

# Insper

INSPER INSTITUTO DE ENSINO E PESQUISA

PROGRAMA DE MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO

FUNDOS DE PRIVATE EQUITY QUICK-FLIPPERS E DESEMPENHO DOS IPO'S

AMANDA SANCHES FERREIRA

SÃO PAULO

2017

AMANDA SANCHES FERREIRA

FUNDOS DE PRIVATE EQUITY QUICK-FLIPPERS E DESEMPENHO DOS IPO'S

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em Administração do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de Concentração: Estratégia  
Linha de pesquisa: Estratégia Corporativa

Orientador: Prof. Dr<sup>a</sup>. Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi – Insper

SÃO PAULO

2017

## RESUMO

Dada a importância do *market timing* para a realização de IPOs, os fundos de *private equity* tendem a reduzir o tempo de permanência na gestão das empresas, o qual é dedicado à reestruturação e à implementação de melhorias operacionais, de acordo com o surgimento das janelas de IPO. Mesmo que isto possa acarretar queda na performance nos períodos subsequentes ao IPO e, em casos mais extremos, como evidenciado por Cao (2011), a falência das empresas levadas à IPO prematuramente. Afim de entender o comportamento das empresas brasileiras frente as janelas de IPO, este trabalho busca estabelecer uma relação entre o tempo de permanência dos fundos de PE com a performance das empresas e, também, o impacto causado pelas *quick-flippers* na performance das empresas nos três anos subsequentes ao ano do IPO. Para isto analisamos os IPOs realizados na Bovespa no período de 2004 a 2012 e que tiveram a participação de fundos de *private equity*. Após o tratamento da amostra e eliminação de possíveis vieses de seleção – devido a segregação existente na amostra em *quick-flippers* e não *quick-flip* - através do modelo de seleção de Heckman, os resultados para a economia brasileira indicam que o *market timing* é mais importante para a performance da empresa do que o período que o fundo permanece atuando na gestão da mesma.

**Palavras-chave:** *Private Equity*; IPOs; *market timing*; janelas de IPO, *quick-flippers*.

## ABSTRACT

Due to the great importance of market timing for IPOs, *private equity* funds tend to reduce the time spent in corporate management, which is dedicated to the restructuring and implementation of operational improvements, according to the emergence of hot market window. Even though this may lead to a fall in performance in periods subsequent to the IPO and in more extreme cases, as evidenced by Cao (2011), the bankruptcy of the companies taken to IPO prematurely. In order to understand the behavior of the Brazilian companies in front of IPO window, this work seeks to establish a relationship between the holding period of the PE funds with the performance of the companies and also the impact caused by the *quick-flippers* in the performance of the companies in the three years subsequent to the year of the IPO. For this we analyze the IPOs conducted on Bovespa between 2004 and 2012 and which had the participation of *private equity* funds. After the treatment of the sample and elimination of possible selection biases through the Heckman selection model, the results for the Brazilian economy indicate that the market timing is more important for the performance of the company than the period the fund remains in the management of the same.

**Key words:** Private Equity; IPOs; market timing, hot market window; quick-flippers.

AMANDA SANCHES FERREIRA

FUNDOS DE PRIVATE EQUITY QUICK-FLIPPERS E DESEMPENHO DOS IPO'S

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado Profissional em Administração do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de Concentração: Estratégia

Linha de pesquisa: Estratégia Corporativa

Orientador: Prof. Dr<sup>a</sup>. Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi – Insper

Data de aprovação: \_\_\_/\_\_\_/\_\_\_

Banca Examinadora

---

Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi

Professora Doutora

Instituição: Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

---

Adriana Bruscato Bortoluzzo

Professora Doutora

Instituição: Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

---

Hsia Hua Sheng

Professor Doutor

Instituição: FGV - EAESP

SÃO PAULO

2017

Dedico este trabalho aos meus pais, Celso e Marli, por todo apoio, amor, compreensão e incentivo.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente aos meus pais, Celso e Marli, pelo apoio nesta caminhada nem sempre fácil, mas com certeza edificante. Sem o apoio de vocês tudo seria mais difícil. Obrigada por entenderem minhas ausências e mesmo assim estarem sempre presente.

À Prof. Dr<sup>a</sup>. Andrea Minardi, pela ajuda na definição do tema, pelo tempo dispensado à orientação, meus sinceros agradecimentos.

Aos demais professores e colaboradores do Insper que tive o prazer de conhecer ao longo do programa, agradeço pelos conhecimentos e experiências compartilhadas nas aulas, os quais contribuíram para o meu desenvolvimento acadêmico, profissional e, as vezes, pessoal.

Ao meu namorado, Carlos Eduardo, que esteve ao meu lado desde o início do programa, obrigada por ter acreditado em mim quando eu duvidava, por sempre me incentivar a seguir em frente e não desanimar frente aos obstáculos.

E a todos os amigos que, sejam amigos da vida, do trabalho ou de curso, contribuíram para que eu pudesse concluir mais esta etapa.

À vocês, meu muito obrigada!

## SUMÁRIO

1. SUMARIO EXECUTIVO.....	9
2. INTRODUÇÃO.....	10
3. REVISÃO DA LITERATURA.....	13
3.1. Estrutura e Funcionamento da Indústria.....	13
3.2. O Desempenho pós-IPO.....	18
3.3. IPO <i>market timing</i> e o mercado brasileiro.....	18
4. METODOLOGIA.....	21
4.1. Base de Dados.....	21
4.2 Hipóteses e Modelo Econométrico.....	21
5. ANÁLISE DE RESULTADOS .....	29
6. CONCLUSÕES.....	33
7. BIBLIOGRAFIA.....	34



## 1. SUMARIO EXECUTIVO

Historicamente, as empresas brasileiras possuem significativa dependência de recursos próprios para financiar suas operações, o que pode ser explicado por três razões principais: incipiência do mercado de capitais nacionais, alto custo de captação juntos às instituições financeiras e pouca disponibilidade de financiamento de longo prazo. No Brasil, a indústria de *private equity* teve seu início na década de 1960 e alcançou a sua maturidade em 2004, devido a maior estabilidade macroeconômica logo após o período de incerteza política vivido na eleições presidências de 2004, quando o governo do então presidente Lula conseguiu mostrar ao mercado que daria continuidade na política monetária anterior com o controle da inflação e taxas de juros em declínio, o que impulsionou o fluxo de capital estrangeiro para os investimentos no Brasil. Atualmente a indústria de *private equity* brasileira possui ativos de mais de R\$ 100 bilhões e participou de 37% dos IPOs realizados no período analisado (2004-2012).

Segundo a literatura internacional, os fundos buscam sair de seus investimentos e realizar o IPO durante janelas de oportunidade, ou seja, nos momentos percebidos como aquecidos economicamente, ou seja, os fundos tendem a aproveitar o *market timing* para garantir o bom desempenho de seu investimento. Sendo a saída a etapa crucial para garantir o bom resultado do fundo e garantir a sua reputação perante o mercado. Baseado nisto, ao longo do trabalho buscamos entender o desempenho das operações brasileiras classificadas como *quick-flippers*, quando o fundo realiza o desinvestimento em períodos inferiores a 12 meses, após a realização do IPO e o resultado é comparado as operações não *quick-flip*.

Para o desenvolvimento da pesquisa o estudo utilizada a base de operações realizadas na Bovespa no período de 2004 a 2012 e que tiveram a participação de fundos de *private equity* no processo. Os resultados obtidos mostram a importância do mercado aquecido para garantir o bom desempenho dos IPOs. Porém o tamanho da amostra, apesar de contar com 100% dos IPOs com participação de fundos de *private equity* realizados no Brasil, pode ser considerado uma limitação para a pesquisa e resultados diferentes podem ser obtidos caso o mesmo modelo seja utilizado no futuro com a inclusão de novas operações.

## 2. INTRODUÇÃO

A literatura atual apresenta três visões sobre a gestão dos fundos de *private equity* (THAKER, 2013). A de Jensen (1989), a de Rappaport (1990) e a de Kaplan (1991). Na visão de Jensen (1989), os fundos criam uma estrutura de longo-prazo, com alinhamento de interesses proporcionado por uma boa governança e alavancagem financeira. Na visão de Rappaport (1990), os fundos buscam empresas em dificuldades nas quais possam introduzir novas formas de gestão e desinvestir em um curto espaço de tempo. Para Kaplan (1991), a forma de gestão dos fundos de *private equity* é uma mescla das visões propostas por Jensen e Rappaport, visto que os fundos têm incentivos para se comportar de ambas as formas, ou seja, melhorar a estrutura organizacional e gestão da empresa investida de forma a propiciar retorno aos seus quotistas e sair em um período de tempo suficientemente longo para estas mudanças gerarem resultados.

As visões acima expostas evidenciam que o retorno aos investidores gerado durante o processo de desinvestimento – neste trabalho estudaremos apenas estratégia de saída via IPO – é o objetivo final; e o sucesso deste é o que garante o crescimento dos fundos e sua reputação perante o mercado (Cao, 2011). Isto sugere que os esforços dos fundos para aumentar a eficiência operacional às vezes sucumbem ao *timing* do mercado e evidencia que a duração do período de investimento deve ser negativamente relacionada às condições de mercado de IPO. Por isso, quando o mercado de capitais está aquecido, os fundos têm incentivo de abrir o capital de empresas prematuramente, prejudicando o potencial de melhoria de eficiência operacional (Cao, 2011; Alti, 2005).

Os fundos buscam sair de seus investimentos e realizar o IPO durante janelas de oportunidade, ou seja, nos momentos percebidos como aquecidos economicamente. Em outras palavras, os fundos tendem a aproveitar o *market timing* para garantir o bom desempenho de seu investimento. Em Alti (2005) podemos comprovar que o fato do mercado estar aquecido possui um impacto superior ao *holding period* do desempenho do IPO.

Como o *boom* da indústria de *private equity* brasileira se deu apenas em 2004, e no período de 2008-2009 a indústria nacional foi afetada pela crise mundial,

pode-se verificar que alguns fundos anteciparam a saída dos investimentos, ao mesmo tempo que outros que haviam captado antes da crise foram às compras, fato este que aliado à robustez apresentada pela economia brasileira perante a crise, minimizaram os efeitos da crise quando comparado às economias dos países desenvolvidos.

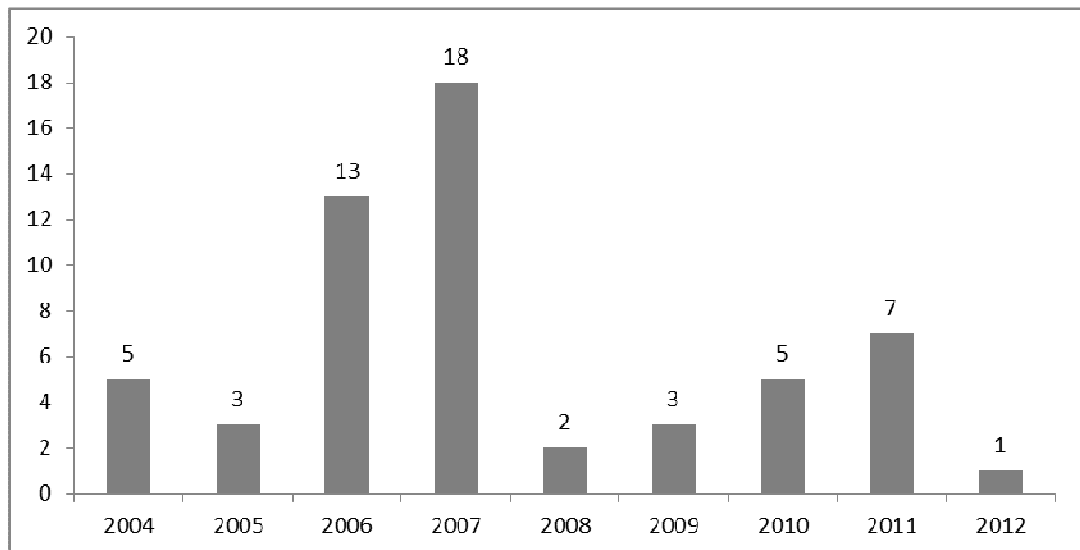


Gráfico 1: Número de IPO's no período analisado.

Fonte: Economática.

Desta maneira, nos últimos anos, de uma maneira global, os fundos de *private equity* e *venture capital* têm desempenhado um importante papel como fonte de financiamento das firmas e o objetivo deste trabalho é entender a relação entre o tempo que o fundo permanece na empresa antes de seu IPO e o impacto que isto pode ter no seu desempenho após a abertura de capital, ou seja, se o fato do fundo aproveitar as janelas de IPO do mercado para realizarem o desinvestimento pode ser prejudicial ao desempenho da empresa ou não. Na literatura atual, em especial Cao (2011), encontramos trabalhos que medem esta relação existente entre o desempenho pós IPO e o tempo de permanência dos fundos na gestão da empresa para empresas norte-americanas, porém nada que busque entender esta relação no mercado brasileiro.

A amostra utilizada na pesquisa é composta por 60 empresas que realizaram IPO na Bovespa entre janeiro de 2004 e dezembro de 2012 e tiveram participação

de fundos de PE na fase pré-IPO e apresentavam os dados na base Económica, sendo que devido a isto 3 empresas foram excluídas da amostra, o que resultou em uma amostra final de 57 empresas. E o trabalho está estruturado na seguinte forma: no capítulo 3 é apresentado uma revisão literária sobre a indústria de *private equity* e o *market timing*. No capítulo 4 temos uma descrição da amostra e a metodologia utilizadas na pesquisa, no capítulo 5 temos os resultados e por fim, no capítulo 6, as conclusões da pesquisa.

### 3. REVISÃO DE LITERATURA

A indústria de *private equity* e *venture capital* teve seu início nos EUA em 1946, devido à preocupação com a economia dos anos de 1930 e 1940, já que neste período poucas empresas foram criadas devido a escassez de recursos para financiamento e podia-se observar uma crescente concentração destes nas mãos de poucos empresários e instituições financeiras. Desta maneira, os fundos de *private equity* e *venture capital* se tornaram fundamentais para as empresas de pequeno e médio porte que buscavam financiamentos para seus projetos, pois estes desempenham o papel de intermediador nos mercados financeiros e disponibilizam recursos às empresas que possuem limitações para acessar as fontes tradicionais de financiamento como os bancos e bolsa de valores, uma vez que estes fundos são responsáveis pela gestão dos recursos de um ou mais investidores para investimentos de longo-prazo (LERNER, 2009; KAISER; WESTARP, 2010).

O capital oriundo de fundos de PE/VC é aportado nas empresas investidas por meio de ações (ordinárias ou preferenciais), debentures, quotas de participação, opções, bônus de participação ou *warrants* e as principais características destas empresas são a baixa liquidez, o risco elevado e a perspectiva de retornos elevados no longo prazo (LOPES, FURTADO, 2006; ABDI, 2011).

#### 3.1. Estrutura e Funcionamento da Indústria

De acordo com a literatura, a indústria de *private equity* e *venture capital* possui quatro pilares de sustentação, que são seus principais agentes: a) organizações gestoras (*general partner*); b) fundos de investimentos; c) investidores (*limited partners*) e d) empresas investidas. E a dinâmica entre estes agentes pode ser entendida de acordo com a figura abaixo:

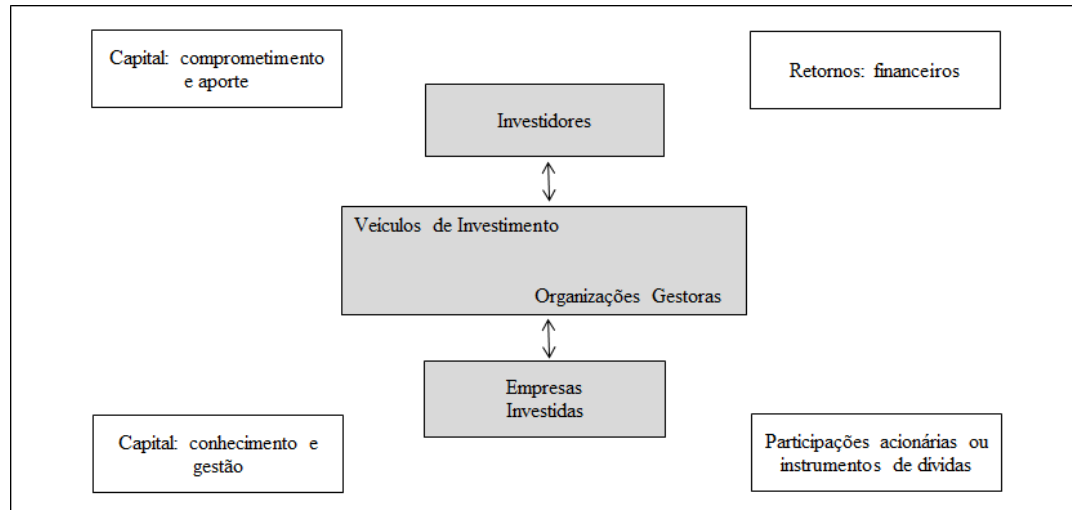


Figura 1: Agentes da indústria de PE/VC

Fonte: Adaptado de ABDI (2011) *apud* RIBEIRO (2005)

Os detentores do capital, através das organizações gestoras ou *general partners*, realizam os investimentos em empresas previamente selecionadas de modo a impulsionar os projetos das mesmas através da alavancagem de capital necessária. E em contrapartida, as empresas investidas garantem aos fundos de *private equity* um percentual do capital societário do negócio e a participação no conselho, de modo a garantir a criação de valor esperada pelos investidores. Após a maturação do investimento, os fundos repassam sua participação na empresa investida, sendo a estratégia de IPO amplamente utilizada, e os retornos financeiros são repassados aos investidores (*limited partners*) após deduzir sua taxa de desempenho (LERNER et al., 2009; ABDI, 2011)

Segundo Gompes e Lerner (2006), o ciclo de investimento dos fundos de *private equity* pode ser dividido em cinco etapas, de acordo com as características da indústria, com o fluxograma do mesmo na Figura 2:

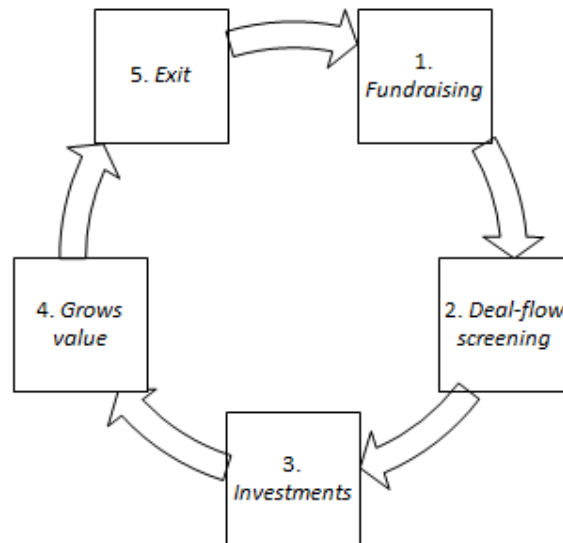


Figura 2: Ciclo de investimento da indústria de PE/VC

Fonte: Adaptado de Gompers e Lerner (2006)

A fase de *fundraising* pode ser compreendida como a fase de constituição do fundo e captação dos recursos. Nesta etapa do processo são definidas também as cláusulas contratuais e a estrutura que será utilizada pelo fundo (*limited partnership*; fundos de investimentos em participações (FIP); investimento direto; *holdings*; ou *corporate venture*), (GOMPERS; LERNER, 2001b; ABDI, 2011; CARVALHO et al., 2006). E independente da estrutura adotada pelo fundo de PE/VC, os investidores possuem disponibilidade de capital a ser investido em longo prazo, com baixa liquidez, alto risco e elevada expectativa de retorno (CARVALHO et al., 2006). Ressaltando que no Brasil, os fundos de pensão ligados à instituições financeiras e *corporate venture* representam aproximadamente 40% do capital investido em *private equity* (LOPES; FURTADO, 2006).

Ainda na fase de *fundraising*, de acordo com Gompers e Lerner (1999), desempenhos anteriores importam e, caso estes sejam positivos, agem como incentivadores para os investidores dos novos fundos. Em outras palavras, a reputação dos fundos em investimentos passados é importante e garante o bom desempenho nos novos projetos.

A segunda fase do ciclo de investimentos, *deal flow screening*, pode ser entendida como a fase de seleção dos investimentos a serem considerados pelos

fundos. Após a fase de prospecção de possíveis novos investimentos, considerando setor a ser investido, potencial da empresa, tamanho de mercado, os fundos então realizam uma *due-diligence*, ou seja, uma auditoria completa da empresa que irá receber os investimentos (LERNER et al., 2009; KAPLAN;STRÖMBERG, 2000). Após a etapa de *due-diligence*, e caso a empresa não apresente problemas que possam inviabilizar os negócios futuramente, os fundos firmam o acordo com as empresas-alvos (*term-sheet*) e dão início ao processo (ABDI, 2011).

A terceira etapa, a fase dos investimentos, pode ser considerada a etapa principal para o bom desempenho dos fundos de *private equity*, pois é neste momento que os fundos passam a integrar o quadro da empresa (KAPLAN; STRÖMBERG, 2001) e podem definir e trabalhar nas metas planejadas para alcançar o retorno necessário para garantir a lucratividade do fundo. Os investimentos podem ser realizados por um ou mais fundos de PE/VC e quando isto acontece temos o co-investimento, ou seja, fundos trabalhando juntos com o objetivo de reduzir o risco de uma empresa e melhorar os processos e controles (GOMPERS; LERNER, 2001; LERNER et al., 2009). Segundo Damodaran (2009), determinar o valor de uma empresa de capital fechado é uma tarefa complexa pois as informações necessárias podem estar enviesadas.

Os aportes de capital realizados pelos fundos na etapa de investimento normalmente são realizados em etapas de acordo com os *milestones* estabelecidos previamente, isto garante que os recursos sejam utilizados nas finalidades pré-determinadas e garante aos fundos um melhor acompanhamento dos investimentos já realizados (LERNER et al., 2009).

A etapa seguinte ao investimento é *grows value*, ou seja, a etapa de monitoramento e criação de valor ao capital investido. De acordo com ABDI (2011), é nesta fase que os fundos aumentam a interação com as empresas investidas, realizam as alterações administrativas e operacionais necessárias e promovem a integração entre as equipes das empresas investidas e dos fundos gestores.

E para finalizar o ciclo de investimentos dos fundos de PE/VC, as saídas dos investimentos realizados ou simplesmente o desinvestimento, é a fase em que as organizações gestoras se desfazem de maneira parcial ou total de sua participação societária da empresa investida. É nesta etapa que as atividades realizadas em



todas as etapas anteriores do ciclo pelos fundos gestores são avaliadas. Quando os investimentos foram bem sucedidos, o esperado é que os fundos vendam suas participações por um valor superior aos investimentos realizados, porém se o negócio não performar como o esperado, as organizações gestoras tentam liquidar os ativos da empresa de maneira a minimizar suas perdas. E, segundo Gladstone e Gladstone (2002), é esta dinâmica que garante a existência da indústria de *private equity* e *ventura capital*; o retorno financeiro oriundo dos desinvestimentos é que garantem o levantamento dos próximos fundos e mantém o interesse dos investidores em continuar atuando nesta modalidade de investimentos para seus recursos. Sendo que esta saída pode acontecer por cinco formas:

1. Venda para um comprador estratégico (*trade sale*);
2. Venda para outro fundo de PE/VC ou investidor (*secondary sale*);
3. Venda para os gestores ou fundadores da empresa (*buyback*);
4. Liquidação dos investimentos (*write-off*); e
5. Abertura de capital no mercado financeiro (IPO).

Por ser a abertura de capital no mercado financeiro (IPO), a forma de desinvestimento mais notoriedade no mercado financeiro e o objeto de estudo desta pesquisa, aprofundaremos nossas análises neste modalidade.

O IPO pode ser utilizado tanto para saídas totais quanto parciais dos fundos. A primeira emissão de ações, ou *Inicial Public Offering*, pode ser considerada a saída mais atrativa para os fundos, além de ser a única a permitir pesquisas sobre os resultados alcançados pela indústria, visto que ela permite identificar a participação percentual dos fundos através dos prospectos de emissão e o valor alcançado pelo fundo em sua saída através de dados públicos de mercado (BLACK; GILSON, 1998).

Afim de garantir o sucesso de sua estratégia de saída, fundos que optem pelo IPO, devem estar atentos não apenas ao momento da empresa a ser levada à público, mas também ao momento econômico. Na literatura atual podemos encontrar estudos que evidenciam que os IPOs tendem a se concentrar em momentos de mercado aquecido, e este fenômeno pode ser explicado por altos

fluxos de caixa, efeitos da indústria, elevado *underpricing* e bons resultados de IPOs recentes (LOWRY e SCHWERT, 2002; ALTI, 2005; CAO, 2011), o que evidencia a existência de um market timing ideal para a realização de IPOs.

### 3.2. O desempenho pós-IPO

Após a realização de um IPO, de acordo com Jain e Kini (1994), as empresas tendem a apresentar uma queda em seu desempenho operacional quando comparados ao período pré-IPO. Podemos observar que os investidores valorizam as empresas que abrem seu capital baseados na expectativa de que o crescimento do lucro perdure, sendo que na realidade, as margens de lucro pré-IPO, nas quais as expectativas são formadas, não são sustentáveis. E segundo Jain e Kini (1995), existem diversos fatores relacionados a esta queda de desempenho nos períodos subsequentes ao IPO, entre estes podemos citar: (1) potencial aumento nos custos de transação quando a empresa passa de capital privado a capital aberto; (2) os gestores podem manipular os números antes do IPO de forma a tornar a empresa mais atrativa. Isto levaria a um desempenho pré-IPO superestimado; e por fim, (3) os empresários decidem abrir o capital das empresas em períodos considerados bons e que sabem que podem não ser sustentáveis no futuro. Em suma, podemos dizer que a presença de assimetria de informação e o conflito de interesses entre os empresários originais e os novos acionistas são os principais motivos que contribuem para o declínio do desempenho na fase pós-IPO. Loughran e Ritter *apud* Jain e Kini (1994) afirmam que esta queda não é prevista e que os novos acionistas sempre se surpreendem com os ínfimos resultados pelo IPO.

### 3.3. A influência do IPO *market timing* sobre o tempo de permanência no mercado brasileiro

A decisão de realizar um IPO pode ser motivada por inúmeros motivos, tais quais a captação de recursos para ajustar a estrutura de capital, o financiamento de

novas pesquisas e investimentos, novas aquisições, redução da assimetria de informações entre a empresa e possíveis investidores (Kim e Weisbach, 2008; Oliveira e Martelanc, 2014). A partir de 2004 houve um aumento do número de IPOS no mercado brasileiro devido a melhora ocorrida no quadro macroeconômico brasileiro (redução da inflação e da taxa de juros da economia). Para Pastor e Veronezi (2005), as condições de mercado são o fator mais importante na decisão de abrir o capital de uma empresa. Os autores propõem que existe um *timing* ótimo para o IPO.

Alti (2005) reforça Pastor e Veronezi (2005) ao afirmar que os fundos de *private equity* antes de realizarem um desinvestimento consideram, além dos fatores listados anteriormente, o *market timing*, o que pode ser traduzido como as “janelas de IPOs”. O *market timing* ou janelas de aquecimento podem ser caracterizadas por períodos com quadros macroeconômicos mais estáveis, em que o número de IPOs por período é mais elevado, já que após processos de IPO com resultados satisfatórios, empresas que estão em vias de abrir o capital devem antecipar o lançamento afim de aproveitar o bom momento (ALTI, 2005; PASTOR & VERONESI, 2005).

Pagano, Panetta e Zingales, (1998) indicam que empresas com disponibilidade de caixa e recursos para investimento no curto-prazo tendem a esperar pelo correto *market timing* para realizar o lançamento de suas ações. Estudos empíricos indicam que o volume de IPOs é altamente sensível aos resultados de ofertas recentes e atuais, o que evidencia que as informações geradas pelos primeiros IPOs do período facilitam a avaliação das empresas que aguardam o *market timing* ideal para lançar suas ações e assim desencadeiam novos lançamentos (LOWRY e SCHWERT, 2002; BENVENISTE, LJUNGQVIST, WILHELM, e YU, 2003).

Para Cao (2011), ao invés de utilizar o período de investimentos para implementação de melhorias operacionais e reestruturação, os fundos apenas exploram as condições e tempo de mercado afim de garantir uma compra barata e uma venda cara.

Porém, o tempo de investimento teria implicações de valor significativo, principalmente para empresas mais novas, e se o *timing* do IPO levar os fundos a

desinvestirem antes de alcançar a eficiência profissional, isto pode causar um impacto negativo na reestruturação, resultando em mau desempenho operacional ou até mesmo no desempenho do IPO (CAO, 2011). Este tipo de comportamento caracteriza a estratégia de *grandstanding*, através da qual empresas jovens, que podem não estar maduras o suficiente para serem introduzidas na bolsa são levadas a IPO afim de garantir um bom resultado para os fundos gestores (HIBARA, 2004).

Porém, a sensibilidade do número de IPOs às condições de mercado é muito elevado no início do mercado aquecido, visto que conforme o aquecimento do mercado avança tendemos a alcançar o equilíbrio já que as últimas empresas a lançarem suas ações no período são empresas com pouco potencial de crescimento. Desta maneira, a probabilidade de maiores captações através do lançamento de ações é maior para as empresas que seguiram a boa tendência do mercado (ALTI, 2005).

Desta forma, visto que o *timing* de mercado postula que os fundos de *private equity* tendem a encurtar o processo de reestruturação em condições de mercado mais favoráveis para novas emissões, a primeira hipótese testada neste trabalho leva em consideração o tempo de permanência do fundos de *private equity* nas empresas investidas para entender a relação entre esta variável e a performance da empresa nos próximos três anos após o IPO (as quais serão definidas como Ano 1, Ano 2 e Ano 3). A segunda hipótese, a qual é testada em duas etapas, leva em consideração as condições do mercado de capital buscando entender o impacto que estas causam na decisão dos fundos de realizarem o desinvestimento precocemente ou não, o que caracteriza uma *quick-flip* e o impacto que esta variável (*quick-flip*) tem sobre a performance, a qual também será testada nos próximos três anos após a data do IPO. De acordo com Cao (2011), uma operação *quick-flip* pode ser entendida como a oportunidade de o fundo investidor realizar o desinvestimento em um período inferior à 12 meses do início de seus investimentos na empresa e ainda assim auferir retornos positivos.

## 4. METODOLOGIA

### 4.1. Base de Dados

A amostra do estudo esta baseada nas ofertas iniciais de ações que foram realizadas, entre 2004 e 2012, pela BOVESPA. E o período selecionado coincide com o início do *boom* do mercado de capitais brasileiro e a data final no ano de 2012 é devido ao período analisado das informações de cada empresa, já que algumas das variáveis conforme será explicado mais adiante é representada pela variação entre o ano do IPO e o seu desempenho após 3 anos de sua abertura de capital.

Inicialmente foram coletadas informações sobre 145 operações, das quais apenas 60 foram consideradas eletivas para esta pesquisa por terem a participação de fundos de *private equity* no seu processo de lançamento das ações. Após o levantamento das empresas eletivas, ainda fez-se necessário a exclusão de 3 empresas por não possuírem informações disponíveis nas bases de dados; foram excluídas Brasil Ecodiesel - ECOD3; Satipel - SATI3; HRT Participações em Petróleo S/A - HRTP3. Desta forma, a amostra final conta com 57 empresas cujas informações públicas de mercado foram recolhidas dos prospectos das operações, os quais se encontram disponíveis no site da CVM (Comissão de Valores Imobiliários), Economática, Bloomberg e também Capital I&Q para a construção das variáveis dependentes, independentes e de controle.

### 4.2 Hipóteses e Modelo Econométrico

Esse trabalho investiga se as empresas que tiveram investimento de fundos de *private equity* apresentam uma queda de performance pós IPO após a saída dos fundos de PE de sua administração, e se esta queda na performance está diretamente relacionada ao tempo em que o fundo permanece na gestão. Replica para a economia brasileira o modelo testado por Cao (2011)

As *proxies* de performance utilizadas são: EBITDA (lucro antes de juros, imposto, depreciação e amortização) e a receita líquida operacional como medidas de identificação para o desempenho operacional nos anos pré IPO e pós IPO.

Para Schultz (2003), em momentos favoráveis, os patrocinadores tendem a encurtar a duração do período de investimento mesmo que isto possa levar a um fraco desempenho a longo-prazo e uma probabilidade de falência no período pós IPO. Desta forma, a primeira hipótese a ser testada busca estabelecer o impacto do tempo de permanência do fundo de PE antes do IPO na performance da empresa após a abertura de capital, ou seja, se o fato do fundo executar o desinvestimento antes do tempo estipulado como o período ideal para trabalhar e manter a empresa em sua carteira para aproveitar o aquecimento do mercado de IPOs pode ser prejudicial a sua performance ou não. A hipótese a ser testada pode ser especificada pela equação (1).

$$(1) \quad \text{PERFORMANCE} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{TEMPO\_PERMANÊNCIA} + \alpha_2 \text{REPUTAÇÃO} + \alpha_3 \text{CONTROLES} + \varepsilon$$

Sob esta hipótese, em condições de mercado favoráveis, ou seja, com o aquecimento do mercado de IPO, o tempo de permanência dos fundos investidores tende a ser menor para que estes possam tirar proveito deste momento e auferir melhores retornos para os quotistas dos fundos. Em outras palavras, quanto mais aquecido o mercado de IPOs, maior a probabilidade de ocorrência de *quick-flippers*, que são oportunidades que os fundos encontram de realizar o desinvestimento em prazo inferior a 12 meses da data de entrada desta empresa em sua carteira de ativos.

A segunda hipótese a ser testada reflete o fato de que a decisão dos fundos patrocinadores do IPO sobre o tempo de permanência pré IPO não é homogênea, especialmente para as operações mais rápidas (tempo de permanência menor que 1 ano), as chamadas *quick-flips*. Para entender melhor este ponto, a hipótese será testada em duas etapas através do modelo de seleção de Heckman, sendo que na primeira etapa estudamos a probabilidade de uma operação ser caracterizada como uma *quick-flip* e, posteriormente, o impacto na performance da empresa.

$$(2) \quad \text{Step 1: Probit (QUICK\_FLIP)} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{CONDICAO\_IPO} + \alpha_3 \text{CONTROLES} + \varepsilon$$

$$\text{Step 2: PERFORMANCE} = \beta_0 + \beta_1 \text{QUICK\_FLIP} + \beta_2 \text{CONTROLES} + \beta_3 \lambda + \varepsilon$$

Na primeira etapa, temos uma regressão *probit* na qual a variável dependente é uma variável *dummy* igual a 1 quando estivermos diante de uma *quick-flip* (duração do período de investimento menor que 1 ano) e 0 caso contrário. As demais variáveis incluem as condições de mercado no momento do IPO medido pelo retorno acumulado do IBOV nos últimos 3 meses antes do IPO, a percentagem de oferta primária e o *underpricing*. A segunda etapa busca entender o impacto da operação ser classificada como *quick-flip* e inclui  $\lambda$ , a razão inversa de Mills imputado do *probit* do primeiro passo, como uma variável de controle adicional para o viés de seleção, e a variável dependente é a performance da empresa pós IPO. (CAO,2011).

As variáveis utilizadas nas regressões acima especificadas foram:

- PERFORMANCE: É medida através da variação do *ebitda/receita* operacional analisada para os três primeiros anos após a data do IPO, sendo que as informações foram obtidas através da Economática. A análise parcial por ano permite entender o impacto das variáveis independentes ao longo do período analisado e concluir se o efeito é imediato ou gradual com o passar do tempo.

- TEMPO\_PERMANÊNCIA: Coletada através dos prospectos definitivos das empresas (CVM), pode ser entendida como a duração em números de anos desde a entrada do fundo na gestão da empresa até o momento do IPO. É esperado que esta variável seja positivamente correlacionada com a performance da empresa após o IPO visto que quanto maior o tempo de permanência do fundo, mais madura corporativamente deverá estar a empresa.

- REPUTAÇÃO: Para medir a reputação das empresas foi utilizado o índice DL/PL (dívida líquida/patrimônio líquido), índice através do qual podemos avaliar a saúde financeira da empresa no ano do IPO. A margem bruta, índice através do qual é medido a rentabilidade do negócio e também o percentual acionário dos fundos de PE antes do IPO. Todas as informações foram extraídas da Economática.

- **CONTROLES:** As variáveis consideradas como controle nesta pesquisa foram a percentagem de oferta primária (Bloomberg), que define o quanto da venda das ações será destinado ao caixa da empresa e também o *underpricing* (Economática), variável definida como a diferença entre o preço de fechamento do primeiro dia de negociação no mercado secundário e o preço estipulado na oferta inicial. Sendo que para que o *underpricing* ocorra, o preço de fechamento deve ser maior do que o preço estipulado, ou seja, a ação deverá ter sido sub-avaliada.

- **QUICK-FLIP:** A variável *dummy* incluída para a operação ser considerada uma *quick-flip* foi construída a partir da variável “*end of lockup period date*” disponível na Capital I&Q. Foi considerado *quick-flip* operações em que o fundo realiza o IPO da empresa investida em um período de até 12 meses a sua entrada na gestão da mesma.

- **CONDICAO\_IPO:** A variável utilizada para medir o aquecimento do mercado de IPO e definir a condição do momento do IPO foi extraída da Economática e mede o retorno acumulado do Ibovespa nos últimos 3 meses antes da data do IPO. Sendo que o Ibovespa é um índice composto pelos resultados de uma carteira teórica de ativos e tem como objetivo ser o indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro (BM&F Bovespa). É esperado que esta variável seja positivamente correlacionada com a variável *dummy* que define a existência ou não de *quick-flip*, já que quanto mais aquecido o mercado no momento do IPO, maior será a propensão do fundo a realizar o desinvestimento afim de maximizar o seu retorno.

A tabela 1 contém uma análise descritiva das variáveis investigadas. O painel A refere-se à amostra total, o painel B refere-se a apenas às operações caracterizadas como não *quick-flip* e o painel C refere-se aos casos de *quick-flip*. Podemos observar que, ao contrário do que sugere a literatura, os casos de *quick-flip* apresentam uma performance superior aos casos onde o tempo de permanência dos fundos investidores é maior (0,13; 0,46; 0,24 nos casos de *quick-flip* e -0,11; -0,05; -0,15 para as operações não *quick-flip*). Porém, a relação DL/PL piora nos casos de *quick-flip*, ou seja, as empresas que atendem esta característica tendem a ser mais alavancadas.



Panel A: Amostra Total

	Ebitda/Rec. Operacional (1 ano após o IPO)	Ebitda/Rec. Operacional (2 anos após o IPO)	Ebitda/Rec. Operacional (3 anos após o IPO)	Tempo de Permanência	DL/PL	Margem Bruta (%)	% Primário	Underpricing	Retorno Acum. do IBOV	% Acionista do Fundo na Empresa
Média	-0,04	0,08	-0,04	3,29	-8,63	42,54	0,66	0,05	0,05	0,26
Mediana	0,02	0,04	0,04	3,00	-16,06	37,21	0,70	0,02	0,09	0,22
Máximo	0,89	3,35	1,17	8,95	181,33	100,00	1,00	0,21	0,18	0,80
Mínimo	-3,77	-2,30	-5,14	0,09	-104,34	7,86	0,00	-0,08	-0,13	0,00
Desvio-Padrão	0,62	0,67	0,86	2,65	51,48	20,21	0,28	0,08	0,09	0,21
Skewness	-5,39	1,86	-5,22	0,76	0,95	0,66	-0,44	0,51	-0,47	0,86
Kurtosis	33,57	18,98	32,31	2,42	4,53	3,20	2,50	2,02	1,96	3,39
N. Obs.	41	41	41	41	41	41	41	41	41	41

Panel B: Não Quick flip

	Ebitda/Rec. Operacional (1 ano após o IPO)	Ebitda/Rec. Operacional (2 anos após o IPO)	Ebitda/Rec. Operacional (3 anos após o IPO)	Tempo de Permanência	DL/PL	Margem Bruta (%)	% Primário	Underpricing	Retorno Acum. do IBOV	% Acionista do Fundo na Empresa
Média	0,11	-0,05	-0,15	4,30	-4,57	41,65	0,57	0,05	0,05	0,25
Mediana	0,01	0,01	0,02	3,27	-15,62	35,42	0,62	0,02	0,09	0,20
Máximo	0,37	0,38	0,35	8,65	161,33	100,00	1,00	0,20	0,18	0,80
Mínimo	-3,77	-2,30	-5,14	1,06	-104,34	7,86	0,00	-0,08	-0,13	0,00
Desvio-Padrão	0,70	0,44	0,86	2,41	54,04	20,63	0,26	0,07	0,09	0,21
Skewness	-5,04	-4,60	-5,04	0,65	0,95	0,68	-0,39	0,49	-0,56	0,74
Kurtosis	27,01	24,19	26,96	2,05	4,44	3,49	2,89	2,17	2,06	2,97
N. Obs.	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30

Panel C: Quick flip

	Ebitda/Rec. Operacional (1 ano após o IPO)	Ebitda/Rec. Operacional (2 anos após o IPO)	Ebitda/Rec. Operacional (3 anos após o IPO)	Tempo de Permanência	DL/PL	Margem Bruta (%)	% Primário	Underpricing	Retorno Acum. do IBOV	% Acionista do Fundo na Empresa
Média	0,13	0,46	0,24	0,55	-19,69	44,98	0,88	0,05	0,05	0,29
Mediana	0,05	0,13	0,14	0,56	-27,54	36,84	1,00	0,00	0,06	0,25
Máximo	0,89	3,35	1,17	1,02	46,00	76,61	1,00	0,21	0,17	0,80
Mínimo	-0,13	-0,27	-0,19	0,09	-72,28	21,43	0,38	-0,05	-0,08	0,00
Desvio-Padrão	0,28	1,00	0,43	0,30	41,97	19,17	0,22	0,10	0,09	0,21
Skewness	1,97	2,43	1,32	-0,10	0,33	0,67	-1,52	0,43	-0,25	1,31
Kurtosis	6,12	7,64	3,49	1,81	1,76	2,00	3,68	1,54	1,71	4,49
N. Obs.	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11

Tabela 1: Análise Descritiva  
Fonte: Elaborado pela autora

A tabela 2 apresenta a matriz de correlação das variáveis. Contrariando a literatura existente, o tempo de permanência apresenta uma correlação negativa com a performance para os três períodos analisado.

Painel A: Amostra Total

	Ebitda/Rec. Operacional (1 ano após o IPO)	Ebitda/Rec. Operacional (2 anos após o IPO)	Ebitda/Rec. Operacional (3 anos após o IPO)	Tempo de Permanência	DJ/PL	Margem Bruta (%)	% Primário	Underpricing	Retorno Acum. do IBOV	% Acionário do Fundo na Empresa
Ebitda/Rec. Operacional (1 ano após o IPO)	1,0000	0,6304	0,9737	-0,0172	-0,2503	-0,4404	0,0096	0,0970	0,1127	-0,1527
Ebitda/Rec. Operacional (2 anos após o IPO)	0,6304	1,0000	0,7594	-0,1650	-0,0309	-0,0401	0,2040	0,0278	0,0849	-0,1180
Ebitda/Rec. Operacional (3 anos após o IPO)	0,9737	0,7594	1,0000	-0,0357	-0,1814	-0,3938	0,0291	0,0923	0,1079	-0,1678
Tempo de Permanência	-0,0172	-0,1650	-0,0357	1,0000	0,2114	-0,2331	-0,3982	-0,0046	-0,1415	-0,1080
DJ/PL	-0,2503	-0,0309	-0,1814	0,2114	1,0000	-0,0657	-0,1088	-0,1789	-0,2164	0,0685
Margem Bruta (%)	-0,4404	-0,0401	-0,3938	-0,2331	-0,0657	1,0000	0,0281	0,1520	-0,2294	0,1726
% Primário	0,0096	0,2040	0,0291	-0,3982	-0,1088	0,0281	1,0000	-0,3681	0,2718	-0,1225
Underpricing	0,0970	0,0278	0,0923	-0,0046	-0,1789	0,1520	-0,3681	1,0000	0,1393	0,1227
Retorno Acum. do IBOV	0,1127	0,0849	0,1079	-0,1415	-0,2164	-0,2294	0,2718	0,1393	1,0000	-0,1938
% Acionário do Fundo na Empresa	-0,1527	-0,1180	-0,1678	-0,1080	0,0685	0,1726	-0,1225	0,1227	-0,1938	1,0000

Painel B: Não Quick flip

	Ebitda/Rec. Operacional (1 ano após o IPO)	Ebitda/Rec. Operacional (2 anos após o IPO)	Ebitda/Rec. Operacional (3 anos após o IPO)	Tempo de Permanência	DJ/PL	Margem Bruta (%)	% Primário	Underpricing	Retorno Acum. do IBOV	% Acionário do Fundo na Empresa
Ebitda/Rec. Operacional (1 ano após o IPO)	1,0000	0,9664	0,9966	0,1343	-0,2374	-0,5216	-0,1357	0,1806	0,1113	-0,1753
Ebitda/Rec. Operacional (2 anos após o IPO)	0,9664	1,0000	0,9664	0,1507	-0,2302	-0,5259	-0,1121	0,1686	0,1600	-0,2290
Ebitda/Rec. Operacional (3 anos após o IPO)	0,9966	0,9664	1,0000	0,1363	-0,2089	-0,5414	-0,1309	0,1537	0,1029	-0,1675
Tempo de Permanência	0,1343	0,1507	0,1363	1,0000	0,1616	-0,2754	-0,1460	0,0281	-0,1885	-0,1047
DJ/PL	-0,2374	-0,2302	-0,2089	0,1616	1,0000	-0,1441	-0,0859	-0,2623	-0,2264	0,0065
Margem Bruta (%)	-0,5216	-0,5259	-0,5414	-0,2754	-0,1441	1,0000	0,0498	0,1149	-0,0976	0,1890
% Primário	-0,1357	-0,1121	-0,1309	-0,1460	-0,0859	0,0498	1,0000	-0,3802	0,3731	-0,2199
Underpricing	0,1806	0,1686	0,1537	0,0281	-0,2623	0,1149	-0,3802	1,0000	0,1321	-0,0217
Retorno Acum. do IBOV	0,1113	0,1600	0,1029	-0,1885	-0,2264	-0,0976	0,3731	0,1321	1,0000	-0,1395
% Acionário do Fundo na Empresa	-0,1753	-0,2290	-0,1875	-0,1047	0,0065	0,1890	-0,2199	-0,0217	-0,1395	1,0000

Painel C: Quick flip

	EbitdaRec. Operacional (1) ano após o IPO	EbitdaRec. Operacional (2) anos após o IPO	EbitdaRec. Operacional (3) anos após o IPO	Tempo de Permanência	DUPL	Margem Bruta (%)	% Primário	Underpricing	Retorno Acum. do IBOV	% Acionário do Fundo na Empresa
EbitdaRec. Operacional (1) ano após o IPO	1,0000	0,2355	0,5994	-0,5453	-0,2370	-0,1348	0,2990	-0,3143	0,1655	-0,1974
EbitdaRec. Operacional (2) anos após o IPO	0,2355	1,0000	0,8807	-0,2948	0,4275	0,5424	0,2874	-0,1251	0,0097	-0,0948
EbitdaRec. Operacional (3) anos após o IPO	0,5994	0,8807	1,0000	-0,4485	0,2375	0,3468	0,2700	-0,1863	0,1694	-0,2543
Tempo de Permanência	-0,5453	-0,2948	-0,4485	1,0000	0,6544	0,0118	-0,1296	0,1616	-0,3002	0,4914
DUPL	-0,2370	0,4275	0,2375	0,6544	1,0000	0,3019	0,0966	0,0404	-0,1905	0,3642
Margem Bruta (%)	-0,1348	0,5424	0,3468	0,0118	0,3019	1,0000	-0,2333	0,2365	-0,6256	0,0997
% Primário	0,2990	0,2874	0,2700	-0,1296	0,0966	-0,2333	1,0000	-0,6373	0,0894	-0,0765
Underpricing	-0,3143	-0,1251	-0,1863	0,1616	0,0404	0,2365	-0,6373	1,0000	0,1550	0,4230
Retorno Acum. do IBOV	0,1655	0,0097	0,1694	-0,3002	-0,1905	-0,6256	0,0894	0,1550	1,0000	-0,3494
% Acionário do Fundo na Empresa	-0,1974	-0,0948	-0,2543	0,4914	0,3642	0,0997	-0,0765	0,4230	-0,3494	1,0000

Tabela 2. Matriz de correlação das variáveis.

Fonte: Elaborado pela autora

## 5. ANÁLISE DOS RESULTADOS

A tabela 3 contém os resultados da regressão referente à hipótese 1, segundo o modelo (1).

Váriaveis	(1) Ebitda/Rec. Operacional (1 ano após o IPO)	(2) Ebitda/Rec. Operacional (2 anos após o IPO)	(3) Ebitda/Rec. Operacional (3 anos após o IPO)
Tempo de Permanência	-0,0262 (0,0309)	-0,0310 (0,0302)	-0,0358 (0,0405)
DL/PL	-0,0014 (0,0023)	-0,0006 (0,0025)	-0,0023 (0,0032)
Margem Bruta	-0,0147 (0,0119)	-0,0024 (0,0115)	-0,0180 (0,0169)
% Primário	0,3390 (0,1837)	0,4509 (0,4098)	0,0899 (0,3451)
Underpricing	1,4173 (1,2501)	1,0597 (1,0489)	1,9043 (1,6613)
% Acionário do Fundo na Empresa	-0,3553 (0,2980)	-0,3067 (0,2340)	-0,6002 (0,3912)
Constante	0,7202 (0,6572)	-0,0146 (0,7267)	0,9248 (0,9824)
N. Observações	42	42	42
R <sup>2</sup>	0,254	0,0769	0,2225

Robust standard errors in parentheses

\*\*\* p<0,01; \*\* p<0,05; \* p<0,1

Tabela 3: Resultados Modelo (1)

Fonte: Elaborado pela autora

A performance da empresa após o IPO não apresenta a correlação esperada com o tempo de permanência do fundo na empresa antes do IPO e a mesma não é estatisticamente significativa, assim como as demais variáveis testadas. Afim de verificar este resultado, o mesmo modelo foi testado, porém com a interação das variáveis tempo de permanência e o retorno acumulado do Ibovespa nos últimos 3

meses, que é a variável utilizada para medir o aquecimento do mercado. Nas duas situações testadas as variáveis não foram estatisticamente significantes.

A tabela 4 contém os resultados da regressão referente à hipótese 2.

Váriaveis	(1) Ebitda/Rec. Operacional (1 ano após o IPO)	(2) select	(3) mills	(4) Ebitda/Rec. Operacional (2 anos após o IPO)	(5) select	(6) mills	(7) Ebitda/Rec. Operacional (3 anos após o IPO)	(8) select	(9) mills
Dummy Quick-Flip	0,185 (0,270)	-0,57 (0,448)		0,423* (0,253)	-0,439 (0,433)		0,314 (0,503)	-0,263 (0,413)	
* Primário	-0,23 (0,363)			0,0966 (0,443)			-0,34 (0,763)		
Underpricing	0,159 (1,116)			-0,0459 (1,300)			0,0625 (2,243)		
Retorno Acum. IBOV		-5,981* (3,210)			-4,964* (2,877)			-2,693 (2,433)	
$\lambda$			0,569 (0,606)			0,154 (0,691)			1,279 (2,062)
Constante	-0,0778 (0,259)	1,705*** (0,406)		-0,130 (0,288)	1,465*** (0,351)		-0,364 (0,728)	1,058*** (0,283)	
Observações	55	55	55	55	55	55	55	55	55

Standard errors in parentheses

\*\*\* p<0,01; \*\* p<0,05; \* p<0,1

Tabela 4: Resultados Modelo (2)

Fonte: Elaborado pela autora

Na segunda hipótese testada, os coeficientes se mostraram estatisticamente significantes, o que evidencia que o fato do mercado financeiro estar aquecido faz os fundos realizarem o desinvestimento mais rápido, sendo que a situação financeira da empresa também influencia. A variável *dummy quick-flip* é significativa no modelo proposto para o segundo período analisado da performance, ou seja, 2 anos após a realização do IPO. Já a variável que mede a condição do mercado, retorno acumulado do Ibovespa nos últimos 3 meses, resultou estatisticamente significativa para os 3 períodos analisados, o que nos permite concluir, que para a performance da empresa após o IPO, as condições de mercado são mais importantes do que o tempo de permanência do fundo na gestão da empresa

Os resultados também corroboram o que já havíamos constatado na análise descritiva das variáveis, os casos caracterizados como *quick-flippers* apresentam performance superior aos demais e isto se deve às condições de mercado favoráveis.



## 6. CONCLUSÕES

Os resultados obtidos por este estudo não corroboraram a hipótese de que o tempo de permanência dos fundos de *private equity* na gestão das empresas investidas brasileiras, conforme proposto por Cao (2011), aumenta a sua performance . Mas indica que quanto mais aquecido estiver o mercado, maior a incidência de *quick-flippers* no mercado acionário local conforme proposto por Alti (2005).

Apesar de não confirmar a hipótese de Cao (2011), este resultado confirma a teoria de Rappaport (1990) de que os fundos buscam empresas em dificuldades nas quais possam introduzir novas formas de gestão e desinvestir em um curto espaço de tempo.

Desta forma, podemos concluir que para a economia brasileira, as condições mercadológicas possuem um grande impacto na decisão dos gestores das empresas sobre o momento de levar uma empresa à realização do IPO ou não, condições estas mais representativas do que a maturidade da própria empresa.

Como sugestão para estudos futuros podemos ampliar o período analisado e incluir novas variáveis que permitam medir o impacto dos fundos de *private equity* na gestão da empresa no período pré-IPO de modo a poder orientar melhor os gestores das empresas que se encontram nesta fase de modo a auxiliá-los neste processo.

## 7. BIBLIOGRAFIA

AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL – ABDI. **A indústria de private equity e venture capital - 2º censo brasileiro**. Brasília, 2011. Disponível em: <[http://www.abdi.com.br/Estudo/Private\\_Equity\\_e\\_Venture\\_Censo.pdf](http://www.abdi.com.br/Estudo/Private_Equity_e_Venture_Censo.pdf)>. Acesso em: 25 out. 2015.

AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL – ABDI. **A indústria de private equity e venture capital - 2º censo brasileiro**. Brasília, 2011. Disponível em: <[http://www.abdi.com.br/Estudo/Private\\_Equity\\_e\\_Venture\\_Censo.pdf](http://www.abdi.com.br/Estudo/Private_Equity_e_Venture_Censo.pdf)>. Acesso em: 25 out. 2015.

ALTI, Aydogan. IPO Market Timing. **The Review of Financial Studies**, Oxford, v.18, n.3, p. 1105-1138, 2005.

BLACK, Bernard S.; GILSON, Ronald J.. Venture Capital and the Structure of Capital Markets: bank versus stock markets. **Journal of Financial Economics**, New York, v.47, n.3, p. 243-277, 1998.

BENVENISTE, Lawrence M.; LJUNGQVIST, Alexander; WILHELM, William J.; YU, Xiaoyun. Evidence of Information Spillovers in the Production of Investment Banking Services. **The Journal of Finance**, Chicago, v.58, n.1, p. 577-608, 2003.

CAO, J. X. IPO Timing, Buyout Sponsors' Exit Strategies, and Firm Performance of RLBOs. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Washington, v.46, n.4, p.1001-1024, 2011.

CARVALHO, Antonio G.; RIBEIRO, Leonardo de L.; FURTADO, Cláudio V.. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital: primeiro censo brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2006.

DAMODARAN, Aswath. **Valuing young, start-up and growth companies:** estimation issues and valuation challenges. Stern School of Business, New York University, May 2009.

GLADSTONE, David; GLADSTONE, Laura. **Venture Capital Handbook:** an entrepreneur's guide to raising venture capital. Rev. and Updated Ed., New Jersey: Prentice Hall, 2002.

GOMPERS, Paul A.; LERNER, Josh. What drives venture capital fundraising. **NBER Working Paper Series**, working paper n. 6906, Massachusetts, Jan. 1999.

\_\_\_\_\_. **The Money of Invention:** how venture capital creates new wealth. Boston: Harvard Business School Press, 2001a

\_\_\_\_\_. The Venture Capital Revolution. **Journal of Economics Perspectives**, Cambridge, MA, v.15, n.2, p. 145-168. Spring 2001b.

\_\_\_\_\_. **The Venture Capital Cycle.** 2ª edição. Cambridge, MA: The MIT Press, 2006.

HIBARA, Nobuhiko. Grandstanding and Venture Capital Firms in Newly Established IPO Markets. **Journal of Entrepreneurial Finance and Business Ventures.** Vol. 9, pp. 77-93.

JAIN, Bharat A.; KINI, Omesh. The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms. **The Journal of Finance**, Chicago, v.49, n.5, p. 1699-1726, 1994.

\_\_\_\_\_. Venture Capitalist Participation and the Post-Issue Operating Performance of IPO Firms. **Managerial and Decision Economics**, v. 16, p. 593-606, 1995.

JENSEN, Michael C. Eclipse of the Public Corporation. **Harvard Business Review**. 67, 5, 61-74, Sept. 1989. ISSN: 00178012.

KAISER, Kevin M. J.; WESTARP, Christian. **Value Creation in the Private Equity and Venture Capital Industry**. (April 19, 2010). INSEAD Working Paper N° 2010/19/FIN. Disponível em : <<http://ssrn.com/abstract=1592325>>. Acesso em: 13 dez. 2015.

KAPLAN, Steven N. The staying power of leveraged buyouts. **Journal of Financial Economics**. 2, 287, 1991. ISSN: 0304-405X.

KAPLAN, Steven N.; STRÖMBERG, Per. **How do venture capitalists choose and manage their investments?** Working Paper, University of Chicago, Sep. 2000.

\_\_\_\_\_. Venture Capitalists as principals: contracting, screening and monitoring. **American Economic Review Papers and Proceedings**, v.91, n.2, p. 426-430, May 2001.

KIM, Woojin; WEISBACH, Michael. Motivations for Public Equity Offers: An International Perspective. **Journal of Financial Economics**, New York, v.87, n.2, p. 281-307, 2008.

LERNER, Josh; HARDYMON, Felda; LEAMON, Ann. **Venture Capital and Private Equity: a casebook**. 4ª edição. New Jersey: John Wiley & Sons, 2009.

LOPES, Alexsandro Broedel; FURTADO, Cláudio Vilar. Private equity na carteira de investimentos das entidades de previdência privada. **Revista de Contabilidade e Finanças**. USP. São Paulo, Especial Atuária, p. 108-126, Dez. 2006.

LOWRY, Michelle; SCHWERT, G. William. IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning?. **The Journal of Finance**, Chicago, v.57, n.3, p. 1171-1200, 2002.

MINARDI, Andrea M.A.F.; FERRARI, Guilherme L.; TAVARES, Pedro C.A. Performances of Brazilian IPOs backed by private equity. **Journal of Business Research**. V.66, n.1, p. 448-455, 2013.

OLIVEIRA, Bruno; MARTELANC, Roy. IPO Determinants of Brazilian Companies. **Brazilian Review of Finance – RBFin**, Rio de Janeiro, v.12, n.2, p. 135-161, 2014.

PAGANO, Marco; PANETA, Fábio; ZINGALES, Luigi. Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. **The Journal of Finance**, Chicago, v.53, n.1, p. 27-64, 1998.

PASTOR, Lubos; VERONESI, Pietro “Rational IPO Waves.” **Journal of Finance**, 60 (2005), 1713–1757.

RAPPAPORT, Alfred. The staying power of the public corporation. **Harvard Business Review**. 1, 96, 1990. ISSN: 0017-8012.

RIBEIRO, Leonardo de L.. **O modelo brasileiro de private equity e venture capital**. São Paulo, 2005. Dissertação de Mestrado – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo – USP.

Schultz, Paul. “Pseudo Market Timing and the Long-Run Underperformance of IPOs.” **Journal of Finance**, v.58, n.2, p. 483–517, 2003.

THAKER, Hemal. The Relationship Between Private Equity Returns, Duration and Firm Size & Skill. (Maio, 2013). Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2510632>>. Acesso em 15 mai. 2017