



IBMEC SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA E ADMINISTRAÇÃO

Pedro Carvalho Araujo Tavares

**ANÁLISE DOS RETORNOS DE LONGO PRAZO DOS IPOS NO
MERCADO BRASILEIRO. EVIDÊNCIAS SOBRE EMPRESAS COM
PARTICIPAÇÃO DE FUNDOS DE *PRIVATE EQUITY***

São Paulo – SP
2008

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

Pedro Carvalho Araujo Tavares

**ANÁLISE DOS RETORNOS DE LONGO PRAZO DOS IPOs NO
MERCADO BRASILEIRO. EVIDÊNCIAS SOBRE EMPRESAS COM
PARTICIPAÇÃO DE FUNDOS DE *PRIVATE EQUITY***

Dissertação apresentada no Mestrado Profissional
em Economia, como requisito parcial para obtenção
do grau de Mestre em Economia do IBMEC SÃO
PAULO

Campo de Conhecimento:
Finanças

Orientadora:
Prof^a. Dra. Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi

**São Paulo – SP
2008**

Tavares, Pedro Carvalho Araujo

Análise dos Retornos de Longo Prazo dos IPOs no Mercado Brasileiro. Evidências sobre Empresas com Participação de Fundos de Private Equity./ Pedro Carvalho Araujo Tavares; orientadora: Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi. – São Paulo: IBMEC SÃO PAULO, 2008.

30 f.

Dissertação (Mestrado – Programa de Mestrado Profissional em Economia. Área de Concentração: Finanças e Macroeconomia Aplicadas) – IBMEC SÃO PAULO.

1. Finanças Corporativas 2. *Initial Public Offerings*
3. *Private Equity*

Ficha de Aprovação

Pedro Carvalho Araujo Tavares

ANÁLISE DOS RETORNOS DE LONGO PRAZO DOS IPOS NO MERCADO BRASILEIRO.
EVIDÊNCIAS SOBRE EMPRESAS COM PARTICIPAÇÃO DE FUNDOS DE *PRIVATE EQUITY*

Dissertação apresentada no Mestrado Profissional em Economia, como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Economia do IBMEC SÃO PAULO

Campo de Conhecimento:
Finanças

Aprovado em:

Banca Examinadora:

Prof^a. Dr^a. Andrea Maria Accioly
Fonseca Minardi
Ibmec São Paulo
Orientadora

Assinatura: _____

Prof. Dr. José Luiz Rossi Junior
Ibmec São Paulo

Assinatura: _____

Prof. Dr. Antonio Gledson de Carvalho
Escola de Administração de Empresas
de São Paulo – Fundação Getulio Vargas

Assinatura: _____

São Paulo – SP
2008

Agradecimentos

Gostaria de agradecer a todas as pessoas que de alguma forma contribuíram para a realização deste trabalho: à minha orientadora, Andrea Minardi, pela ajuda na escolha e desenvolvimento do tema e prontidão para o esclarecimento de dúvidas, aos demais professores do IBMEC São Paulo, pelos conhecimentos transmitidos ao longo do curso, aos colegas Renato Teles Delgado, Rodrigo Otavio Violaro, Paulo André Alves Mendes, Luis Felipe Neiva Silveira e Ronald Domingues pelo companheirismo e auxílio em momentos difíceis e pelo ótimo convívio nos momentos fáceis, a todos os demais amigos e familiares que sentiram a minha falta em algum momento em razão dos estudos e principalmente à minha esposa, Giedre Brajato, que esteve ao meu lado e me apoiou durante todo o curso.

Dedicatória

*Á minha esposa, Giedre Brajato,
que sempre me apoiou em todos os momentos,
ao meu filho que está por vir, João Pedro,
aos meus pais, que ajudaram a formar o que sou.*

Resumo

TAVARES, Pedro C. A. Análise dos Retornos de Longo Prazo dos IPOs no Mercado Brasileiro. Evidências sobre empresas com participação de fundos de *Private Equity*. São Paulo, 2008. 30 p. (Dissertação – Mestrado Profissional em Economia) IBMEC SÃO PAULO.

Esta Dissertação tem como objetivo analisar o retorno anormal de um ano das Ofertas Públicas Iniciais (*Initial Public Offerings* – IPOs) realizadas no mercado brasileiro entre janeiro de 2004 a fevereiro de 2007. Quando a amostra é dividida entre empresas com e sem a participação de fundos de *private equity*, os retornos anormais acumulados são estatisticamente diferentes. A amostra foi controlada por variáveis como volume da oferta, parcela primária, valor de mercado, múltiplo *book to market*, nível de governança corporativa e a presença de fundos de *private equity* como investidores. Para as empresas com participação destes fundos foram também utilizados o período de tempo entre o investimento inicial e a oferta de ações e a participação deste tipo de investidor no capital das empresas da amostra. A conclusão da Dissertação é que os IPOs de empresas com participação de fundos de *private equity* apresentam retornos superiores comparados com as demais empresas da amostra.

Palavras Chave: Finanças Corporativas, *Initial Public Offerings*, *Private Equity*

Abstract

TAVARES, Pedro C. A. Long Term Analysis of IPO's in Brazilian Market. Evidence from Private Equity Companies. São Paulo, 2008. 30 pp. (Dissertation – Economics Master Degree) IBMEC SÃO PAULO.

This article examines the one year abnormal returns in Brazilian market IPO's from January, 2004 to February, 2007. When the sample is divided among private equity backed companies and non private equity backed companies, the cumulative abnormal returns of these subsamples are statistically different. The sample was also controlled by variables as size of offering, primary stake, market cap, book to market, corporate governance level and existence of private equity investors as shareholders. For private equity companies were also used the length of time from initial investment to the offering and the stake of private equity investors in the sample companies. The conclusion is that private equity backed IPO's shows superior returns compared with non private equity backed IPO's.

Keywords: Corporate Finance, Initial Public Offerings, Private Equity

Sumário

1	INTRODUÇÃO.....	1
2	REVISÃO DE LITERATURA	6
3	BASE DE DADOS E METODOLOGIA.....	10
3.1	BASE DE DADOS.....	10
3.2	METODOLOGIA	18
3.2.1	<i>Retornos Anormais Acumulados – CAR</i>	18
3.2.2	<i>Testes de Diferença de Média</i>	20
3.3	ESTIMAÇÃO	21
4	RESULTADOS	22
4.1	RETORNO ANORMAL ACUMULADO.....	22
4.2	DIFERENÇAS ENTRE OS DOIS SUBGRUPOS.....	24
4.3	CORRELAÇÕES ENTRE AS VARIÁVEIS.....	26
4.4	RESULTADO DAS REGRESSÕES.....	27
5	CONCLUSÕES.....	29
6	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	31

Lista de Tabelas

TABELA 1 – SUMÁRIO DAS OFERTAS DE AÇÕES REALIZADAS NO PERÍODO 2002-2007.....	1
TABELA 2 – SAÍDAS TOTAIS DE NEGÓCIOS	3
TABELA 3 – RESUMO DAS OPERAÇÕES DE OFERTA DE AÇÕES NO PERÍODO 2004-2007.....	10
TABELA 4 – DETALHAMENTO DAS OPERAÇÕES DE IPO DA AMOSTRA.....	16
TABELA 5 – ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS OPERAÇÕES DE IPO DA AMOSTRA DE (2004 – 2007)	18
TABELA 6 – CAR PARA AS EMPRESAS DA AMOSTRA E SUBGRUPOS	23
TABELA 7 – ESTATÍSTICAS SELECIONADAS DAS OPERAÇÕES DE IPO DE EMPRESAS COM PARTICIPAÇÃO DE FUNDOS DE PRIVATE EQUITY E DEMAIS EMPRESAS (2004 – 2007)	25
TABELA 8 – MATRIZ DE CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS	26
TABELA 9 – RESULTADO DAS REGRESSÕES DOS IPOS DA AMOSTRA (2004 A 2007).....	27
TABELA 10 – RESULTADO DAS REGRESSÕES DOS IPOS DE EMPRESAS COM PARTICIPAÇÃO DE FUNDOS DE PRIVATE EQUITY (2004 A 2007)	28

Lista de Figuras

FIGURA 1 – EVOLUÇÃO DAS OFERTAS DE AÇÕES REALIZADAS NO PERÍODO 2002-2007.....	2
FIGURA 2 – CAPITAL INVESTIDO PELAS ORGANIZAÇÕES TÍPICAS DE PE/VC	2
FIGURA 3 – EVOLUÇÃO DO RETORNO ANORMAL ACUMULADO DA AMOSTRA	22
FIGURA 4 – EVOLUÇÃO DO RETORNO ANORMAL ACUMULADO DE CADA SUBGRUPO, COMPARADOS COM O INTERVALO DE CONFIANÇA DO SUBGRUPO DISTINTO .	24

1 Introdução

A melhoria consistente dos indicadores econômicos brasileiros, aliada à liquidez internacional observadas a partir de 2004 criaram um ambiente propício para emissões de ações no mercado brasileiro. A redução da remuneração dos investimentos de menor risco, juntamente com as perspectivas positivas para vários setores da economia, animaram investidores nacionais e estrangeiros a participarem de operações de oferta de ações. No período compreendido entre 2004 e 2007, foram realizadas 145 operações, entre ofertas públicas iniciais e *follow-ons*, com a captação de R\$54,7 bilhões para as companhias e outros R\$56,2 bilhões para os acionistas, totalizando R\$110,9 bilhões. Para efeito de comparação, entre 2002 e 2003 foram realizadas seis operações de oferta de ações, com um total de R\$6,7 bilhões captados junto a investidores. A Tabela 1 e a Figura 1 ilustram o desenvolvimento do mercado de oferta de ações no Brasil. Enquanto no período 2002-03 foram oferecidos ao mercado R\$6,7 bilhões em ações, sendo somente R\$305 milhões provenientes de IPOs, entre 2004 e 2007 foram realizadas ofertas num total de R\$110,9 bilhões, com mais de R\$80 bilhões via ofertas públicas iniciais (valores antes do exercício do *greenshoe*¹).

Tabela 1 – Sumário das Ofertas de Ações realizadas no período 2002-2007

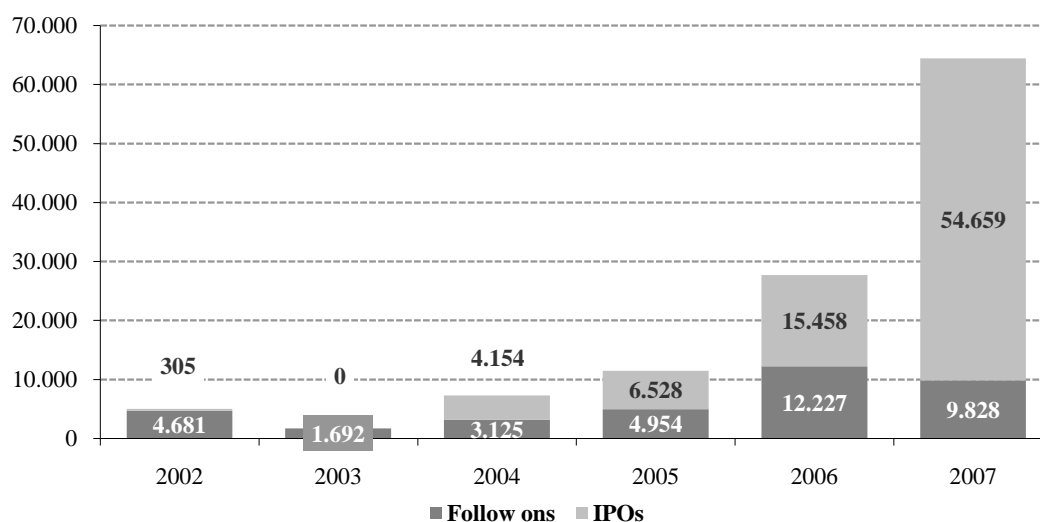
Anos	Volume Total das Operações (R\$ Milhões)	Tipo de Operação		Modo de Distribuição	
		IPO (R\$ Milhões)	<i>Follow-on</i> (R\$ Milhões)	Primária (R\$ Milhões)	Secundária (R\$ Milhões)
2002	4.987	305	4.681	305	4.681
2003	1.692	0	1.692	150	1.542
2004	7.279	4.154	3.125	3.331	3.948
2005	11.482	6.528	4.954	3.740	7.742
2006	27.685	15.458	12.227	12.891	14.794
2007	64.488	54.659	9.828	34.775	29.712

Fonte: prospectos das ofertas; elaborada pelo autor

As operações de oferta de ações também alteraram seu perfil em relação ao modo de distribuição: no período compreendido entre 2002 e 2003, dos R\$6,7 bilhões levados a mercado, somente 7% referiam-se a ofertas primárias; entre 2004 e 2007, estas passaram a representar 49% dos R\$110,9 bilhões oferecidos.

¹ O *greenshoe* é um mecanismo utilizado pelos coordenadores da oferta para suprir um eventual excesso de demanda por parte dos investidores, por meio da venda de um lote adicional de ações. Usualmente, o *greenshoe* corresponde a 15% das ações a serem oferecidas ao mercado e sua liquidação ocorre em até um mês após a oferta.

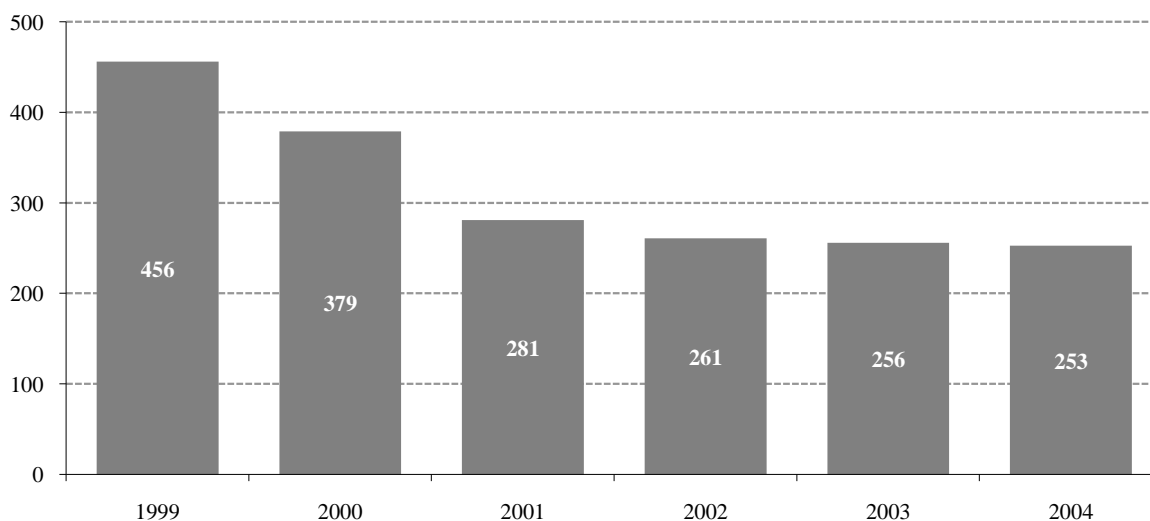
Figura 1 – Evolução das Ofertas de Ações realizadas no período 2002-2007 (R\$ Milhões)



Fonte: Prospectos das ofertas; elaborada pelo autor

Durante o período compreendido entre 1999 e 2004, os fundos de *private equity* e *venture capital* (PE/VC) realizaram comprometimentos de capital da ordem de US\$1,9 bilhões em empresas de diversos setores no Brasil (Figura 2). Dado o ciclo do negócio, em que o intervalo de tempo entre o comprometimento de capital e a saída do negócio é estimado entre quatro e sete anos, os investimentos deste intervalo de tempo precisavam em parte ser realizados. Durante o período 1999-2003, as saídas totais de negócio não contemplaram a alternativa do IPO. Somente a partir de 2004 – aproveitando-se das citadas condições macroeconômicas e liquidez existentes – esta alternativa passou a ser utilizada pelos fundos PE/VC (Tabela 2).

Figura 2 – Capital Investido pelas Organizações de PE/VC (US\$ Milhões)



Fonte: A Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* – Primeiro Censo Brasileiro

Tabela 2 – Saídas Totais de Negócios

Número de saídas de negócios realizadas anualmente segundo o mecanismo utilizado. Entende-se por saída total a venda da totalidade da participação detida pelos fundos geridos pela organização de PE/VC, bem como uma liquidação total dos ativos da empresa do portfólio. Caso a saída tenha ocorrido através de várias saídas parciais, foi considerada a última transação como uma saída total e as anteriores como saídas parciais. IPO: *initial public offering* ou emissão pública inicial. *Trade-sale*, ou venda estratégica, é a venda de totalidade da participação para um comprador estratégico. Em geral, um grupo industrial interessado em integrar a empresa verticalmente ou horizontalmente. *Secondary-sale* é a venda para outro investidor temporário. *Buyback* é a recompra de participação por parte do empresário ou empreendedor. *Writeoff/down* é a liquidação total dos ativos da empresa, significando a descontinuação das operações. *Venda secundária no mercado* é a venda de ações de empresas que já têm ações negociadas em bolsa. Não inclui PIPEs.

	IPO	Trade Sale	Secondary Sale	Buyback	Write-off/down	Total
1999	0	4	0	3	0	7
2000	0	13	16	1	3	33
2001	0	8	1	8	20	37
2002	0	6	1	3	15	25
2003	0	6	4	9	3	22
2004	2	15	2	8	4	31

Fonte: A Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* – Primeiro Censo Brasileiro

Os fundos de *private equity* e *venture capital* (PE/VC) são veículos de investimento gerenciados por *general partners*, responsáveis pela gestão dos montantes disponibilizados pelos *limited partners* (investidores dos fundos) a serem aplicados nas empresas investidas. O aporte de recursos é geralmente realizado por meio de compra de participação no capital, porém outros instrumentos como dívidas conversíveis em ações, opções (de compra e de venda) e *warrants* também podem ser utilizados. Os investimentos de PE/VC podem ser temporários e de longo prazo e os veículos costumam ter um prazo de duração limitado: ao longo ou ao final deste, os *general partners* devem liquidar os investimentos e retornar os proventos aos investidores.

O racional por trás do negócio de PE/VC é que os investidores desejam obter retornos de longo prazo superiores ao observado no mercado acionário. Para isso, disponibilizam recursos para serem investidos nos fundos de PE/VC. Por sua vez, os gestores dos fundos possuem habilidades na seleção de empresas promissoras ou de empresários com talento para desenvolver novos negócios ou aprimorar processos existentes. Ao longo do período em que a empresa faz parte do portfólio do fundo, os gestores assumem uma postura ativa, consistindo na indicação de profissionais para a Diretoria Executiva e Conselho, na adoção por parte da empresa de ferramentas de gestão organizacional e financeira, no acesso a bancos de investimento e novos investidores, no estabelecimento de políticas de remuneração que buscam o alinhamento de interesses entre administradores e acionistas e no próprio envolvimento dos gestores na administração do negócio, tendo sempre como objetivo a criação de valor no negócio.

Durante este processo ou ao final do prazo do fundo, os gestores podem receber ofertas pelas empresas investidas ou eles mesmos oferecerem ao mercado parte de seu capital. Os gestores são remunerados pelo montante total de capital comprometido e por uma fração do retorno obtido nos investimentos. Ao redor da época de fechamento do fundo, os gestores começam a captar recursos para um novo fundo, iniciando outro ciclo do negócio.

Esta Dissertação tem como objetivo observar fatores de diferenciação no retorno anormal acumulado de um ano entre as ações de empresas que realizaram operações de IPO – *Initial Public Offering* ou Oferta Pública Inicial – e que continham em sua base acionária fundos de *private equity* e as empresas que realizaram IPOs mas que não possuíam acionistas desta natureza. Saito e Maciel (2006) encontraram relação positiva entre a performance ajustada de um ano de IPOs no mercado brasileiro e variáveis como tamanho dos ativos, emissão de ações preferenciais e presença de investidores do tipo *venture capital*. Além do retorno anormal acumulado das 53 operações de IPO da amostra, foram analisadas variáveis de controle em parte semelhantes como tamanho da oferta, percentual de oferta primária *versus* secundária, o valor de mercado das ações à época do IPO, o múltiplo *book to market* e o nível de governança corporativa. No caso das 26 operações de empresas com participação de fundos de *private equity*, foram coletados também a participação dos fundos no capital da empresa à época do IPO, bem como o intervalo de tempo entre o investimento inicial e a operação de IPO. Para este estudo foi adotada a metodologia do CAR – *Cumulative Abnormal Return*, ou Retorno Anormal Acumulado – onde o retorno das ações é ajustado pelo índice IBOVESPA e acumulado pelo prazo de um ano (262 dias).

Outros fatores que estão ligados à necessidade da diferenciação entre empresas com participação de fundos de *private equity* e as demais são o risco de reputação, isto é, como os fundos possuem tipicamente um portfólio de empresas investidas e a abertura de capital é uma saída usual para o investimento, as operações de IPO realizadas por empresas com fundos desta natureza não devem apresentar um desempenho abaixo das expectativas, sob pena de que os próximos IPOs deste fundo apresentarem dificuldade para colocação no mercado de capitais. Além disso, como o negócio de gestão de fundos de *private equity* é cíclico – os fundos tipicamente apresentam uma duração entre quatro e sete anos – os administradores destes fundos precisam apresentar casos de sucesso nas operações de desinvestimento para realizar a abordagem a clientes dispostos a investir nos fundos subsequentes.

O tema é relevante, pois com a passagem do *rating* do Brasil para grau de investimento as empresas brasileiras poderão ter como acionistas alguns dos maiores investidores em ações do

mundo – os fundos de pensão norte-americanos – que possuem em seus estatutos limitações à sua atuação em países com grau especulativo. A descoberta de um fator de diferenciação para os retornos futuros poderá auxiliar a tomada de decisão dos investidores sobre a aquisição e preço de ativos que vierem a ser ofertados ao mercado, uma vez que as operações de IPO apresentam um risco inerente à assimetria de informação entre atuais e novos acionistas. De acordo com matéria publicada no *The Wall Street Journal Eastern Edition*, “dois terços destas companhias [que realizaram IPO nos últimos doze meses] têm ações negociadas agora abaixo do preço da oferta pública” (Regalado, 2008).

A literatura sobre o tema aborda principalmente o retorno de ações que passaram pelo portfólio de fundos de *venture capital*, porém no Brasil os investidores das empresas que foram ao mercado estavam em sua maioria caracterizados como *private equity*. Para o propósito desta Dissertação não haverá diferenciação entre os dois tipos de investimento.

Os resultados encontrados comprovam empiricamente que os retornos anormais dos dois subgrupos de empresas são diferentes, sendo que as com participação de fundos de *private equity* apresentam retorno anormal positivo e as demais empresas, retorno negativo, sendo a presença de investidores do tipo PE/VC a única variável explicativa da regressão por mínimos quadrados ordinários..

Esta Dissertação está dividida nas seguintes seções: Revisão de Literatura, onde os trabalhos relevantes para o tema são resumidos e comentados, Base de Dados e Metodologia, em que são listadas as fontes dos dados utilizados e demonstrada a metodologia utilizada no presente estudo, Discussão dos Resultados, onde os resultados encontrados são comentados e Conclusão, onde os todos os pontos levantados ao longo do texto são alinhavados.

2 Revisão de Literatura

O desempenho das ações após as operações de IPO é um tema controverso na literatura de finanças, com diversas correntes publicando trabalhos ao longo das três últimas décadas. Ritter (1991) argumenta que a despeito dos consideráveis retornos no primeiro dia de negociação, o *underpricing*, o retorno *equally weighted* de três anos pelo método *buy and hold* de 1.526 IPOs realizados no período entre 1975 e 1984 – embora positivo em termos nominais, 34,47% – é significativamente inferior ao de empresas comparáveis em tamanho e por tipo de indústria, que obtiveram retorno de 61,86% no mesmo período. Segundo o autor, este desempenho inferior ao *benchmark* está concentrado em empresas novas e de crescimento.

Loughran e Ritter (1995) encontraram resultados similares para 8.455 empresas que emitiram ações entre 1970 e 1990 por meio de IPOs ou SEOs (*Seasoned Equity Offerings*). Para obter a mesma riqueza num período de cinco anos, os investidores precisariam investir um montante 44% maior em operações de IPO e SEO do que em empresas que não emitiram ações, de acordo com a metodologia *buy and hold*. Para calcular esta relação de criação de riqueza, para cada uma das empresas emissoras de ações foi encontrada uma empresa comparável, em termos de valor de mercado. Segundo os autores, somente uma pequena parte da *underperformance* pode ser explicada pelo efeito *book to market*.

Resultados semelhantes foram encontrados em estudo realizado para os mercados brasileiro, chileno e mexicano por Aggarwal, Leal e Hernandez (1993) em operações de IPO realizadas na década de 80. No mercado brasileiro, os retornos ajustados ao mercado do primeiro dia das 62 empresas da amostra foram de 78,5% em média, porém o retorno *aftermarket* ao final de três anos passou para -47%, sendo estes valores calculados por meio do método *buy and hold* com pesos iguais para as operações². Para os mercados chileno e mexicano foram encontrados resultados semelhantes, em que os retornos iniciais são positivos e a performance vai se deteriorando ao longo do período de análise.

Já os trabalhos que se utilizaram de metodologias como o modelo Fama-French (1992) de apreçamento de ativos – onde são formados portfólios de ações, agrupadas por tamanho e pela relação *book to market* – indicam que não há ocorrência de *underperformance* nas empresas

² Nas operações de IPO contidas na amostra desta Dissertação, o apreçamento se dá por meio do processo de *bookbuilding*, isto é, os potenciais compradores comunicam aos *underwriters* seus pedidos de reserva contendo preço e volume. Já as operações da amostra brasileira de Aggarwal, Leal e Hernandez foram realizadas por meio de preço fixo, em que os compradores comunicam somente a intenção de volume a ser comprado.

venture backed que realizaram IPO, enquanto que as empresas que não contaram com este tipo de acionista, a *underperformance* existente é substancialmente reduzida quando os retornos são ponderados pelo valor de mercado. Neste tipo de empresa, o desempenho inferior é concentrado nas empresas menores, porém este não é um efeito decorrente do IPO. Empresas com baixos valor de mercado e *book to market*, independentemente do fato de emitirem ou não ações no mercado apresentaram *underperformance*. Estes trabalhos foram realizados com 4.341 e 4.526 operações de IPO (Brav e Gompers, 1997) e IPOs e SEOs (Brav, Geczy e Gompers, 1998), respectivamente, abrangendo o período entre as décadas de 70 e 90.

Fama (1998) pontuou que os IPOs são realizados tipicamente em empresas pequenas e de crescimento, e que este tipo de ação obteve baixos retornos no período pós-1963 no mercado acionário norte americano. Desta maneira, o problema dos retornos não é específico dos IPOs, mas sim das empresas pequenas e de crescimento em geral. Outra questão levantada é que o método *buy and hold abnormal return* (BHAR) pode dar uma impressão errônea a respeito da velocidade de ajuste dos preços a um determinado evento, pois o BHAR pode crescer ao longo do horizonte de análise mesmo sem a ocorrência de retorno anormal após o primeiro período (Mitchell e Stafford, 2000).

Gompers e Lerner (2003) realizaram análise sobre retorno de cinco anos de IPOs do período pré Nasdaq, compreendendo o período entre 1935 e 1972. De acordo com os autores, a escolha deste período foi fundamentada pelo fato de que a maioria dos estudos anteriores concentra-se em IPOs após 1972 e que poderia haver algum fenômeno a influenciar os resultados encontrados em outros trabalhos. Como a base de dados do Center for Research in Security Prices (CRSP) não abrangia este período, foram coletadas à mão informações a respeito de 3.661 IPOs. De acordo com as conclusões do artigo, a performance dos IPOs depende da metodologia de cálculo: pelo método BHAR ponderada pelo valor de mercado, é demonstrada alguma *underperformance*, que desaparece quando é utilizado a ponderação *equally weighted* ou o CAR. As regressões utilizando o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) e o modelo Fama-French apresentaram interceptos insignificamente diferentes de zero.

Outra abordagem para os retornos de longo prazo dos IPOs se dá pela separação das empresas em diferentes agrupamentos. Como mencionado anteriormente, Brav e Gompers (1997) encontraram retornos diferenciados entre empresas *venture backed* e as demais quando os resultados são ponderados de maneira igual (*equally weighted*). Com a utilização da

ponderação dos retornos pelo valor de mercado (*market weighted*), a diferença de performance entre os dois grupos é significativamente reduzida.

Cao e Lerner (2006), analisando a performance de cinco anos após o IPO de 496 RLBOs – *reverse leveraged buyouts* – entre 1980 e 2002 encontraram indícios que os RLBOs apresentam desempenho superior ao de outros 5.706 IPOs e ao mercado como um todo pelos métodos *equally* e *market weighted*, com performance especialmente forte nos primeiro, quarto e quinto anos após o IPO. Os maiores RLBOs aparentemente apresentam performance melhor que os demais, porém este resultado parece estar associado ao fato de pertencerem às maiores firmas de *buyout* em termos de ativos sob gestão.

Pode-se encontrar na literatura de finanças evidências sobre a atuação das firmas de PE/VC no processo de criação de valor, o que poderia justificar parte da diferença entre os retornos das empresas com participação de fundos de *private equity* e as demais. De acordo com Barry et al. (1990), os gestores das firmas participam da gestão dos negócios – tipicamente com um ou mais assentos no Conselho de Administração – e podem ser especializados investir e administrar empreendimentos em determinados setores da economia, utilizando seus contatos para auxiliar a companhia a recrutar executivos, gerir a linha de produção, lidar com os fornecedores e desenvolver relações com os clientes da empresa investida. Algumas firmas mantêm ou contratam equipes de consultores nas empresas para participar ativamente da gestão e inserir novas estruturas organizacionais e ferramentas de gestão (Teitelbaum, 2007).

Também de acordo com Barry et al. (1990), as firmas de PE/VC se mantêm como acionistas importantes nas empresas investidas após o IPO (de 19,1% na oferta para 13,6% após) e continuam mantendo seus assentos no Conselho de Administração. Desta maneira e também por serem atores recorrentes das operações de IPO, as firmas de PE/VC têm interesse em que suas empresas investidas apresentem bom desempenho no mercado acionário após o IPO.

Todas estas questões apontam para uma estrutura organizacional mais saudável e uma governança corporativa mais avançada do que a maioria das empresas que vêm a público lançar ações. Gioielli e Carvalho (2008) estudaram a dinâmica da gestão de resultados em 66 empresas que abriram capital no mercado acionário brasileiro entre 2004 e 2007, replicando trabalhos realizados sobre o tema como Morsfield e Tan (2006). A amostra foi dividida em dois subgrupos, o primeiro com 29 empresas caracterizadas no trabalho como *venture backed* e o segundo com as demais 37 que não possuíam acionistas desta natureza. Como gestão de

resultados, foi definida a variação trimestral do capital de giro líquido das empresas, controlado por tamanho, crescimento de vendas e alavancagem. De acordo com os resultados encontrados, as empresas *venture backed* não apresentam evidência de gestão de resultados em nenhuma das fases ao redor do IPO (pré IPO, IPO, *lock-up* e pós *lock-up*).

Esta prática pode ser uma das causas da diferenciação do retorno pós IPO das empresas brasileiras. Saito e Maciel (2006) estudaram o *underpricing* que poderia estar associado à assimetria de informação – que em tese deveria ser diminuída em função da adoção da Instrução nº 400 da CVM – e a performance *aftermarket* de 27 IPOs ocorridos no mercado brasileiro entre 1999 e 2006. O retorno no primeiro dia de negociação (*underpricing*) foi em média de 6%, relacionado positivamente com o tamanho da oferta e negativamente com o tamanho (total de ativos) da companhia ofertante. Já a performance ajustada ao mercado de um ano (17,2%) foi relacionada positivamente com o total de ativos, lançamento de ações ordinárias e a presença de investidores PE/VC.

3 Base de Dados e Metodologia

3.1 Base de Dados

Para esta Dissertação, foram compilados os dados de todas as ofertas de ações realizadas no período 2004-2007, compreendendo 145 operações, entre IPOs e *follow-ons*. Como estas operações apresentam concentração nos anos de 2006 e 2007, optou-se por um período de análise do retorno anormal acumulado de um ano (262 dias de negociação) para cada uma das ações. Desta maneira, de todas as operações citadas acima, foram extraídas as que não se caracterizavam como IPO (34 operações) e as que não possuíam uma série temporal apropriada para a análise (58 operações), pois como os dados de retorno compreendiam o período de janeiro/04 a fevereiro/08, somente foram mantidas na amostra as operações que ocorreram até fevereiro/07. Assim, foram então selecionadas 53 operações de IPO, em que foram ofertados ao mercado R\$30,3 bilhões, sendo R\$18,1 bilhões de parcelas primárias e R\$12,2 bilhões de parcelas secundárias das ofertas. A tabela 3 contém um resumo das operações de oferta de ações no período 2004-2007.

Tabela 3 – Resumo das Operações de Oferta de Ações no período 2004-2007

Tipo de Operação	Número de Operações	Volume Total Ofertado ⁽¹⁾ (R\$ Milhões)	Parcela Primária ⁽²⁾ (R\$ Milhões)	Parcela Secundária ⁽³⁾ (R\$ Milhões)
<i>Follow on</i>	34	30.135	7.361	22.774
IPOs com menos de um ano de série histórica	58	50.545	29.281	21.263
IPOs contidos na Amostra	53	30.254	18.095	12.159
Total		110.934	54.737	56.197

⁽¹⁾ Volume Total Ofertado refere-se à soma de todas as ofertas, antes do *greenshoe*.

⁽²⁾ Parcela da oferta referente à emissão de novas ações.

⁽³⁾ Parcela da oferta referente à venda de ações já existentes pelos atuais acionistas.

Fonte: prospectos definitivos das ofertas; elaborado pelo autor

As informações utilizadas no estudo foram:

CAR – Retorno em Excesso ao da Carteira do IBOVESPA

O CAR de cada ação foi calculado como o retorno além ou aquém do observado por uma carteira representativa do mercado acionário brasileiro. Como índice de mercado, foi utilizado o índice BOVESPA. Os preços de fechamento de cada ação e do mercado foram retirados da Economatica.

Data da Operação

A data da operação utilizada para a análise foi a de registro da CVM, constante na primeira página dos prospectos definitivos de cada oferta, que marca o início da série histórica de cada ação.

Tamanho da Operação

O tamanho da operação foi calculado por meio da multiplicação do valor da ação, *unit* ou BDR ofertado pelo montante de títulos a serem ofertados ao mercado. Para esta Dissertação, será utilizado o valor da oferta desconsiderando as eventuais utilizações de *greenshoe*.

O valor dos títulos ofertados ao mercado, bem como seu montante são encontrados na primeira página dos prospectos definitivos das operações.

Parcela Primária (% Primária)

O montante de ações, BDRs ou *units* referentes à oferta primária, assim como o conjunto total desses títulos oferecidos ao mercado são encontrados na primeira página dos prospectos definitivos das operações.

Market Cap – Valor de Mercado da Empresa à Época do IPO

O *Market Cap* foi calculado por meio da multiplicação do número de ações após a operação de IPO pelo valor das ações ou BDRs a serem ofertados ao mercado. No caso das operações com *units*, o preço deste título foi ajustado de maneira a refletir o preço de uma ação.

Free Float – Parcela da Empresa Ofertada ao Mercado

O *free float* foi calculado de acordo com a divisão do montante de ações ou BDRs oferecidos ao mercado pela base acionária das empresas após a operação. No caso das operações que envolveram a emissão de *units*, seu total foi ajustado para refletir o volume de ações que foi ofertado, e então dividido pela base acionária da empresa.

O total de ações, BDRs ou *units* ofertados ao mercado encontra-se na primeira página dos prospectos, enquanto que a base acionária das companhias encontra-se na seção “Composição do Capital Social”, no capítulo “Termos e Condições da Oferta”.

***Book to Market* – Relação entre o Valor Patrimonial da ação e o Preço da Oferta**

O índice *book to market* foi calculado pela divisão do valor patrimonial de uma ação das empresas da amostra pelo valor relativo a uma ação definido nas ofertas. Nas operações com emissão de *units*, o preço da oferta foi ajustado para refletir o valor de uma ação, que por sua vez foi utilizado para dividir o valor patrimonial desta e calcular seu respectivo índice *book to market*.

O valor por ação, BDR ou *unit* é demonstrado na primeira página dos prospectos. Já o valor patrimonial é usualmente encontrado no capítulo “Diluição” dos mesmos.

Nível de Governança

Os níveis de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) são segmentos especiais de listagem desenvolvidos para companhias que se comprometem com práticas de governança adicionais ao exigido pela legislação brasileira. As empresas que emitiram ações na BOVESPA adequaram-se aos níveis 2 e Novo Mercado de governança.

De maneira resumida, as companhias se prestam às seguintes práticas (por cada nível de governança):

Nível 1:

- Publicação de demonstrações financeiras consolidadas e de fluxo de caixa nos relatórios trimestrais (ITRs) e anuais (DFPs) enviados à CVM e BOVESPA;
- Melhoria nas informações prestadas no relatório de Informações Anuais (IANs), como a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições;
- Realização de reuniões públicas com analistas, ao menos uma vez por ano;
- Apresentação de um calendário anual com os eventos corporativos (assembléias, divulgação de resultados etc.);
- Divulgação dos termos dos contratos com partes relacionadas;
- Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores;

- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia;
- Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.

Nível 2: adicionalmente aos compromissos do Nível 1, são exigidos:

- Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou USGAAP;
- Conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de até dois anos, permitida a reeleição, sendo que no mínimo, 20% dos membros deverão ser conselheiros independentes;
- Direito de voto às ações preferenciais em matérias como, transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembléia geral.
- *Tag along* para os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% deste valor para os detentores de ações preferenciais.
- Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

Novo Mercado: além dos compromissos dos Níveis 1 e 2, é necessário:

- Capital social da companhia composto somente por ações ordinárias;
- *Tag along* para todos os acionistas, nas mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia.

Além destes níveis, algumas empresas estrangeiras lançaram ações em mercados internacionais (Luxemburgo, por exemplo) e Certificados de Depósito de Valores Mobiliários (*Brazilian Depositary Receipts – BDRs*) na BOVESPA.

A informação sobre a qual nível de governança a empresa pertence está na primeira página dos prospectos definitivos de cada oferta. Para a estimação realizada nesta Dissertação, foi criada uma variável *dummy* igual a 1 para as ações listadas nos níveis Novo Mercado e Nível 2 e zero para os BDRs.

Presença de Investidores *Private Equity*

A presença de investidores *private equity* no capital social das empresas foi detectada na leitura da base acionária das empresas nos prospectos definitivos das ofertas. A base acionária das companhias encontra-se na seção “Composição do Capital Social”, no capítulo “Termos e Condições da Oferta”.

Na estimação aqui realizada, foi criada uma variável *dummy* igual a 1 se a empresa foi financiada por *private equity* e zero em caso contrário.

Participação de Investidores *Private Equity* no Capital

Para as empresas com participação de fundos de *private equity*, foi calculada a participação destes investidores no capital. Esta parcela foi calculada pela divisão do total de ações por estes detidas em relação à base acionária das companhias. As duas informações estão disponíveis da seção “Composição do Capital Social”, no capítulo “Termos e Condições da Oferta”.

Algumas das empresas da amostra merecem comentários:

- Natura: o BNDESPar – braço de investimentos do BNDES – realizou uma capitalização na companhia imediatamente antes da oferta pública inicial por meio da conversão de debêntures. Neste caso, a Natura foi considerada uma empresa com participação de fundos *private equity*;
- Datasul: segundo o prospecto da oferta, os fundos geridos pelo Barings realizaram sua saída do investimento em 2004, sendo que chegaram a possuir 27,95% do capital da companhia. Como a empresa contou com investimento de fundos de *private equity* por seis anos (de janeiro/98 a julho/04), esta foi classificada como uma empresa com participação de fundos *private equity*;
- Saraiva: as gestoras de fundos IP e Dynamo realizaram na Saraiva um investimento do tipo PIPE – *Private Investment in Public Equity* – que embora tenha sido realizado numa empresa que já possuía capital aberto, guarda todas as

demais características de um investimento com participação de fundos *private equity*;

- UOL: a empresa recebeu substancial aporte de fundos de *private equity* em novembro/99. Em fevereiro/03, em meio a uma reestruturação societária, a os fundos realizam desinvestimento, à exceção do Globalvest Investment Fund LLC. Desta maneira, foi classificada como uma empresa com participação de fundos *private equity*;
- GP Investments: a GP é uma gestora de fundos de *private equity* com capital aberto, mas como deve ter para si os mesmos preceitos das empresas em que investe, foi também classificada como uma empresa *private equity*;

Período Investido

Para as empresas com participação de fundos de *private equity*, foi calculado o período (em meses) em que estes investidores permaneceram entre sua entrada no capital das companhias até o momento da oferta. A informação da data de entrada no capital social das companhias está usualmente na seção “Visão Geral”, no capítulo “Sumário da Companhia”. A data da operação utilizada foi a data de registro da CVM, constante na primeira página dos prospectos definitivos de cada oferta.

Para as empresas Saraiva e Positivo, não foi possível determinar a data de entrada dos fundos de *private equity* em seu capital.

A Tabela 4 apresenta o detalhamento das operações, com a descrição de cada IPO da amostra de acordo com as informações comentadas acima.

Tabela 4 – Detalhamento das Operações de IPO da Amostra (Painel A)

Nome é a denominação mais utilizada para a companhia; Data do IPO é a data da oferta e início da negociação das ações; Volume da Oferta é o montante adquirido pelos novos investidores, antes do *greenshoe*; % Primária é a parcela da oferta referente à emissão de novas ações; Market Cap é o valor de mercado das ações calculado pelo preço definido na oferta; Free Float é a parcela das ações destinadas à negociação no mercado acionário; Book to Market é a relação entre o valor patrimonial e o preço definido na oferta de ações; Nível é uma *dummy* que reflete o padrão de governança corporativa das empresas no momento da oferta; “PE”/“non PE” é uma *dummy* para identificar empresas com participação de fundos de *private equity* das demais; % PEs é a participação de investidores *private equity* no capital das empresas na oferta; Período Investido é o intervalo de tempo entre o aporte de capital de investidores *private equity* e a oferta de ações.

Nome	Data do IPO	Volume da Oferta (R\$ Milhões)	% Primária	Market Cap (R\$ Milhões)	Free Float	Book to Market	Nível	“PE”/“non PE”	% PEs	Período Investido (meses)
Natura	25/05/04	678	0%	3.119	21,7%	0,1132	1	1	2,5%	0
Gol	23/06/04	878	57%	2.075	42,3%	0,0711	1	1	12,5%	16
ALL	24/06/04	535	50%	1.683	31,8%	0,2006	1	1	62,4%	74
CPFL	28/09/04	818	83%	7.774	10,5%	0,4785	1	1	100,0%	78
Grendene	28/10/04	536	0%	3.100	17,3%	0,2400	1	0		
DASA	18/11/04	380	29%	1.056	36,0%	0,1350	1	1	54,0%	41
Porto Seguro	19/11/04	328	24%	1.392	23,6%	0,6325	1	0		
Submarino	29/03/05	473	29%	1.064	44,5%	0,0444	1	1	100,0%	74
Localiza	20/05/05	247	0%	718	34,4%	0,4052	1	1	32,8%	100
TAM	14/06/05	543	70%	2.590	21,0%	0,1111	1	1	26,9%	97
Lojas Renner	30/06/05	774	30%	787	98,4%	0,2914	1	0		
EDB	12/07/05	1.119	99%	2.905	38,5%	1,2622	1	0		
OHL Brasil	14/07/05	431	31%	1.240	34,8%	0,3594	1	0		
Cyrela	21/09/05	785	65%	2.231	35,2%	0,2820	1	0		
Nossa Caixa	27/10/05	830	0%	3.318	25,0%	0,6348	1	0		
Cosan	17/11/05	770	100%	2.889	26,7%	0,2492	1	0		
UOL	15/12/05	555	50%	2.117	26,2%	0,0661	1	1	0,2%	73
Copasa	07/02/06	723	100%	2.616	27,6%	1,1396	1	0		
Vivax	07/02/06	470	13%	2.705	17,4%	0,1078	1	1	71,4%	121
Rossi Residencial	14/02/06	900	72%	1.859	48,4%	0,2420	1	0		
Gafisa	16/02/06	816	61%	2.035	40,1%	0,2205	1	1	55,0%	98
Company	01/03/06	245	74%	549	44,6%	0,1325	1	0		
Totvs	08/03/06	400	71%	854	46,8%	0,1338	1	1	16,7%	13
Equatorial	31/03/06	470	40%	951	49,4%	1,6090	1	1	97,0%	9

Tabela 4 – Detalhamento das Operações de IPO da Amostra (Painel B)

Nome é a denominação mais utilizada para a companhia; Data do IPO é a data da oferta e início da negociação das ações; Volume da Oferta é o montante adquirido pelos novos investidores, antes do *greenshoe*; % Primária é a parcela da oferta referente à emissão de novas ações; Market Cap é o valor de mercado das ações calculado pelo preço definido na oferta; Free Float é a parcela das ações destinadas à negociação no mercado acionário; Book to Market é a relação entre o valor patrimonial e o preço definido na oferta de ações; Nível é uma *dummy* que reflete o padrão de governança corporativa das empresas no momento da oferta; “PE”/“non PE” é uma *dummy* para identificar empresas com participação de fundos de *private equity* das demais; % PEs é a participação de investidores *private equity* no capital das empresas na oferta; Período Investido é o intervalo de tempo entre o aporte de capital de investidores *private equity* e a oferta de ações.

Nome	Data do IPO	Volume da Oferta (R\$ Milhões)	% Primária	Market Cap (R\$ Milhões)	Free Float	Book to Market	Nível	“PE”/“non PE”	% PEs	Período Investido (meses)
Saraiva	07/04/06	183	36%	629	29,0%	0,2595	1	1	11,4%	n.d.
American Bank Note	26/04/06	480	0%	850	56,5%	0,1988	1	0		
CSU	28/04/06	341	29%	874	39,0%	0,0500	1	1	26,0%	105
Brasil Agro	28/04/06	518	100%	519	99,8%	1,0000	1	1	24,8%	7
Lupatech	12/05/06	429	36%	1.004	42,8%	0,0968	1	1	63,9%	32
GP Investments	31/05/06	645	100%	1.060	60,8%	0,4505	0	1	100,0%	40
Datasul	01/06/06	317	48%	522	60,8%	0,0994	1	1		101
MMX	21/07/06	1.029	100%	3.010	34,2%	0,0064	1	0		
Abyara	26/07/06	164	100%	424	38,6%	0,0128	1	1	26,0%	100
Medial	21/09/06	655	59%	1.398	46,9%	0,0423	1	0		
Klabin Segall	06/10/06	485	70%	864	56,1%	0,1247	1	0		
Santos Brasil	12/10/06	843	99%	2.927	28,8%	0,1000	1	1	69,2%	107
M. Dias Branco	17/10/06	362	0%	2.411	15,0%	0,3571	1	0		
Brascan	20/10/06	1.056	77%	2.828	37,3%	0,0731	1	0		
Profarma	25/10/06	349	77%	776	44,9%	0,1756	1	0		
Terna	26/10/06	557	67%	614	90,8%	0,6629	1	0		
Brasil Eco Diesel	10/11/06	379	100%	1.516	25,0%	0,0017	1	0		
Odontoprev	30/11/06	454	36%	690	65,8%	0,0429	1	1	62,3%	99
Positivo	08/12/06	567	21%	2.063	27,5%	0,1013	1	1	0,0%	n.d.
São Carlos Empreend.	13/12/06	469	73%	1.184	39,6%	0,1990	1	1	14,1%	95
Lopes Brasil	15/12/06	413	0%	960	43,0%	0,0043	1	0		
Dufry Brasil	19/12/06	739	0%	1.745	42,4%	0,6524	0	1	19,3%	9
PDG Realty	25/01/07	630	67%	1.537	41,0%	0,0579	1	1	100,0%	37
CCDI	30/01/07	522	92%	1.639	31,9%	0,0359	1	0		
Rodobens	30/01/07	390	100%	889	43,9%	0,1077	1	0		
Tecnisa	31/01/07	791	75%	1.891	41,9%	0,1131	1	0		
Iguatemi	06/02/07	477	100%	1.757	27,1%	0,2077	1	0		
São Martinho	09/02/07	368	56%	2.205	16,7%	0,4905	1	0		
GVT	15/02/07	936	100%	2.142	43,7%	0,1350	1	0		

Fonte: prospectos definitivos das ofertas; elaborado pelo autor

A Tabela 5 contém as estatísticas descritivas dos IPOs da amostra. Conforme observado, as ofertas da amostra apresentam volume médio de R\$571 milhões, sendo 56% deste valor referente a ofertas primárias. O *market cap* médio das empresas da amostra é de cerca de R\$1.750 milhões, com *free float* de aproximadamente 40% e múltiplo *book to market* de 0,283, ou seja, no momento das operações de IPO estas empresas estavam sendo negociadas por um múltiplo equivalente a cerca de 3,5 vezes seu valor patrimonial. Das 53 operações da amostra, somente duas (3,8%) referiam-se a BDRs (certificados de depósito de valores mobiliários) e 26 (49,1%) apresentavam como acionistas fundos de *private equity* (“PE”).

Tabela 5 – Estatísticas Descritivas das Operações de IPO da Amostra de (2004 – 2007)

Volume da Oferta é o montante adquirido pelos novos investidores, antes do *greenshoe*; *% Primária* é a parcela da oferta referente à emissão de novas ações; *Market Cap* é o valor de mercado das ações calculado pelo preço definido na oferta; *Free Float* é a parcela das ações destinadas à negociação no mercado acionário; *Book to Market* é a relação entre o valor patrimonial e o preço definido na oferta de ações; *Nível* é uma *dummy* que reflete o padrão de governança corporativa das empresas no momento da oferta; “PE”/“non PE” é uma *dummy* para identificar empresas com participação de fundos de *private equity* das demais.

	Volume da Oferta (R\$ Milhões)	% Primária	Market Cap (R\$ Milhões)	Free Float	Book to Market	Nível	“PE”/“non PE”
Média	570,84	55,9%	1.746,22	39,9%	0,283	0,038	0,491
Mediana	522,00	60,6%	1.536,87	38,6%	0,135	0	0
Máximo	1.119,47	100,0%	7.773,96	99,8%	1,609	1	1
Mínimo	163,75	0,0%	423,75	10,5%	0,002	0	0
Desvio Padrão	228,85	34,7%	1.192,89	18,5%	0,335	0,192	0,505

Fonte: prospectos definitivos das ofertas; elaborado pelo autor.

3.2 Metodologia

3.2.1 Retornos Anormais Acumulados – CAR

Os retornos de cada ação ($R_{i,t}$) foram calculados como sendo de forma contínua entre o preço da ação no período “ t ” e o período “ $t - 1$ ”, de forma que:

$$R_{i,t} = LN \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \quad (1)$$

Para ações que eventualmente não possuíam cotação em determinado dia, foi adotado o preço do dia anterior, atribuindo-se retorno igual a zero neste dia de maneira a não influenciar o resultado dos retornos anormais e nem o retorno anormal acumulado. Os dados das cotações das ações – ajustadas por proventos – foram coletados na Economática e o retorno foi calculado em relação à cotação de fechamento.

Como as empresas da amostra eram de capital fechado antes do IPO, a estimativa do retorno do mercado utilizada foi a da carteira teórica do índice BOVESPA³, cujas ações correspondem por mais de 80% do volume negociado e cerca de 70% da capitalização bursátil de todas as empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Para que sua representatividade se mantenha ao longo do tempo, é feita uma reavaliação quadrimestral, alterando-se composição e peso da carteira. Os dados das cotações do índice IBOVESPA foram coletados na Economática e o retorno foi calculado em relação à cotação de fechamento.

Nesta Dissertação, os retornos anormais foram calculados como os retornos das ações ajustados pelo retorno de mercado, da seguinte maneira:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{mercado,t} . \quad (2)$$

O retorno anormal acumulado de cada ação, ou a performance ajustada ao índice BOVESPA do dia do início das negociações (data k) até um ano após este evento (data l) é a somatória dos retornos anormais (AR) ao longo do período:

$$CAR_{i,k,l} = \sum_{t=m}^n AR_{i,t} . \quad (3)$$

O retorno da amostra é calculado pela média dos retornos anormais acumulados (CAR) das ações da amostra:

$$\overline{CAR}_t = \frac{\sum_{i=1}^n CAR_i}{n_t} . \quad (4)$$

Sendo n o número de ações que compõe a amostra.

A estatística t calculada para o retorno anormal acumulado médio foi calculada de acordo com Campbell, Lo e MacKinlay (1997), com a seguinte formulação:

$$t_{stat} = \frac{\overline{CAR}_t}{\sqrt{\frac{s^2}{n_t}}}, \quad (5)$$

³ A carteira teórica é composta pelas ações que atenderam cumulativamente aos seguintes critérios, com relação aos doze meses anteriores à formação da carteira:

- a) estar incluída em uma relação de ações cujos índices de negociabilidade somados representem 80% do valor acumulado de todos os índices individuais;
- b) apresentar participação, em termos de volume, superior a 0,1% do total;
- c) ter sido negociada em mais de 80% do total de pregões do período.

onde:

$$\hat{\sigma}_t^2 = \frac{1}{n_t} \sum_{i=1}^n \sigma_i^2. \quad (6)$$

Sendo \overline{CAR}_t é o retorno anormal acumulado médio das empresas selecionadas na data t , n é o número de empresas selecionadas e σ_t é o desvio padrão dos retornos anormais para a data t .

Nesta Dissertação serão reportados os resultados do CAR para o primeiro dia de negociação (*underpricing*) e para o período de 262 dias.

Além dos cálculos realizados para toda a amostra, esta foi também dividida em dois subgrupos: o primeiro formado por empresas que possuíam em sua base acionária fundos de *private equity*, composto por 26 ações, e o segundo por empresas que não possuíam em seu capital social este tipo de investidor, num total de 27 ações.

O retorno anormal acumulado da amostra foi utilizado como variável dependente para a realização de regressões contra fatores que poderiam explicá-lo, como o Tamanho da Oferta, o *Market Cap* da empresa no momento da oferta, o *Free Float* da empresa, o múltiplo *Book to Market* e o Nível de Governança, sendo que esta variável foi tratada como uma *dummy*, em que os BDRs foram diferenciados das ações listadas nos segmentos Novo Mercado e Nível 2, além da variável *dummy Private Equity* (PE). Para o subgrupo das empresas com participação de fundos de *private equity*, foram também realizadas regressões com os fatores Participação dos Investidores *Private Equity* no Capital (% PE) e Período Investido – intervalo de tempo (em meses) entre a entrada destes investidores no capital das empresas e a oferta de ações.

3.2.2 Testes de Diferença de Média

As variáveis dos dois subgrupos – empresas com participação de fundos de *private equity* e demais empresas – foram comparadas entre si por um teste de diferença de média, onde a estatística t é a seguinte:

$$t_{stat} = \frac{\overline{x_\alpha} - \overline{x_\beta}}{\left[\left(\frac{\sigma_{x_\alpha}^2}{n_\alpha} + \frac{\sigma_{x_\beta}^2}{n_\beta} \right) \right]^{1/2}}, \quad (7)$$

em que x é a variável testada e α e β são os grupos de empresas com participação de fundos de *private equity* e de demais empresas, respectivamente e n o número de observações dos dois grupos.

3.3 Estimação

Nesta Dissertação, a estimação foi realizada por meio do método de mínimos quadrados ordinários (OLS, na sigla em inglês), buscando identificar os fatores que poderiam explicar um retorno anormal acumulado para os IPOs da amostra:

$$CAR_i = \alpha_i + \beta Oferta_i + \chi Prim_i + \delta Cap_i + \varepsilon Float + \phi BTM_i + \varphi Nivel_i + \gamma PE_i + erro_i, \quad (8)$$

sendo “Oferta” o logaritmo do Tamanho da Oferta, “Prim” é o percentual da oferta proveniente do lançamento de novas ações, “Cap” é o logaritmo do valor de mercado das ações calculado de acordo com o preço estipulado no IPO, “Float” é a parcela das ações que não estavam em poder dos acionistas controladores à época do IPO, “BTM” é a relação entre o valor patrimonial da ação e seu preço determinado no IPO; “Nivel” é uma *dummy* que diferencia as ações listadas nos segmentos Novo Mercado e Nível 2 dos BDRs emitidos na BOVESPA e “PE” é uma *dummy* para as empresas com participação de fundos de *private equity*.

As empresas com participação de fundos *private equity* também foram objeto de outra estimação, em que se procurou identificar outros fatores que também poderiam explicar o retorno anormal acumulado.

$$CAR_i = \alpha_i + \eta PercPE_i + tPeriodo_i + erro_i, \quad (9)$$

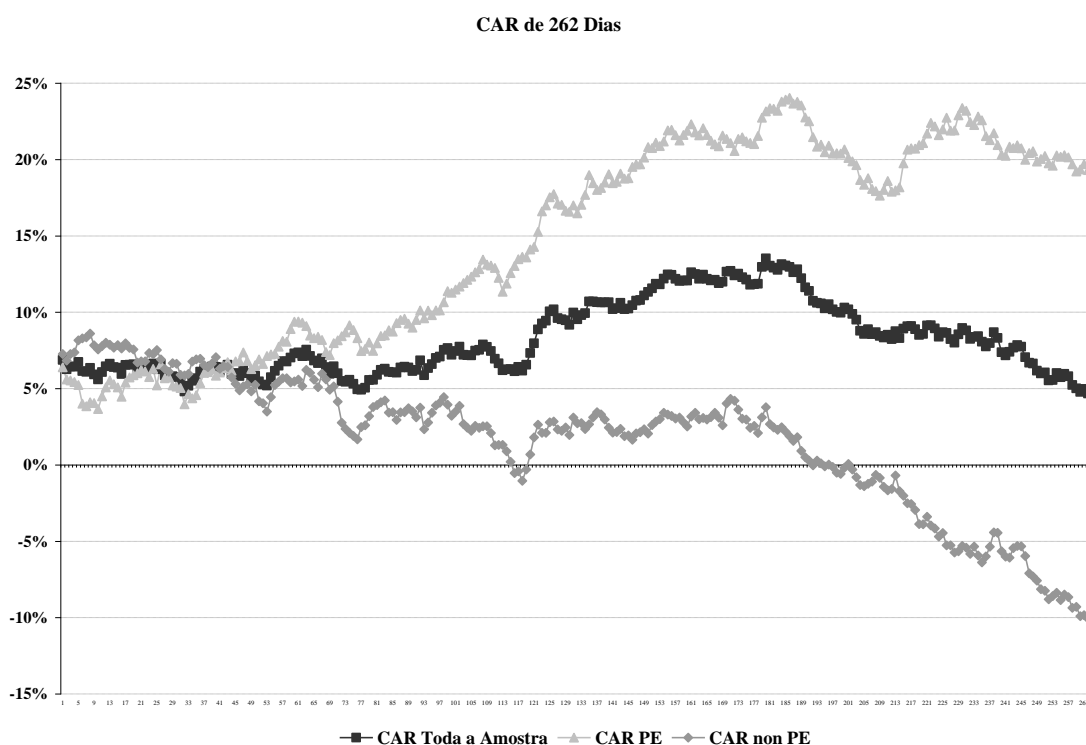
onde “PercPE” é a participação dos fundos PE/VC no capital das empresas à época do IPO e “Periodo” é o intervalo de tempo (em meses) entre o momento do investimento dos fundos PE/VC no capital das empresas até o IPO.

4 Resultados

4.1 Retorno Anormal Acumulado

Os resultados encontrados com o retorno anormal acumulado no primeiro dia de negociação indicam presença de *underpricing* para as empresas da amostra. Quando são consideradas todas as empresas, o retorno no primeiro dia de negociação é de 6,9%. Dividindo-se a amostra entre empresas com participação de fundos de *private equity* e as demais, os resultados encontrados foram 6,4% e 7,3%, respectivamente. Embora a diferença entre ambas não seja estatisticamente significativa, está alinhada com o comportamento observado em estudos, como Saito (2006), em que a presença do investidor PE/VC no capital da empresa no momento do IPO reduz a assimetria de informações, reduzindo o desconto sobre o valor das ações que irão a mercado (Barry et al, 1990). A Figura 3 demonstra a evolução do retorno anormal acumulado para toda a amostra e para os subgrupos de empresas com participação de fundos de *private equity* (PE) e para as demais (non PE).

Figura 3 – Evolução do Retorno Anormal Acumulado da Amostra



Ao longo do período observado, as empresas da amostra continuam apresentando retornos anormais, atingindo em média o valor máximo de 12,4% por volta do oitavo mês de negociação. A partir daí, o retorno anormal acumulado passa diminuir, atingindo 4,7% ao final do período da amostra.

Quando se observam os dois subgrupos, são notados comportamentos distintos: o subgrupo das empresas que não receberam investimentos de fundos PE/VC mantém um retorno anormal acumulado ao redor do observado no primeiro dia de negociação até cerca de três meses após o evento. A partir desta data, o CAR chega a atingir valores negativos próximo aos seis meses de negociação, para logo após se recuperar, mantendo-se positivo até o nono mês. Desta data em diante, os retornos anormais são consistentemente negativos até o final do período analisado, alcançando ao final dos 262 dias o valor de -7,6%. Para o subgrupo das empresas com participação de fundos de *private equity* são observados comportamentos semelhantes ao do outro subgrupo nos terceiro e sexto mês de negociação, isto é, o retorno anormal ao redor destes períodos é negativo, porém o CAR sempre se mantém positivo. Por volta do nono mês de negociação, há também um período de retornos anormais acumulados negativos, que é rapidamente revertido. Ao final do período de análise (262 dias), o retorno anormal acumulado do subgrupo das empresas com participação de fundos de *private equity* é de 17,6%.

De acordo com o teste de diferença de médias, ao final do período de análise, o retorno anormal acumulado do subgrupo das empresas com participação de fundos de *private equity* é estatisticamente diferente do subgrupo das demais empresas, com significância de 5%. Esta diferença já é perceptível estatisticamente a partir do sexto mês de cotações (146º dia). A Tabela 6 resume os valores calculados do retorno anormal acumulado para toda a amostra e para os dois subgrupos, além de demonstrar a estatística *t* da diferença entre os CAR dos dois subgrupos e os valores máximos e mínimos encontrados, bem como os dias de suas ocorrências.

Tabela 6 – CAR para as Empresas da Amostra e Subgrupos

1º Dia refere-se ao retorno anormal do dia da oferta; *Seis Meses* refere-se ao retorno anormal acumulado dos primeiros 131 dias; *Um Ano* refere-se ao retorno anormal acumulado do período total analisado (262 dias). Os valores das estatísticas *t* dos retornos estão em parêntesis.

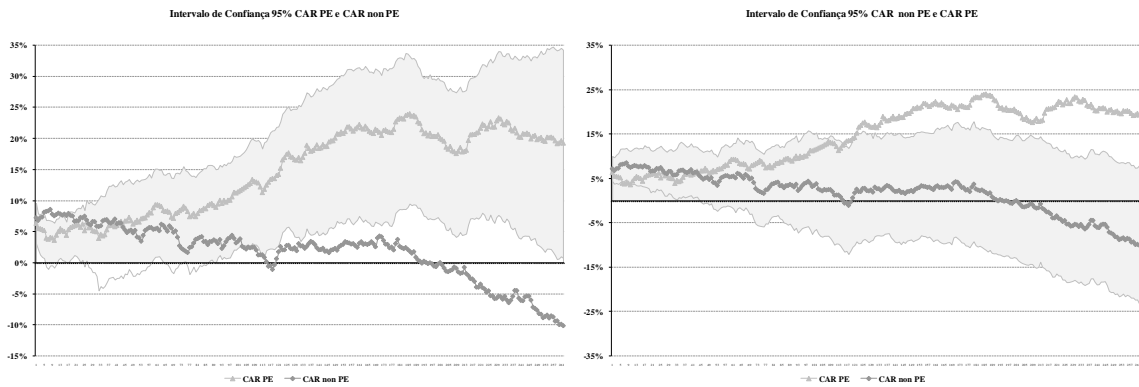
CAR	Toda a Amostra	Empresas PE Backed	Demais Empresas	Estatística <i>t</i> da Diferença
1º Dia	6,9% (3,179)***	6,4% (2,143)**	7,3% (2,325)**	(-0,395)
Seis Meses	9,2% (4,245)***	14,8% (4,970)***	3,7% (1,197)	(1,373)
Um Ano	4,8% (2,198)**	17,6% (5,890)***	-7,6% (-2,430)**	(2,151)**
Máximo	12,4%	21,4%	8,4%	
<i>Dia de Ocorrência do Máximo</i>	180	186	8	
Mínimo	4,5%	2,9%	-7,6%	
<i>Dia de Ocorrência do Mínimo</i>	32	10	262	

*, ** e *** referem-se aos níveis de significância 10%, 5% e 1%, respectivamente

As figuras abaixo ilustram o CAR dos dois subgrupos, em que um deles é comparado com o intervalo de confiança a 95% do outro (áreas cinza dos gráficos). Da mesma maneira que os resultados do teste de média, ao redor do sexto mês, o retorno acumulado de um dos subgrupos deixa de estar contido no intervalo de confiança do outro subgrupo.

Figura 4 – Evolução do Retorno Anormal Acumulado de cada Subgrupo, comparados com o Intervalo de Confiança do Subgrupo distinto

No primeiro gráfico, o retorno anormal acumulado do subgrupo non PE é comparado ao intervalo de confiança a 95% de certeza do retorno anormal acumulado do subgrupo PE. No segundo gráfico, o retorno anormal acumulado do subgrupo PE é comparado ao intervalo de confiança a 95% de certeza do retorno anormal acumulado do subgrupo non PE.



4.2 Diferenças entre os dois subgrupos

A comparação entre os dois subgrupos revela que somente a variável “Volume da Oferta” revela significância estatística entre os subgrupos das empresas com participação de fundos de *private equity* e as demais, sendo que este último apresenta uma média superior à apresentada pelas empresas com participação de fundos de *private equity*. A Tabela 7 demonstra estatísticas selecionadas das operações de IPO de empresas sem e com participação de fundos de *private equity* em sua base acionária (Painel A e Painel B, respectivamente), bem como a estatística *t* do teste de diferença de média entre as estatísticas selecionadas (Painel C).

Tabela 7 – Estatísticas Selecionadas das Operações de IPO de Empresas com participação de Fundos de *Private Equity* e demais Empresas (2004 – 2007)

Volume da Oferta é o montante adquirido pelos novos investidores, antes do *greenshoe*; *% Primária* é a parcela da oferta referente à emissão de novas ações; *Market Cap* é o valor de mercado das ações calculado pelo preço definido na oferta; *Free Float* é a parcela das ações destinadas à negociação no mercado acionário; *Book to Market* é a relação entre o valor patrimonial e o preço definido na oferta de ações.

Painel A – Empresas sem Participação de Fundos de <i>Private Equity</i>					
	Volume da Oferta (R\$ Milhões)	% Primária	Market Cap (R\$ Milhões)	Free Float	Book to Market
Média	618,18	61,7%	1.801,25	39,8%	0,304
Mediana	536,43	72,2%	1.757,36	37,3%	0,208
Máximo	1.119,47	100,0%	3.318,11	98,4%	1,262
Mínimo	244,87	0,0%	548,92	15,0%	0,002
Desvio Padrão	251,26	37,2%	867,16	19,4%	0,321
Observações	27	27	27	27	27
Painel B – Empresas com Participação de Fundos de <i>Private Equity</i>					
	Volume da Oferta (R\$ Milhões)	% Primária	Market Cap (R\$ Milhões)	Free Float	Book to Market
Média	521,68	49,8%	1.689,07	39,9%	0,262
Mediana	495,67	48,8%	1.124,03	39,3%	0,112
Máximo	878,14	100,0%	7.773,96	99,8%	1,609
Mínimo	163,75	0,0%	423,75	10,5%	0,013
Desvio Padrão	195,82	31,4%	1.473,46	18,0%	0,355
Observações	26	26	26	26	26
Painel C – Estatística <i>t</i> da Diferença de Médias					
Estatística <i>t</i>	(1,563)*	(1,263)	(0,336)	(-0,023)	(0,446)

*, ** e *** referem-se aos níveis de significância 10%, 5% e 1%, respectivamente

4.3 Correlações entre as Variáveis

As variáveis utilizadas nesta Dissertação foram inseridas numa matriz de correlação de modo a investigar a relação entre estas. A Tabela 8 demonstra os resultados, onde um resultado esperado foi encontrado: a relação positiva e significativa entre o valor de mercado (*market cap*) e o tamanho da oferta, pois a primeira variável ocorre ao menos parcialmente função da segunda.

Já a relação positiva entre tamanho da oferta e percentual da parcela primária no IPO poderia ser explicada pelo fato de que as maiores empresas da oferta estão buscando mais recursos novos via oferta de ações para o crescimento de suas operações enquanto que as empresas menores estão procurando obter uma saída para seus investidores. Outra relação encontrada foi que as menores empresas apresentam um *free float* maior, uma vez que para se realizar uma operação oferta de ações no mercado brasileiro, é necessário um volume mínimo⁴. Desta maneira, para atingir este montante, as menores empresas da amostra precisavam oferecer ao mercado uma parcela maior de seu capital social. A relação positiva entre o retorno anormal acumulado e a participação de fundos de *private equity* no capital das empresas da amostra será comentada na seção “Resultado das Regressões”.

Tabela 8 – Matriz de Correlação entre as Variáveis

CAR é o retorno anormal acumulado de 262 dias para as ações da amostra. *Oferta* é o logaritmo natural do montante adquirido pelos novos investidores, antes do *greenshoe*; *Prim* é a parcela da oferta referente à emissão de novas ações; *Cap* é o logaritmo natural do valor de mercado das ações calculado pelo preço definido na oferta; *BTM* é a relação entre o valor patrimonial e o preço definido na oferta de ações; *Float* é a parcela das ações destinadas à negociação no mercado acionário; *Nivel* é uma *dummy* em que os BDRs são diferenciados das ações emitidas na BOVESPA; *PE* é uma *dummy* para identificar empresas com participação de fundos de *private equity* das demais.

Variáveis	CAR	OFERTA	PRIM	CAP	FLOAT	BTM	NIVEL	PE
CAR	1							
OFERTA	-0,079	1						
PRIM	-0,062	0,229***	1					
CAP	-0,159	0,686***	0,050	1				
FLOAT	0,162	0,037	0,123	-0,661***	1			
BTM	0,083	0,153	0,032	0,053	0,157	1		
NIVEL	0,111	0,128	-0,034	-0,021	0,126	0,160	1	
PE	0,289*	-0,198	-0,174	-0,145	0,003	-0,062	0,202	1

*, ** e *** referem-se aos níveis de significância 10%, 5% e 1%, respectivamente.

⁴ Para o período da amostra, o volume mínimo para se realizar uma oferta de ações era entendido como sendo de R\$400 milhões.

4.4 Resultado das Regressões

O resultado das regressões realizadas com as variáveis tamanho da oferta, percentual de oferta primária, *market cap*, índice *book to market*, *free float*, nível de governança corporativa, e presença de investidores PE/VC para toda a amostra de 53 IPOs estão na Tabela 9 e indicam que somente a variável “PE” apresenta significância (Equações 01, 02 e 03).

Quando analisadas de maneira separada, as empresas com participação de fundos de *private equity* e as demais empresas não apresentam significância em nenhuma das variáveis de controle (Equações 04 e 05, respectivamente).

Tabela 9 – Resultado das Regressões dos IPOs da Amostra (2004 a 2007)

Oferta é o logaritmo natural do montante adquirido pelos novos investidores, antes do *greenshoe*; *Prim* é a parcela da oferta referente à emissão de novas ações; *Cap* é o logaritmo natural do valor de mercado das ações calculado pelo preço definido na oferta; *BTM* é a relação entre o valor patrimonial e o preço definido na oferta de ações; *Float* é a parcela das ações destinadas à negociação no mercado acionário; *Nivel* é uma *dummy* em que os BDRs são diferenciados das ações emitidas na BOVESPA; *PE* é uma *dummy* para identificar empresas com participação de fundos de *private equity* das demais. Os valores das estatísticas *t* das variáveis em cada regressão estão em parêntesis.

Variáveis	Toda a Amostra			Empresas <i>PE Backed</i>	Demais Empresas
	Equação 01	Equação 02	Equação 03	Equação 04	Equação 05
C	-0,087 (-0,071)	0,017 (0,019)	-0,076 (-0,928)	1,267 (0,720)	-1,271 (-0,613)
OFERTA	-0,111 (-0,236)	-0,042 (-0,295)		-0,599 (-0,773)	0,010 (0,014)
PRIM	-0,028 (-0,150)			-0,095 (-0,281)	0,021 (0,081)
CAP	0,068 (0,156)			0,322 (0,472)	0,099 (0,141)
BTM	0,097 (0,497)	0,110 (0,605)		-0,021 (-0,067)	0,228 (0,806)
FLOAT	0,511 (0,489)	0,356 (1,091)		0,823 (0,456)	0,800 (0,501)
NIVEL	0,072 (0,210)			0,253 (0,651)	
PE	0,239 (1,852)*	0,249 (2,060)**	0,252 (2,153)**		
R ² Ajustado	-0,018	0,117	0,083	-0,210	-0,075
N	53	53	53	26	27

*, ** e *** referem-se aos níveis de significância 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Para o subgrupo das empresas com participação de fundos de *private equity*, foi realizada outra regressão, em que as variáveis de controle foram a participação dos investidores PE/VC no capital social das empresas no momento da oferta e o logaritmo do intervalo de tempo (em meses) entre o investimento inicial e a oferta de ações. De acordo com os resultados obtidos

(Equações 06 a 08 da Tabela 10), não foi encontrada significância estatística em nenhuma das variáveis em relação ao retorno anormal acumulado.

Tabela 10 – Resultado das Regressões dos IPOs de Empresas com Participação de Fundos de *Private Equity* (2004 a 2007)

Periodo é o logaritmo natural do intervalo de tempo entre o investimento inicial e a oferta de ações; *Perc_PE* é a participação dos fundos PE/VC no capital das empresas no momento da oferta. Os valores das estatísticas *t* das variáveis em cada regressão estão em parêntesis.

Variáveis	Empresas com Participação de Fundos de <i>Private Equity</i>		
	Equação 06	Equação 07	Equação 08
C	0,179 (0,387)	0,090 (0,601)	0,292 (0,682)
PERIODO	-0,038 (-0,333)		-0,031 (-0,288)
		0,195 (0,745)	
PERC_PE	0,279 (0,880)		
R ² Ajustado	-0,059	-0,019	-0,043
N	22	25	23

*, ** e *** referem-se aos níveis de significância 10%, 5% e 1%, respectivamente.

5 Conclusões

Os 53 IPOs da amostra realizados entre 2004 e 2007 apresentaram retorno anormal acumulado e significativo de 4,7% para o período de um ano. Quando a amostra é subdividida entre empresas com participação de fundos de *private equity* e as demais empresas, os retornos anormais são estatisticamente diferentes, de 17,6% e -7,6%, respectivamente. Estes resultados estão em linha com as conclusões dos estudos de Brav e Gompers (1997) e Cao e Lerner (2006), que encontraram diferenciação entre os retornos pós IPO entre empresas com participação de fundos de *private equity/venture capital* e as demais.

Foram utilizadas variáveis de controle como tamanho da oferta, parcela primária, *market cap* do IPO, *book to market*, *free float*, nível de governança corporativa e participação de investidores *private equity* no capital das empresas. De acordo com os cálculos realizados, somente a presença dos investidores de PE/VC explica os retornos anormais acumulados de um ano encontrados com significância estatística. Saito e Maciel (2006) realizaram estudo semelhante e a performance ajustada de um ano dos IPOs de sua amostra foi relacionada positivamente com as variáveis tamanho dos ativos, lançamento de ações ordinárias e presença de investidores de PE/VC.

O retorno anormal das empresas com participação de fundos de *private equity* poderia indicar que estas empresas apresentavam-se mais preparadas para acessar o mercado de capitais, contando com o suporte dos gestores dos fundos, que pode ser traduzido pela implementação de ferramentas de gestão, pelo estabelecimento de políticas de remuneração buscando o alinhamento dos interesses de acionistas e administradores e pelo próprio envolvimento dos *general partners* na gestão das empresas, por meio de sua nomeação para a Diretoria Executiva ou até mesmo o Conselho de Administração. O fato de os fundos manterem participações relevantes, citado no parágrafo anterior, reforça esta questão.

As limitações do estudo estão relacionadas principalmente com a data de corte para o estudo (fevereiro/2007), uma vez que neste houve uma atividade muito intensa nas operações de IPO ao longo do ano de 2007. Para estudos futuros, pode vir a ser possível inserir os IPOs de que nesta Dissertação possuíam menos de um ano de série histórica. Estas 58 operações foram responsáveis pela captação de R\$50,5 bilhões, contra os R\$30,2 bilhões dos IPOs contidos na amostra. Desta maneira, um próximo estudo poderá mais que dobrar o número de operações e de volume captado junto ao mercado. Da mesma maneira, o retorno anormal

acumulado poderá ser calculado para janelas de tempo mais longas, aproximando-se da prática mais encontrada em estudos realizados em outros mercados (cinco anos).

Para os estudos futuros, podem ser também utilizadas variáveis que não estiveram presentes nesta Dissertação, como alavancagem financeira das empresas e a presença de financiamentos bancários pelas instituições que participaram da oferta, conhecidos como *equity kickers*, o que poderia indicar um incentivo além da comissão usualmente aplicada neste tipo de operação.

6 Referências Bibliográficas

AGGARWAL, Reena; LEAL, Ricardo; HERNANDEZ, Leonardo. **The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America**. *Financial Management*. v. 22, n. 1, p. 42-53, Spring 1993.

BARRY, Christopher B.; MUSCARELLA, Chris J.; PEAVY III, John W.; VETSUYPENS, Michael R. **The role of venture capital in the creation of public companies**. *Journal of Financial Economics*. v. 27, n. 2, p. 447-471, Oct. 1990.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA). **Regulamento de práticas diferenciadas de governança corporativa: Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1**, 2001. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em 20/maio/2007

BRAV, Alon; GECZY, Christopher; GOMPERS, Paul A. **Is the Abnormal Return Following Equity Issuances Anomalous?** *Journal of Financial Economics*. 56, 209-249, May 2000.

BRAV, Alon; GOMPERS, Paul A. **Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Nonventure Capital-Backed Companies**. *The Journal of Finance*. 52, 1791-1821, Dec. 1997.

CAMPBELL, John Y.; LO, Andrew W.; MACKINLAY, A. C. **The Econometrics of Financial Markets**. Princeton University Press, 1997. 609 p.

CAO, Jerry X.; Lerner, Josh. **The Performance of Reverse Leveraged Buyouts**. SWEDISH INSTITUTE FOR FINANCIAL RESEARCH. Conference on The Economics of the Private Equity. Oct. 2006.

CARVALHO, Antonio G.; RIBEIRO, Leonardo de L.; FURTADO, Cláudio V. **A indústria de private equity e venture capital: primeiro censo brasileiro**. Saraiva, 2006. 135 p.

FAMA, Eugene. **Market Efficiency, long term returns, and behavioral finance**. *Journal of Financial Economics*. v. 49, n. 3, p. 283-306, Sep. 1998.

FAMA, Eugene; FRENCH, Kenneth. **The Cross-Section of Expected Stock Returns**. *The Journal of Finance*. v. 47, n. 2, p. 427-465, Jun. 1992.

GIOIELLI, Sabrina P. O.; CARVALHO, Antonio G. **The Dynamics of Earnings Management in IPOs and the Role of Venture Capital: Evidence from Brazil**. Working paper. Apr. 2008.

GOMPERS, Paul A.; LERNER, Josh. **The Really Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The Pre-Nasdaq Evidence**. *The Journal of Finance*. v. 58, n. 4, p. 1355-1392, Aug. 2003.

LOUGHRAN, Tim; RITTER, Jay. **The new issues puzzle**. *The Journal of Finance*. v. 50, n. 1, p. 23-51, Mar. 1995.

MITCHELL, Mark L.; STAFFORD, Erik. **Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance.** The Journal of Business. v. 73, n. 3, p. 287-329, Jul. 2000.

MORSFIELD, Suzanne G.; TAN, Christine E. L. **Do Venture Capitalists Influence the Decision to Manage Earnings in Initial Public Offerings?** The Accounting Review. v. 81, n. 5, p. 1119-1150, Oct. 2006.

REGALADO, Antonio. Brazil's IPO Rush Hits Rough Patch. **The Wall Street Journal Eastern Edition.** v. 251 Issue 144 p.A1-A10 June, 20th 2008.

RITTER, Jay. **The long-run performance of initial public offerings.** The Journal of Finance. v. 46, n. 1, p. 3-27, Mar. 1991.

SAITO, Richard; MACIEL, Luiz P. **Underpricing of Brazilian IPOs:** Empirical Evidence from 1999 to 2005. 30^o Encontro da ANPAD. Setembro de 2006.

TEITELBAUM, Richard. The KKR Way. **Bloomberg Markets Magazine.** p. 36-45, Aug. 2007

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)