitalists and the decision to go public. *Journal of Financial Economics*, v.35, p.293-316, 1994.
- RIBEIRO, Leonardo L.; CARVALHO Antonio G.; FURTADO, Claudio V. *Private equity and Venture capital in an Emerging Economy: Evidence from Brazil*. São Paulo, 2006. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=912523>. Acesso em 13.04.2007.
- SCHWIENBACHER, Armin, *An Empirical Analysis of Venture capital Exits in Europe and the United States*. Abr. 2002. EFA 2002 Berlin Meetings Discussion Paper. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=302001> or DOI: 10.2139/ssrn.302001. Acesso em 22.05.2007.
- SORENSEN, Morten. How Smart is Smart Money? Two-Sided Matching Model of *Venture capital*. *Journal of Finance*, p. No Prelo, 2007.
- WHITE, Halbert. A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix and a Direct Test for Heteroskedasticity. *Econometrica*, v.48, p.817-838, 1980.
- WOOLDRIDGE, Jeffrey M. *Introductory Econometrics: A Modern Approach*. 2ª ed. Editora Thomson South-Western. 2003.

ZARUTSKIE, Rebecca. *Do Venture capitalists Affect Investment Performance? Evidence From Firstime Funds*. Janeiro, 2007. AFA 2007 Chicago Meeting. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=870501>. Acesso em: 30.03.2007.

**Tabela 1**  
**Organizações Gestoras**

Afiliação	2004			2009		
	Número de Organizações Gestoras	Capital Comprometido	%	Número de Organizações Gestoras	Capital Comprometido	%
<b>Organização independente</b>	45	3,0	54%	116	29,0	80%
<b>Instituição financeira</b>	20	2,1	38%	16	5,8	16%
<i>Corporate Ventures</i>	4	0,3	5%	2	0,3	1%
<b>Governo</b>	2	0,2	4%	2	1,0	3%
<b>Total</b>	71	5.6	100%	136	36.1	100%

Fonte: De Carvalho (2006); ABDI-GVcepe (2011).

**Tabela 2****Investimentos e saídas por afiliação**

Um desinvestimento é considerado sucesso quando é realizado por: abertura de capital (*IPO*), venda estratégica (*trade sale*) ou venda para outro investidor (*secondary sale*).

<b>Afiliação</b>	<b>Número de Veículos</b>	<b>Número de veículos que realizaram saída</b>	<b>Número de investimentos até dez/2004</b>	<b>Número de desinvestimentos até dez/2009</b>	<b>Número de desinvestimentos com sucesso</b>
<b>Instituição financeira</b>	31	23 (74%)	183	83 (45% dos investimentos)	38(45% das saídas)
<b>Organização independente</b>	56	38 (67%)	564	226 (40%)	134(59%)
<b>Outros</b>	5	5 (100%)	85	49 (57%)	25(51%)
<b>Total</b>	92	66 (72%)	832	358 (43%)	197(55%)

**Tabela 3**  
**Definição das Variáveis**

<b>Número-de-sucessos</b>	Número de saídas realizadas por meio de <i>IPO</i> , venda estratégica ( <i>trade sale</i> ) ou venda para outro investidor ( <i>secondary sale</i> ).
<b>Proporção-de-sucessos</b>	Número de sucessos dividido pelo número de saídas.
<b>Sucesso-investimento</b>	Variável binária para cada desinvestimento, onde é considerado 1 para sucesso e 0 para insucesso.
<b>Tamanho</b>	Logaritmo natural do capital comprometido no veículo expresso em US\$ milhões.
<b>Investimentos</b>	Número de empresas investidas pelo veículo até dezembro de 2004.
<b>Idade</b>	Número de anos desde o início do lançamento do veículo de investimento até dezembro de 2004.
<b>Controle</b>	Porcentagem das empresas investidas pelo veículo em que o gestor detém a maioria das ações ou é minoritário com controle.
<b>Co-investimento</b>	Porcentagem dos investimentos realizados pelo veículo de investimento que apresentam co-investimento por outros veículos de <i>PEVC</i> .
<b>Late-stage</b>	Variável binária que assume o valor um quando o foco de atuação do veículo de investimento é em <i>late-stage: acquisition finance, management buyout/in, bridge finance</i> ou <i>turnaround</i> .
<b>Comitê</b>	Variável binária que assume valor um quando existe comitê de investimento com participação de investidores.
<b>Organização estrangeira</b>	Variável binária que assume valor um quando a organização gestora é de origem estrangeira.
<b>Experiência</b>	Média de tempo (em anos) de experiência na indústria de <i>PEVC</i> da equipe de gestores da organização gestora, tendo dezembro de 2004 como referências.
<b>Instituição financeira</b>	Variável binária que assume valor um quando o veículo de investimento é afiliado a uma instituição financeira.
<b>Remuneração fixa</b>	Remuneração fixa dos gestores em US\$ mil.
<b>Remuneração variável</b>	Remuneração variável dos gestores em US\$ mil.
<b>Número de gestores</b>	Número de gestores do veículo de investimento.
<b>Assentos/investimentos</b>	Razão entre o número de assentos nos conselhos de administração das empresas investidas e número de investimentos realizados.
<b>Assentos/gestores</b>	Razão entre o número de assentos nos conselhos de administração das empresas investidas e número de gestores do veículo de investimento.
<b>Contato</b>	Número de horas por mês em média despendido em reuniões (excluindo reuniões de conselho de administração) e conversas telefônicas pela organização gestora com cada uma das empresas investidas.
<b>Capital estrangeiro</b>	Variável binária que assume valor um quando há a participação de investidores estrangeiros no veículo de investimento.
<b>Institucional</b>	Variável binária que assume o valor um quando pelo menos um dos investidores do veículo de investimento é investidor institucional.

Tabela 4

## Sumário Estatístico das Variáveis

Estatística descritiva das principais variáveis dos 23 veículos de investimento de instituições financeiras. *Número de sucessos*: número de saídas realizadas por meio de *IPO*, venda estratégica (*trade sale*) ou venda para outro investidor (*secondary sale*). *Proporção de sucessos*: número de sucessos dividido pelo número de saídas. *Sucesso-investimento*: variável binária para cada desinvestimento, onde é considerado 1 para sucesso e 0 para insucesso. *Tamanho*: logaritmo natural do capital comprometido no veículo expresso em US\$ milhões. *Investimentos*: número de empresas investidas pelo veículo até dezembro de 2004. *Recursos próprios*: variável binária que assume valor um quando o veículo de investimento possui capital de gestores ou da *holding*. *Idade*: número de anos desde o início do lançamento do veículo de investimento até dezembro de 2004. *Controle*: porcentagem das empresas investidas pelo veículo em que o gestor detém a maioria das ações ou é minoritário com controle. *Co-investimento*: porcentagem dos investimentos realizados pelo veículo de investimento que apresentam co-investimento por outros veículos de *PEVC*. *Late-stage*: variável binária que assume o valor um quando o foco de atuação do veículo de investimento é em *late-stage: acquisition finance, management buyout/in, bridge finance* ou *turnaround*. *Comitê*: variável binária que assume valor um quando existe comitê de investimento com participação de investidores. *Organização estrangeira*: variável binária que assume valor um quando a organização gestora é de origem estrangeira. *Experiência*: variável binária de tempo (em anos) de experiência na indústria de *PEVC* da equipe de gestores da organização gestora, tendo dezembro de 2004 como referências. *Instituição financeira*: variável binária que assume valor um quando o veículo de investimento é afiliado a uma instituição financeira. *Remuneração fixa*: remuneração fixa dos gestores em US\$ mil. *Número de gestores*: número de gestores do veículo de investimento. *Assentos/investimentos*: razão entre o número de assentos nos conselhos de administração das empresas investidas e número de investimentos realizados. *Assentos/gestores*: razão entre o número de assentos nos conselhos de administração das empresas investidas e número de gestores do veículo de investimento. *Contato*: número de horas por mês em média despendido em reuniões (excluindo reuniões de conselho de administração) e conversas telefônicas pela organização gestora com cada uma das empresas investidas. *Capital estrangeiro*: Variável binária que assume valor um quando há a participação de investidores estrangeiros no veículo de investimento. *Institucional*: Variável binária que assume o valor um quando pelo menos um dos investidores do veículo de investimento é investidor institucional. A amostra consiste em 66 veículos de investimento de *PEVC* no Brasil que realizaram algum desinvestimento até dezembro de 2009. As variáveis *Contato*, *Remuneração fixa*, possuem um número de observações de 63 e 52 respectivamente.

Variável	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<b>Número-de-sucessos</b>	2,90	2,00	3,71	0,00	20,00
<b>Proporção-de-sucessos</b>	0,56	0,63	0,39	0,00	1,00
<b>Capital Comprometido</b>	109,03	37,0	188,14	3,00	897,00
<b>Investimentos</b>	10,07	7,00	9,92	1,00	57
<b>Idade</b>	5,73	4,88	4,30	0,08	23,01
<b>Comitês</b>	0,56	-	-	-	-
<b>Controle</b>	0,34	-	-	-	-
<b>Co-investimento</b>	0,33	0,11	0,40	0,00	1,00
<b>Late-stage</b>	0,80	-	-	-	-
<b>Organização estrangeira</b>	0,28	-	-	-	-
<b>Experiência</b>	10,06	8,50	5,22	3	25
<b>Remuneração fixa</b>	192,63	125,00	133,00	75,00	500,00
<b>Remuneração variável</b>	69,40	75,00	31,58	20,00	100,00
<b>Número de gestores</b>	3,53	3,00	1,81	1,00	8,00
<b>Assentos/Investimentos</b>	0,99	0,85	0,78	0,00	4,66
<b>Assentos/Gestores</b>	2,39	2,25	1,52	0,00	5,00
<b>Contato</b>	26,41	8,00	54,25	0,66	266
<b>Capital estrangeiro</b>	0,65	-	-	-	-
<b>Institucional</b>	0,42	-	-	-	-

Tabela 5

## Sumário Estatístico das Variáveis – Instituições Financeiras

Estatística descritiva das principais variáveis dos 23 veículos de investimento de instituições financeiras. *Número de sucessos*: número de saídas realizadas por meio de IPO, venda estratégica (*trade sale*) ou venda para outro investidor (*secondary sale*). *Proporção de sucessos*: número de sucessos dividido pelo número de saídas. *Sucesso-investimento*: variável binária para cada desinvestimento, onde é considerado 1 para sucesso e 0 para insucesso. *Tamanho*: logaritmo natural do capital comprometido no veículo expresso em US\$ milhões. *Investimentos*: número de empresas investidas pelo veículo até dezembro de 2004. *Recursos próprios*: variável binária que assume valor um quando o veículo de investimento possui capital de gestores ou da *holding*. *Idade*: número de anos desde o início do lançamento do veículo de investimento até dezembro de 2004. *Controle*: porcentagem das empresas investidas pelo veículo em que o gestor detém a maioria das ações ou é minoritário com controle. *Co-investimento*: porcentagem dos investimentos realizados pelo veículo de investimento que apresentam co-investimento por outros veículos de PEVC. *Late-stage*: variável binária que assume o valor um quando o foco de atuação do veículo de investimento é em *late-stage*: *acquisition finance*, *management buyout/in*, *bridge finance* ou *turnaround*. *Comitê*: variável binária que assume valor um quando existe comitê de investimento com participação de investidores. *Organização estrangeira*: variável binária que assume valor um quando a organização gestora é de origem estrangeira. *Experiência*: média de tempo (em anos) de experiência na indústria de PEVC da equipe de gestores da organização gestora, tendo dezembro de 2004 como referências. *Instituição financeira*: variável binária que assume valor um quando o veículo de investimento é afiliado a uma instituição financeira. *Remuneração fixa*: remuneração fixa dos gestores em US\$ mil. *Número de gestores*: número de gestores do veículo de investimento. *Assentos/investimentos*: razão entre o número de assentos nos conselhos de administração das empresas investidas e número de investimentos realizados. *Assentos/gestores*: razão entre o número de assentos nos conselhos de administração das empresas investidas e número de gestores do veículo de investimento. *Contato*: número de horas por mês em média despendido em reuniões (excluindo reuniões de conselho de administração) e conversas telefônicas pela organização gestora com cada uma das empresas investidas. *Capital estrangeiro*: Variável binária que assume valor um quando há a participação de investidores estrangeiros no veículo de investimento. *Institucional*: Variável binária que assume o valor um quando pelo menos um dos investidores do veículo de investimento é investidor institucional. A amostra consiste em 66 veículos de investimento de PEVC no Brasil que realizaram algum desinvestimento até dezembro de 2009. As variáveis *Contato*, *Remuneração fixa*, possuem um número de observações de 22 e 18 respectivamente.

Variável	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Número-de-sucessos	1,65	1,00	1,94	0,00	9,00
Proporção-de-sucessos	0,46	0,50	0,38		
Capital Comprometido	126,88	33,00	227,37	4,00	750,00
Investimentos	6,57	5,00	4,03	1,00	13,00
Idade	4,58	4,00	2,97	0,08	10,01
Comitês	0,74	1,00	0,45		
Controle	0,22	0,00	0,39		
Co-investimento	0,23	0,00	0,39		
Late-stage	0,53	0,60	0,41		
Organização estrangeira	0,39	0,00	0,50		
Experiência	6,29	5,00	4,79	0,00	14,50
Remuneração fixa	154,17	125,00	107,87	75,00	500,00
Remuneração variável	71,18	75,00	31,70	20,00	100,00
Número de gestores	2,91	3,00	1,08	1,00	4,00
Assentos/Investimentos	2,67	2,75	1,82	0,00	5,00
Assentos/Gestores	1,26	1,00	1,04	0,00	4,67
Contato	8,69	4,42	8,26	0,67	36,00
Capital estrangeiro	0,61	1,00	0,50		
Institucional	0,61	1,00	0,50		

Tabela 6

## Sumário Estatístico das Variáveis – Independentes

Estatística descritiva das principais variáveis dos 38 veículos de investimento que não são de instituições financeiras. *Número de sucessos*: número de saídas realizadas por meio de *IPO*, venda estratégica (*trade sale*) ou venda para outro investidor (*secondary sale*). *Proporção de sucessos*: número de sucessos dividido pelo número de saídas. *Sucesso-investimento*: variável binária para cada desinvestimento, onde é considerado 1 para sucesso e 0 para insucesso. *Tamanho*: logaritmo natural do capital comprometido no veículo expresso em US\$ milhões. *Investimentos*: número de empresas investidas pelo veículo até dezembro de 2004. *Recursos próprios*: variável binária que assume valor um quando o veículo de investimento possui capital de gestores ou da *holding*. *Idade*: número de anos desde o início do lançamento do veículo de investimento até dezembro de 2004. *Controle*: porcentagem das empresas investidas pelo veículo em que o gestor detém a maioria das ações ou é minoritário com controle. *Co-investimento*: porcentagem dos investimentos realizados pelo veículo de investimento que apresentam co-investimento por outros veículos de *PEVC*. *Late-stage*: variável binária que assume o valor um quando o foco de atuação do veículo de investimento é em *late-stage: acquisition finance, management buyout/in, bridge finance* ou *turnaround*. *Comitê*: variável binária que assume valor um quando existe comitê de investimento com participação de investidores. *Organização estrangeira*: variável binária que assume valor um quando a organização gestora é de origem estrangeira. *Experiência*: média de tempo (em anos) de experiência na indústria de *PEVC* da equipe de gestores da organização gestora, tendo dezembro de 2004 como referências. *Instituição financeira*: variável binária que assume valor um quando o veículo de investimento é afiliado a uma instituição financeira. *Remuneração fixa*: remuneração fixa dos gestores em US\$ mil. *Número de gestores*: número de gestores do veículo de investimento. *Assentos/investimentos*: razão entre o número de assentos nos conselhos de administração das empresas investidas e número de investimentos realizados. *Assentos/gestores*: razão entre o número de assentos nos conselhos de administração das empresas investidas e número de gestores do veículo de investimento. *Contato*: número de horas por mês em média despendido em reuniões (excluindo reuniões de conselho de administração) e conversas telefônicas pela organização gestora com cada uma das empresas investidas. *Capital estrangeiro*: Variável binária que assume valor um quando há a participação de investidores estrangeiros no veículo de investimento. *Institucional*: Variável binária que assume o valor um quando pelo menos um dos investidores do veículo de investimento é investidor institucional. A amostra consiste em 66 veículos de investimento de *PEVC* no Brasil que realizaram algum desinvestimento até dezembro de 2009. As variáveis *Contato*, *Remuneração fixa*, possuem um número de observações de 37 e 31 respectivamente.

Variável	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<b>Número-de-sucessos</b>	3,53	3,94	2,00	0,00	20,00
<b>Proporção-de-sucessos</b>	0,64	0,35	0,73		
<b>Capital Comprometido</b>	80,72	112,21	38,75	3,00	562,40
<b>Investimentos</b>	11,29	9,65	7,00	1,00	33,00
<b>Idade</b>	5,66	3,16	5,09	0,16	16,34
<b>Comitês</b>	0,53	0,51	1,00		
<b>Controle</b>	0,42	0,44	0,25		
<b>Co-investimento</b>	0,41	0,40	0,35		
<b>Late-stage</b>	0,55	0,39	0,55		
<b>Organização estrangeira</b>	0,24	0,43	0,00		
<b>Experiência</b>	7,18	4,58	6,63	0,00	19,25
<b>Remuneração fixa</b>	228,23	144,88	225,00	75,00	500,00
<b>Remuneração variável</b>	67,29	32,47	65,00	20,00	100,00
<b>Número de gestores</b>	3,95	1,94	4,00	1,00	8,00
<b>Assentos/Investimentos</b>	2,19	1,30	2,25	0,00	5,00
<b>Assentos/Gestores</b>	0,87	0,58	0,60	0,00	2,25
<b>Contato</b>	38,64	68,21	10,00	2,25	266,00
<b>Capital estrangeiro</b>	0,74	0,45	1,00		
<b>Institucional</b>	0,37	0,49	0,00		

Tabela 7

**Diferença de Média entre as Variáveis – Instituições Financeiras x Independentes**

Teste t de Student para diferença de média para as principais variáveis divididas entre veículos de investimento pertencentes a instituições financeiras e não pertencentes a instituições financeiras. Os testes foram realizados para diferença bi-caudal considerando variância diferente entre as subamostras. *Número de sucessos*: número de saídas realizadas por meio de IPO, venda estratégica (*trade sale*) ou venda para outro investidor (*secondary sale*). *Proporção de sucessos*: número de sucessos dividido pelo número de saídas. *Sucesso-investimento*: variável binária para cada desinvestimento, onde é considerado 1 para sucesso e 0 para insucesso. *Tamanho*: logaritmo natural do capital comprometido no veículo expresso em US\$ milhões. *Investimentos*: número de empresas investidas pelo veículo até dezembro de 2004. *Recursos próprios*: variável binária que assume valor um quando o veículo de investimento possui capital de gestores ou da *holding*. *Idade*: número de anos desde o início do lançamento do veículo de investimento até dezembro de 2004. *Controle*: porcentagem das empresas investidas pelo veículo em que o gestor detém a maioria das ações ou é minoritário com controle. *Co-investimento*: porcentagem dos investimentos realizados pelo veículo de investimento que apresentam co-investimento por outros veículos de PEVC. *Late-stage*: variável binária que assume o valor um quando o foco de atuação do veículo de investimento é em *late-stage*: *acquisition finance*, *management buyout/in*, *bridge finance* ou *turnaround*. *Comitê*: variável binária que assume valor um quando existe comitê de investimento com participação de investidores. *Organização estrangeira*: variável binária que assume valor um quando a organização gestora é de origem estrangeira. *Experiência*: média de tempo (em anos) de experiência na indústria de PEVC da equipe de gestores da organização gestora, tendo dezembro de 2004 como referências. *Instituição financeira*: variável binária que assume valor um quando o veículo de investimento é afiliado a uma instituição financeira. *Remuneração fixa*: remuneração fixa dos gestores em US\$ mil. *Número de gestores*: número de gestores do veículo de investimento. *Assentos/investimentos*: razão entre o número de assentos nos conselhos de administração das empresas investidas e número de investimentos realizados. *Assentos/gestores*: razão entre o número de assentos nos conselhos de administração das empresas investidas e número de gestores do veículo de investimento. *Contato*: número de horas por mês em média despendido em reuniões (excluindo reuniões de conselho de administração) e conversas telefônicas pela organização gestora com cada uma das empresas investidas. *Capital estrangeiro*: Variável binária que assume valor um quando há a participação de investidores estrangeiros no veículo de investimento. *Institucional*: Variável binária que assume o valor um quando pelo menos um dos investidores do veículo de investimento é investidor institucional. A amostra consiste em 66 veículos de investimento de PEVC no Brasil que realizaram algum desinvestimento até dezembro de 2009, onde 23 são afiliadas a instituições financeiras e 38 não afiliadas a instituições financeiras.

Variável	Média Instituição Financeira	Média Independentes	Diferença (Inst. Fin. – Indep.)	Significância (Estatística t)
<b>Número-de-sucessos</b>	1,65	3,53	-1,88	<b>0,01(2,47)**</b>
<b>Proporção-de-sucessos</b>	0,46	0,64	-0,18	<b>0,07(1,84)*</b>
<b>Capital Comprometido</b>	126,88	80,72	46,16	0,37(0,90)
<b>Investimentos</b>	6,57	11,29	-4,72	<b>0,01(2,65)**</b>
<b>Idade</b>	4,58	5,66	-1,08	0,18(1,34)
<b>Comitês</b>	0,74	0,53	0,21	<b>0,09(1,70)*</b>
<b>Controle</b>	0,22	0,42	-0,2	<b>0,07(1,83)*</b>
<b>Co-investimento</b>	0,23	0,41	-0,18	<b>0,09(1,72)*</b>
<i>Late-stage</i>	0,53	0,55	-0,02	0,83(0,20)
<b>Organização estrangeira</b>	0,39	0,24	0,15	0,22(1,23)
<b>Experiência</b>	6,29	7,18	-0,89	0,47(0,72)
<b>Remuneração fixa</b>	154,17	228,23	-74,06	<b>0,04(2,03)**</b>
<b>Remuneração variável</b>	71,18	67,29	3,89	0,70(0,38)
<b>Número de gestores</b>	2,91	3,95	-1,04	<b>0,00(2,66)***</b>
<b>Assentos/Investimentos</b>	2,67	2,19	0,48	0,10(1,65)
<b>Assentos/Gestores</b>	1,26	0,87	0,39	0,27(1,11)
<b>Contato</b>	8,69	38,64	-29,95	<b>0,01(2,63)**</b>
<b>Capital estrangeiro</b>	0,61	0,74	-0,13	0,31(1,01)
<b>Institucional</b>	0,61	0,37	0,24	<b>0,07(1,83)*</b>

**Tabela 8**  
**Matriz de Correlação das Variáveis**

	Tamanho	Investimentos	Idade	Instituição financeira	Controle	Co-investimento	Late-stage	Comitês	Organização estrangeira	Experiência	Contato
<b>Investimentos</b>	0,02	1,00									
<b>Idade</b>	0,08	<b>0,29**</b>	1,00								
<b>Instituição financeira</b>	-0,03	<b>-0,26**</b>	-0,19	1,00							
<b>Controle</b>	0,13	-0,12	-0,11	<b>-0,21*</b>	1,00						
<b>Co-investimento</b>	0,02	-0,07	0,11	-0,19	-0,08	1,00					
<b>Late-stage</b>	-0,05	-0,05	0,16	-0,03	<b>-0,29**</b>	0,13	1,00				
<b>Comitês</b>	-0,15	-0,06	<b>-0,25**</b>	<b>0,26**</b>	-0,09	0,08	0,11	1,00			
<b>Organização estrangeira</b>	0,07	<b>-0,26**</b>	0,01	0,16	<b>-0,22*</b>	<b>0,50***</b>	<b>0,23*</b>	-0,11	1,00		
<b>Experiência</b>	0,11	<b>0,39***</b>	<b>0,40***</b>	-0,10	0,05	-0,16	0,09	-0,13	-0,11	1,00	
<b>Contato</b>	0,14	-0,12	0,06	<b>-0,24*</b>	<b>0,26**</b>	-0,02	0,00	0,04	-0,19	0,01	1,00
<b>Assentos / Investimentos</b>	-0,05	<b>0,42***</b>	0,12	0,13	-0,18	-0,18	-0,08	0,08	-0,17	0,05	<b>-0,38**</b>
<b>Assentos/Gestores</b>	0,10	<b>-0,25**</b>	-0,11	<b>0,25**</b>	0,15	-0,08	-0,02	0,01	0,07	-0,01	-0,15
<b>Capital estrangeiro</b>	0,04	0,01	-0,15	-0,06	0,05	0,12	-0,03	-0,07	<b>0,39***</b>	-0,08	0,00
<b>Institucional</b>	<b>0,25**</b>	-0,02	-0,12	<b>0,27**</b>	-0,14	0,06	0,00	0,08	0,06	0,12	-0,09
	<b>Assentos / Investimentos</b>	<b>Assentos / Gestores</b>	<b>Capital estrangeiro</b>								
<b>Assentos/Gestores</b>	<b>0,37**</b>	1,00									
<b>Capital estrangeiro</b>	-0,08	0,05	1,00								
<b>Institucional</b>	-0,05	-0,06	0,04								

\*, \*\* e \*\*\* indicam níveis de significância de 10%, 5% e 1% respectivamente.

**Tabela 9**  
**Determinantes do Sucesso em Investimentos de PEVC**  
**Proporção de Sucessos**

Resultados para as regressões *Tobit* censurado em zero e um para a proporção de sucessos nos desinvestimentos. As variáveis independentes são: *Tamanho*: Logaritmo natural do capital comprometido no veículo expresso em US\$ milhões. *Investimentos*: número de empresas investidas pelo veículo até dezembro de 2004. *Idade*: número de anos desde o início do lançamento do veículo de investimento até dezembro de 2004. *Controle*: porcentagem das empresas investidas pelo veículo em que o gestor detém a maioria das ações ou é minoritário com controle. *Co-investimento*: porcentagem dos investimentos realizados pelo veículo de investimento que apresentam co-investimento por outros veículos de PEVC. *Late-stage*: variável binária que assume o valor um quando o foco de atuação do veículo de investimento é em *late-stage*: *acquisition finance*, *management buyout/in*, *bridge finance* ou *turnaround*. *Comitê*: variável binária que assume valor um quando existe comitê de investimento com participação de investidores. *Organização estrangeira*: variável binária que assume valor um quando a organização gestora é de origem estrangeira. *Experiência*: média de tempo (em anos) de experiência na indústria de PEVC da equipe de gestores da organização gestora, tendo dezembro de 2004 como referências. *Instituição financeira*: variável binária que assume valor um quando o veículo de investimento é afiliado a uma instituição financeira. *Assentos/investimentos*: razão entre o número de assentos nos conselhos de administração das empresas investidas e número de investimentos realizados. *Assentos/gestores*: razão entre o número de assentos nos conselhos de administração das empresas investidas e número de gestores do veículo de investimento. *Contato*: número de horas por mês em média despendido em reuniões e conversas telefônicas pela organização gestora com cada uma das empresas investidas. *Capital estrangeiro*: Variável binária que assume valor um quando há a participação de investidores estrangeiros no veículo de investimento. *Institucional*: Variável binária que assume o valor um quando pelo menos um dos investidores do veículo de investimento é investidor institucional. A amostra consiste em 66 veículos de investimento de PEVC no Brasil que realizaram algum desinvestimento até dezembro de 2009. Todas as estatísticas foram obtidas com erros robustos a heterocedasticidade pelo método de correção de White (1980). Estatísticas t são fornecidas entre parênteses.

Regressão	(9.1)	(9.2)	(9.3)	(9.4)	(9.5)	(9.6)	(9.7)	(9.8)
<b>Tamanho</b>	<b>0,17***</b> (3,21)	<b>0,14**</b> (2,59)	<b>0,15***</b> (3,13)	<b>0,14***</b> (2,80)	<b>0,15***</b> (2,84)	<b>0,13**</b> (2,56)	<b>0,13**</b> (2,44)	0,06 (1,30)
<b>Investimentos</b>	<b>-0,01*</b> (1,77)	-0,004 (0,73)	<b>-0,01*</b> (1,82)	0,001 (0,23)	<b>-0,01*</b> (1,88)	<b>-0,01**</b> (2,03)	0,0008 (0,12)	-0,001 (0,18)
<b>Idade</b>	0,008 (0,59)	-0,005 (0,32)	-0,008 (0,55)	0,007 (0,47)	0,01 (0,79)	-0,01 (0,87)	-0,001 (0,06)	-0,01 (1,17)
<b>Instituição financeira</b>	<b>-0,32**</b> (2,13)	-0,10 (0,70)	<b>-0,38**</b> (2,61)	<b>-0,28*</b> (1,78)	<b>-0,37**</b> (2,19)	<b>-0,30*</b> (1,90)	<b>-0,31**</b> (2,14)	-0,22 (1,36)
<b>Controle</b>		<b>0,33*</b> (1,89)					0,30 (1,63)	<b>0,29*</b> (1,68)
<b>Co-investimento</b>		<b>0,30**</b> (2,01)				<b>0,29*</b> (1,79)		0,17 (0,88)
<b>Late-stage</b>		0,27 (1,54)				0,20 (1,09)		0,20 (1,19)
<b>Comitê</b>		<b>-0,23*</b> (1,70)					-0,09 (0,64)	-0,19 (1,44)
<b>Organização estrangeira</b>			<b>0,32**</b> (2,19)				<b>0,44**</b> (2,44)	0,33 (1,58)
<b>Experiência</b>			<b>0,03**</b> (2,12)			<b>0,04**</b> (2,41)		<b>0,03*</b> (1,95)
<b>Assentos/investimentos</b>				<b>0,33***</b> (2,81)			<b>0,21**</b> (2,07)	<b>0,19*</b> (1,95)
<b>Assentos/gestores</b>				-0,08 (1,41)		0,04 (0,88)		0,009 (0,18)
<b>Contato</b>				0,0009 (0,63)		<b>0,002*</b> (1,85)		<b>0,002**</b> (2,08)
<b>Capital estrangeiro</b>					0,10 (0,71)		-0,09 (0,65)	-0,04 (0,34)
<b>Institucional</b>					0,15 (1,00)	0,23 (1,55)		<b>0,29**</b> (2,11)
<b>Constante</b>	0,16 (0,66)	-0,11 (0,38)	-0,007 (0,03)	-0,05 (0,19)	0,09 (0,33)	-0,35 (1,07)	-0,09 (0,26)	-0,37 (1,12)
<b>Número of Obs.</b>	66	66	66	63	66	63	66	63
<b>F(k,n)</b>	3,86	2,86	3,78	2,89	2,98	2,58	2,95	2,70
<b>Prob &gt; F<sup>2</sup></b>	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00
<b>Pseudo R<sup>2</sup></b>	0,12	0,21	0,20	0,18	0,14	0,22	0,24	0,36

\*, \*\* e \*\*\* indicam níveis de significância de 10%, 5% e 1% respectivamente.

Tabela 10

## Determinantes do Sucesso em Investimentos de PEVC

## Número de Sucessos

Resultados para as regressões Poisson para o número de desinvestimentos realizados com sucesso. As variáveis independentes são: *Tamanho*: Logaritmo natural do capital comprometido no veículo expresso em US\$ milhões. *Investimentos*: número de empresas investidas pelo veículo até dezembro de 2004. *Idade*: número de anos desde o início do lançamento do veículo de investimento até dezembro de 2004. *Controle*: porcentagem das empresas investidas pelo veículo em que o gestor detém a maioria das ações ou é minoritário com controle. *Co-investimento*: porcentagem dos investimentos realizados pelo veículo de investimento que apresentam co-investimento por outros veículos de PEVC. *Late-stage*: variável binária que assume o valor um quando o foco de atuação do veículo de investimento é em *late-stage*: *acquisition finance*, *management buyout/in*, *bridge finance* ou *turnaround*. *Comitê*: variável binária que assume valor um quando existe comitê de investimento com participação de investidores. *Organização estrangeira*: variável binária que assume valor um quando a organização gestora é de origem estrangeira. *Experiência*: média de tempo (em anos) de experiência na indústria de PEVC da equipe de gestores da organização gestora, tendo dezembro de 2004 como referências. *Instituição financeira*: variável binária que assume valor um quando o veículo de investimento é afiliado a uma instituição financeira. *Assentos/investimentos*: razão entre o número de assentos nos conselhos de administração das empresas investidas e número de investimentos realizados. *Assentos/gestores*: razão entre o número de assentos nos conselhos de administração das empresas investidas e número de gestores do veículo de investimento. *Contato*: número de horas por mês em média despendido em reuniões e conversas telefônicas pela organização gestora com cada uma das empresas investidas. *Capital estrangeiro*: Variável binária que assume valor um quando há a participação de investidores estrangeiros no veículo de investimento. *Institucional*: Variável binária que assume o valor um quando pelo menos um dos investidores do veículo de investimento é investidor institucional. A amostra consiste em 66 veículos de investimento de PEVC no Brasil que realizaram algum desinvestimento até dezembro de 2009. Todas as estatísticas foram obtidas com erros robustos a heterocedasticidade pelo método de correção de White (1980). Estatísticas t são fornecidas entre parênteses.

Regressão	(10.1)	(10.2)	(10.3)	(10.4)	(10.5)	(10.6)	(10.7)	(10.8)
<b>Tamanho</b>	<b>0,30***</b> (4,10)	<b>0,24***</b> (3,90)	<b>0,30***</b> (4,34)	<b>0,28***</b> (3,74)	<b>0,28***</b> (4,38)	<b>0,27***</b> (4,50)	<b>0,24***</b> (3,00)	<b>0,21***</b> (3,20)
<b>Investimentos</b>	<b>0,05***</b> (2,61)	<b>0,05***</b> (2,94)	<b>0,05**</b> (2,37)	<b>0,08**</b> (2,12)	<b>0,04**</b> (2,25)	0,03 (1,32)	<b>0,08**</b> (2,47)	<b>0,09*</b> (1,84)
<b>(Investimentos)<sup>2</sup></b>	-0,0003 (1,12)	-0,0002 (0,97)	-0,0004 (1,10)	-0,0007 (1,24)	-0,0002 (0,79)	-0,0003 (0,09)	-0,0009 (1,62)	-0,0009 (1,27)
<b>Idade</b>	0,01 (0,71)	0,01 (0,59)	0,0001 (0,01)	0,03 (1,24)	0,02 (0,84)	-0,002 (0,07)	-0,001 (0,04)	0,002 (0,10)
<b>Instituição financeira</b>	<b>-0,46*</b> (1,79)	-0,29 (1,03)	<b>-0,57**</b> (2,27)	-0,25 (0,94)	<b>-0,52**</b> (2,21)	<b>-0,42*</b> (1,74)	<b>-0,46*</b> (1,81)	-0,19 (0,66)
<b>Controle</b>		0,06 (0,22)				0,23 (0,84)		0,23 (0,80)
<b>Co-investimento</b>		<b>0,63***</b> (2,60)				0,40 (1,56)		0,42 (1,56)
<b>Late-stage</b>		-0,25 (0,80)					-0,25 (0,85)	-0,19 (0,72)
<b>Comitê</b>		-0,31 (1,40)					-0,33 (1,20)	-0,38 (1,59)
<b>Organização estrangeira</b>			<b>0,46**</b> (2,45)			<b>0,33*</b> (1,91)	<b>0,80**</b> (2,25)	<b>0,65**</b> (2,12)
<b>Experiência</b>			0,03 (1,33)			<b>0,04*</b> (1,89)		<b>0,04*</b> (1,81)
<b>Assentos/investimentos</b>				0,01 (0,06)		<b>-0,25*</b> (1,87)		-0,07 (0,36)
<b>Assentos/gestores</b>				-0,24 (1,16)				-0,155 (0,78)
<b>Contato</b>				-0,0002 (0,25)			<b>0,003***</b> (2,69)	0,002 (1,51)
<b>Capital estrangeiro</b>					0,04 (0,24)		-0,33 (1,13)	-0,35 (1,33)
<b>Institucional</b>					0,20 (0,96)	0,12 (0,55)	0,14 (0,66)	-0,01 (0,04)
<b>Constante</b>	-0,65 (1,37)	-0,36 (0,48)	<b>-0,96**</b> (1,99)	-0,46 (0,87)	-0,66 (1,41)	-0,79 (1,41)	-0,69 (1,07)	-0,46 (0,73)
<b>Número of Obs.</b>	66	66	66	63	66	66	63	63
<b>Wald chi<sup>2</sup>(k)</b>	188(5)	282(9)	181(7)	240(8)	213(7)	212(8)	289(12)	264(16)
<b>Prob &gt; chi<sup>2</sup></b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Pseudo R<sup>2</sup></b>	0,28	0,31	0,30	0,32	0,29	0,30	0,34	0,37

\*, \*\* e \*\*\* indicam níveis de significância de 10%, 5% e 1% respectivamente.

Tabela 11

## Determinantes do Sucesso em Investimentos de PEVC

## Sucesso

Resultados para as regressões *Probit* para a variável binária indicando quando um desinvestimento foi um sucesso ou não. As variáveis independentes são: *Tamanho*: Logaritmo natural do capital comprometido no veículo expresso em US\$ milhões. *Investimentos*: número de empresas investidas pelo veículo até dezembro de 2004. *Idade*: número de anos desde o início do lançamento do veículo de investimento até dezembro de 2004. *Controle*: porcentagem das empresas investidas pelo veículo em que o gestor detém a maioria das ações ou é minoritário com controle. *Co-investimento*: porcentagem dos investimentos realizados pelo veículo de investimento que apresentam co-investimento por outros veículos de PEVC. *Late-stage*: variável binária que assume o valor um quando o foco de atuação do veículo de investimento é em *late-stage*: *acquisition finance*, *management buyout/in*, *bridge finance* ou *turnaround*. *Comitê*: variável binária que assume valor um quando existe comitê de investimento com participação de investidores. *Organização estrangeira*: variável binária que assume valor um quando a organização gestora é de origem estrangeira. *Experiência*: média de tempo (em anos) de experiência na indústria de PEVC da equipe de gestores da organização gestora, tendo dezembro de 2004 como referências. *Instituição financeira*: variável binária que assume valor um quando o veículo de investimento é afiliado a uma instituição financeira. *Assentos/investimentos*: razão entre o número de assentos nos conselhos de administração das empresas investidas e número de investimentos realizados. *Assentos/gestores*: razão entre o número de assentos nos conselhos de administração das empresas investidas e número de gestores do veículo de investimento. *Contato*: número de horas por mês em média despendido em reuniões e conversas telefônicas pela organização gestora com cada uma das empresas investidas. *Capital estrangeiro*: Variável binária que assume valor um quando há a participação de investidores estrangeiros no veículo de investimento. *Institucional*: Variável binária que assume o valor um quando pelo menos um dos investidores do veículo de investimento é investidor institucional. A amostra consiste em 66 veículos de investimento de PEVC no Brasil que realizaram algum desinvestimento até dezembro de 2009. Todas as estatísticas foram obtidas com erros robustos a heterocedasticidade pelo método de correção de White (1980). Estatísticas t são fornecidas entre parênteses.

Regressão	(11.1)	(11.2)	(11.3)	(11.4)	(11.5)	(11.6)	(11.7)	(11.8)
<b>Tamanho</b>	<b>0,33***</b> (3,72)	<b>0,26***</b> (3,03)	<b>0,35***</b> (3,91)	<b>0,31***</b> (3,52)	<b>0,27***</b> (3,06)	<b>0,20**</b> (2,55)	<b>0,30***</b> (3,52)	<b>0,15*</b> (1,75)
<b>Investimentos</b>	-0,02 (1,06)	-0,01 (0,73)	-0,03 (1,27)	0,01 (0,51)	-0,03 (1,40)	-0,04 (1,30)	-0,03 (0,18)	0,008 (0,24)
<b>(Investimentos)<sup>2</sup></b>	0,0003 (0,79)	0,0002 (0,55)	0,0004 (0,94)	-0,0002 (0,46)	0,0005 (1,16)	0,0007 (1,23)	-0,0005 (0,11)	-0,0001 (0,29)
<b>Idade</b>	-0,01 (0,44)	-0,01 (0,59)	-0,02 (0,86)	0,002 (0,07)	-0,01 (0,51)	-0,03 (0,91)	-0,01 (0,57)	-0,03 (1,03)
<b>Instituição financeira</b>	<b>-0,65***</b> (2,93)	<b>-0,40*</b> (1,70)	<b>-0,75***</b> (3,12)	<b>-0,51**</b> (2,02)	<b>-0,84***</b> (3,12)	<b>-0,68**</b> (2,24)	<b>-0,53**</b> (2,21)	-0,52 (1,51)
<b>Controle</b>		0,20 (0,73)				0,26 (0,88)		0,26 (0,86)
<b>Co-investimento</b>		<b>0,59**</b> (2,50)				<b>0,56**</b> (2,32)		<b>0,73*</b> (1,82)
<b>Late-stage</b>		-0,10 (0,33)					-0,08 (0,29)	-0,22 (0,68)
<b>Comitê</b>		<b>-0,59***</b> (2,60)					<b>-0,52**</b> (2,12)	<b>-0,52**</b> (2,29)
<b>Organização estrangeira</b>			0,20 (0,86)				0,22 (0,77)	0,35 (0,88)
<b>Experiência</b>			0,03 (1,08)			0,05 (1,45)		<b>0,05*</b> (1,74)
<b>Assentos/investimentos</b>				<b>0,39*</b> (0,56)			0,15 (1,05)	<b>0,38**</b> (1,97)
<b>Assentos/gestores</b>				-0,17 (1,45)		0,00 (0,00)		-0,04 (0,50)
<b>Contato</b>				0,001 (0,87)		<b>0,004**</b> (1,99)		<b>0,005**</b> (2,39)
<b>Capital estrangeiro</b>					-0,03 (0,17)		-0,17 (0,68)	<b>-0,44**</b> (1,76)
<b>Institucional</b>					<b>0,45*</b> (1,70)	<b>0,59**</b> (2,25)		<b>0,54*</b> (1,87)
<b>Constante</b>	-0,64 (1,28)	-0,35 (0,70)	<b>-0,83*</b> (1,68)	<b>-1,06**</b> (2,06)	-0,41 (0,76)	<b>-0,97**</b> (1,99)	-0,40 (0,71)	<b>-0,89*</b> (1,79)
<b>Num. de obs.</b>	358	358	358	344	358	344	358	358
<b>Num. de fundos</b>	66	66	66	63	66	63	66	66
<b>Wald chi<sup>2</sup>(k)</b>	23(5)	43(9)	27(7)	24(8)	29(7)	60(11)	27(10)	73(16)
<b>Prob &gt; chi<sup>2</sup></b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Pseudo R<sup>2</sup></b>	0,10	0,14	0,11	0,11	0,11	0,14	0,13	0,18

\*, \*\* e \*\*\* indicam níveis de significância de 10%, 5% e 1% respectivamente.

**Tabela 12**  
**Efeitos Marginais**

Resultados para as regressões efeitos marginais. As regressões foram feitas para todas as variáveis, porém somente o resultado da variável de interesse Instituição financeira foi reportado. A primeira linha de resultados é referente a regressão Tobit, a segunda é referente a regressão Poisson e a terceira é referente a regressão Probit. A primeira coluna de resultados é referente a primeira regressão de cada modelo. Assim a primeira linha e primeira coluna de resultados se refere aos efeitos marginais para a regressão (9.1).

<b>Regressão</b>	<b>(x.1)</b>	<b>(x.2)</b>	<b>(x.3)</b>	<b>(x.4)</b>	<b>(x.5)</b>	<b>(x.6)</b>	<b>(x.7)</b>	<b>(x.8)</b>
<b>(9.y)</b>	<b>-0,32**</b> (2,13)	-0,10 (0,70)	<b>-0,38***</b> (2,61)	<b>-0,28*</b> (1,78)	<b>-0,37**</b> (2,19)	<b>-0,30*</b> (1,90)	<b>-0,31**</b> (2,14)	-0,22 (1,36)
<b>(10.y)</b>	<b>-1,09*</b> (1,74)	-0,68 (-1,01)	<b>-1,31**</b> (2,20)	-0,58 (0,92)	<b>-1,23**</b> (2,26)	<b>-0,94*</b> (1,69)	<b>-0,88*</b> (1,66)	-0,40 (0,65)
<b>(11.y)</b>	<b>-0,25**</b> (2,94)	<b>-0,16*</b> (1,70)	<b>-0,29***</b> (3,12)	<b>-0,20**</b> (2,03)	<b>-0,33***</b> (3,14)	<b>-0,27***</b> (2,23)	<b>-0,21**</b> (2,22)	-0,20 (1,50)

\*, \*\* e \*\*\* indicam níveis de significância de 10%, 5% e 1% respectivamente.