



Revista de Administração da Universidade
Federal de Santa Maria

E-ISSN: 1983-4659

rea@smail.ufsm.br

Universidade Federal de Santa Maria
Brasil

Gianechini, Caciano; Frota Decourt, Roberto
Impactos e influências de Fundos Private Equity e Venture Capital: Evidências dos IPOs no Brasil
Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria, vol. 6, núm. 3, septiembre, 2013,
pp. 481-496
Universidade Federal de Santa Maria
Santa Maria, Brasil

Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=273429771003>

- Como citar este artigo
- Número completo
- Mais artigos
- Home da revista no Redalyc

redalyc.org

Sistema de Informação Científica
Rede de Revistas Científicas da América Latina, Caribe, Espanha e Portugal
Projeto acadêmico sem fins lucrativos desenvolvido no âmbito da iniciativa Acesso Aberto

IMPACTOS E INFLUÊNCIAS DE FUNDOS PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL: EVIDÊNCIAS DOS IPOS NO BRASIL

THERE IS INFLUENCE IN DEVELOPMENT OF COMPANIES WHICH BUILT STOCK, WITH SUPPORT OF INVESTMENT FUND PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL? EVIDENCES OF ENTRANT COMPANIES AT BOVESPA.

Recebido 11/04/2012

Aceito 29/07/2012

Caciano Gianechini¹

Roberto Frota Decourt²

RESUMO

Este trabalho busca identificar os impactos e as influências da participação de fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* (PE/VC) no desempenho de empresas que possuíram o aporte anteriormente à abertura de capital (IPO). De uma forma mais objetiva, o presente estudo pretende investigar se as empresas que abriram capital, financiadas por PE/VC, apresentam desempenho melhor do que as empresas que estrearam no mercado acionário brasileiro não sendo financiadas por estes veículos de investimento. A amostra deste trabalho é composta por 116 empresas que efetuaram oferta pública inicial (IPO) na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA), no período de janeiro de 2004 a dezembro de 2009. Primeira-mente, identificou-se a presença de 41 empresas que estrearam na BM&FBOVESPA financiadas por fundos de PE/VC. Ademais, os resultados indicam que a influência dos fundos de PE/VC tende a melhorar alguns índices de rentabilidade e mercado das empresas após o IPO. Em síntese, as evidências encontradas levam à conclusão de que as organizações de *Private Equity* e *Venture Capital* influenciam de forma positiva o desempenho das empresas investidas.

Palavras-chave: Private Equity, Venture Capital, Índices de Desempenho, Oferta Pública Inicial de Ações (IPO).

¹ E-mail: cgianechini@terra.com.br.

² Possui graduação em Administração pela Fundação Armando Álvares Penteado, mestrado em Administração pela Universidade de São Paulo e pela Fundação Escola do Comércio Álvares Penteado e doutorado em Administração pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul - UFRGS. Atualmente é professor permanente do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Finanças da Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS. São Leopoldo, Rio Grande do Sul, Brasil. E-mail: rfdecourt@unisinos.br.

ABSTRACT

This work seeks to identify the impact of the participation of Private Equity funds and Venture Capital (PE/VC), the performance of companies that owned the contribution prior to the opening of capital (IPO). In a more objective the present study seeks to investigate whether companies that opened capital, financed by PE/VC, have performed better than the other formerly the Brazilian stock market debut. The sample of work consists of 116 companies that made the initial public offering (IPO) in the São Paulo Stock Exchange (BOVESPA) in the period January 2004 to December 2009. First identified that 41 enterprises debuted at BOVESPA being financed by PE/VC funds. Furthermore, the results indicate that the influence of PE/VC funds tend to improve some indices of profitability and market of companies after the IPO. In summary, the evidence found lead to the conclusion that the organizations of private equity and venture capital influence positively the performance of investee companies.

Keywords: Private equity, venture capital, performance indices, initial public offering of shares (IPO).

1 INTRODUÇÃO

O *Private Equity* (PE) e o *Venture Capital* (VC) atuam como sócios por tempo determinado, sendo extremamente exigentes e interessados em recuperar seu investimento, que precisa ser devidamente remunerado após a abertura de capital da empresa a que se associaram. Para isso, o PE e VC buscam empresas de capital fechado com potencial de crescimento e geração de caixa que aceitam um novo sócio, o qual irá participar da gestão da empresa, emprestando sua competência gerencial e cobrando resultados.

Diversos estudos identificaram que a presença de um sócio PE ou VC na empresa, antes de uma oferta pública inicial (IPO), sugere um melhor desempenho no retorno das ações a longo prazo após o IPO (Brav e Gompers, 1997; Phalippou and Gottschalg, 2009; Tavares e Minardi, 2009). Todavia, o valor da empresa depende da capacidade de geração de recursos financeiros futuros e do risco da companhia (Damodaran, 1997).

Apesar de os investidores de risco já serem uma importante fonte de financiamento no mercado financeiro brasileiro, os estudos voltados para a Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* ainda são escassos, sobretudo no que se refere aos impactos produzidos nas empresas investidas, pois as pesquisas até o momento identificadas tem como foco o retorno ao investidor e não a performance operacional/financeira de empresa.

Desde o início da atual onda de IPOs, com a abertura de capital da Natura em 2004, foram realizados 116 IPOs até dezembro de 2009, dos quais 41 (35% das emissões no período) foram financiadas por PE/VC, representando 26% do volume captado, o que demonstra a importância deste tipo de capital no Brasil.

Frente a um cenário favorável à canalização de recursos de investidores no Brasil, diversas oportunidades são criadas, principalmente nas médias e pequenas empresas, que são o alvo principal dos fundos de PE/VC. Assediadas pelos gestores de fundos de PE/VC, as médias e pequenas empresas apresentam a *expertise* do negócio, porém, em alguns casos, deficientes de uma gestão profissionalizada, que, segundo Belmonte e Freitas (2013), melhora a eficiência da empresa, e de capital para ampliação da operação, estas empresas precisam ter conhecimento sobre fatores que podem influenciar e impactar a presença destes veículos de investimento dentro da companhia para, assim, decidirem se devem ou não se associar a um destes fundos de PE/VC.

Nesse contexto, a presente pesquisa procura beneficiar com informações as empresas que estudam propostas de ingresso de aporte de PE/VC e visam, posteriormente, à abertura de capital (IPO). Tais informações permitirão às empresas identificar os principais impactos gerados nas companhias investidas, podendo constatar, dentre os indicadores analisados, os que obtive-

ram alterações estatisticamente comprovadas com a presença dos veículos de investimento PE/VC ou sem a presença destes.

De acordo com Salgado e Suzin (2010), a bolsa de valores brasileira foi a que mais atraiu investidores entre 2004 e 2009 e pretende conquistar mais de 4 milhões de investidores nos próximos cinco anos. Assim, este trabalho pode fornecer informações para investidores que têm interesse em aportar recursos para os próprios fundos de PE/VC ou que pretendem comprar ações de empresas na BM&FBOVESPA. Tais investidores terão oportunidade de optar por empresas que abriram capital com participação de fundos PE/VC ou não, visto que estarão em posse de indicadores comparativos entre os dois grupos pesquisados e, logo, terão maiores informações para auxiliar sua tomada de decisão acerca de qual companhia investir.

Portanto, este trabalho tem como objetivo verificar se a presença de capital de PE ou VC na empresa antes do IPO resultou em um melhor desempenho operacional desta. Foi realizado um estudo comparativo entre empresas que estrearam na BM&FBOVESPA, dividindo-as em dois grupos: as que abriram capital graças ao financiamento do PE/VC e as que não possuíam estes veículos associados ao seu IPO. O presente artigo apresenta, de uma forma sintética, dados importantes analisados pelo mercado, visando contribuir para a análise de investimento no setor privado, que hoje é o principal foco da indústria de PE/VC e, assim, identificar qual a influência destes investidores nas empresas investidas, já que eles ajudam a profissionalizar as empresas e, de acordo com Freitas e Barth (2012), a profissionalização da empresa é um importante passo para a sua evolução operacional.

A influência dos fundos de PE/VC pode ocorrer por várias formas. Gorman e Sahlman (1989), os gestores de VC, fornecem três serviços principais às empresas do portfólio: (i) ajuda para obter financiamento adicional; (ii) revisão e suporte à formulação das estratégias de negócios; e (iii) formação do time de administração.

Desta forma, espera-se que as empresas que se associaram ao PE ou VC antes do processo de abertura de capital, cujas ações apresentaram melhores retornos no período pós-IPO, por influência do sócio investidor, tenham obtido resultados operacionais superiores ou riscos inferiores aos das empresas que abriram o capital sem ter como sócio um PE ou VC.

Este trabalho inova ao analisar medidas de performance da empresa e não retorno de capital ao acionista. Para isso, foram analisados: ROE, relação preço/lucro, endividamento, custo de capital de terceiros, margens ebitda e líquida, ebitda/ação e retorno ebitda pelo valor patrimonial por ação. Foram encontradas evidências de que a participação do capital de PE e VC tem efeito positivo na rentabilidade da empresa, tanto operacional (ebitda) como no retorno do patrimônio líquido (ROE).

Além disso, também se pretende identificar quais são os principais benefícios para uma empresa de se associar com PE ou VC e ter um maior entendimento da influência do PE e VC no desempenho do mercado acionário brasileiro, o que poderá ser útil para empresários, investidores e pesquisadores.

Este artigo apresenta, no capítulo 2, uma breve revisão teórica sobre o assunto; no capítulo 3, a metodologia utilizada; no capítulo 4, os resultados obtidos; e no capítulo 5, as considerações finais.

2 REVISÃO TEÓRICA

Meggison e Weiss (1991) compararam empresas com e sem investimento de VC, combinadas ao tipo de indústria e ao tamanho da oferta. Desta forma, concluíram que as primeiras

apresentam menor *underpricing* e um menor custo de abertura de capital, favorecendo a hipótese do papel certificador desempenhado pelas organizações de *venture capital*.

Em contrapartida, Barry *et al.* (1990) não encontraram diferenças relevantes no *underpricing* dos IPO's de empresas com e sem participação de PE/VC, mas identificaram que as gestoras que detinham melhor monitoramento receberam como recompensa um *underpricing* inferior. Sendo assim, os dois casos demonstram diferenciação de empresas conduzidas à abertura de capital com a participação de PE/VC.

No Brasil, com o intuito de identificar a influência da governança corporativa, Gioielli (2007) analisou 69 empresas brasileiras que abriram capital na BOVESPA, no período de 2004 a 2007, e identificou fortes evidências de que a participação dos gestores de PE/VC influencia positivamente as práticas de governança corporativa, contribuindo, assim, para a redução do gerenciamento de resultados contábeis, principalmente antes da ocorrência do IPO.

Siqueira (2007) investigou, levando em consideração 63 veículos de investimento de PE/VC no Brasil, o efeito das características das organizações no desempenho desses veículos, evidenciando que determinadas características relacionadas ao veículo (volume de capital comprometido, nível de controle dos gestores, existência de coinvestimento, presença de investidores em comitês de investimento e foco em empresas de PE) e aos gestores (origem estrangeira, experiência profissional na indústria de PE/VC, interação entre os gestores e as companhias investidas, e o número de investimentos realizados pela organização) têm influência positiva sobre o sucesso da saída do desinvestimento e, conseqüentemente, sobre o desempenho dos veículos. Adicionalmente, Siqueira (2007) procurou observar quais características dos investidores poderiam influenciar o desempenho dos veículos de investimento, não encontrando, porém, evidências estatísticas suficientes.

Quanto à presença de gestores como membros no conselho de administração, Botelho *et al.* (2003) examinaram, por meio de questionários aplicados aos CEOs das empresas e aos gestores de PE/VC, se tal presença adicionava valor às empresas investidas. Foram avaliados, assim, critérios de esforço e valor agregado para uma série de atividades.

Contudo, apesar de os resultados demonstrarem que a presença dos gestores de PE/VC no conselho contribui para os negócios, a pequena amostra selecionada e as informações disponibilizadas na época da elaboração do estudo foram insuficientes para chegar a conclusões embasadas no funcionamento da indústria no Brasil.

Kina (2002) sugeriu em seu trabalho, após analisar minuciosamente as dificuldades para a retirada dos investimentos efetuados pelos PE/VC no Brasil, a adoção de algumas medidas visando fortalecer o mercado acionário brasileiro e tornar mais viável a alternativa de saída por meio de IPO. Dentre tais medidas, podem-se citar: popularização do mercado acionário, gerando maior volume de negociações e liquidez; benefícios relacionados à redução dos custos de transação ou dos impostos sobre ganho de capital, atraindo o interesse de investidores; e reforma na lei das S.A.'s, garantindo maior isonomia a todos investidores e maior governança da empresa.

Já com uma percepção voltada à profissionalização das empresas investidas, Gompers e Lerner (2002) afirmam que os fundos de PE/VC influenciam as decisões estratégicas das empresas, com participação no Conselho de Administração, e atuam exercendo um papel de monitoramento, pois acompanham os relatórios contábeis e têm acesso às decisões dos executivos da companhia.

Ainda analisando este controle sobre as investidas, Masulis e Thomas (2008) concluem que os PE e VC, geralmente, reduzem o Conselho de Administração, com objetivo de melhorar o fluxo de informações e processos, e aumentam o controle sobre os gestores da empresa. Diante do exposto, espera-se que as empresas que compõem a carteira destes fundos apresentem melhora no que tange

à governança corporativa, devido ao alto conhecimento dos profissionais engajados nas empresas pelos veículos, e minimizem os riscos específicos, buscando um crescimento sólido e rentável.

Por meio de um estudo de campo, Carvalho *et al.* (2006) analisaram 71 organizações de PE/VC com escritórios no Brasil em dezembro de 2004. Neste trabalho, defende-se o fato de que a indústria de *private equity* e *venture capital* é composta por quatro agentes: as organizações gestoras, os veículos de investimentos (usualmente chamados de fundos de PE/VC), os investidores e as empresas investidas.

Os fundos recebem recursos dos investidores e são administrados pelas organizações gestoras, enquanto que as empresas do portfólio, em geral não listadas em bolsa de valores, constituem o destino final do capital. Os investimentos de PE/VC caracterizam-se por serem temporários, embora de longo prazo e, usualmente, ocorrem por meio da compra de ações. Outros instrumentos financeiros, tais como debêntures conversíveis em ações, opções de compra, opções de venda e bônus de subscrição (*warrants*) também são empregados.

3 METODOLOGIA

Esta pesquisa analisou índices de desempenho (ROE, relação preço/lucro, endividamento, custo de capital de terceiros, margens ebitda e líquida, ebitda/ação e ebitda/valor patrimonial) de empresas que efetuaram abertura de capital na BM&FBOVESPA do período de janeiro de 2004 até dezembro de 2009, tendo como premissa a identificação das empresas que obtiveram investimentos de PE/VC anterior à abertura de capital e efetuaram o IPO. Após, compararam-se os índices selecionados com os índices das demais empresas que abriram capital neste mesmo período, não sendo financiadas por PE/VC.

A amostra do presente estudo é composta por empresas que efetuaram distribuição pública inicial de ações na BM&FBOVESPA no período de janeiro de 2004 a dezembro de 2009, em que a BM&FBOVESPA operou em diferentes níveis de volatilidade. Pietro Neto, Galli e Decourt (2008) identificaram que a distribuição de lucros efetuada pelas empresas é diverge em períodos de diferentes níveis de volatilidade. Acredita-se que a propensão de abertura de capital e os resultados operacionais também devam diferir em diferentes níveis de volatilidade. Os dados necessários foram coletados das seguintes fontes públicas de informações: prospecto de oferta pública de ações, sistema Economática, relatórios contábeis publicados pelas empresas e sites da Comissão de valores Mobiliários (CVM) da BM&FBOVESPA e das companhias. Para identificação das empresas com investimento de fundos de PE/VC, esta pesquisa considerou as informações apresentadas no prospecto de abertura de capital feito na oferta pública de ações. Dessa forma, as empresas que apresentavam estes veículos de investimento como sócios no ato do IPO foram consideradas como pertencentes ao grupo que recebeu investimento anteriormente à abertura de capital e as que não possuíam como sócios investidores na oferta pública de ações foram consideradas como pertencentes ao grupo que não recebeu investimento destes veículos.

Analisando qual grupo teria maior adesão ao nível de governança de Novo Mercado, pode-se constatar uma tendência a uma melhor gestão e profissionalização das companhias em que 78% das empresas que abriram capital tendo aportes de PE/VC e em 68% de empresas sem aportes de PE/VC. Outro fator analisado foi a captação de recursos estrangeiros, em que as empresas possuidoras de PE/VC em seu quadro societário obtiveram uma captação superior a 15% diante das companhias que não obtiveram aporte.

Buscando uma análise comparativa entre o grupo de empresas que possuíam aportes de PE/VC em seu IPO e as que não possuíam, com base em segmentos de atuação, foi evidenciada uma

preferência pelas empresas de Programação e Serviços de TI por parte dos investidores de PE/VC, já que, das cinco aberturas de capital no período, 100% apresentavam em seu quadro de sócios veículos de investimento de PE/VC. Outro segmento que também apresentou uma variação considerável foi o de Indústria/Transporte/Logística, setor em que 64% das empresas apresentavam a presença de PE/VC no ato de abertura de capital, tendo, consequentemente, 62% do volume de recursos captado. Pode-se evidenciar, no segmento de Educação e Saúde, um maior equilíbrio, já que 42% das empresas que abriram capital possuíam aportes de PE/VC e 58% não os possuíam em seus IPOs.

Os indicadores de eficiência e resultados selecionados para a realização desta pesquisa foram os seguintes: Margem Ebitda, Margem Líquida, Rentabilidade do Ativo (ROA), Rentabilidade Patrimonial (ROE), Preço Lucro, Endividamento Bruto, Payout, Custo de Capital de Terceiros, Valor Patrimonial por Ação (VPA), Ebitda por Ação e Retorno Ebitda pelo Valor Patrimonial por ação.

Estes índices tiveram como parâmetro dados anuais de janeiro de 2004 a dezembro de 2010. A amostra deste estudo contempla uma proporção entre o número de observações na amostra e as variáveis independentes, de 477 para 1, ou seja, para cada variável independente (índices de desempenho), existem 477 observações dentro da amostra, totalizando 5.248 dados a serem considerados. Hair *et al.* (2009) defendem que esta proporção deve ser, no mínimo, de 5 para 1 e que um nível desejado estaria entre 15 e 20 observações para cada variável.

Estando com as 116 empresas listadas e identificadas quanto ao recebimento ou não do aporte de PE/VC, a pesquisa mensurou as diferenças entre os dois grupos de empresas no período selecionado. Assim, foram utilizados alguns modelos estatísticos visando a melhores resultados, de modo que os dados coletados foram cruzados e interpretados com base nas teorias de Desvio Padrão, Correlação, Teste de Média e Regressão Logística.

Perante uma amostra com 5.449 observações e com uma dispersão muito grande, fez-se necessário buscar uma forma de adquirir uma amostra mais confiável para a análise dos dados, em que foram utilizados somente os indicadores entre a média menos 2 desvios-padrões até a média mais 2 desvios-padrões, conforme recomendado por Ross (2009).

Desta forma, foram excluídas 201 observações, ou seja, 3,68% da amostra total. Após a exclusão dos *outliers*, foi utilizada a Matriz de correlação para as 11 variáveis independentes, visando identificar se existia correlação e, consequentemente, multicolinearidade entre estas, o que se torna um fator prejudicial para a mensuração dos resultados quando analisadas todas as variáveis independentes em um modelo único, como é o caso da Regressão Logística utilizada nesta pesquisa.

Com a Matriz de correlação elaborada com base em uma amostra dentro dos 2 desvios-padrões, procedeu-se à comparação entre os dois grupos visando entender se a participação de um fundo de PE/VC pode gerar algum impacto nos indicadores de resultado e eficiência analisados. De acordo com as características desta pesquisa, o teste recomendado é o Teste de Médias Mann Whitney, que trata da comparação entre os percentuais médios das variáveis a serem analisadas, segregadas em dois grupos de empresas (com PE/VC e sem PE/VC). Este modelo é um teste não paramétrico destinado a verificar se duas amostras independentes provêm de populações com médias iguais, em nível de significância preestabelecido. Esse teste consiste na atribuição de postos de observações, como se estas fizessem parte de uma única amostra, segundo Hair *et al.* (2009).

Para finalizar, na análise dos dados e na verificação dos resultados obtidos no teste de média Mann Whitney, foi utilizado o modelo estatístico de Regressão Logística, descrito por Hair *et al.* (2009) como uma forma especializada de regressão, que prevê e explica uma variável categórica binária (dois grupos), e não como uma medida dependente métrica. A forma da variável estatística de Regressão Logística é semelhante à variável estatística de regressão múltipla. A

variável estatística representa uma relação multivariada com coeficientes, como os da regressão múltipla, indicando o impacto em cada variável preditora.

Como se trata de dois grupos, o das empresas que obtiveram aportes de PE/VC e o das que não obtiveram, utilizou-se o conceito de variáveis dependentes não métricas, que, conforme Hair *et al.* (2009), são variáveis usadas para valores que servem meramente como um rótulo ou meio de identificação, também conhecidas como variáveis categóricas, nominais, binárias, qualitativas ou taxonômicas. A Regressão Logística representa os dois grupos de interesses como uma variável binária com valores de 0 e 1. Não importa qual grupo é designado com o valor de 1 ou 0; essa designação deve ser observada apenas para a interpretação dos coeficientes.

O método para avaliação e interpretação dos dados foi realizado de uma forma ampla, não sendo considerados os segmentos de atuação. Assim, por se tratar de um primeiro estudo por parte do autor sobre o tema escolhido, esse foi abordado sob uma visão macro, analisando-se todas as empresas, mesmo tendo ciência sobre a limitação dos resultados adquiridos.

Outro fator que se pode considerar como crítico é o período analisado, ainda que um número grande de observações tenha sido efetuado no presente trabalho. Está sendo analisado um período de sete anos apenas, e os fatores macroeconômicos podem afetar o desempenho das empresas. Diante disso, uma base maior de estudo poderia proporcionar resultados mais precisos.

4 RESULTADOS

Com base nas variáveis independentes selecionadas para mensurar o desempenho das variáveis dependentes não métricas binárias, a maneira adequada e mais confiável para apresentação dos resultados nos testes estatísticos foi trabalhar com o grau de relação entre todas as variáveis independentes, utilizando a matriz de correlação, conforme apresentado na Tabela 1.

Tabela 1: Matriz de Correlação entre as variáveis independentes

	Mg Ebtida	Mg Liq	ROA	ROE	P/L	Endiv	KD Nom	Pay Out	Ebt/Ação	VPA	Ret ebt/VPA
Mg Ebtida	1,00										
Mg Liquida	0,12	1,00									
Rent Ativo	0,01	-0,02	1,00								
ROE	-0,01	-0,01	0,23	1,00							
P/L	-0,04	0,05	-0,01	0,05	1,00						
Endiv	-0,03	0,08	0,02	0,07	0,12	1,00					
KD Nom	0,03	0,02	-0,01	0,07	0,10	-0,04	1,00				
Pay Out	-0,03	0,05	0,08	0,16	0,10	0,10	-0,02	1,00			
Ebtida/Ação	0,08	0,01	0,02	0,01	0,02	0,13	-0,05	0,03	1,00		
VPA	-0,01	0,05	-0,05	-0,01	-0,02	0,12	-0,12	0,03	0,09	1,00	
Ret Ebt/VPA	0,02	0,00	0,03	0,08	0,00	0,05	-0,05	0,06	0,13	0,10	1,00

Fonte: Elaborada pelo autor com base de indicadores coletados no sistema Economatica.

De acordo com Hair *et al.* (2009), a maneira mais simples e óbvia de identificar colinearidade é um exame de matriz de correlação para as variáveis independentes. A presença de elevadas correlações (geralmente um grau de 0,90 ou maior) é a primeira indicação de colinearidade substancial. Neste caso, utilizou-se o critério de descartar a variável que apresenta correlação acima de 0,2, em que se identificou na matriz a variável Rentabilidade do Ativo correlacionada com o ROE. As demais variáveis, quando não apresentaram correlação negativa, mostravam baixa correlação, de modo que foram mantidas na equação.

Na Tabela 2, é apresentado o resultado do teste Mann-Whitney efetuado entre o grupo que possuía *Private Equity* anteriormente ao IPO e o que não possuía. Como este teste avalia individualmente as variáveis independentes, não é necessária a exclusão das variáveis que apresentem correlação positiva.

Tabela 2: Síntese dos Resultados do Teste de Médias – Mann-Whitney

Indicadores	Sem Investimento de PE/VC		Com Investimento de PE/VC		p - valor
	n	Mediana	n	Mediana	
Margem Ebitda	278	18,5	205	19,05	0,9511
Margem Líquida	321	8,35	208	8,5	0,7828
ROA	350	3,16	219	4,84	0,0002
ROE	341	9,81	124	11,23	0,0019
P/L	262	10,8	124	15,75	0,0061
Endividamento	284	43,86	218	54,57	0,5432
Custo Capital Terceiros	209	18,56	156	22,33	0,1003
Pay Out	117	27,63	89	23,75	0,5498
Ebitda por Ação	286	1	190	0,91	0,2842
VPA	355	5,84	207	3,22	0,0001
Ret Ebitda pelo VPA	283	0,18	194	0,23	0,0024

Fonte: Elaborada pelo autor utilizando sistema SPSS.

Considerando 11 indicadores selecionados para realização desta pesquisa, 5 (45%) apresentaram resultados estatisticamente significantes: ROA, ROE, P/L, VPA e Ebitda/VPA por Ação. O indicador Rentabilidade do Ativo (ROA) apresentou um nível de significância relevante, indicando que as empresas que possuem investimento de PE/VC tendem a ter uma melhor rentabilidade sobre seus ativos, conforme mediana apresentada de 4,84, que é superior a do grupo de empresas que não obtiveram investimento de PE/VC anteriormente ao IPO.

Outro indicador com nível de significância satisfatória é o Retorno sobre o Patrimônio (ROE), o qual também apresentou dados favoráveis às empresas que tiveram ingresso de PE/VC, tendo uma mediana de 11,23, a qual foi superior a das empresas sem participação de PE/VC, que tiveram uma mediana de 9,81.

De acordo com o teste de correlação efetuado na Tabela 1, os indicadores ROA e ROE comprovaram sua correlação no teste de média, sendo ambos superiores em empresas que possuíam aportes de PE/VC e que continuaram associadas até o IPO. Portanto, levando em consideração fatores já identificados, como níveis de governança superiores, os quais, consequentemente, levam a uma melhor gestão, este resultado confirma que estas empresas apresentam melhores retornos sobre seus ativos e seu patrimônio.

Foi identificado, também, outro indicador significativo na amostra analisada – o índice P/L, um dos mais utilizados no mercado de análise de ações. Uma relação P/L alta pode significar uma grande expectativa de crescimento da empresa ou um baixo risco. Neste item, novamente, as empresas investidas por PE/VC apresentaram uma superioridade de 46% em relação às não investidas, ou seja, as empresas que tiveram ingresso de PE/VC antes de abrirem capital, mantendo esses como sócios até a oferta pública de ações, tendem a ter um indicador P/L superior ao das demais, sendo este um indicativo de que o mercado percebe qualidades neste tipo de empresa.

Uma ação vale hoje o que o mercado está disposto a pagar por ela (Pinheiro, 2009), e

o indicador P/L indica em quantas vezes (geralmente em anos) uma ação adquirida com aquele preço retornará sob a forma de lucro líquido (Furtado, 2009). Com base nestes conceitos e nos resultados obtidos com base no indicador P/L, pode-se concluir que o mercado melhor precifica as ações de companhias que apresentam os fundos de PE/VC como sócios em seus IPOs. Esse fato pode ser evidenciado já que os investidores externos tiveram uma procura superior em 12% nas ações destas companhias.

Já o indicador Valor Patrimonial por Ação (VPA) também apresentou diferença significativa. As empresas sem PE/VC tendem a ter um valor patrimonial por ação maior do que as investidas. Essa diferença é um indício de que os fundos PE/VC buscam maior liquidez para suas ações, já que um menor VPA torna o investimento mais acessível aos investidores e deve ter um impacto na liquidez em bolsa.

Por fim, a última variável que apresentou um bom índice de significância estatística, conforme ilustrado na Tabela 2, é o Retorno ebitda pelo VPA, sendo a mediana superior em até 28%, o que indica uma tendência de as empresas investidas por PE/VC apresentarem um retorno ebitda pelo valor patrimonial por ação superior às empresas que não obtiveram aporte de PE/VC. Este indicador confirma a hipótese inicial de que a presença do capital de PE/VC impacta positivamente a performance operacional de empresa, provavelmente em consequência de melhor nível de governança e gestão do negócio implementado pelo sócio investidor profissional.

Além da comparação dos dois grupos por meio do teste de médias, foi proposto um modelo para tentar identificar se a empresa teve ou não aporte de capital de PE/VC. A lógica que embasa este método é que, se o modelo indica alguns indicadores como importante indicativo da presença de PE/VC, significa que a presença deste tipo de capital tem influência neste indicador de performance.

A Regressão Logística é um método atraente, na análise discriminante, sempre que a variável dependente tenha apenas duas categorias, classificada como binária. Isso se dá uma vez que classifica-se como 0 as empresas sem aporte de PE/VC e como 1 as empresas com aporte de PE/VC. Testes de significância de modelo são feitos com um teste de qui-quadrado sobre as diferenças no logaritmo de verossimilhança (-2LL). Os coeficientes são expressos visando ao auxílio na interpretação dos resultados.

Antes que comece o processo de estimação, é possível rever as variáveis individuais e avaliar os resultados univariados em termos de diferenciação entre os grupos. Analisando a matriz de correlação, conforme Tabela 1, identifica-se uma indicação de multicolinearidade entre as variáveis ROA e ROE. A Regressão Logística é afetada pelo fator de multicolinearidade entre as variáveis independentes de uma maneira semelhante a outros métodos, como análise discriminante e análise de regressão.

A Regressão Logística parte de um modelo base estimado a fim de fornecer um padrão para comparações, em que a média é utilizada para estabelecer o logaritmo de verossimilhança. A partir deste modelo, podem ser estabelecidas as correlações parciais para cada variável, de modo que a mais discriminante pode ser escolhida de acordo com os critérios de seleção.

Neste caso, para estimação do modelo, excluiu-se a variável ROA devido ao fato de esta ter apresentado correlação com a variável ROE. Excluiu-se, também, a variável Payout devido ao número de observações abaixo da média em relação às demais observações. Sendo assim, foi desnecessária a utilização dessas duas variáveis no modelo, pois se buscou uma melhor previsão para equação.

Tabela 3: Resultado do modelo Base da Regressão Logística: Estatística de Escore

Variáveis Independentes	Estatística de escore	Sig.
x 1 Margem Ebitda	1,172	0,279
x 2 Margem líquida	1,785	0,182
x 3 ROE	7,364	0,007

Variáveis Independentes	Estatística de escore	Sig.
x 4 Preço lucro	0,039	0,843
x 5 Endividamento	6,972	0,008
x 6 Custo de Capital de Terceiro	0,197	0,657
x 7 Ebitda por Ação	4,821	0,028
x 8 VPA	25,256	0,000
x 9 Retorno Ebitda/VPA	19,202	0,000

Fonte: Elaborada pelo autor utilizando sistema SPSS.

A Tabela 3 contém resultados do modelo base para análise de Regressão Logística. A estatística escore, uma medida de associação usada em Regressão Logística, é a medida usada para selecionar o *stepwise*. Diversos critérios podem ser utilizados para orientar a entrada: maior redução no *-2LL*, maior coeficiente de Wald ou maior probabilidade condicional. Pode-se identificar que as variáveis x3, x5, x7, x8 e x9, ao rever a estatística escore não presente no modelo neste momento, são as únicas variáveis com maior estatística escore significativa conforme Tabela 3.

Tabela 4: Estimação da Regressão Logística utilizando todas variáveis independentes

	valor
-2 Logaritmo de Verossimilhança (-2LL)	208,291
R ² de Cox e Snell	0,265
R ² de negelkerke	0,359

Pertinência Real em Grupo	Cientes sem PE/VC	Cientes com PE/VC	TOTAL
Cientes sem PE/VC	109	14	123
	(88.6%)		
Cientes com PE/VC	46	33	79
		(41.8%)	(70.3%)

Variáveis na equação	B	Erro Padrão	Wald	df	Sig.	Exp (B)
x 1 Margem Ebitda	-0,021	0,014	2,366	1	0,124	0,979
x 2 Margem líquida	-0,002	0,028	0,008	1	0,931	0,998
x 3 ROE	-0,024	0,031	0,601	1	0,438	0,977
x 4 P/L	-0,003	0,005	0,313	1	0,576	0,997
x 5 Endividamento	0,002	0,004	0,292	1	0,589	1,002
x 6 Kd nom - Custo Capital de Terceiros	0,001	0,005	0,019	1	0,891	1,001
x 7 Ebitda por Ação	-0,526	0,232	5,151	1	0,023	0,591
x 8 VPA	-0,067	0,064	1,098	1	0,295	0,935
x 9 Retorno Ebitda/VPA	7,312	2,250	10,562	1	0,001	1498,639
Constante	-0,285	0,636	0,200	1	0,654	0,752

Fonte: Elaborada pelo autor utilizando sistema SPSS.

A partir do resultado apresentado na Tabela 4, é possível retirar algumas conclusões do modelo:

R²: O modelo de duas variáveis tem valores R² entre 26% e 35%, apontando para um modelo de Regressão Logística, em que estes valores, quando combinados, explicam aproximadamente cerca de 1/3 da variação entre os dois grupos de empresas.

Amostra: Pode-se identificar na amostra de análise uma variação percentual baixa de

41,8% dos dados corretamente classificados no grupo de empresas que obtiveram aporte de PE/VC, principalmente quando se analisa a variação corretamente classificada das empresas sem PE/VC, que indicou 88,6% de assertividade.

Teste da Significância dos Coeficientes: A Regressão Logística testa hipóteses sobre coeficientes individuais. É usado um teste estatístico para saber se o coeficiente logístico é diferente de 0; utilizando a estatística Wald, prevê-se a significância para cada coeficiente estimado de forma que testes de hipóteses podem ocorrer e, se o coeficiente logístico é estatisticamente significativo, pode-se interpretá-lo. No modelo apresentado, no qual se incluíram todas as variáveis, deparou-se com dois coeficientes significantes – as variáveis x9 e x7 –, que foram estatisticamente significantes no modelo, conforme teste Wald.

Análise dos Coeficientes: Os coeficientes refletem diretamente na magnitude da variação no valor da razão de desigualdades. Por serem expoentes, eles são interpretados de maneira ligeiramente diferente. Seu impacto é multiplicativo, o que significa que o efeito do coeficiente não é adicionado à variável dependente (a razão de desigualdades), mas multiplicado para cada variação unitária na variável independente. Como tal, um coeficiente exponenciado de 1,0 denota mudança nenhuma. Desta forma, coeficientes menores que 1,0 refletem relações negativas, enquanto valores acima de 1,0 denotam relações positivas. Estes coeficientes podem ser identificados na coluna Exp (B), que apresenta os coeficientes exponenciados. No modelo, identificou-se a variável x9 como significativa e com um coeficiente acima de 1, o que pode indicar que as empresas com aportes de PE/VC tendem a apresentar uma relação melhor nesta variável. Já outra variável – x7 – tende a ter uma relação positiva com as empresas que não obtiveram aporte de PE/VC. Não foi possível analisar os demais coeficientes devido ao fato de não apresentarem estatisticamente significância no modelo.

Para finalizar os testes, efetuou-se este modelo ao qual se adicionou as 3 variáveis: x3, x8 e x9. Estas se mostraram estatisticamente significante no teste de média não paramétrico Mann-Whitney e, quando estipulada a estatística de escore, foram as que obtiveram maiores coeficientes dentre todas variáveis independentes, sendo também estatisticamente significantes. Assim, obtiveram-se os resultados apresentados na tabela 5, quando analisados em conjunto.

Tabela 5: Estimação da Regressão Logística: Variáveis evidentes no Teste de Média e Estatística de Escore

	valor
-2 Logaritmo de Verossimilhança (-2LL)	529,560
R2 de Cox e Snell	0,128
R2 de negelkerke	0,171

Pertinência Real em Grupo	Cientes sem PE/VC	Cientes com PE/VC	TOTAL
Cientes sem PE/VC	185	56	241
	(77%)		
Cientes com PE/VC	91	97	188
		(52%)	(66%)

Variáveis na equação	B	Erro Padrão	Wald	df	Sig.	Exp (B)
x 3 ROE	-0,002	0,009	0,059	1	0,808	0,998
x 8 VPA	-132	0,025	27,149	1	0,000	0,877
x 9 Retorno Ebitda/VPA	1,283	0,485	7,004	1	0,008	3,609
Constante	0,236	0,209	1,271	1	0,260	1,266

Fonte: Elaborada pelo autor utilizando sistema SPSS.

Analisando o modelo, pode-se observar que o valor de verossimilhança (-2LL) teve um aumento em relação ao modelo no qual estão incluídas todas as variáveis, o que significa uma piora no ajuste do modelo, resultado já esperado devido à retirada das demais variáveis independentes. No que tange à análise do R^2 , os valores apresentados combinados explicam, aproximadamente, de 12% a 17% da influência das variáveis independentes na medida dependente.

Observando os coeficientes apresentados, percebeu-se que a variável x3 apresentou uma estatística com significância não aceitável no modelo, sendo as demais variáveis – x8 e x9 – estatisticamente significantes.

Efetuando um comparativo com o teste de média não paramétrico Mann-Whitney e os resultados obtidos nas Tabelas 3 e 5, identificaram-se duas variáveis em comum nos dois modelos que apresentaram, novamente, grau de significância estatística satisfatório: Retorno Ebitda pelo VPA e ROE. Isso reforça a hipótese de melhor eficiência operacional e Valor Patrimonial por Ação, o que sugere busca por maior liquidez em bolsa das empresas financiadas pelo PE/VC.

Com base nestes coeficientes, fortaleceram-se os resultados obtidos no teste de média Mann-Whitney para as variáveis Valor Patrimonial por Ação e Retorno Ebitda pelo VPA, concluindo-se que a razão de desigualdade para empresas com fundos de PE/VC como sócios no IPO é de 12% menor com relação ao Valor Patrimonial por Ação para empresas que não estavam associadas a estes veículos de investimento em suas aberturas de capital. Ficou exposto, também, que as empresas que possuíam aportes de PE/VC têm uma razão de desigualdade 260% maior que as empresas sem aportes, tratando-se do Retorno Ebitda pelo Valor Patrimonial por ação.

Quando efetuadas as comparações das observações entre os dois grupos analisados, visando encontrar resultados estatisticamente significantes para, assim, poder comparar as médias, encontraram-se cinco índices que podem ser analisados com base em fatores de rentabilidade e de valor de mercado no teste de média efetuado.

Efetuando uma primeira análise, notou-se que as variáveis ROA e ROE apresentaram uma tendência de superioridade nas empresas com aporte de PE/VC perante as que não obtiveram. ROA apresentou uma mediana de 4,84 das empresas com aporte, frente a uma mediana de 3,16 das empresas sem aporte, indicando uma superioridade de 53% no que tange à Rentabilidade do Ativo. Já o ROE resultou em uma superioridade de 14% para as empresas com PE/VC, comparado às que não obtiveram o aporte.

Tais índices estão ligados diretamente à capacidade de gestão da empresa, em que, conforme visto na revisão da literatura, devido ao alto conhecimento dos profissionais engajados nas empresas pelos veículos, minimizam-se os riscos específicos e busca-se um crescimento sólido e rentável. De acordo com Gompers e Lerner (2002), a participação destes profissionais capacitados tende a justificar a superioridade encontrada.

Ainda pode-se ter como referência Carvalho (2006), o qual investigou uma das maneiras pelas quais o gestor de PE/VC pode adicionar valor às empresas investidas – através da exploração de possíveis sinergias que possam existir entre as diversas empresas investidas e do fato de que os gestores são reconhecidamente ativos enquanto investidores ou representantes de acionistas.

Como as empresas, alvo dos investimentos de PE/VC, possuem características de alto crescimento e risco, tanto o monitoramento quanto a definição de estratégias de adição de valor são fundamentais. Assim, gestores participam do conselho de administração, ajudam na definição de estratégias de negócios, proveem conhecimento sobre a indústria na qual o investimento é feito, ajudam a estruturar operações com fornecedores, clientes e bancos, e até se envolvem na contratação de empregados em posição-chave. Além disso, cumprem um papel certificador nas empresas investidas, dando conforto para que certos clientes adquiram seus produtos e/ou

serviços, ações estas que estão diretamente ligadas à gestão e aos resultados das empresas.

Já analisando índices de valores de mercado, em que os índices P/L e Retorno Ebitda pelo Valor Patrimonial por Ação das empresas com PE/VC apresentaram médias superiores e o índice Valor Patrimonial por Ação apresentou superioridade a favor das empresas sem PE/VC, pode-se, primeiramente, refletir sobre o conceito de índices de valor de mercado, os quais, de acordo com Gitmann (2007), são índices que relacionam o valor de mercado da empresa, medido pelo preço corrente da ação, a certos valores contábeis.

Esses índices mostram quão bem os investidores consideram que a empresa está funcionando em termos de risco e retorno. Eles tendem a refletir, em termos relativos, a avaliação de todos os aspectos do desempenho passado e do esperado para o futuro pelos acionistas.

O índice P/L apresentou uma superioridade de 46% para as empresas com aporte de PE/VC, o que indica que, em se tratando de um índice que reflete a confiança do investidor, as empresas com PE/VC apresentam uma confiança maior por parte dos investidores devido ao fato de apresentarem uma média mais alta que as empresas sem PE/VC. O retorno ebitda pelo VPA reflete uma superioridade a favor das empresas com PE/VC devido a uma eficiência melhor na gestão do negócio, conclusão respaldada pelo embasamento teórico apresentado no capítulo 2.1, no qual é citada a contribuição de valores para as investidas.

O Valor Patrimonial por Ação, conforme relatado por Kina (2002), refere-se a alternativas mais viáveis para a saída dos PE/VC das empresas que receberam investimento, ocorrendo por meio do IPO com a popularização do mercado acionário. Tal tendência identificada por Kina (2002) também é influenciada pelo valor das ações, apresentando uma média superior em 80% para as empresas sem PE/VC, o que deve favorecer a liquidez da empresa em bolsa e facilitar a futura saída do PE/VC do capital da empresa investida.

Pode-se afirmar que as empresas investidas tendem a buscar um maior número de investidores com VPA mais acessíveis para aquisição, visto que os veículos permaneceram por tempo determinado adicionando o máximo de valor, já visando a uma forma de saída, pois, com um VPA mais acessível, tendem a gerar um maior número de negociações e liquidez para as ações.

Os resultados apresentados pela Regressão Logística tiveram como objetivo analisar o comportamento das variáveis verificadas em conjunto em um modelo e, posteriormente, avaliar um segundo modelo, no qual foram incluídas apenas as variáveis que apresentaram maior estatística de escore, sendo significantes fora da equação, e também identificadas como significantes no teste de média Mann-Whitney.

Analisando o modelo no qual se abordaram todas as variáveis, conseguiu-se explicar, aproximadamente, 1/3 da variação entre os dois grupos de empresas, porém apenas duas variáveis apresentaram significância estatística para serem analisadas – Ebitda por Ação e o Retorno ebitda pelo Valor Patrimonial por Ação.

O primeiro índice citado, ebitda por ação, apresentou uma variação de 41% menor para as empresas com aportes de PE/VC. No entanto, esta variável, ao ser analisada independentemente das demais no teste de média, não foi significativa para o estudo. Já a variável Retorno Ebitda pelo Valor Patrimonial por ação mostrou-se, novamente, superior para as empresas com aporte de PE/VC.

O segundo modelo utilizado para teste permitiu concluir e reforçar a tendência de duas variáveis, sendo elas o VPA e o retorno ebitda pelo VPA, em que os resultados apresentam a mesma direção obtida no teste de média, no modelo, apresentaram significância estatística satisfatória e direções idênticas às dos coeficientes do modelo Mann-Whitney. O ROE foi incluído também seguindo o mesmo motivo de inclusão das outras duas variáveis, porém não foi significativo estatisticamente para ser analisada.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve por objetivo investigar a influência e os impactos da participação de fundos *private equity* e *venture capital* no desempenho das empresas estreantes na BM&FBOVESPA por eles financiadas. A Indústria de PE/VC tem aumentado sua participação no mercado financeiro brasileiro, o que se pode constatar tendo em vista que no período analisado 35% das empresas eram financiadas por estes veículos de investimentos.

Foi possível evidenciar cinco indicadores dentre 11 analisados que demonstraram diferenças estatisticamente significantes quando analisados isoladamente. Tais indicadores podem estes ser utilizados por empresas e investidores que buscam identificar fatores que podem ser impactados com a presença destes veículos de investimento, como sócios das empresas. Foi possível constatar, inicialmente, quando efetuada revisão da literatura, que os fundos de PE/VC tendem a agregar valor no que tange à gestão. Todavia, este trabalho buscou apresentar, por meio de indicadores, quantificando as diferenças entre os dois grupos, as empresas investidas e as não investidas por fundos de PE/VC.

Dentre estes cinco indicadores, três estavam voltados diretamente para o desempenho – ROA, ROE e ebtida/Ação – e dois para a análise de mercado – P/L e VPA. Na análise por meio do teste de média, as empresas que têm estes veículos de investimento como sócios e que são financiadas até seu IPO tendem a apresentar melhores retornos em seus ativos e uma melhor gestão de seu patrimônio, tendo, também, uma geração de caixa favorável, o que foi constatado no indicador ebtida/Ação. A média mostrou um P/L superior às investidas, concluindo-se que o mercado identifica um menor risco e uma maior possibilidade de crescimento nas empresas com capital de PE/VC.

Com o objetivo de fortalecer os resultados obtidos no teste de média, as Regressões Logísticas que analisaram todas as variáveis em conjunto, excluindo correlações existentes, encontramos novamente o indicador ebtida/VPA. Quando analisadas apenas as variáveis que apresentaram uma estatística de escore elevado e também identificadas no teste de média, novamente este indicador voltou a confirmar seu impacto favorável nas empresas investidas. Assim, pode-se concluir que as empresas que possuem fundos de PE/VC apresentam um retorno de geração de lucro antes de impostos, depreciação, juros e amortização pelo patrimônio líquido de cada ação superior ao das empresas não investidas.

Para as empresas que atualmente buscam identificar alternativas de capitalizar seu negócio, tendo uma gestão mais profissionalizada, uma boa alternativa é associar-se a um fundo de investimento de PE e VC. Isto também serve para as empresas que já estão sendo assediadas por estes, de modo que podem identificar os fatores que irão ser impactados, tais como uma melhor rentabilidade sobre seus ativos e patrimônio, e posteriormente podem proceder à abertura de capital com um VPA inferior ao das demais empresas que abriram capital sem aportes de PE/VC, o que conferiria maior liquidez à comercialização das ações, e com um P/L superior, o que significa boa avaliação dos investidores no que tange a aspectos do desempenho passado e do esperado para o futuro.

Como sugestão para trabalhos futuros e também com o objetivo de dar continuidade a esta pesquisa, pode-se atualizar a amostra, coletando dados publicados posteriormente ao trabalho. Outra análise que também pode ser efetuada é comparar os grupos por seus segmentos de atuação, com o intento de refinar os resultados apresentados neste estudo. O ponto que poderia fragilizar a pesquisa foi não haver comparação entre os indicadores de performance anteriores à adesão do PE/VC, o que poderia melhorar ainda mais os resultados e ainda identificar a contribuição deste tipo de capital na gestão das empresas.

De qualquer forma, a atual conjuntura econômica brasileira está atraindo muitos recursos, fundos estrangeiros que, passados anos de promessas, decidiram desembarcar no Brasil.

De acordo com Lethbridge e Fogaça (2010), esses fundos têm, hoje, 18 bilhões de dólares para investir em empresas brasileiras, sendo necessário, cada vez mais, o mercado possuir informações detalhadas de como estes investimentos podem vir a contribuir nas companhias. Assim, as evidências encontradas nesta pesquisa poderão auxiliar os investidores, ficando claro os impactos e as influências que estes veículos de investimentos podem causar às companhias investidas.

Enfim, o desenvolvimento de um mercado financeiro de longo prazo é fundamental para suportar o crescimento sustentado pela economia brasileira e apresentar alternativas para a capitalização das empresas, o que é muito importante para auxiliar as necessidades de financiamento, os fundos de *private equity* e *venture capital*, os quais representam relevantes alternativas de “funding” para investimentos. Esses não possuem característica especulativa de lucro no curto prazo, mas pretendem estimular o crescimento das empresas que receberam investimento, gerando riqueza própria e para a sociedade. Portanto, os resultados obtidos neste trabalho poderão auxiliar todo o público envolvido neste contexto.

REFERÊNCIAS

- BARRY, C. B.; MUSCARELLA, C. J.; PEAVY III, J. W.; ETSUYPENS, M. R. (1990). “The role of venture capital in the creation of public companies”. *Journal of Financial Economics*. vol. 27(2), pp. 447-471.
- BELMONTE, V. A. B.; FREITAS, W. R. S. Empresas familiares e a profissionalização da gestão: estudo de casos em empresas paulistas. *Revista de Administração da UFSM, Santa Maria*, v. 6, n. 1, p. 71-90, 2013.
- BOTELHO, A.J.J.; HARCKBART, G. e LANGE, J. E. (2003). “Do Brazilian Venture Capitalists Add Value to Their Portfolio Companies?” *Frontiers of Entrepreneurship Research*.
- BRAV, A. e GOMPERS, P. A. (1997). “Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Non-venture Capital-Backed Companies”. *The Journal of Finance*, v.52(5), pp. 1791-1821.
- CARVALHO, A. G. de; RIBEIRO, L. L. de; FURTADO, C. V. (2006). *A Indústria de private equity e venture capital: primeiro censo brasileiro*. São Paulo: Saraiva.
- DAMODARAN, A. (1997). *Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*. 1ª ed. Rio de Janeiro: Qualitymark.
- FREITAS, E. C.; BARTH, M. De pai para filho: a complexidade e os desafios da gestão das empresas familiares. *Revista de Administração da UFSM, Santa Maria*, v. 5, n. 3, p. 549-568, 2012.
- FURTADO, Walter. *Guia para investidor em ações: o que você deve saber para começar a investir*. Rio de Janeiro. 2009.
- GIOIELLI, S. P. O. (2007). *Os Gestores de private Equity e Venture Capital Influenciam a Governança Corporativa das Investidas? Evidência de Empresas Estreantes na BM&FBOVESPA*. Dissertação (Mestrado) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.
- GOMPERS, P. A. e LERNER, J. (2002). *The Venture Capital Cycle*. Cambridge, MA: The MIT Press.
- GORMAN, M. e SAHLMAN, W. (1989). “What do venture capitalists do?”. *Journal of Business Venturing*, vol. 4(4), pp. 231-248.
- KINA, E. T. (2002). *O problema do êxito em investimentos de risco no Brasil: uma análise detalhada da alternativa de saída através de IPO*. Dissertação (Mestrado) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.
- LETHBRIDGE T. e FOGAÇA G. *É Capitalismo em Estado Puro*. Exame. São Paulo, ano 44, n. 23,

p. 21-30, 15 Dez. 2010.

MASULIS, R. W.; THOMAS, R. S. (2008). "Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivatives Usage on Corporate Governance". ECGI – Law Working Paper n. 113/2008. Vanderbilt Law and Economics Research Paper, n. 08-20.

MEGGINSON, W. L. e WEISS, K. A. (1991). "Venture capitalist certification in initial public offerings". *Journal of Finance*, vol. 46(3), pp. 879-903.

PHALIPPOU, L. e GOTTSCHALG, O. (2009). "The Performance of Private Equity Funds". *Review of Financial Studies*, vol. 22(4), pp. 1747-1776.

PIETRO NETO, J.; GALLI, O. C.; DECOURT, R. F. Volatilidade, magnitude dos proventos e a sinalização na política de distribuição de lucros. *Revista de Administração da UFSM*, Santa Maria, v. 1, n. 1, p. 37-56, 2008.

PINHEIRO, Juliano L. *Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

ROSS, S.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. (2009). *Administração Financeira*. São Paulo: Atlas.

SALGADO, E. e SUZIN G. *Fábrica de Capitalistas*. Exame. São Paulo, ano 44, n. 15, p. 4-12, 25 Ago. 2010.

SIQUEIRA, E. M. R. (2007). *Determinantes do Desempenho dos Veículos de Private Equity e Venture Capital: evidências do caso brasileiro*. Dissertação (Mestrado) – Escola de Administração de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.

TAVARES, P. C. A. e MINARDI, A. M. A. F. (2009). "Does private equity work as a quality certification for IPOs in Brazil?". In: IX ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 9, São Leopoldo. Anais... São Leopoldo, Sociedade Brasileira de Finanças.