UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE.
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE E CONTROLADORIA

QUALIDADE DE LUCROS E ESTRUTURA DE PROPRIEDADE: A INDÚSTRIA DE
***PRIVATE EQUITY* NO BRASIL**

Rafael de Campos Sasso

Orientador: Prof. Dr. Iran Siqueira Lima

SÃO PAULO

2012

Prof. Dr. João Grandino Rodas
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Reinaldo Guerreiro
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade.

Prof. Dr. Edgard Bruno Cornachione Jr
Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária

Prof. Dr. Luís Eduardo Afonso

Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade

RAFAEL DE CAMPOS SASSO

**QUALIDADE DE LUCROS E ESTRUTURA DE PROPRIEDADE: A INDÚSTRIA DE
PRIVATE EQUITY NO BRASIL**

Dissertação apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências.

Orientador: Prof. Dr. Iran Siqueira Lima

SÃO PAULO

2012

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Sasso, Rafael de Campos

Qualidade de lucros e estrutura de propriedade: a indústria de private equity no Brasil / Rafael de Campos Sasso. -- São Paulo, 2012.

118 p.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2012.

Orientador: Iran Siqueira Lima.

1. Lucro contábil 2. Investimentos 3. Dívida I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade II. Título.

Para minha mãe.

AGRADECIMENTOS

Agradeço à Deus, minha família, mestres e amigos por todo o apoio, suporte e por entenderem minha ausência. Vocês foram fundamentais para todo esse processo. Minha mãe, obrigado pelo amor, dedicação e caráter. Aos meus avós (Joana, João, Maria e Elzio), ao meu Pai e meu pai substituto Marcelo Rossi, meus irmãos Andrea e Vitor, primos Ana Paula, Eduardo Oda, Eduardo Lima, Andrea Giannella, Marcos Vinicius, Douglas Valade, ao meu tio Fernando Genova e tia Soraia Genova e minhas várias mães substitutas (Maria, Theresa e Lourdes) e a Raphaele Marie Charlotte Soubrier. Em especial aos meus amigos e família feanos (Marcell Portugal de Oliveira, Saulo Mourão Sturaro e Daniel Estevam Damiani) e a Eduardo Ramos Jr., Henrique Melo Cantagesso, Leonardo Felipe Sanches Silva, Ricardo Cameirão Junior, Willian Neves.

Ao Prof. Dr. Iran Siqueira Lima por toda a orientação, amizade, suporte e exemplo de caráter e honestidade. Ao Prof. Dr. Luíz Paulo Fávero, pela amizade e suporte e pela fundamental ajuda nas discussões do desenvolvimento do trabalho. Aos professores Dr Alexandre Di Miceli da Silveira, Dr. Gerlando Augusto S. Franco de Lima, Dr^a Marina Mitiyo Yamamoto, Dr^a Mara Jane Contrera Malacrida, Dr Bruno Meirelles Salotti e Dr José Roberto Kassai por toda a ajuda e suporte fundamental desde minha graduação. Ao Professor Dr Giovani Brito por todo apoio e orientação. Ao Professor Dr. Luiz Nelson Guedes de Carvalho por todo o exemplo, orientação, atenção e suporte. Ao Professor Dr. André Luiz Oda pela sua participação em minha banca examinadora, pelas valiosas ideias e contribuições. Ao Professor Dr Flávio Kezam Malaga por todo apoio e amizade.

Aos amigos do curso: Alexandre Gonzales, Anderson Pinzan, Fabio Calhau, George Willich Sales, Cristiane Nagai, Julio Orestes, Kelly e Manoel e Sheila Melo. Ao EAC, à FEA-USP que gosto tanto e seus funcionários por todos esses anos de carinho e suporte. À Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) pela bolsa de pesquisa que me proporcionou a oportunidade de dedicação exclusiva ao curso de mestrado. E, finalmente, um agradecimento especial aos amigos Alex Mussoi Ribeiro, Ana Paula Capuano da Cruz, Anderson Feitosa, Aziz Beiruth, Carlos Henrique do Carmo, Ivan Canan, Patrícia Oda, Renata Takamatsu e Vinicius Simmer pela amizade, carinho e imprescindível ajuda no desenvolvimento deste trabalho e no meu desenvolvimento acadêmico e humano.

Obrigado a todos

**“Some men knows the price of
everything and the value of nothing”**

Oscar Wilde

RESUMO

É marcante a relevância que assumiu a indústria de Private Equity ao longo da última década no Brasil. Este trabalho estuda a indústria brasileira de *Private Equity* por meio da análise da qualidade de lucros medida pelo reconhecimento oportuno de perdas (conservadorismo) e o endividamento das empresas investidas que fizeram uma IPO (*Initial Public Offering*) na bolsa brasileira no ano de 2007. A primeira hipótese conjectura que as empresas investidas por fundos de *Private Equity* no Brasil possuem mais qualidade de lucros em relação às não investidas, enquanto que a hipótese secundária estabelece que as empresas que obtiveram aporte de capital proveniente de fundos de *Private Equity*, no Brasil, são menos endividadas do que as que não obtiveram este tipo de aporte. Com base no trabalho de Ball e Shivakumar (2005) e utilizando-se das adaptações de Beuselinck *et al.* (2009) e Katz (2009), são utilizados modelos para testar o reconhecimento oportuno de perdas. Os resultados sugerem que, conforme os achados internacionais, as empresas investidas por fundos de *Private Equity* têm comportamento mais conservador, mas que se endividam menos do que as não investidas. O argumento da maior eficiência contratual dos credores com sua demanda por conservadorismo parece não ter relação com as sugestões de reconhecimento oportuno de perdas por parte das empresas financiadas por fundos de *Private Equity*, o que, por conseguinte, poderia sugerir que os *Limited Partners* (investidores desses fundos) e as preocupações reputacionais pelas quais as gestoras passam, direcionariam, realmente, uma demanda por uma qualidade de lucros maior indicando que esses seriam motivadores do reconhecimento oportuno de perdas, conservadorismo condicional buscando reduzir a probabilidade de comportamentos oportunistas de gestores e gestoras e de expropriação de credores, investidores.

Palavras-chave: *Private Equity*, *Qualidade de lucros*, *Conservadorismo*, *Alavancagem*

ABSTRACT

The relevance that the Private Equity industry assumed in Brazil in the last decade is remarkable. The present work studies the Brazilian Private Equity industry by analyzing earnings quality by the timely loss recognition, conservatism, and the leverage of the companies that make an IPO (*Initial Public Offering*) at the Brazilian stock exchange, Bovespa, in 2007. The first hypothesis conjectures that companies backed by Private Equity in Brazil have more earnings quality than the non-Private Equity backed companies. The second hypothesis conjectures that the Private Equity backed companies, in Brazil, are less leveraged than non-Private Equity backed. Based on Ball and Shivakumar (2005) models, the adaptations on Beuselinck *et al.* (2009) and Katz (2009) are used to measure timely loss recognition. The results suggest that in Brazil, as in international studies, Private Equity backed companies are more conservative but less leveraged. The argument that the bigger contractual efficiency of the creditors with their demand for conservatism seems to not have relation with the suggestions of timely loss recognition by the invested companies could suggest that *Limited Partners* (Private Equity investors) and the reputational concerns that the investment houses are exposed, could really create an demand for more earnings quality, showing that this could be a driver to timely loss recognition, conditional conservatism, to reduce the probability of creditors and investors expropriation and investment houses managers and fund managers opportunistic behaviors.

Keywords: *Private Equity, Earnings Quality, Conservatism, Leveraging*

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	7
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E PROBLEMA DE PESQUISA	7
1.2 OBJETIVO E HIPÓTESES	10
1.3 JUSTIFICATIVAS E CONTRIBUIÇÕES	13
1.4 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO	15
2 REFERENCIAL TEÓRICO	16
2.1 A INDÚSTRIA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL.....	17
2.1.1 Histórico e Desenvolvimento dos Fundos de <i>Private Equity</i>	21
2.1.1.1 As origens	21
2.1.1.2 A primeira participação limitada	22
2.1.1.3 Surgimento, desenvolvimento e maturidade da indústria de <i>Private Equity</i>	23
2.1.2 – Desenvolvimento histórico da indústria no Brasil.....	26
2.1.2.1 Primeira fase (1960-1989).....	27
2.1.2.2 Segunda fase (1990-2000).....	27
2.1.2.3 Terceira Fase (2001-2004)	29
2.1.2.4 Quarta fase - a maturidade da indústria (2005-2011)	31
2.1.3 Estrutura, funcionamento e particularidades	32
2.1.3.1 A pesquisa em Private Equity.....	35
2.1.3.2 A pesquisa em Private Equity no Brasil	37
2.2 QUALIDADE DOS LUCROS.....	40
2.2.1 Panorama geral de qualidade dos lucros.....	40
2.2.1 Propriedades dos lucros	42
2.3 CONSERVADORISMO.....	43
2.3.1 Contextualização	43
2.3.2 Classificações	46
2.3.3 Determinantes econômicos do conservadorismo	48
2.3.3.1 Relações contratuais nas empresas (incentivos contratuais)	48
2.3.3.2 Custos com litígios judiciais e regulação contábil.....	51
2.3.3.3 Tributação.....	52
2.3.4 Reconhecimento oportuno de perdas.....	52
2.4 CONSERVADORISMO, QUALIDADE DE LUCROS E A INDÚSTRIA DE PE	56
2.4.1 Modelos utilizados e pesquisas relacionadas.....	59
2.4.2 Modelo em Ball e Shivakumar (2005)	63

2.4.3 O modelo de <i>Accruals</i> proposto por Ball e Shivakumar (2005).....	65
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	68
3.1 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA	68
3.2 COLETA E CLASSIFICAÇÃO DOS DADOS	68
3.3 ENDOGENEIDADE DA ESCOLHA DO FINANCIAMENTO	69
3.4 MODELOS PARA RECONHECIMENTO OPORTUNO DE PERDAS EMPREGADOS.....	70
3.4.1 Teste de reconhecimento oportuno de perdas por mudanças condicionais nos lucros....	70
3.4.2 Teste de reconhecimento oportuno de perdas baseado em <i>accruals</i>	74
3.5 VARIÁVEIS DE CONTROLE.....	76
3.6 OUTLIERS	76
3.6 DADOS EM PAINEL	77
3.5 NÍVEL DE ENDIVIDAMENTO.....	80
4 RESULTADOS	81
4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS	81
4.2 ANÁLISE DOS RESULTADOS	84
4.2.1 Modelo BS	84
4.2.2 Modelo de <i>Accruals</i>	87
4.2.3 Endividamento.....	90
4.2.4 Analise dos resultados em conjunto	95
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	96
BIBLIOGRAFIA.....	99

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABRASCA: Associação Brasileira das Companhias Abertas
ABVCAP: Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital
ADR: American Depositary Receipt
ANBIMA: Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros de Capitais
APIMEC: Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais
BM&FBOVESPA: Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
BR GAAP: Brazilian Generally Accepted Accounting Principles
CFC: Conselho Federal de Contabilidade
CMN: Conselho Monetário Nacional
CPC: Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM: Comissão de Valores Mobiliários
EVCA: European Private Equity and Venture Capital Association
FASB: Financial Accounting Standards Board
FIECAFI: Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras
GP: General Partner
IAS: International Accounting Standards
IASB: International Accounting Standards Board
IFAC: International Federation of Accountants
IFRS: International Financial Reporting Standards
KKR: Kohlberg Kravis Roberts
LAVCA: Latin American Venture Capital Association
LBO: Leveraged Buy Out
M&A: Mergers and Acquisitions
MBO: Management Buy Out
MoU: Memorandum of Understanding
PWC: Pricewaterhouse Coopers
SOX: Lei Sarbanes Oxley
SUSEP: Superintendência de Seguros Privados
US GAAP: United States Generally Accepted Accounting Principles

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Comprometimentos de capital na década de 80 nos EUA	24
Gráfico 2: Relação ACC com OCF	90
Gráfico 3: Endividamento	94
Gráfico 4: Diferença das médias do Endividamento dos dois grupos.....	94

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: IPOs de 2004 de Empresas Investidas por Fundos de Private Equity.....	30
Quadro 2: Estágio de Desenvolvimento da Empresa Investida	32
Quadro 3: Conservadorismo Condicional x Conservadorismo Incondicional.....	47
Quadro 4: Trabalhos Brasileiros sobre conservadorismo	56
Quadro 5: Empresas da amostra.....	69
Quadro 6: Especificações do Modelo (Equação 4)	71
Quadro 7: Especificações das Variáveis de Controle.....	72
Quadro 8: Comportamentos esperados nos coeficientes.....	73
Quadro 9: Especificações do Modelo (Equação 7)	74
Quadro 10: Especificações das Variáveis de Controle.....	75
Quadro 11: Comportamentos esperados nos coeficientes.....	76

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Setor das empresas	81
Tabela 2: Valores e Despesas das Ofertas.....	82
Tabela 3: Valores e Despesas das Ofertas padronizadas.....	82
Tabela 4: Descritivas - Variáveis de Controle	83
Tabela 5: Resultados Modelo BS	85
Tabela 6: Regressão do modelo de <i>Accruals</i> em Ball e Shivakumar (2005)	88
Tabela 7: Estatísticas descritivas do endividamento	91
Tabela 8: Teste de Mann-Whitney	92
Tabela 9: Teste de Levene.....	92
Tabela 10: Teste T	93

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização e Problema de Pesquisa

A atividade de *Private Equity* (PE)¹ surgiu nos Estados Unidos da América (EUA) em 1946 (DEMARIA, 2010) e, atualmente, pode ser considerada um fenômeno no mercado mundial. Em 2010, essa atividade representou mais de 2000 negócios levantando um valor superior a US\$236 bilhões, sendo que 53 destas transações envolveram quantias superiores a US\$ 1 bilhão (estudo ERNST & YOUNG, 2011). No Brasil, ainda segundo este estudo, o levantamento de fundos no ano de 2010 superou em 170% ao ano anterior, sendo que 2 dos 10 maiores levantamentos de fundos mundiais foram para a região. Além disso, muitas gestoras estão abrindo escritórios no Brasil e comprando participações de “casas” de investimento locais, como nos seguintes casos emblemáticos: (1) a *The Blackstone Group*, que comprou 40% de participação do Pátria Investimentos, (2) o *JPMorgan Chase* que comprou participação majoritária no Gávea Investimentos, do ex-presidente do Banco Central do Brasil (Armínio Fraga), e (3) a operação de compra de 15% do BTG Pactual pelo consorcio liderado pela *J.C. Flowers & Co* que incluía os fundos soberanos GIC (*China Investment Corporation*) e *Temasek* (Singapura).

As organizações que realizam este tipo de atividade (conhecidas no mercado como “casas” de investimento como *The Blackstone Group* ou *Kohlberg Kravis Roberts & Co, KKR*) são responsáveis pela gestão de instrumentos de investimento que congregam recursos de um ou mais investidores para aplicações de longo-prazo (em geral de 10 anos) e costumam direcioná-lo para empresas não cotadas em bolsa de valores, se concretizando por meio de operações como LBOs (Leveraged Buyouts – Compras Alavancadas) ou MBOs (Management Buyouts – Compras por Gestores). Os aportes são feitos por meio de ações (ordinárias ou preferenciais), quotas de participação, debêntures conversíveis, opções, bônus de subscrição ou *warrants*. Após alguns anos, ocorre o desinvestimento e os recursos até então investidos, mais o eventual ganho de capital, retornam aos investidores (RIBEIRO, 2005). Assim, o objetivo dos fundos de PE é melhorar o desempenho financeiro e econômico das companhias em que ocorreu a injeção de capital e, com isso, obter um alto retorno na liquidação deste

¹ O termo *Venture Capital* (VC) não é mencionado por ser uma classificação dentro da área de *Private Equity* (PE), convenção utilizada pela European Venture Capital and Private Equity Association (EVCA), em seu glossário.

investimento, pois seus lucros advêm, principalmente, da diferença entre o valor de sua participação inicial e final na empresa, ou seja, de um ganho de capital.

Os fundos de PE possuem uma duração considerada de longo-prazo, porém determinada, e se configuram como um “*Limited Partnership*” como destacam Metrick e Yasuda (2010):

Virtualmente, todos os fundos de *Private Equity* são organizados como participações limitadas (*limited partnerships*) com as firmas de *Private Equity* servindo como *general partners* (GPs) dos fundos e com grandes investidores institucionais e investidores qualificados provendo o montante de capital como *limited partners* (LPs). Essas participações limitadas tipicamente duram dez anos e os acordos assinados na entrada do fundo definem os pagamentos esperados pelos GPs.²

Cabe destacar que o investimento realizado pelos fundos de PE é muito mais do que um simples aporte de recursos para a companhia. O que ocorre é uma espécie de reorganização da gestão. Assim, os fundos passam a gerir a empresa investida com o intuito de reorganizá-la para que esta gere melhores resultados e valor, a fim de viabilizar um desinvestimento lucrativo no futuro. Como o ciclo de vida deste processo é, em sua maioria, inferior a 10 anos, os fundos de PE buscam maior transparência nos processos de gestão das empresas investidas, tendo em vista que os acordos futuros deste fundo junto a outras parcerias dependem de sua reputação, que é construída a partir de projetos anteriores passíveis de avaliação minuciosa (METRICK; YASUDA, 2010). De maneira diferente de investidores típicos do mercado acionário, os gestores de PE são investidores participativos na gestão das empresas em que investem, influenciando decisões estratégicas e a própria governança corporativa (JENSEN, 1991).

Desta forma, a atividade de PE apresenta-se como uma alternativa de financiamento e de melhoria na gestão, uma vez que os gestores dos fundos são agentes, em geral, melhor preparados para exercer atividades de gerenciamento e com disponibilidade de capital e reconhecimento do mercado para alavancar o desempenho da empresa. De acordo com Sahlman (1990), frequentemente os fundos de PE assumem uma participação mais ativa nas atividades das empresas investidas, atuando na direção das mesmas, interferindo em suas atividades operacionais e estratégicas, utilizando-se de práticas sofisticadas de gestão,

² Virtually all private equity funds are organized as limited partnerships, with private equity firms serving as general partners (GPs) of the funds, and large institutional investors and wealthy individuals providing the bulk of the capital as limited partners (LPs). These limited partnerships typically last for ten years, and partnership agreements signed at the funds' inceptions clearly define the expected payments to GPs.

governança e monitoramento como forma de aumentar a probabilidade de sucesso da organização e aumentar o retorno do investimento. Resultados de um estudo desenvolvido por Sorensen (2007) indicaram que empresas investidas por fundos de PE têm melhor desempenho e maior chance de abrirem o capital quando comparadas às demais companhias, e que isto está ligado à estratégia de desinvestimento por meio de uma *Initial Public Offering* (IPO) ou uma *trade sale* (venda para um investidor estratégico, para concorrentes, por exemplo), opções nas quais o múltiplo de saída (valor de venda) alcançado pode ser maior.

Segundo a literatura sobre *Private Equity* e *Venture Capital*, existem evidências de uma adaptação gradual deste tipo de entidade para lidar com problemas de agência com o desenvolvimento de mecanismos apropriados a ambientes caracterizados por um alto grau de incerteza e assimetria informacional (GIOIELLI, 2008; SAHLMAN, 1990). Dessa forma, os mecanismos utilizados para reduzir os conflitos de agência e o forte monitoramento imposto às investidas por esses fundos acabam por colaborar com a qualidade da informação contábil das entidades, melhorando também o nível de governança dessas instituições (HELLMAN; PURI, 2002; BAKER; GOMPERS, 2003; HOCHBERG, 2011; MORSFIELD; TAN, 2006; WONGSUNWAI, 2007; KATZ, 2009).

Cumming *et al.* (2004) afirmam que os fundos de PE são mais propensos a um maior nível de governança corporativa e destacam o impacto, muito robusto e significativo, das regras contábeis e ambiente legal nas políticas de *disclosure* praticadas por seus gestores. Para os autores, isto ocorre devido a necessidade de as empresas investidas pelos fundos terem maior visualização e apreciação pelo mercado a fim de facilitar futuras captações, o que ocorre com mais facilidade nas empresas com maior nível de governança.

Segundo Masulis (2009), os fundos impactam positivamente as empresas que recebem seus investimentos por conta de mecanismos que reduzem os conflitos de agência e criam valor por quatro pontos principais: estrutura societária simplificada e com maior igualdade de direitos entre acionistas; criação de um conselho de administração; gerenciamento do nível de endividamento e criação de mecanismos de remuneração por *performance*.

Um dos reflexos dos impactos na gestão das empresas investidas pelos fundos de PE relatados na literatura (MORSFIELD; TAN, 2006; KATZ, 2009; BEUSELINCK *et al.*, 2009) é a melhor qualidade comparativa, às não investidas, da informação contábil publicada, tendo

como critério de análise a presença de maior reconhecimento oportuno de perdas (conservadorismo condicional). Isto acontece por conta dos mecanismos de gerenciamento empregados a fim de mitigar os conflitos de agência aliados ao monitoramento utilizado pelos fundos em relação às empresas, o que pode impactar a qualidade da informação contábil das investidas.

Percebe-se, no entanto, que apesar de a literatura destacar o papel dos fundos de PE como agentes responsáveis por incentivos a melhorias de gestão e qualidade das informações prestadas pelas companhias nas quais investem, no Brasil, como o desenvolvimento desta indústria é relativamente novo, algumas das premissas que se dão nos mercados norte-americano e europeu podem, ainda, não estar materializadas ou simplesmente serem distintas devido às diferenças e peculiaridades dos ambientes econômico e institucional. Além disso, uma vez que, apenas recentemente a regulação local permitiu a ampliação dos investimentos de investidores institucionais nesta classe de ativos e que apenas um reduzido número de fundos já fechou ciclos de liquidações de investimentos e novas captações (motivo principal que guia a preocupação com reputação pelos fundos e gestores), estudar esta indústria no cenário brasileiro pode trazer resultados distintos em comparação com as pesquisas realizadas anteriormente.

Segundo Katz (2009), “Apesar de sua importância econômica e da *expertise* gerencial que trazem, pouco se sabe sobre o papel que as gestoras de PE desempenham nas práticas contábeis das empresas de seus portfólios”. Esse conhecimento é ainda menor quando se trata de países em desenvolvimento e com características institucionais e econômicas distintas, como é o caso do Brasil. Por isso, esta pesquisa busca analisar qual o efeito que uma estrutura de propriedade particular, chamada de *Private Equity*, provoca na qualidade dos lucros das companhias que atuam neste ambiente peculiar. Com isso, foi desenvolvido o seguinte problema de pesquisa: **as empresas investidas por fundos de *Private Equity* no Brasil possuem mais qualidade de lucros em relação às não investidas?**

1.2 Objetivo e Hipóteses

Há inúmeras evidências de que a estrutura de propriedade e suas características afetam a qualidade de lucros das empresas. Enquanto Warfield *et al.* (1995) demonstraram uma associação positiva entre estruturas de propriedade compostas por gestores e a informatividade dos lucros, Chung *et al.* (2002) mostraram que o monitoramento de investidores institucionais (maiores investidores em PE) ajuda a inibir o gerenciamento de resultados. Já Bushman *et al.* (2004) demonstraram que estruturas de propriedade concentradas estão inversamente associadas à oportunidade dos lucros. Velury e Jenkins (2006), por sua vez, mostraram que a qualidade dos lucros é melhor em empresas monitoradas por investidores institucionais. Beuselinck *et al.* (2009) encontraram que o envolvimento de fundos de PE na estrutura de propriedade de empresas não listadas influencia a qualidade de lucros por meio do reconhecimento oportuno de perdas assim como Katz (2009), que encontrou maiores níveis de qualidade de lucros para empresas listadas investidas por fundos de PE.

Embora existam trabalhos que estudaram o assunto em países desenvolvidos, o mesmo não se pode afirmar para países emergentes como o Brasil. Por isso, o presente estudo **objetiva investigar se a presença de Fundos de *Private Equity* no quadro societário de companhias no Brasil influencia a qualidade de lucros, sob a ótica de um maior conservadorismo condicional dessas empresas.** Para atingir este objetivo são necessárias as seguintes metas específicas:

- a) revisar o histórico e a literatura sobre fundos de *Private Equity* e discuti-la sob o enfoque do ambiente brasileiro;
- b) coletar as informações financeiras divulgadas pelas companhias brasileiras e analisar se são compatíveis com a métrica de pesquisa utilizada;
- c) mensurar o conservadorismo condicional das companhias;
- d) verificar se existem diferenças estatisticamente significativas entre a qualidade de lucros dos dois grupos de companhias estudadas (com e sem *Private Equity*).

Com base nos resultados encontrados por Katz (2009) e Beuselinck *et al.* (2009), é proposto como hipótese principal para esta pesquisa que **o ambiente peculiar brasileiro, juros altos e ambiente institucional e de proteção aos credores distinto, não deve influenciar na relação entre o conservadorismo e a presença de PE, ou seja, no Brasil, assim como em outros países a presença de fundos de PE deve influenciar positivamente a qualidade do**

lucro medida através do conservadorismo condicional. Isso pode ser atribuído ao ativo monitoramento dos fundos, à simplificação e monitoramento dos processos e práticas contábeis, incluindo a questão reputacional, a gestão profissional e o típico maior endividamento presentes nas companhias que possuem participação de tais fundos.

Entre as origens apontadas, os investidores de PE podem ter uma demanda interna maior para informação financeira de melhor qualidade causada pelos altos níveis de assimetria de informações entre investidores e empreendedores e pelas especificidades resultantes dos seus contratos de investimento (BEUSELINCK, 2009). Em contraste com outros intermediários financeiros como bancos, os fundos de PE obtêm propriedade parcial da empresa investida (GOMPERS; LERNER, 1999; CORNELLI; YOSHA, 2003).

O particular relacionamento entre os fundos de PE e suas investidas dá origem a um problema de agência causado pelo desalinhamento de expectativas do empreendedor e do fundo (SAPIENZA *et al.*, 1996), o que é exemplificado por uma situação em que o empreendedor pode preferir investimentos desalinhados aos interesses do fundo (como construir um “império”) ao invés de investimentos em geração de valor, o que, conseqüentemente, faz com que os fundos de PE tipicamente incluam dispositivos de monitoramento em seus contratos de investimento (SAHLMAN, 1990; KAPLAN; STROMBERG, 2003). São exemplos desses contratos: avaliações periódicas de performance das investidas (MITCHELL *et al.*, 1995; KAPLAN; STROMBERG, 2003), participações no conselho de administração, visitas e *stage-financing*³ (WRIGHT; ROBBIE, 1998);

Já de uma perspectiva externa, a alta qualidade dos demonstrativos financeiros pode ser uma das maneiras por meio da qual os fundos de PE sinalizam, especialmente para investidores, seu profissionalismo e a qualidade das empresas de seu portfólio (BEUSELINCK; 2009), o que é consistente com suas preocupações reputacionais para motivos de captação e de saída de investimento, o que pode, também, levar a uma maior qualidade de lucros.

Um dos atributos dos lucros que é particularmente relevante no contexto de PE é o reconhecimento oportuno de perdas (*proxie* de conservadorismo condicional) que é indicado como a melhor métrica para qualidade de lucros (DECHOW, 2010) e ainda, uma

³ Stage-Financing é uma forma de financiamento que funciona como um dispositivo de proteção por ceder capital de forma organizada em períodos e de acordo com alvos de performance acertados.

característica crucial de demonstrativos de alta qualidade (RYAN, 2006; BEUSELINCK, 2009). Finalmente, o conservadorismo condicional (com o reconhecimento oportuno de perdas) torna os demonstrativos financeiros de mais valia para propósitos de governança corporativa, servindo para mitigar problemas de agência com as decisões de investimento de gestores e para disparar os *covenants* (BEAVER; RYAN, 2005; BALL; SHIVAKUMAR, 2005). Além disso, para o horizonte temporal dos investimentos de PE, a divulgação de informações mais conservadoras pode ajuda-los a “limpar” os livros antes de sair do investimento.

Para ilustrar a alavancagem típica desses fundos, Axelson *et al.* (2009) afirmam que “Tipicamente, estes fundos levantam capital na época de sua formação e adicionalmente quando os investimentos são feitos. Este capital adicional usualmente toma a forma de dívida.” Contrariando este raciocínio, o conhecido criador do *DealBook* do *New York Times*, Andrew Ross Sorkin, escreveu uma matéria intitulada “*In Brazil, No Room for Leverage at Buyout Firms*” ou seja, no Brasil não existe espaço para alavancagem nas investidas por *Private Equity*. A matéria descreve como a indústria nacional desenvolveu-se distintamente da mundial criando o que ele chama de LBO sem o L, de alavancagem, e se voltando ao início da atividade que era gerar valor por meio da melhora operacional das investidas, indo ao encontro com Katz (2009, p 19), que sugere que “Empresas financiadas por PE possuem um alto nível de alavancagem”⁴. Com base nesta discussão e no fato de a alavancagem estar intimamente ligada com o conservadorismo condicional, pois os credores são uma de suas principais fontes (AHMED *et al.*, 2002; WITTENBERG-MOERMAN, 2008), foi desenvolvida uma hipótese secundária para ser testada neste trabalho: **as empresas que obtiveram aporte de capital provenientes de fundos de *Private Equity* no Brasil são menos endividadas do que as que não obtiveram este tipo de aporte.** Isso sugere que no Brasil, ao contrário de outros países, os fundos de *Private Equity* utilizam, predominantemente, o capital próprio ao invés de empréstimos bancários para comprar as participações nas companhias investidas.

1.3 Justificativas e Contribuições

Embora existam trabalhos que investigaram o papel da presença dos fundos de PE no conservadorismo (Givoly *et al.* 2008, 2009; BEUSELINCK *et al.*, 2009; KATZ, 2009),

⁴ PE-backed firms also have significantly higher leverage.

nenhum deles foi realizado em economias em desenvolvimento. A indústria brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* é relativamente recente e, conforme Gioielli (2008), “apesar de notório participante do sistema financeiro nacional, ainda são escassos os estudos centrados na indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil, sobretudo no que se refere aos impactos produzidos nas empresas investidas por PE/VC.”

O Brasil é um país que apresenta diversas características institucionais e de mercado peculiares que podem influenciar a relação entre o conservadorismo condicional e a presença dos fundos de *Private Equity*. Entre elas estão: (1) o nível de concentração do mercado (SILVEIRA, 2006), (2) o nível de monitoramento dos investidores (SILVEIRA, 2010), (3) o nível de alavancagem (LEAL, 2008) e (4) o nível de regulação das práticas contábeis e das informações prestadas pelas companhias (LOPES; WALKER, 2008).

Em relação às características peculiares citadas anteriormente, existem diversos trabalhos que testam os efeitos delas sobre práticas de governança e políticas de transparência das empresas. Contudo nenhuma deles testa o efeito agregado pelos fundos de *Private Equity* na qualidade do lucro (conservadorismo) dentro deste contexto. Adicionalmente, do lado da regulação, Lopes e Walker (2008) afirmam que em países cujos requerimentos legais são menos extensos, as firmas apresentam maior variação nas suas políticas contábeis de evidenciação, ou seja, em ambientes onde a contabilidade é menos regulada (como é o caso do Brasil em comparação aos EUA e Reino Unido) os gestores possuem um maior poder discricionário nas suas estratégias de governança e isso pode ter alguma influência direta na qualidade do lucro divulgado por tais companhias.

Em um ambiente mais regulado a atuação do gestor de fundo PE é menos evidente, pois é muito difícil separar a parcela da qualidade do lucro que é relativa à sua atuação da que é relativa ao ambiente regulatório. Por outro lado, em ambientes em que os gestores apresentam maior flexibilidade de atuação é possível verificar com maior acuracidade, os efeitos que suas escolhas geram na qualidade dos lucros. Assim, será possível investigar se eventual maior ou menor qualidade dos lucros (conservadorismo) é devido à atuação do gestor de PE ou ao ambiente regulatório mais restrito (encontrado nos países das pesquisas realizadas anteriormente).

Outro ponto também relevante para o desenvolvimento desta pesquisa que cabe ser destacado é a necessidade de uma maior distinção entre os conceitos de *Private Equity* e *Venture Capital*. Sobre isso, Katz (2009), que levantou importância econômica e a expertise gerencial focada na escassez de informações sobre a influência dos gestores de *Private Equity* sobre as práticas contábeis das empresas de seu portfólio, afirma que a maioria dos trabalhos anteriores focava apenas nos fundos de *Venture Capital* e, apesar de os achados sobre como a estrutura de propriedade afeta as práticas contábeis serem válidos, não se pode generalizar esses achados para *Private Equity*, pois as diferenças institucionais são muito significantes.

As contribuições para a literatura se dão, primeiramente, pelo auxílio que se pretende gerar no sentido de explicar o nível de influência da estrutura de propriedade e sua concentração na qualidade de lucros no Brasil, focando na presença de fundos de *Private Equity*, proprietários de características únicas e que tiveram pouca atenção na literatura nacional. Segundo, em uma maior exploração do reconhecimento tempestivo de perdas (conservadorismo condicional) ligado a estrutura de propriedade das empresas que efetuam IPO (*Initial Public Offering*) no Brasil e suas concentrações. Terceiro, uma verificação dos níveis de endividamento das empresas investidas no mercado brasileiro, tido como um mercado de dívida cara. Quarto, uma maior elucidação para os credores da correlação entre estrutura de propriedade e conservadorismo condicional, cuja maior fonte seriam os credores. Esses achados são importantes para *stakeholders* como investidores, credores, consumidores, empregados, fornecedores e autoridades reguladoras de mercado.

1.4 Estrutura da Dissertação

O trabalho está organizado da seguinte maneira: Na seção 1 é feita uma introdução ao tema *Private Equity* e à discussão bem como à motivação, justificativa e hipóteses da pesquisa. Na seção 2 é apresentada a formação da indústria de um ponto de vista histórico, técnico e finalmente operacional, seguido de uma caracterização do caso brasileiro e uma revisão das pesquisas no Brasil e no mundo. Na segunda parte da seção 2, são discutidos o conceito de qualidade de lucros, suas *proxies* para reconhecimento oportuno de perdas e seu *link* com conservadorismo condicional. Na terceira parte da seção 2, são discutidos o conservadorismo contábil, suas *proxies* e na quarta parte o envolvimento desses tópicos com a indústria de *Private Equity*. Na seção 3 é apresentado o design da pesquisa por meio da metodologia. Na

seção 4, tem-se a análise dos resultados e, por fim, na seção 5, apresentam-se as conclusões da dissertação.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção reúne o quadro teórico que serviu de referência para o desenvolvimento deste trabalho. Inicialmente, tem-se uma discussão acerca da indústria de *Private Equity* e *Venture Capital*. Na sequência, na segunda subseção discute-se qualidade de lucros, na terceira, conservadorismo e na quarta o link entre esses tópicos e o desenvolvimento dos modelos utilizados.

2.1 A Indústria de Private Equity e Venture Capital

Como comentam Kaiser e Westarp (2010), a transição da propriedade dos recursos mundiais nos últimos 400 anos de algumas centenas de monarcas e instituições para bilhões de pessoas via participação e desenvolvimento dos mercados de capitais, geraram um problema proveniente da separação entre propriedade e controle. Lopes e Martins (2005, p. 28) complementam dizendo que foi o aparecimento da moderna corporação, com separação entre propriedade e controle, que fez surgir a possibilidade de que ocorram conflitos de interesse entre acionistas e administradores. Este problema é conhecido como “problema de agência”.

Definido no trabalho de Jensen e Meckling (1976, p. 310) como uma relação de agência; “um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (os principais), dão poderes a uma outra pessoa (o agente) para desenvolver algum serviço em seu nome, o que envolve delegar alguma autoridade de tomada de decisão para o agente”⁵. A argumentação dos autores é a de que, se tanto o agente como o principal visam à maximização de suas utilidades pessoais, então é razoável a suposição de que o primeiro poderá agir oportunisticamente, em detrimento do melhor interesse do segundo. Assim, configura-se o chamado “conflito de agência”, sendo que seus custos, são definidos como “custos de agência”.

Kaiser e Westarp (2010) argumentam que a indústria de *Private Equity* emergiu como uma ferramenta de redução de custos de agência e expõem que, enquanto os gestores não tiverem desempenho de um ponto de vista de maximizar o valor das companhias que estão gerindo, haverá espaço para a indústria de *Private Equity* operar. Além de um mercado de aquisições ou um mercado de IPO robusto, tornando possível o desinvestimento, para o funcionamento dessa indústria, devem existir algumas condições como “custos de agência” advindos de má

⁵ “a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent.”

administração ou falta de criação de valor, gerando espaço para melhorias e geração de resultados.

Relacionado a isso, a teoria de *Pecking Order* (MYERS, 1984) defende que os administradores da empresa usam uma hierarquia para definir que recursos serão utilizados para financiar seus projetos. A teoria estabelece uma ordem de preferência de origem de recursos, preferindo, em primeiro lugar, utilizar recursos gerados internamente (lucros retidos) por conta dos custos de transação; em segundo lugar, captar recursos por meio de novas dívidas e, em terceiro lugar, captar recursos por meio do lançamento de novas ações. Mesmo que os administradores sigam tal hierarquia não fica invalidada a ideia de um nível ótimo de endividamento na linha proposta pela denominada teoria do *Trade-off*. Desenvolvida a partir da combinação de economias fiscais pelo uso de dívidas e custos de falência esperados do excesso de endividamento, ela defende que esses dois fatores, em particular, influenciariam as decisões de endividamento das empresas. Além disso, ela não considera explicitamente, mas também não nega, a existência de problemas de agência relacionados às decisões de estrutura de capital. Assim, no caso das decisões de estrutura de capital, tanto os conflitos de interesse entre acionistas e administradores, quanto entre acionistas e credores têm implicações para tais decisões e, no ambiente discutido neste trabalho, os fundos de *Private Equity* como opção de financiamento criam uma situação ímpar por serem sócios e estarem no negócio por um prazo determinado, além de seus mecanismos de gestão que afetam a estrutura de propriedade das investidas e as tornam mais alavancadas.

Os estudiosos de problemas de agência longamente consideraram a concentração de propriedade e os tipos de *blockholders* como um fator de governança que poderia reduzir os custos de agência associados com as participações difusas (BARRY *et al.*, 1990; SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Como já discutido por Dahrwadkar *et al* (2004) e Douma *et al* (2006), as diferenças institucionais e especificidades dos sistemas econômicos de cada país mudam a efetividade dos mecanismos de governança corporativa e relativizam os problemas de agência. No Brasil, diferentemente dos EUA, a estrutura de propriedade é concentrada, o que pode alterar, por exemplo, os ganhos de concentração argumentados no trabalho de Jensen e Meckling (1976) do ponto de vista dos fundos de *Private Equity* e, em um contexto de IPO, do ponto de vista da redução do risco de seleção adversa sofrido pelos investidores, pela argumentação de que

grandes blocos de ações retidas por investidores antigos sinalizariam isso ao mercado, como destacam Leland e Pyle (1977) e Bruton *et al* (2010). Bruton *et al* (2010) continuam afirmando que propriedades concentradas levariam à redução de custos de coordenação relacionados a diversos tipos de investidores de *Private Equity* no período pré IPO e de outros investidores após a IPO.

Na indústria de *Private Equity*, diversos problemas de agência se configuram, entre eles destacam-se o relacionamento entre as gestoras e os investidores, entre as gestoras e as empresas investidas e entre as gestoras e investidas e os credores (SAHLMAN, 1990; SAPIENZA *et al.*, 1996; KAPLAN; STROMBERG, 2003; GIOIELLI, 2008)

Os fundos de *Private Equity* tipicamente usam uma estrutura legal de *limited partnership* na qual os *limited partners* (investidores no fundo) são investidores institucionais, como fundos de pensão, *endowments* e empresas de seguro, e indivíduos muito ricos (KAPLAN; STROMBERG, 2008; CUMMING; JOHAN, 2009). A estrutura do acordo entre investidores institucionais (*Limited partners*), principais investidores em PE, e o gestor dos fundos (*general partners*), inclui *covenants* que descrevem as regras de comportamento que governam a empresa de PE (SAHLMAN, 1990; GOMPERS; LERNER, 1996, 1999; SCHMIDT; WARENBURG, 2003). O uso de *limited partnerships* e *covenants* se mostrou ser a estrutura ótima pela qual se poderiam mitigar os conflitos de agente-principal no modelo de investimentos de *private equity*. Além disso, como constataram Velury e Jenkins (2006), a qualidade dos lucros é melhor em empresas monitoradas por investidores institucionais, o que é complementado pelos estudos de Beuselinck *et al.* (2009) que encontraram influencia positiva na qualidade de lucros (reconhecimento oportuno de perdas) de empresas não listadas financiadas por PE assim como Katz (2009) para empresas listadas investidas por fundos de PE. Como argumenta Watts (2003), o conservadorismo pode ser desejável já que ele restringe o comportamento oportunístico do gestor, compensando o viés gerencial com seus requisitos assimétricos de verificabilidade, representando um eficiente mecanismo contratual.

Outro ponto nos conflitos de agência é o desalinhamento de expectativas entre o empreendedor e o fundo, principalmente no que tange aos investimentos a serem feitos. Como explica Sapienza *et al* (1996), o empreendedor pode preferir investimentos que não gerem valor, o que incentiva os fundos a incluírem dispositivos de monitoramento. Por causa desses conflitos de agência, os contratos de investimento dos gestores de PE incluem diversos tipos

de dispositivos de monitoração como: avaliações periódicas de performance (MITCHELL et al., 1995; KAPLAN; STROMBERG, 2003), participações no conselho, visitas e *stage-financing* (WRIGHT; ROBBIE, 1998).

Consistente com isso, Gioielli (2008) estudou a influência dos gestores de *Private Equity* na governança corporativa das empresas investidas, constatando que o nível de gerenciamento de resultados (uma métrica de qualidade de informações) é significativamente inferior ao das não investidas, principalmente no período em torno da IPO, que os conselhos de administração dessas empresas são mais independentes da gestão e a participação relativa de conselheiros em atividades de monitoramento é maior. Além disso, Gioielli (2008) constatou também que a proporção de membros executivos e instrumentais, estreitamente ligados a gestão, é menor para as investidas. O estudo conclui que, no Brasil, as empresas financiadas por fundos de *Private Equity* possuem práticas mais fortes de governança corporativa.

Em consonância com essa discussão, a operação típica de aquisição de participações em empresas da indústria de PE gera *covenants* de dívida com credores. Como explica o estudo “A Indústria de Private Equity e Venture Capital - 2º Censo Brasileiro” (2011): “Quando adquire controle acionário das empresas são operações de *buy out*; e se financiam as aquisições com elevadas parcelas de dívidas seniores e subordinadas, as operações são ditas alavancadas ou *leveraged buy outs*.”, o que é corroborado por Katz (2008) e Axelson et al. (2009). Como a alavancagem está intimamente ligada com o conservadorismo condicional por conta dos credores e dos *covenants* dos contratos (AHMED et al, 2002; WITTENBERG-MOERMAN, 2008), essa especificidade da indústria de *Private Equity* se traduz em uma expectativa de maior reconhecimento oportuno de perdas refletindo em uma maior qualidade de lucros, conforme Katz (2009) e Beuselinck (2009), que ainda retrata a perspectiva externa da qualidade das informações como fonte de sinalização e profissionalismo afetando a reputação dos fundos. Assim, o reconhecimento oportuno de perdas impede os gestores de aceitarem projetos e investimentos ruins e fornece informações mais acuradas aos credores, permitindo-lhes apreçar os empréstimos de forma mais acertada. Essa forma de conservadorismo é, às vezes, descrita como um atributo que contribui para o aumento da transparência, pois reduz a assimetria de informações entre gestores e usuários dos relatórios contábeis (BALL et al. 2000; BHATTACHARYA et al. 2003).

Já da perspectiva histórica que levou ao atual cenário de formação de dívida na aquisição das empresas investidas pelos fundos de PE, os autores do estudo “A Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* 2º Censo Brasileiro” (2011) comentam: “Até esta época, a indústria de PE nos EUA era basicamente um fenômeno de VC (*Venture Capital*). Todavia, durante a década de 80 o foco da indústria mudou drasticamente para negócios de operações de *leveraged buyout* (LBO) de grande porte, como a RJR Nabisco, que foi comprada pela organização gestora de PE Kohlberg Kravis Roberts & Co (KKR): uma negociação de US\$ 25 bilhões, o maior negócio já realizado na história de PE. Foi provavelmente durante esta época que PE/VC começou a ser utilizado como um sinônimo de *buyout* (aquisição de controle acionário) devido à fusões e aquisições (M&A) e aos meganegócios de LBOs (Operações de *buyout* alavancadas por dívida).”

Finalmente, o conservadorismo condicional (com o reconhecimento oportuno de perdas) torna os demonstrativos financeiros de mais valia para propósitos de governança corporativa, para mitigar problemas de agência com as decisões de investimento de gestores e para disparar os *covenants* (BEAVER; RYAN, 2005; BALL; SHIVAKUMAR, 2005).

A presença de investidores com capacidades específicas de monitoramento, como os investidores institucionais (principais investidores em *Private Equity*) afetam positivamente a qualidade de lucros em empresas de capital aberto (BUSHEE, 1998; CHUNG *et al.*, 2002; VELURY; JEKINS, 2006). Assim, esses mesmos investidores institucionais somados aos mecanismos de gerenciamento empregados a fim de mitigar os conflitos de agência, ao monitoramento utilizado pelos fundos em relação às empresas, aos *covenants* de contratos com credores e com investidores e a estrutura de *limited partnership* conjuntamente com a preocupação reputacional e com captação, influenciam a melhoria da qualidade da informação contábil publicada, principalmente a qualidade de lucros e o reconhecimento oportuno de perdas (conservadorismo condicional) em relação às empresas não financiadas por PE (MORSFIELD; TAN, 2006; KATZ, 2009; BEUSELINCK *et al.*, 2009).

2.1.1 Histórico e Desenvolvimento dos Fundos de *Private Equity*.

2.1.1.1 As origens

A atividade de *Venture Capital* é bem antiga e pode ser remontada desde a antiguidade com o financiamento de projetos como a viagem de Colombo. Já as origens do que pode ser chamado de *Venture Capital* moderno remontam ao ano de 1946, com a criação do ARD (*American Development Corporation*), pelo então professor da Harvard Business School, Georges Doriot. Ele foi formado com base na intensa preocupação dos anos 30 e 40 nos EUA por conta do baixo número de criação de novos negócios, da falta de financiamentos de longo prazo para esses negócios e da crescente concentração de riqueza nas mãos das instituições financeiras. O ARD pode ser considerado o primeiro fundo de *Venture Capital* instituído para levantar fundos de investidores institucionais, sendo pioneiro em práticas, hoje, inerentes à indústria, como ter foco em *start-ups* de tecnologias inovadoras e incertas e dar suporte profissional ao invés de apenas financiar. Como o ARD era estruturado como um fundo mútuo, os gestores não podiam ter participações ou receber opções das empresas em seus portfólios, o que interferia no comprometimento e em toda a relação de agência da operação. Isso foi solucionado com a invenção da *Limited Partnership* (Participação Limitada) (FENN *et al.*, 1995; DEMARIA, 2010; KAISER; WESTARP, 2010).

2.1.1.2 A primeira participação limitada

A solução ao problema da remuneração dos gestores no modelo do fundo ARD foi a criação da Participação Limitada, que alinhava interesses de gestores e de cotistas. Dessa forma, a Participação Limitada tornou-se o modelo dominante dos fundos de *Venture Capital*

Como comentam e exemplificam Kaiser e Westarp (2010), o primeiro fundo de *Venture Capital* no formato de Participação Limitada foi formado em 1959 e o primeiro a ter sucesso realmente, em 1961, foi o Davis & Rock. Este fundo levantou US\$ 3 milhões de diversos empreendedores de São Francisco, Califórnia, e estipulou uma retenção de 20% de todos os ganhos de capital que o fundo alcançasse, chegando a aferir US\$ 100 milhões em seu nonagésimo ano.

Dado os grandes retornos da indústria de *Venture Capital* durante o “boom” do mercado de IPOs nos EUA entre 1968-1969, ficou claro ao mercado o potencial desta modalidade de fundos. Dessa forma, muitas novas Participações Limitadas se formaram em 1969, levantando cerca de US\$ 171 milhões dos quais 80 eram de apenas um fundo, que captou de investidores

institucionais. Isso abriu um espaço definitivo para *Venture Capital* na composição de carteiras desses tipos de investidores, tão relevantes nos mercados de capitais e na economia mundial. A título de ilustração, ressalta-se que, em 2007, o levantamento de fundos mundial anual, apenas para *Venture Capital*, havia crescido 90 vezes desde 1969. (FENN *et al.*, 1995; DEMARIA, 2010; KAISER; WESTARP, 2010; CUMMING; DAI, 2011)

2.1.1.3 Surgimento, desenvolvimento e maturidade da indústria de *Private Equity*

Como explicam Finn *et al.* (1995), com a recessão dos anos 70 nos EUA, o mercado de IPOs quase desapareceu, principalmente para pequenas empresas. Desse modo, o mercado de Fusões e Aquisições ficou congelado e mudanças significativas do ponto de vista tributário ocorreram. Neste ambiente, além de pouquíssimos empreendedores estarem dispostos a começar novos negócios, as oportunidades de saída dos investimentos estavam deterioradas. Essa pressão recaiu sobre a nascente indústria de *Venture Capital*, forçando-a a despendar tempo e dinheiro para os investimentos já feitos, deixando-a relutante em fazer novos investimentos em empresas nascentes e induzindo ao desenvolvimento de estratégias para empresas mais maduras, criando a atividade de *Private Equity*.

Neste período, como ilustra a NVCA, *National Venture Capital Association* (1977), apenas um quarto de seus membros (cerca de USD 72 milhões de USD 292 milhões disponíveis), foram investidos em *start-ups* ou jovens empresas. Cabe ressaltar que, apesar de todo este efeito que reduziu os investimentos, as empresas que conseguiram receber financiamento nesta época possuíam as melhores perspectivas de crescimento e receberam toda a atenção de gestores altamente qualificados, o que se traduziu, como destacam Finn *et al.*, (1995, pág 10), em *retornos extraordinariamente altos*, ajudando a pavimentar o caminho para o crescimento da indústria na década de 80. Nesse ambiente, no fim dos anos 70, diversas gestoras de Fundos de *Private Equity* estavam sendo criadas, como a KKR (Kravis, Kohlberg and Roberts), um dos marcos da indústria mundial, criada em 1976 (DEMARIA; 2010, CUMMING; DAI, 2011, KAISER; WESTHARP, 2010).

Para reduzir as incertezas do ambiente que se desenvolveu no final da década de 70, os fundos voltaram-se para empresas pouco diversificadas e com espaço para melhoras operacionais, ou seja, estavam entrando em todo um novo universo de tipos e situações de empresas. Como

explicam Kaplan e Stromberg (2009), em um LBO ou “compra alavancada”, uma companhia é adquirida por uma empresa de investimentos especializada, usando uma porção muito pequena de capital próprio em relação ao capital de terceiros, que é tomado contra a empresa alvo, viabilizando a compra. E eles continuam: “As empresas de investimento de compras alavancadas hoje em dia se referem a elas mesmas (e em geral são referidas) como empresas de *Private Equity*. Em uma típica transação de compra alavancada, a firma de *Private Equity* compra o controle majoritário de uma empresa que já existe ou é madura. Esse arranjo é distinto das empresas de *Venture Capital* que tipicamente investem em empresas jovens ou emergentes, e tipicamente não obtém controle majoritário.”⁶

Graças às diversas mudanças fiscais e regulatórias, como as que impediam os fundos de pensão de investir em *Private Equity* ou a redução da taxa sobre ganhos de capital nos EUA, de 49,5% em 1978, para 20% em 1981, os anos 80 foram marcados pelo forte e acelerado crescimento, desenvolvimento e maturidade para esta indústria. Apenas entre 1980 e 1982 comprometimentos de capital com Participações Limitadas de *Private Equity* haviam alcançado US\$ 3,5 bilhões, ou seja, 2,5 vezes o comprometimento de toda a década de 70. Além disso, a indústria também havia se expandido para o Canadá, Austrália e Europa. (KAISER; WESTHARP, 2010)

Gráfico 1: Comprometimentos de capital na década de 80 nos EUA

⁶ The leveraged buyout investment firms today refer to themselves (and are generally referred to) as private equity firms. In a typical leveraged buyout transaction, the private equity firm buys majority control of an existing or mature firm. This arrangement is distinct from venture capital firms that typically invest in young or emerging companies, and typically do not obtain majority control.

Fonte: Adaptado de Finn *et al.* (1995) (valores em US\$ Bilhões)

O Gráfico 1 ilustra que a captação de *Private Equity* excedeu a de *Venture Capital* durante a década de 80⁷. Isso foi, em parte, causado por melhores retornos dessas empresas, mas também pela sua maior necessidade de capital. Como comentam Kaiser e Westarp (2010), diferentemente de *Venture Capital*, *Private Equity* usa grandes somas de dívida (alto grau de alavancagem) na operação, tipicamente algo entre 2/3 e 7/8 do preço do negócio. Essas operações são estruturadas como LBOs usando o dinheiro emprestado na compra e como colaterais os ativos da própria empresa comprada, ou seja, quem fica endividado é a empresa, não o fundo. Nesse processo, o desenvolvimento do mercado de dívida de *high-yeld junk bond*, utilizado para alavancar as empresas alvo, permitiu um forte crescimento da indústria de *Private Equity* durante a década de 80.

Como havia previsto Jensen (1989), as organizações de “compras alavancadas”(PE) poderiam eventualmente se tornar a forma organizacional dominante por conta de serem estruturas superiores à típica empresa de capital aberto com acionistas dispersos e baixo endividamento. Essas características da indústria de *private equity* que o autor lista são a concentração acionária nas empresas do portfólio, os altos incentivos para os profissionais dos fundos (remuneração por performance), o fato de serem organizações muito eficientes com custos de *overhead* muito baixos, as estruturas de capital altamente alavancadas e com um bom nível de governança nas investidas.

No começo dos anos 90, mais especificamente durante a recessão de 1990-1991 e a consequente retração do mercado de dívidas, houve uma redução na expansão do mercado de *Private Equity*, ou *buyout boom* dos anos 80. Muitos investimentos de grandes fundos quebraram e as operações alavancadas praticamente desapareceram (KAPLAN; STROMBERG, 2009). Todavia, assim como comentam Kaplan e Stromberg (2009), a previsão de Jensen (1989) não estava tão errada. Na medida em que a economia foi se recuperando ao longo da década de 90, as atividades de *Private Equity* e especialmente de *Venture Capital* começaram a se recuperar rapidamente e continuaram a fazer investimentos chegando ao um segundo “*buyout boom*”, que culminou no chamado “*internet boom*” e no

⁷ Cabe ressaltar que o ano de 2001, ano da bolha da internet, é a única exceção desde então.

estouro da “bolha da internet” em 2001. A atividade de *Venture Capital* foi severamente penalizada no ano seguinte captando menos de 1/10 do valor do ano 2000 (KAISER; WESTARP, 2010). Por outro lado, a diferença foi parar no comprometimento de capital com fundos de Private Equity o que, conjuntamente com baixas taxas de juros, dívida mais barata, e o desenvolvimento de diversos mecanismos e produtos de finanças estruturados como CLOs (*collateralized loan obligations*)⁸, fez a atividade crescer enormemente e tomou uma grande fatia mundial da atividade correlata de M&A (do inglês *mergers and acquisitions* - fusões e aquisições). (KAPLAN, 2009; DEMARIA, 2010; KAISER; WESTHARP, 2010; CUMMING; DAI, 2011)

Nos anos que se seguiram, apesar das instabilidades deflagradas pela turbulência na política e economia mundial desencadeada pelos atentados de 11 de setembro de 2001, com suas conseqüentes guerras, e os escândalos contábeis como o da Enron, a indústria de *Private Equity* voltou a crescer chegando aos recordes de captação nos anos de 2006 e 2007, como remarcam Kaplan e Stromberg (2008). Segundo esses autores: “O comprometimento de capital e transações de *Private Equity* rivalizaram, se não transpassaram a atividade da primeira onda da década de 80 que alcançou seu pico com a compra da RJR Nabisco em 1988.”⁹

Apesar do inicial declínio da atividade durante a crise financeira do ano de 2008, a recuperação veio rápida, principalmente para mercados pouco afetados como o Brasil.

2.1.2 – Desenvolvimento histórico da indústria no Brasil

Conforme constatado por um estudo do INSEAD e da PWC (INSEAD - PwC *study on Private Equity in Brazil*, 2011), o Brasil se desenvolveu como o principal mercado para *Private Equity* na América Latina, contando como mais do que a combinação de Argentina e México. Segundo o *Emerging Markets Private Equity Association* (EMPEA 2010), o total de investimentos de *Private Equity* no país foi da ordem de US\$4.6 bilhões em 2010,

⁸ Tipo de securitização em que os pagamentos de diversas empresas são colocados juntos e estruturados em um único ativo que tem suas parcelas comercializadas.

⁹ Private Equity commitments and transactions rivaled, if not overtook the activity of the first wave in the late 1980s that reached its peak with the buyout of RJR Nabisco in 1988.”

representando 69% de toda a indústria latino americana, e com expectativas de aproximadamente US\$8 bilhões em 2011. Ainda de acordo com um recente estudo da EMPEA com a Collier Capital, o Brasil hoje é o mercado emergente mais atrativo para investimentos de *Private Equity*, o que justifica a onda de fundos que estão levantando capital e abrindo operações locais ao invés de continuarem a investir apenas oportunamente no país.

Seguindo e adaptando a divisão do desenvolvimento histórico da indústria no Brasil proposta pelos autores de INSEAD - PwC *study on Private Equity in Brazil* (2011) e que faz muito sentido do ponto de vista do desenvolvimento econômico e regulatório recente do ambiente brasileiro, as próximas sessões foram elaboradas conforme os seguintes períodos:

- Primeira fase (1960-1989)
- Segunda fase (1990-2000)
- Terceira fase (2001-2004)
- Quarta fase - a maturidade da indústria (2005-2011)

2.1.2.1 Primeira fase (1960-1989)

Apesar de, como indica Ramalho (2010) e reforça o estudo “A Indústria de Private Equity e Venture Capital - 2º Censo Brasileiro” (2011), na década de 60 haverem iniciativas como a criação da *Adela Investment Company* para investir em empresas na América Latina e que chegou a fazer investimentos no Brasil. Todavia, o papel chave do BNDES aconteceria na década de 70, com a criação de subsidiárias para investir em PMEs (Pequenas e Médias Empresas) apoiando a política industrial do país. Essas subsidiárias (Insumos Básicos S.A., Investimentos Brasileiros S.A. e Mecânica Brasileira S.A.) foram mais tarde, em 1982, fundidas dando origem ao BNDESPar.

2.1.2.2 Segunda fase (1990-2000)

Andrezo e Lima (2007) esclarecem que, os anos 90 foram marcados por profundas transformações na economia brasileira destacando-se:

- (1) a contenção do processo inflacionário a partir do Plano Real;
- (2) a redução da participação direta do Estado na economia com as privatizações;
- (3) a abertura da economia Brasileira e sua consequente globalização.

Após a reconstitucionalização do país e um longo período de hiperinflação e instabilidade política, foi implementado, a partir de 1994, o Plano Real. Tal plano econômico possibilitou controle inflacionário por taxa de juros, câmbio fixo e moeda estável à nação brasileira. Essa nova situação possibilitou o surgimento dos primeiros investimentos no país e a GP Investimentos levantou USD 500 milhões em um fundo (GPCP I), sendo o primeiro grande veículo de investimentos de *Private Equity* para o Brasil e em seguida, em 1994, levantou mais USD 800 milhões para o GPCP II. Além disso, do lado da regulação, a CVM havia criado Instrução 209 regulamentando os investimentos em PMEs (Pequenas e Médias Empresas), com a criação do Fundo Mútuo de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE), como reforça o estudo “A Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* - 2º Censo Brasileiro” (2011). Esse novo período foi incentivado com marcos para a captação de capital estrangeiro como a liberalização do capital incentivando a concorrência e investimentos tecnológicos e as privatizações de estatais da década de 90, abrindo espaço para as primeiras grandes operações tomarem forma, como as aquisições por fundos de *Private Equity* da ALL (América Latina Logística) e da Telemar.

Enquanto diversas gestoras internacionais como *Advent International*, AIG Capital, Darby International e WestSphere estavam começando a olhar para a América Latina e Brasil e montar seus primeiros escritórios, muitas iniciativas nacionais importantes estavam sendo criadas ao lado da GP Investimentos, como a parceria do Banco Bozano-Simonsen com a *Advent International* e o Patrimônio *Private Equity*, que era parte de uma boutique de fusões e aquisições criada em 1988 e que viraria banco de investimento em parceria com o *Salomon Brothers*.

No meio dos anos 90, começava a corrida para os mercados emergentes com grandes perspectivas de crescimento impulsionadas pelos descontos nos ativos. Essa situação continuou ao ponto de em 1998 a indústria de *Private Equity* ter levantado cerca de US\$3,7 bilhões para investir no Brasil segundo a *Venture Equity-Latin America* (2011). No ano de 1997 o Patrimônio havia criado outro fundo, o Patrimônio *Brazil Private Equity Fund I* e levantado USD235 milhões em conjunto com o banco *Oppenheimer* enquanto uma parceria entre o *Citibank Venture Capital* (CVC) e o *Opportunity* do Rio de Janeiro criavam um fundo bilionário focado em privatizações.

Com o colapso da Rússia e a crise dos “tigres asiáticos”, os investidores internacionais perceberam o peso da instabilidade política e dos riscos econômicos atrelados a esses ativos. A fuga do capital internacional foi devastadora culminando com a desvalorização do Real em 1999 (mudança da taxa fixa para a flutuante). O câmbio real/dólar disparou causando ainda dois grandes escândalos bancários com derivativos: os casos “Marka” e “Fonte Cindan”. Além disso, nesse período o Comitê de Política Monetária (COPOM), teve de fazer grandes aumentos nas taxas de juros básicas para conter a inflação, o que causou grande impacto na economia real e trouxe grandes dificuldades para o mercado financeiro que, com baixos retornos, reduziu a captação.

Nos anos 2000, com a euforia dos mercados nos investimentos em internet, o mercado brasileiro teve um salto de captação focada neste tipo de ativo, o que incentivou a criação da Associação Brasileira de Capital de Risco (ABCR), mais tarde, em 2005, rebatizada de Associação Brasileira de Venture Capital e Private Equity (ABVCAP). (CVM, ABVCAP, LIMA; ANDREZO, 2010)

2.1.2.3 Terceira fase (2001-2004)

Logo no começo dos anos 2000 o Brasil passava por uma crise de captações e confiança dos investidores. As economias emergentes e os “tigres asiáticos” ainda estavam em crise e sob muita instabilidade econômica. Finalmente em 2001 com o estouro da bolha da internet e os ataques de 11 de setembro criou-se uma crise global, enquanto no Brasil o candidato da esquerda, Luis Inácio Lula da Silva, ganhou as eleições, acentuando a saída de capital do país.

Em 2002 o dólar chegou a marca de mais de R\$3,50 e a taxa básica de juros a 24,9%. A deterioração macroeconômica do país e do mundo somada a incertezas de continuidade das políticas econômica e monetária brasileiras agiram em conjunto com outros fatores como os baixos retornos alcançados reduzindo também as captações para os fundos de *Private Equity*. Além disso, nesse cenário as oportunidades de saída dos investimentos ficaram remotas, aumentando a incerteza. A indústria ficou reduzida a *deals* envolvendo brasileiros abastados e quase sem nenhum *player* internacional. Os desinvestimentos estavam comprometidos pelo cenário que causava baixos múltiplos e limitava as saídas das posições.

Ao mesmo tempo, o período foi marcado por questões regulatórias importantes que afetariam não apenas o desenvolvimento da indústria de *Private Equity* como também a do mercado financeiro nacional como um todo. Como ocorreu nos Estados Unidos na década de 80, em 2002 novas normas permitiram que os fundos de pensão colocassem dinheiro em investimentos alternativos como os fundos de *Private Equity*. Em seguida, em 2003, Instrução Normativa CVM nº 391 criou os FIPs (Fundos de Investimento em Participação); uma estrutura “amigável” para a indústria montar seus fundos e se estruturar. Como citado no estudo INSEAD - PwC *study on Private Equity in Brazil* 2011, os FIPs eram uma estrutura menos arriscada para os investidores, mais transparente e mais eficiente do ponto de vista tributário.

Outro ponto importante que também estava em transformação, diz respeito a questões da estrutura de governança corporativa no país, que sofreram grandes melhoras com a criação do Novo Mercado e dos níveis de governança na Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo) e pelas alterações na Lei das SAs, de acordo com a Lei 10.303, de outubro de 2001.

O ano de 2004 também ficou marcado por um ciclo de desinvestimento de alguns fundos. Uma série de IPOs de empresas investidas por fundos de *Private Equity* aparecem na Bovespa conforme indicado no Quadro 1:

Quadro 1: IPOs de 2004 de Empresas Investidas por Fundos de Private Equity

Empresa	Segmento de listagem	Natureza da oferta	Volume R\$ milhões ¹	Nº de corretoras ²	Nº de investidores ³	PE?	IPO	Segmento	Coordenador Líder
Porto Seguro	Novo Mercado	Mista	377	51	5919	0	22/11/2004	Seguradoras	Pactual
DASA	Novo Mercado	Mista	437	44	2892	1	19/11/2004	Serv.Méd.Hospit., Análises e Diag.	UBS
Grendene	Novo Mercado	Secundária	617	56	7905	0	29/10/2004	Calçados	Pactual
CPFL Energia	Novo Mercado	Mista	821	47	2750	1	29/09/2004	Energia Elétrica	Merrill Lynch
ALL Amer Lat	Nível 2	Mista	588	33	3425	1	25/06/2004	Transporte Ferroviário	UBS
Gol	Nível 2	Mista	878	40	11397	1	24/06/2004	Transporte Aéreo	Morgan Stanley
Natura	Novo Mercado	Secundária	768	32	4445	1	24/05/2004	Produtos de Uso Pessoal	UBS

1. Volume financeiro total da operação

2. Número de corretoras que participaram do consórcio de distribuição

3. Número de investidores participantes do varejo (pessoas físicas + clubes de investimento)

2.1.2.4 Quarta fase - a maturidade da indústria (2005-2011)

Com o governo do presidente Lula mostrando ao mercado uma continuidade na política monetária anterior e uma importante estabilidade política, a inflação controlada e taxas de juros básicas em declínio, o fluxo de capital estrangeiro para o país voltou a ser robusto. Politicamente a estabilidade mostrou-se com a reeleição do presidente e, em seguida, a eleição de Dilma Rousseff perpetuando seu governo. Nesse mesmo período, as três principais agências de *rating* do mundo (S&P, Fitch e Moody's) deram *upgrade* ao Brasil elevando o país a *Investment Grade* (Grau de Investimento) em 2008-2009 e, conseqüentemente, aumentando ainda mais o fluxo de investimentos estrangeiros. Toda essa situação junto com a abundância de crédito e queda de juros se refletia também no consumo com uma ampliação do poder de compra da classe média e das classes C, D e E, pressionando setores como o imobiliário e bens duráveis. Neste movimento as captações cresceram consideravelmente e assim como os desinvestimentos fazendo muitas casas de *Private Equity* aumentarem seu foco no país (INSEAD - PwC *study on Private Equity in Brazil* 2011).

A grave crise em escala global que afetou o mundo principalmente nos anos de 2008 e 2009 afetou muito a indústria de *Private Equity* local e suas saídas. Por outro lado, alguns fundos como o fundo de Educação do Pátria Investimentos (antigo Patrimônio) que havia captado antes da crise e o GP Investimentos que havia captado USD 1,4 bilhão aproveitaram para ir às compras e os fundos, em geral, focaram nas empresas do portfólio. Apesar disso, como o Brasil se mostrou muito resistente aos efeitos da crise e a perspectiva de que esses efeitos seriam menores do que nos países desenvolvidos (graças a flexibilização monetária, fortes fundamentos macroeconômicos com um alto crescimento do PIB, juros em declínio, redução do risco país e um bom mercado para IPOs – IDC, 2011), o fluxo de capital que havia saído aos poucos começou a retornar ao país e à indústria de *Private Equity* dedicada ao país. No ano de 2010, por exemplo, a *Advent International*, captou um fundo de USD1,65 bilhão e a indústria já estava recuperada acima dos níveis de antes da crise batendo um recorde de USD 10,5 bilhões investidos no país (INSEAD - PwC *study on Private Equity in Brazil* 2011; Thomson Reuters - *Venture Equity Latin America* 2011).

Segundo a LAVCA 2012, em 2011 a América Latina levantou um volume recorde de dinheiro para investimentos em *Private Equity* na região, USD 10,3 bilhões, dos quais 78% foram para o Brasil. Além disso, foi identificado um movimento de gestoras de *Private Equity* brasileiras para os outros países da América Latina como México, Peru e Argentina. Apenas as gestoras nacionais Gávea Investimentos, Vinci Partners, BTG Pactual e Patria Investimentos levantaram USD 7,3 bilhões, mostrando o valor do expertise desses gestores no mercado local e a crescente relevância desta indústria no país.

2.1.3 Estrutura, funcionamento e particularidades

A atividade de *Private Equity* é caracterizada pela sua longa, porém definida, maturidade. Os fundos já “nascem” com um “prazo de validade” de, em geral, 10 anos. Desse modo, todos os investimentos devem ser feitos e finalizados em um dado período de tempo, sendo que o término de um fundo gera uma série de peculiaridades e diferentes incentivos ao longo de sua vida.

A indústria divide-se, basicamente, de acordo com o estágio de desenvolvimento da empresa investida, conforme ilustra a Quadro 2 abaixo:

Quadro 2: Estágio de Desenvolvimento da Empresa Investida

Venture Capital		Private Equity	
Capital semente (seed capital)	Pequenas empresas em fase pré-operacional.	Estágio avançado (later stage)	Empresa com crescimento estabilizado e fluxos de caixa positivos.
Estruturação inicial (start-up)	Empresa em fase de estruturação, plano de negócios já definido e em implantação.	Financiamento de aquisições (acquisition finance)	Empresas visando o crescimento por aquisições e consolidações de setores.
Expansão (expansion)	Empresas já operacionais com necessidades de capital de giro, investimentos em marketing e oportunidades de expansão.	Tomada de controle pelos executivos (management buyout)	Financiamento da aquisição de controle por gestores internos ou externos.
		Estágio pré-emissão (bridge finance)	Empresas que visam uma IPO em curto tempo e necessitam de uma reestruturação societária.
		Recuperação empresarial (turn-around capital)	Empresas em dificuldades passíveis de solução.
		Mezanino	Investimento feito por meio de por meio de dívidas subordinadas. Empresas em estágios avançados de desenvolvimento.
		PIPEs (Private Investments in Public Equities)	Investimento de longo prazo em empresas já listadas em bolsa com dificuldades em captar e oportunidades operacionais e estratégicas. As vezes pode levar a uma deslistagem.

Fontes: ABDI (2011), Demaria (2010), Gioielli (2008) e Carvalho *et al.* (2006)

De acordo com a definição da Associação Europeia de *Venture Capital* e *Private Equity* (EVCA), “*Venture Capital*” é um subconjunto da atividade de “*Private Equity*” e se refere ao investimento de capital para o lançamento, desenvolvimento ou expansão de um negócio. Por outro lado, *Private Equity* é um conceito mais amplo usado para definir capital externo que é levantado para reforçar o balanço de uma empresa, para fazer aquisições ou para financiar uma operação de aquisição dos gestores (tradução livre do glossário da EVCA).

Como destaca Gioieli (2008), a indústria de *Private Equity* é composta basicamente de quatro agentes:

- (1) as organizações gestoras (a empresa de *Private Equity* ou *General Partner*);
- (2) os veículos de investimento (os fundos propriamente ditos);
- (3) os investidores (*Limited Partners*); e
- (4) as empresas investidas.

Os fundos são administrados pelas gestoras e recebem os recursos dos investidores para alocar nas empresas escolhidas para compor o portfólio. Em geral, os fundos de investimento em *Private Equity* assumem a forma de uma participação limitada e são uma entidade em separado da empresa de investimento (gestora). Nessa relação, apenas o *general partner* (GP),

a empresa de *Private Equity* administrada pelos gestores de investimento, de uma participação limitada assume responsabilidade legal (*legal liability*).

O capital é provido pelos *Limited Partners* (LP) que se comprometem a investir dadas somas (capital comprometido) que serão entregues em um dado período de tempo quando notificados para tal.

Os LPs negociam com os gestores sobre como será a administração e, para alinhar interesses, os gestores vão, tipicamente, requisitar 20% dos ganhos de capital auferidos pelo fundo, o que é conhecido com *carried interests*¹⁰. Esse ponto pode variar muito e podem existir gatilhos de remuneração antes dos *carried interests*.

Conforme o objetivo do montante de capital a ser levantado aproxima-se de ser completo, os gestores identificam alvos relacionados com os objetivos de investimento do fundo. Após serem identificados os possíveis alvos, inicia-se um processo de *due diligence*, avaliações, etc. Todo esse processo é muito custoso e, em geral, os fundos vão investir em cerca de 10 a 15 companhias sendo que 2 a 15 por ano (Fenn, Liang, Prowse; 1997) e, para tanto, vão cobrar um *management fee* (taxa de administração) de cerca de 2% do capital comprometido.

Uma vez que o investimento em uma empresa foi feito, os *partners* usam a sua participação no conselho para monitorar e dar suporte à gestão e focar na criação de valor e desenvolvimento do negócio. Aqui também podem existir muitas variações com fundos que nomeiam seus administradores como gestores atuando diretamente no dia-a-dia da operação.

Por último, se a empresa estiver bem, a gestora tentará recuperar seus ganhos com desinvestimentos de 2 a 5 anos e os retornos serão repassados aos cotistas (investidores) após a retenção dos “*carried interests*”.

O processo de levantar dinheiro para o próximo fundo começa assim que a fase de investimentos anterior está completa, o que implica a conclusão de que os gestores possuem, em geral, um ciclo de captação de 3 a 5 anos.

¹⁰ Optou-se por não traduzir este termo dada sua importância. Todavia, Existe na literatura nacional a possibilidade de se traduzir como taxa de performance.

Outra característica é a maturidade definida. Diferentemente de outras modalidades de fundos, esses veículos de investimento costumam ter o tempo de duração aproximado definido em estatuto, em geral 10 anos com mais 4 anos de possibilidade de expansão (SAHLMAN, 1990; WRIGHT; ROBBIE, 1998; KAPLAN, 2009; DEMARIA, 2010; CUMMING; DAI, 2011).

2.1.3.1 A pesquisa em Private Equity

Dentre as recentes pesquisas sobre os aspectos da indústria de *Private Equity* que tangem este trabalho, pode-se destacar:

Stromberg (2008) em seu trabalho “A nova demografia do *Private Equity*”¹¹ analisa a atividade global da indústria de *Private Equity* por meio de transações de LBOs no período de 1970-2007. O autor estima o valor total das empresas adquiridas em processos de LBO nos USA em USD 3,6 trilhões, dos quais 2,7 são antes do ano 2000. Além disso, o autor mostra o grande aumento na geografia e no escopo das transações de LBO e identifica que o tempo de investimento na verdade tem sido maior do que o documentado em pesquisas anteriores. Apenas 8% das empresas ficam investidas por menos de 2 anos e a mediana fica em 9 anos. Quando a gestora é mais experiente, as empresas tendem a ficar menos tempo investidas, tendem mais a fazer IPOs e tendem menos a quebrar ou começar um processo de reestruturação.

Kaplan e Schoar (2005), investigaram a performance e a entrada de capital da indústria de *Private Equity* com uma amostra do período 1980-1997 e concluíram que os retornos líquidos de taxas de administração são comparáveis ao S&P 500 e que são persistentes em fundos subsequentes sendo que, ponderados pelo capital comprometido, os fundos de *Venture Capital* performam melhor que o S&P 500 e os de *Private Equity* não. Além disso, encontraram indícios de que gestoras com melhores retornos tendem a levantar fundos maiores e de continuação e que, por outro lado, crescem proporcionalmente menos do que a média das performances, ou seja, a escala estaria ligada a redução dos retornos. A experiência das casas de investimento e seu tamanho influenciam positivamente a performance e a performance passada está fortemente relacionada com a capacidade de levantar novos fundos.

¹¹ “The new demography of Private Equity”

Manigart *et al.* (2000) constroem um estudo comparativo entre Estados Unidos, Reino Unido, França, Belgica e Holanda para estudar a informação usada para a avaliação (*valuation*) do pré-investimento e métodos de avaliação usados por empresas de Venture Capital. Por meio de questionários, são encontradas diferenças que podem ser atribuídas aos mecanismos dominantes de governança corporativa ou ao nível de desenvolvimento do mercado de Venture Capital. Aparentemente, as diferenças encontradas nas formas de comportamento e escolhas metodológicas indicam que para um fundo entrar em mercados que não o seu doméstico, é necessário investir em entender a operação desses mercados. Por fim, as conclusões são discutidas em relação aos problemas enfrentados com a internacionalização de fundos do final dos anos 80.

Bruton *et al.* (2010) examinaram os efeitos da concentração de propriedade e dois tipos de investidores de *Private Equity* (*Business angels* e *Venture Capital*) na performance de empresas com IPOs recentes na França e Reino Unido. Os autores discutem a contextualização das relações da teoria múltipla de agencia como elas são afetadas pelo ambiente institucional e encontram suporte para o argumento da teoria de agencia de que uma estrutura de propriedade concentrada aumenta a performance do IPO e que isso é diferenciado de acordo com o tipo de investidor, *business angels* não têm a mesma dinâmica dos fundos.

Axelson *et al.* (2009) estudaram a estrutura financeira por um modelo em que ela minimiza os conflitos de agência entre gestores dos fundos (GPs) e investidores (LPs) e colocam que levantar um fundo em que o gestor recebe uma fração agregada dos retornos excedentes (os já discutidos *carried interests*) de cada negócio, reduz os incentivos para se fazer maus investimentos.

Lerner e Schoar (2005), buscando entender como as diferenças entre o *enforcement* das leis comerciais mensurado diretamente pela origem legal afetam os contratos financeiros em operações de investimentos da indústria de *Private Equity*. Os autores analisaram 210 investimentos de *Private Equity* em países em desenvolvimento e encontraram variações de acordo com o *enforcement* legal do país. No grupo de países com alto *enforcement* legal e *common law* como origem do direito, a indústria de *Private Equity* costuma usar ações preferenciais convertíveis com *covenants* (neste caso proteções contratuais para o fundo), direitos de votos diferenciados e provisões anti-diluição e a ter maiores *valuations* e retornos

enquanto que, em países com baixo *enforcement* e com *civil law* como origem de direito, utilizam-se de ações comuns e dívida e mantêm o controle da empresa por participação e por domínio do conselho tendo menores *valuations* e retornos.

Morsfield e Tan (2006) estudam o monitoramento e gerenciamento de resultados dos fundos de Venture Capital em uma amostra de 2630 IPOs no período de 1983-2001 e encontram que os *accruals* anormais no ano do IPO são menores em empresas investidas por fundos de Venture Capital. As empresas investidas que fazem IPOs apresentam menor gerenciamento de resultados e performam melhor em retornos das ações e em métricas contábeis, sendo que no longo prazo as ações performam menos.

Metrick e Yasuda (2010) analisam uma detalhada base de dados de um grande investidor em *Private Equity* com 238 fundos levantados entre 1993 e 2006 e constroem um modelo para estimar remunerações esperadas para os gestores como uma função de seus contratos de investimento e avaliar suas variações de acordo com as características dos fundos. Os autores observam que cerca de 2/3 das remunerações vêm da parte fixa que não está atrelada à performance do fundo além de remarcarem grandes diferenças entre Venture Capital e Private Equity mostrando que a segunda classe de fundos ganha com a experiência aumentando rapidamente o tamanho de seus fundos e, conseqüentemente, as remunerações dos *partners* e dos profissionais, apesar de ganhar menos por dólar administrado. Finalmente, os autores concluem que os resultados sugerem uma maior escalabilidade dos negócios de Private Equity em relação a Venture Capital.

Hochberg (2011) examina os efeitos nas investidas por fundos de venture capital, na governança corporativa das empresas no período de transição de privadas para públicas. Seus resultados indicam que as investidas possuem menores níveis de gerenciamento de resultados, mais reações positivas à adoção de acordos de acionistas e estruturas de conselhos mais independentes, concluindo que possuem uma melhor governança.

2.1.3.2 A pesquisa em Private Equity no Brasil

Meirelles *et al.* (2008) desenvolveram um trabalho exploratório analisando as principais características, tendências, a sua potencialidade como alternativa de financiamento para as

empresas em geral, as mudanças na legislação e as principais iniciativas governamentais para o desenvolvimento do setor de *Venture Capital* e *Private Equity* (VC/PE) no Brasil. Os autores constataram a importância desta indústria para o desenvolvimento econômico do país e suas boas perspectivas de crescimento.

Ribeiro e Almeida (2005) estudaram as estratégias de saída de empresas gestoras de *Venture Capital* no Brasil e concluíram que a saída desses ativos não se dá por IPOs mas sim por vendas estratégicas.

Sonoda (2008) estudou se a presença de investidores de *Private Equity* em empresas que fazem IPOs reduz o *underpricing* de suas ações. O autor não encontrou evidências desta influência.

Mariz e Savoia (2005) realizaram um estudo comparativo entre os mercados brasileiro e americano de *Private Equity*. Os resultados obtidos pelos autores apontaram haver evidências, à época da realização do estudo, de que esta indústria estava amadurecendo no Brasil e que se tornaria uma das regiões mais dinâmicas para esta atividade ao final da década.

Ribeiro (2005) procurou estudar o modelo de *Private Equity* brasileiro focando no tamanho e macroestrutura da indústria utilizando-se de uma pesquisa em 2004 com os gestores dos fundos e obtendo 100% de resposta. Com resultados representativos, o autor mostrou em 2005 um setor de PE/VC de tamanho modesto e bastante limitado pelo ambiente econômico-institucional da época. Ao comparar o modelo brasileiro com o americano, o autor concluiu que os principais pontos em comum são:

- (1) predominância das organizações independentes que gerenciam recursos de investidores institucionais;
- (2) concentração regional de capital e em poucos gestores;
- (3) investimentos, em geral, feitos próximos as gestoras;
- (4) setores de *softwares* e TI como mais procurados; e
- (5) a qualificação dos gestores similar a de seus pares internacionais.

Na interpretação das evidências coletadas em seu estudo, Ribeiro (2005) expõe que a adaptação do modelo ao novo ambiente institucional se deve aos seguintes aspectos:

- (1) Tendência de investimento em empresas mais maduras por conta do baixo nível de empreendedorismo e alta informalidade das pequenas e médias empresas;
- (2) Baixo numero de LBOs por conta da escassez e do alto custo do crédito;
- (3) Baixo grau de especialização dos gestores sugerindo reduzidas oportunidades de investimento em cada setor;
- (4) Concentração no centro financeiro do país sugere uma busca por parceiros comerciais e compradores estratégicos, utilizando pouco a saída por IPO; e
- (5) Como a regulamentação reflete o baixo grau de proteção dos investidores, ela obriga a utilização da arbitragem.

O autor finaliza concluindo que a baixa confiança por parte dos investidores nos gestores tende a se reverter conforme o amadurecimento do setor.

Lopes e Furtado (2006) estudaram o investimento em fundos de *Private Equity*, *Venture Capital* e mezaninos (Fundos de Investimento em Participações - FIPs e em empresas emergentes - FIEEs), nos investimentos de Entidade Fechada de Previdência Complementar (EFPCs). Os autores discutem a melhor forma do processo de alocação de investimentos dessas entidades nesta classe de ativos e seus desafios à época com os resultados da pesquisa de campo e das entrevistas com os gestores das EFPCs.

Gioielli (2008) investigou a influência da participação de fundos de *Private Equity* na governança corporativa das empresas que fizeram IPO no período de 2004-2007 na BM&FBovespa. A autora buscou identificar entre essas empresas uma melhor qualidade de informação contábil por meio da mensuração do gerenciamento de resultados e melhores padrões de governança corporativa. Os resultados indicam que o nível de gerenciamento de resultados contábeis (medido pelas acumulações discricionárias correntes) das empresas investidas é significativamente inferior ao das não investidas que fizeram IPO no período e que essa influência é ainda mais importante no período próximo à data da oferta. Quanto à governança corporativa, a autora encontrou evidências de melhor independência de conselhos, menor proporção de membros executivos e maior participação relativa de conselheiros com a função de monitoramento. Os resultados levam a conclusão de que a participação dos fundos de *Private Equity* tende a aumentar a qualidade da governança corporativa das empresas

investidas e reduzir o gerenciamento de resultados aumentando a qualidade da informação contábil.

Ferrari e Minardi (2010) estudaram o desempenho de Ofertas Públicas Iniciais (IPOs) de empresas investidas de fundos de *Private Equity* no Brasil. Os autores analisaram o *underpricing* (retorno no primeiro dia de listagem) e após 1 ano (longo prazo) nas IPOs ocorridas no período 2004-2008 observaram que, em média, as empresas investidas pelos fundos de *Private Equity* apresentam um *underpricing* menor e possuem retornos anormais acumulados dos IPOs superiores, sendo que estes retornos estão positivamente correlacionados com o tamanho da gestora do fundo.

Branchi (2010) estudou as práticas de avaliação contábil da carteira de investimentos dos fundos de *Private Equity* adotadas no Brasil. O autor buscou verificar o alinhamento com as práticas internacionais considerando a harmonização contábil mundial e verificou que isso ainda não ocorreu.

2.2 Qualidade dos Lucros

Esta seção pretende introduzir a ideia de “qualidade de lucros” e discutir *proxies* pertinentes a esta dissertação, precedendo a seção que discutirá conservadorismo, convergindo, juntamente com a seção seguinte, na discussão de tais *proxies*.

2.2.1 Panorama geral de qualidade dos lucros

Diversos estudos mostram que o tipo de estrutura de propriedade está relacionado à qualidade dos lucros das empresas listadas em bolsa (WARFIELD *et al.*, 1995; GABRIELSEN *et al.*, 2002; BUSHMAN *et al.*, 2004)

Segundo Dechow *et al.* (2009, p 12), “Lucros de alta qualidade representam mais fielmente as características dos processos fundamentais de lucros da empresa que são relevantes para uma

decisão específica feita por um tomador de decisão específico”.¹² Essa definição reflete a ideia central discutida e difundida pelos autores de que “qualidade de lucros” assume sentidos específicos dependendo do tomador de decisão, de conflitos e da situação em questão, ou seja, possui uma especificidade de acordo com contexto.

No presente trabalho, o contexto específico acima mencionado é o reconhecimento oportuno de perdas por parte dos fundos de *Private Equity* em suas investidas, por influência de credores e investidores do fundo buscando mitigar custos de agência e inserir controles, e por parte dos gestores do fundo para mitigar custos de agência internos entre a equipe, os empreendedores e o próprio fundo, por questões reputacionais e de captação.

Como afirma Dechow *et al.* (2010), “A métrica do reconhecimento oportuno de perdas / oportunidade assimétrica vai mais no coração da distinção entre qualidade do processo fundamental dos lucros e da habilidade do sistema contábil de mensurar o processo do que outras *proxies* para qualidade dos lucros. Uma forte associação entre lucros e retornos acionários negativos está mais relacionada à aplicação das regras das demonstrações financeiras a um processo fundamental dos lucros do que ser uma característica do próprio processo (desde que retornos acionários não são um resultado do sistema de contabilidade de *accruals*)¹³. Contudo, diferenças no reconhecimento oportuno de perdas em regiões ou países com o mesmo padrão ou origem legal, sugerem que o reconhecimento oportuno de perdas tem um componente endógeno relacionado com os incentivos de divulgação das empresas. Não é definido puramente pelo sistema contábil do país.”¹⁴

O texto introdutório do trabalho de Dechow *et al.* (2010) em relação a qualidade de lucros e que discute o reconhecimento oportuno de perdas como *proxie*, apresenta uma revisão crítica dos estudos de qualidade de lucros (mais de 300 estudos foram revisados), suas *proxies*, seus

¹² “Higher quality earnings more faithfully represent the features of the firm’s fundamental earnings process that are relevant to a specific decision made by a specific decision-maker.”

¹³ Ajustes oriundos do regime de competência (LOPES E MARTINS, 2005, p.36).

¹⁴ “Timely loss recognition measures get more at the heart of the distinction between the quality of the fundamental earnings process (X) and the ability of the accounting system to measure the process (e) than the other EQ proxies. A stronger association of earnings with negative stock returns is more likely to be related to the application of financial reporting rules to a fundamental earnings process than to be a feature of the process itself (since stock returns are not an output of the accrual accounting system). However, differences in timely loss recognition within countries (or regions) with the same standards or legal origin suggest that timely loss recognition has an endogenous component related to firms’ reporting incentives. It is not driven purely by a country’s accounting system.”

determinantes e suas consequências. Discutindo-se os trabalhos de Basu (1997) e Ball e Shivakumar (2005), dois pontos são considerados no uso de métricas baseadas em retornos:

- (1) A variação na oportunidade assimétrica pode estar refletindo a variação na habilidade dos lucros ou dos retornos de capturar ou refletir informações relevantes;
- (2) Os retornos refletem todas as informações e não apenas as informações nos lucros, o que implica no fato de, como corrobora Gigler e Hemmer (2001), o pesquisador incidir no problema de omissão de variáveis correlacionadas se as práticas conservativas contábeis se correlacionarem com fontes alternativas de divulgação de informações.

As *proxies* para oportunidade assimétrica / reconhecimento oportuno de perdas, baseadas na tendências dos *accruals* em reverter, evitam esses problemas associados às métricas baseadas em retorno. Essas métricas, além de propostas por Basu (1997) e discutidas e implementadas por Ball e Shivakumar (2005), foram utilizadas como *proxie* para qualidade de lucros em Katz et al. (2008), Beuselinck (2009), Katz (2010) e defendida como uma “boa” *proxie* por Dechow (2010).

2.2.1 Propriedades dos lucros

De maneira geral, conforme proposto e distinguido por Dechow *et al.* (2010) em sua grande revisão bibliográfica sobre o assunto, cinco aspectos são considerados como propriedades de qualidade de lucros:

- (1) Persistência – Está ligada a habilidade dos lucros e seus componentes em ajudar a prever fluxos de caixa futuros. Apesar de haver muita discussão quanto a sua mensuração e a forma de conclusões, a persistência direciona-se a uma avaliação mais acurada implicando grande utilidade para tomada de decisão;
- (2) Suavidade (*smoothness*) dos lucros – Em geral é uma medida que está negativamente correlacionada com outras medidas de qualidade de lucros. Existe pouca pesquisa sobre suavidade e a medida se mostrou ser uma boa *proxie* para qualidade e,

particularmente, para gerenciamento de resultados, por conta de evidências de comportamento oportunístico nos lucros;

- (3) *Benchmarking* ou *Target Beating* (atingir meta)– Esta métrica utiliza-se de diferenças entre lucros divulgados e algum *benchmark* para indicar qualidade (como variações a partir de zero e projeções). Todavia as evidências nas pesquisas são conflitantes pois esta métrica também está relacionada a gerenciamento de resultados pela hipótese de as empresas buscarem atingir os *benchmarks*.
- (4) *Accruals* anormais derivados da modelagem do processo de *accruals* – A ideia geral é a de que se os *accruals* normais forem modelados corretamente, então os *accruals* anormais indicarão baixa qualidade.
- (5) Oportunidade assimétrica e reconhecimento oportuno de perdas – Propriedade discutida pelos autores, conforme já mencionado, como a melhor *proxie* para qualidade de lucros, além de ser uma característica relevante para a proposta deste trabalho conforme Morsfield e Tan (2006), Givoly *et al.* (2009), Beuselinck (2009) e Katz (2009);

2.3 Conservadorismo

2.3.1 Contextualização

Como retrata Lopes (2002), o conservadorismo é uma das mais importantes características das práticas e procedimentos da contabilidade. Presente nas estruturas contábeis do *International Accounting Standard Board* (IASB), do *Financial Accounting Standards Board* (FASB) e do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), o conservadorismo, ou prudência, é uma das práticas mais tradicionais da contabilidade e está presente no arcabouço teórico da contabilidade como uma convenção que restringe a aplicação dos princípios contábeis em situações específicas (BRITO, 2010).

Conforme Helmann (2008), o conservadorismo, cuja aplicação está diretamente relacionada à confiabilidade, não apenas foi, como continua sendo um dos princípios contábeis mais influentes na contabilidade convencional.

Como explica Lopes (2002), “Em termos contábeis, o conservadorismo normalmente tem sido caracterizado como o reconhecimento assimétrico entre despesas e passivos e ativos e receitas. O pior cenário deve ser considerado de forma a se escolher sempre pela opção com maiores despesas e passivos e menores ativos e receitas.”.

Na Estrutura Conceitual do FASB, composta inicialmente por sete pronunciamentos, os SFACs (*Statements of Financial Accounting Principles*), o conservadorismo era tratado no SFAC nº 2 (*Qualitative Characteristics of Accounting Information*), que tratava das características qualitativas da contabilidade que tornam a informação contábil útil para seus usuários. No documento, o conservadorismo é um atributo da confiabilidade definido como uma reação prudente para tentar assegurar que sejam considerados os riscos e as incertezas inerentes aos negócios.

O IASB em seu *Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements* (sua estrutura conceitual), apresentava o conservadorismo como um atributo da confiabilidade. Nele, a prudência consistia no emprego de um grau de precaução no exercício dos julgamentos necessários à realização de estimativas em condições de incerteza, de maneira que os ativos ou as receitas não sejam superestimados e os passivos ou as despesas subestimados.

Proveniente de um trabalho em conjunto entre IASB e FASB, no final do ano de 2010 foi lançado o SFAC nº 8 em substituição aos SFACs de números 1 e 2. Este novo pronunciamento conceitual lida com os objetivos das demonstrações financeiras e das características qualitativas da informação contábil. O projeto do *framework* conceitual provém de um esforço conjunto com o IASB de produzir um *framework* que pudesse ser utilizado pelos dois *boardings* para desenvolver *standards* (convergir).

Segundo o SFAC nº8, o conservadorismo não está mais qualificado como um atributo da confiabilidade por ser incompatível com o atributo da neutralidade, discussão esta constante, também, do *basis for conclusions* de 2011. Esta é uma visão que não foi dividida por todos os

respondentes do documento de discussão e do *exposure draft*. Alguns respondentes defendem que o viés trazido pelo conservadorismo não deveria ser assumido como sempre indesejável, principalmente em circunstâncias em que o viés, na visão desses respondentes, produz informação mais relevante para alguns usuários. Ainda segundo o documento, deliberadamente refletir estimativas conservadoras para ativos, passivos, receitas ou despesas ou patrimônio tem sido, às vezes, preferível para fazer contraponto a estimativas tidas como extremamente otimistas da direção. O documento termina dizendo que subestimar ativos e superestimar passivos leva a um aumento de performance futura, um resultado que não poderia ser prudente nem neutro.

Na visão de outros respondentes, é impossível alcançar a neutralidade. Para eles, informação relevante deve ter um propósito, e informação com um propósito não pode ser considerada neutra. Segundo o documento: “Em outras palavras, como o demonstrativo financeiro é uma ferramenta para influenciar a tomada de decisão, ele não pode ser neutro. Obviamente, espera-se que a informação financeira reportada influencie as ações dos usuários dessas informações e, o mero fato de muitos usuários tomarem ações similares com base nas informações reportadas, não demonstra a falta de neutralidade. O *Board* não espera encorajar ou predizer ações específicas dos usuários. Se a informação financeira é enviesada de uma forma a encorajar a tomar ou evitar ações predeterminadas, aquela informação não é neutra.”¹⁵

Com ênfase a esse choque de conceitos (Neutralidade x Conservadorismo), o staff do IASB está relutante em considerar o Conservadorismo, ou Prudência, uma característica qualitativa da informação contábil. A declaração de princípios do Reino Unido discute isso semelhantemente ao IASB e fala de condições de incerteza, situação que exige mais evidências de confirmação de existência e confiabilidade de medida para ativos e receitas do que o necessário para riscos e perdas, voltando, mais a frente, ao repúdio do IASB a reservas ocultas e provisões excessivas.

¹⁵ “In other words, because financial reporting is a tool to influence decision-making, it cannot be neutral. Obviously, reported financial information is expected to influence the actions of users of that information, and the mere fact that many users take similar actions on the basis of reported information does not demonstrate a lack of neutrality. The Board does not attempt to encourage or predict specific actions of users. If financial information is biased in a way that encourages users to take or avoid predetermined actions, that information is not neutral.”

Considerando a atual discussão, o conservadorismo continua presente dentre as empresas e, sobretudo o conservadorismo condicional (objeto do estudo). Assim, apesar de o conservadorismo ter sido removido das características qualitativas pelos *standard setters*, saindo do ordenamento regulamentar, ele continua a ser uma realidade do uso. Seja pelo fato de se constituir como uma característica necessária por conta de cláusulas de *covenants* de credores ou investidores seja por conta do comportamento discricionário do gestor ou de outros motivos discutidos neste trabalho, esta tentativa de eliminar o conservadorismo das demonstrações financeiras acaba não afetando diretamente o uso, principalmente por não existir uma forma de controlar a sua utilização. Dessa forma, como será discutido nas subseções 2.3.3 (Determinantes econômicos do conservadorismo) e 2.4 (Conservadorismo, Qualidade de Lucros e a Indústria de PE), este atributo se faz presente dentre as demonstrações financeiras em geral e, para efeito deste trabalho, é central na discussão do comportamento discricionário de gestores de empresas investidas por fundos de *Private Equity*.

2.3.2 Classificações

Basicamente, o conservadorismo pode ser separado em condicional e incondicional. Para Basu (2005), a principal distinção entre essas classificações é que o incondicional apenas utiliza informações conhecidas no início da vida do ativo, enquanto o condicional utiliza e revela informações conforme elas são recebidas nos períodos futuros.

O incondicional (também conhecido como *ex ante* ou *news independent*) deriva do processo contábil que remete baixos valores de ativos líquidos, independentemente de novos eventos que sinalizem prováveis perdas econômicas à organização. Subavaliados em decorrência de aspectos predeterminados no processo contábil. (BEAVER; RYAN, 2005).

Já o conservadorismo condicional (também conhecido como *ex post* ou *news-dependent*) é o reconhecimento mais oportuno das más notícias do que das boas notícias. Esta relação com o reconhecimento oportuno das perdas econômicas ou más notícias no resultado contábil, são perdas contemporâneas (BALL; SHIVAKUMAR, 2005). Basicamente a questão é que os eventos desfavoráveis geram perdas oportunamente (tempestivamente) reconhecidas, enquanto que os eventos favoráveis geram ganhos reconhecidos apenas quando efetivamente

realizados, o que gera uma assimetria no reconhecimento e uma perspectiva de persistência de resultados diferente de acordo com “boas” e “más” notícias.

Como frisa Brito (2010), “O conservadorismo incondicional e o conservadorismo condicional não são fenômenos independentes entre si, já que o primeiro limita aplicações do segundo. Se o valor contábil dos ativos da empresa for muito baixo em relação ao seu valor econômico, devido à aplicação sistemática de métodos contábeis conservadores, a sua capacidade de reconhecer as perdas decorrentes de um novo choque econômico será limitada. Nesse caso, o reconhecimento das perdas só será possível se elas forem tão expressivas a ponto de tornarem o valor econômico dos ativos inferior ao já reduzido valor contábil.”.

O Quadro 3 abaixo resume uma série de aspectos dicotômicos entre conservadorismo condicional e incondicional:

Quadro 3: Conservadorismo Condicional x Conservadorismo Incondicional

	Condicional	Incondicional
A) Discricionário?	Sim	Não
B) Incorpora novas informações que impactam o valor econômico da empresa?	Sim	Não
C) Efeito principalmente:	DRE	BP

No aspecto A, é abordada a proposição de Ahmed (2002), de que o conservadorismo possui um componente discricionário, em relação às escolhas contábeis conservadoras voluntárias, e um não discricionário, não voluntárias, decorrente de normas e princípios contábeis. Como comentam Lopes e Martins (2005), “O comportamento discricionário pode ser motivado pela legislação tributária, regras de adequação de capital, “administração” de resultados contábeis e entre outros.” E eles continuam, afirmando que os componentes discricionários são avaliados positivamente pelo mercado, enquanto os componentes obrigatórios são avaliados negativamente, o que corrobora com a ideia de que esses componentes são uma das principais formas de transmissão de informações ao mercado.

No aspecto B, o conservadorismo condicional incorpora novas informações aos relatórios contábeis por se manifestar como uma resposta a fatos econômicos que afetem o desempenho futuro da empresa, enquanto que o incondicional apenas é a manifestação da avaliação

patrimonial segundo as regras, normas e princípios. Esse fato torna o conservadorismo condicional mais útil para os usuários da informação contábil.

Finalmente, no aspecto C, estão os principais pontos afetados pelos tipos de conservadorismo. O conservadorismo condicional (também conhecido como conservadorismo de lucros) afeta principalmente a DRE (Demonstração de Resultados do Exercício) graças ao reconhecimento assimétrico nos lucros. Já o conservadorismo incondicional (conservadorismo de balanço) afeta principalmente o balanço graças à subavaliação sistemática dos ativos líquidos.

2.3.3 Determinantes econômicos do conservadorismo

Os credores criam incentivos econômicos para a prática de conservadorismo. Como explica Brito (2010): “O conservadorismo condicional aumenta a capacidade de o credor identificar tempestivamente as elevações de risco da empresa, o que melhora o resultado esperado da operação de crédito.”

Entre as possíveis explicações para o conservadorismo, podem-se destacar resumidamente as apontadas nos trabalhos de Bushman e Piotroski (2006) e Watts (2003a) e que também são corroboradas por Ball (2001), Ball e Shivakumar (2005) e Basu (2005) e organizadas a seguir da seguinte forma:

- (a) relações contratuais nas empresas (incentivos contratuais);
- (b) custos com litígios judiciais e regulação contábil ¹⁶; e
- (c) tributação.

2.3.3.1 Relações contratuais nas empresas (incentivos contratuais)

Do ponto de vista das relações contratuais, a literatura coloca os credores (contratos de dívida) como a principal fonte de conservadorismo condicional. Assim, como as reivindicações dos credores, em geral, tem seu valor mais sensível a quedas do que a altas no valor da empresa, a

¹⁶ Os custos com litígios judiciais e a regulação contábil foram oportunamente colocados no mesmo tópico por terem uma discussão convergente.

consequência é que os contratos de dívida tratam ganhos e perdas assimetricamente. Dessa forma, é o mercado de dívidas que demanda conservadorismo condicional, e não o acionário (BALL *et al.*, 2008a). Esses autores, com uma amostra abrangendo 22 países, observaram um maior grau de conservadorismo em países com um mercado de dívidas mais robusto em relação ao mercado de ações. Além disso, esses autores destacam fatores justificativos para uma maior demanda por conservadorismo condicional por parte dos credores. Esses fatores se traduzem em:

- (a) Necessidade, diferentemente dos investidores, dos credores de incorporações tempestivas de informações às demonstrações contábeis, e não outras fontes, por conta da importância dos *covenants* contábeis; e
- (b) No fato de o reconhecimento oportuno de perdas aumentar o poder dos credores em relação a decisões que reduzam o valor das dívidas pois a redução dos ativos líquidos dispara a violação dos *covenants*.

Conforme García Lara *et al.* (2009), como as perdas econômicas reduzem o valor da dívida, os credores se protegem de gestores que influenciam o resultado negativamente, introduzindo *convenants* nos contratos de dívida, visando restringir essa redução. Dessa forma, o reconhecimento oportuno de perdas econômicas aumenta a eficiência contratual, pois conduz a revisões tempestivas de lucros, ativos, passivos e patrimônio líquido antecipando a violação dos *covenants* contábeis que permite aos credores antecipar ações defensivas.

Como os contratos de dívidas são comumente feitos de forma que ficam ligados a variáveis reportadas nos demonstrativos financeiros (por exemplo: cobertura de juros, limites de liquidez e alavancagem e capital de giro), o conservadorismo facilita o monitoramento dos contratos aumentando a eficiência de contratar *ex-ante* provendo os credores com informações que permitem escrever os termos do empréstimo mais eficazmente e, *ex-post*, desencadeando as violações dos *convenants* das dívidas mais rapidamente (Ball e Shivakumar, 2005). Assim, violações oportunas dos *covenants* tornam-se um mecanismo eficiente para credores exercerem seus direitos contratuais e restringirem decisões de gestores que influenciem negativamente resultado, que poderiam erodir a qualidade da dívida (BALL *et al.*, 2008). Brito (2010) ressalta que “o principal argumento que justifica a demanda dos credores de conservadorismo condicional é a maior eficiência contratual”. Assim como Ball *et al.* (2008), Brito (2010) argumenta que as empresas, ao anteciparem suas perdas, permitem que os

credores percebam rapidamente as elevações de risco e adotem medidas para protegerem seu capital, inclusive por meio de cobrança judicial e de execução de garantias. No mercado de crédito, a assimetria informacional entre credores e tomadores (gestores e proprietários), faz com que os primeiros incluam um prêmio para compensar o risco e o reconhecimento oportuno de perdas acaba por permitir um melhor monitoramento das alterações na qualidade do crédito (BRITO, 2010; WITTENBERG-MOERMAN, 2008).

O conservadorismo condicional aumenta a capacidade de o credor identificar tempestivamente as elevações de risco da empresa, o que melhora o resultado esperado da operação de crédito. Wittenberg-Morman (2008), mostrou que o reconhecimento oportuno de perdas leva a menores spreads sugerindo que o conservadorismo condicional reduz a assimetria informacional em questão, observando as características de empresas e operações que afetam a assimetria informacional no mercado de crédito por meio dos spreads de compra e venda de títulos no mercado secundário de créditos sindicalizados nos EUA.

Watts (2003a) destaca, ainda sob essa ótica contratual, que o conservadorismo reduz a probabilidade dos administradores envidarem esforços para superavaliar o valor dos ativos e dos lucros com a intenção de distribuí-los para eles mesmos, considerando uma situação em que sejam aplicadas as remunerações baseadas em desempenho. Conforme Gárcia Lara, *et al.* (2009, p.340), o conservadorismo condicional limita as oportunidades disponíveis para se manipular variáveis reportadas incluídas em contratos de dívida para expropriar os credores, o que implica que esses credores irão demandar lucros conservadores (conservadorismo condicional). Consistente com isso, Ahmed *et al.* (2002) mostrou que empresas mais conservadoras possuem um menor custo de dívida concluindo que os credores beneficiam as empresas com práticas mais conservadoras reduzindo a taxa de retorno demandada na dívida. Já para o conservadorismo incondicional, Ball e Shivakumar (2005) defendem que ele ou reduz a eficiência contratual ou é apenas neutro nessa relação. Ball *et al.* (2008), mostraram que o conservadorismo condicional não é uma demanda de credores dado que não encontraram uma relação entre ele e o tamanho dos mercados de crédito de sua amostra (22 países). Como o conservadorismo incondicional leva à subavaliação de ativos líquidos, isso é ruim para os credores como reflexo na redução de seus direitos. Todavia, Sunder *et al.* (2009) consideram que isso reduz a incerteza dos credores aumentando sua precisão de valor para fins de garantia de créditos reduzindo, assim, seu risco de crédito. Os autores chamam esse efeito de conservadorismo realizado (condicional e incondicional juntos).

Outro ponto importante é identificado também em Basu (1997) e Ball (2001) trata-se dos contratos com gestores. O problema de agência entre gestores e acionistas por conta de contratos de remuneração baseados em números contábeis pode criar incentivos para uma contabilidade mais agressiva, como retrata Healy (1985), o que faria com que os investidores demandassem mais conservadorismo condicional (por meio de mecanismos de governança que induzissem à escolhas contábeis mais conservadoras) para evitar expropriação. Condizente com isso, a literatura demonstra que uma governança mais forte está associada com aumento de conservadorismo condicional (BEEKES, POPE; YOUNG, 2004; AHMED; DUELLMAN, 2007; GÁRCIA LARA *et al.*, 2007 E 2009)

2.3.3.2 Custos com litígios judiciais e regulação contábil

Como observado por Basu (1997) e comentado por Brito (2010), o conservadorismo condicional demonstra-se mais acentuado em períodos de maior exposição legal de gestores e auditores. Basicamente, como observado por Brito (2010), o conservadorismo reduz custos esperados com litígios por levar a menores valores de lucros e de ativos líquidos. Corroborando com isso, para Watts (2003a), os litígios são muito mais prováveis quando existem superavaliações de resultados e ativos.

Já a regulação contábil, como corrobora Watts (2003a), incentiva o conservadorismo nas demonstrações contábeis, apesar da atual mudança de posicionamento dos normatizadores, já discutida. Em ambientes regulatórios mais restritivos e com maiores riscos de litígios, a exposição de auditores e gestores incentivaria mais conservadorismo (condicional) que ajudaria a mitigar o efeito negativo das assimetrias de informação. Reduziria ainda o risco moral, seleção adversa e outros problemas de agencia reduzindo o custo de litígios (BALL *et al.*, 2000; HUIJGEN; LUBBERINK, 2005; GARCIA LARA *et al.*, 2009). Corroborando com isso, Kellogg (1984) e St. Pierre e Anderson (1984) encontraram que litígios contra auditores estão quase sempre relacionados com situações nas quais os lucros ou ativos líquidos foram superavaliados, consistente com o reconhecimento oportuno de perdas e conservadorismo.

As pesquisas associando riscos de litígio e conservadorismo condicional analisaram a diferença entre países e origem do direito encontrando que em países anglo-saxões, onde a

proteção ao investidor é maior, o conservadorismo condicional é maior também (BALL *et al.*, 2000; BUSHMAN; PIOTROSKI, 2006). Basu (1997) e Holthausen e Watts (2001) mostraram que o conservadorismo variou junto com o risco de litígio nos EUA e Chung e Wynn (2008) mostraram que os gestores podem usar o conservadorismo condicional como um “seguro” contra custos de litígio. Finalmente, segundo Basu (1997), os lucro vêm se tornando mais sensíveis a retornos negativos dos últimos trinta anos implicando mais conservadorismo ao longo do tempo, o que também está relacionado com o aumento da exposição dos passivos legais das instituições.

2.3.3.3 Tributação

A explicação de que a tributação é um dos motivadores do conservadorismo baseia-se no fato de que os resultados tributáveis e os métodos para o cálculo dos impostos estão relacionados com o lucro reportado, e, portanto, influenciam na apuração do lucro. Para Bushman e Piotroski (2006), a demanda por resultados divulgados mais conservadores tende a crescer devido a intenção de minimizar o valor presente dos pagamentos dos impostos. Além disso, nesse contexto, as empresas lucrativas podem, por exemplo, pospor as receitas e antecipar as despesas.

2.3.4 Reconhecimento oportuno de perdas

Muito se discute quanto a influencia do ambiente institucional brasileiro na fraca qualidade informacional que resulta em baixos níveis de conservadorismo encontrado nos estudos no país. As evidências ainda são confusas e pouco complementares, dando pouco espaço para conclusões e compreensão da prática. A seguir, os principais e mais recentes estudos sobre conservadorismo na abordagem do presente trabalho são revisitados e, ao final, um quadro organiza os dados desses estudos.

O trabalho de Basu (1997) com a mensuração do conservadorismo condicional foi seminal para uma série de estudos que se desenvolveram na última década e meia. Como frisa Sterzeck (2011), a maioria dos trabalhos que se basearam no modelo de Basu (1997) visavam identificar se o conservadorismo variava de acordo com as características das empresas, como

o trabalho de Ball e Shivakumar (2005) que é a base dos trabalhos de Beuselinck (2009) seguido de Katz (2009), os quais motivaram e subsidiaram o presente trabalho.

Estudando o reconhecimento oportuno de perdas nas empresas abertas e fechadas no Reino Unido, Ball e Shivakumar (2005) desenvolveram a hipótese de que as empresas de capital fechado possuiriam demonstrações financeiras de menor qualidade, o que foi comprovado. O modelo de Basu (1997) foi adaptado para empresas de capital fechado e um modelo complementar baseado em *accruals* derivado de Dechow (1994) e Dechow et al. (1998) foi proposto defendendo-se a ideia de que havendo uma correlação positiva entre os fluxos de caixa e os *accruals*, ter-se-ia então, uma indicação da presença de conservadorismo condicional.

Apesar de nenhum ter enfoque na estrutura de propriedade com fundos de *Private Equity* e suas especificidades, diversos trabalhos foram desenvolvidos no Brasil utilizando-se destes modelos.

Coelho e Lima (2007) discutiram a prática do conservadorismo na apuração do lucro em empresas de capital aberto e fechado no Brasil no período de 1995 a 2004 assumindo a hipótese de que não há diferenciação entre os dois tipos de firmas quanto à qualidade informacional mensurada pelo conservadorismo. Os autores utilizaram-se dos modelos de Basu (1997) e Ball e Shivakumar (2005) e constataram a hipótese de que há pouca diferença no conservadorismo condicional pelo reconhecimento oportuno de perdas das empresas abertas e fechadas. Em Coelho e Lima (2008), a mesma abordagem foi feita diferenciando pelo nível de governança corporativa para os anos de 1993 a 2005 com 331 empresas. Os resultados encontrados foram semelhantes.

Santos e Costa (2008), investigaram o nível de utilização do conservadorismo e da oportunidade (*timeliness*) da informação contábil nas demonstrações contábeis de empresas brasileiras que emitiram e negociavam ADRs na Bolsa de Nova Iorque no período de 1999 a 2004. Utilizando-se do modelo de Basu (1997) para avaliar a oportunidade e o conservadorismo da informação contábil, os autores encontraram indícios de que não há diferenças no nível de utilização do conservadorismo entre as empresas da amostra e que o lucro contábil segundo o modelo brasileiro seria mais oportuno do que o norte-americano.

Antunes (2007) também investigou as diferenças na qualidade da informação contábil entre as empresas brasileiras com níveis de governança diferenciados utilizando-se de dois modelos de conservadorismo, a relevância do lucro e do Patrimônio Líquido e uma métrica de oportunidade de Basu (1997). Com uma amostra de 37 empresas para os anos de 1996-2006, o autor identificou resultados que sugerem que os níveis diferenciados de governança não afetam a qualidade da informação contábil das empresas, não aparentam ser mais conservadoras.

Brito *et al.* (2008) analisaram o conservadorismo condicional nos resultados dos bancos que atuam no Brasil diferenciando entre públicos e privados e utilizando-se dos modelos de Basu (1997) e Ball e Shivakumar (2005). Com uma amostra de 276 instituições de 1997-2007 e considerando que os gestores dos bancos estatais teriam mais incentivos a reportar resultados contábeis mais conservadores, os autores encontraram resultados que indicam conservadorismo condicional quando se analisam os bancos separadamente (públicos e privados), mas não quando essa separação não existe.

Costa (2008) estudou o grau de conservadorismo nas empresas listadas brasileiras no período de 1996-2006, diferenciando as empresas de setores regulados e não regulados. Utilizando-se do modelo de Basu (1997) e do modelo de Ball e Shivakumar (2005), Costa (2008) não encontrou indícios de que empresas de setores mais regulados apresentam um maior nível de conservadorismo.

Mendonça (2008) analisou o impacto da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) no conservadorismo condicional das empresas brasileiras que emitiram ADRs antes de 2002 utilizando-se dos modelos de Basu (1997) e de Ball e Shivakumar (2005). O autor esperava que o aumento da regulamentação implicasse maior grau de conservadorismo nas empresas e na redução dos *accruals* discricionários no período pós-SOX. Os resultados sugerem indícios de aumento do conservadorismo no Brasil a partir de 2002 mas não ocasionados pela SOX.

Paulo *et al.* (2008) buscaram identificar diferenças significativas no nível de conservadorismo contábil entre companhias abertas e fechadas brasileiras utilizando o modelo de Ball e Shivakumar (2005) no período de 2000-2004 com uma amostra de 1.384 empresas. Os resultados indicam que as empresas de capital fechado têm menor probabilidade de reconhecimento oportuno de perdas e, assim, possuem menor nível de conservadorismo em relação às de capital aberto.

Kaizer *et al.* (2009) investigaram se existem diferenças em relação ao conservadorismo entre empresas do setor elétrico brasileiro e outras de setores não regulados. Utilizando o modelo de Basu (1997) para o período de 1998 a 2006, os autores constataram que as empresas desse setor aparentemente possuem um maior nível de conservadorismo.

Silva *et al.* (2009) estudaram o impacto das agências reguladoras no nível de conservadorismo condicional dos lucros contábeis nas empresas de capital aberto brasileiras. Utilizando os modelos de Basu (1997) e de Ball e Shivakumar (2005) no período de 1996-2007, os autores não rejeitaram as hipóteses de que não haveria registro antecipado de perdas por causa da existência de agências reguladoras e de que as empresas brasileiras de capital aberto não apresentariam sinais de conservadorismo condicional.

Santos *et al.* (2010) estudou se a publicação da lei nº 11.638/07 impactou o conservadorismo condicional de empresas brasileiras de capital aberto. Os autores se utilizaram do modelo de Basu (1997) para o período de 2005-2009. Não foi possível identificar o efeito da promulgação da lei sobre o grau de reconhecimento assimétrico de perdas e ganhos.

Sterzeck (2011) estudou se a publicação da lei no 11.638/07 e da resolução no 3.786/09 impactaram o conservadorismo condicional das instituições financeiras brasileiras de capital aberto. Para tanto, a autora utilizou o modelo de Basu (1997) no período de 2000-2010 concluindo que a lei e a resolução não afetaram o nível de conservadorismo condicional.

Brito (2010) estudou se a adoção de práticas contábeis conservadoras leva a redução do custo do crédito bancário das empresas no Brasil por diversos modelos de conservadorismo, inclusive Basu (1997) e Ball e Shivakumar (2005). Usando o período de 2000-2009 com uma amostra de 1300 empresas, o autor não encontrou evidências de relação estatisticamente significativa entre as medidas de conservadorismo e as taxas de juros das operações de crédito levando a conclusão de que práticas conservadoras não reduzem o custo do crédito bancário no Brasil.

O Quadro 4 apresenta um sumário dos trabalhos brasileiros desenvolvidos sobre conservadorismo, com destaque para os autores, principais achados, período explorado, tamanho da amostra e modelo que serviu de base à pesquisa.

Quadro 4: Trabalhos Brasileiros sobre conservadorismo

AUTOR	PRINCIPAIS ACHADOS	PERÍODO	AMOSTRA	MODELO UTILIZADO
Santos e Costa (2007)	Não há diferenças no nível de utilização do conservadorismo entre as empresas da amostra e que o lucro contábil segundo o modelo brasileiro seria mais oportuno do que o norte-americano.	1999-2004	33	BASU (1997).
Antunes (2007)	Os níveis diferenciados de governança não afetam a qualidade da informação contábil das empresas, não aparentam ser mais conservadoras.	1996-2006	37	BASU (1997).
Coelho e Lima (2007)	Não existe diferença entre empresas de capital fechado e aberto quanto a qualidade das informações pelo conservadorismo.	1995-2004	2833	BASU (1997) e BALL e SHIVAKUMAR (2005).
Coelho e Lima (2008)	Não existe diferença entre o nível de governança corporativa quanto a qualidade das informações pelo conservadorismo.	1993-2005	331	BASU (1997) e BALL e SHIVAKUMAR (2005).
Brito <i>et al.</i> (2008)	Presença de conservadorismo condicional quando se analisamos bancos separadamente, públicos e privados, mas não quando essa separação não existe.	1997-2007	276	BASU (1997) e BALL e SHIVAKUMAR (2005).
Costa (2008)	Existência de diferenças no conservadorismo contábil entre empresas brasileiras de acordo com o grau de regulação incidente em seus setores de atuação.	1996-2006	68	BASU (1997) e BALL e SHIVAKUMAR (2005).
Mendonça (2008)	A lei Sarbanes-Oxley (SOX) não parece impactar no conservadorismo contábil das empresas brasileiras que emitiram ADR antes de 2002. Todavia, as empresas brasileiras parecem ter aumentado o conservadorismo após 2002.	1994-2006	60	BASU (1997) e BALL e SHIVAKUMAR (2005).
Paulo <i>et al.</i> (2008)	Empresas de capital fechado fechadas têm menor probabilidade de reconhecimento oportuno de perdas e, assim, possuem menor nível de conservadorismo em relação às de capital aberto.	2000-2004	1384	Ball e Shivakumar (2005)
Kaizer (2009)	As empresas do setor elétrico do Brasil aparentemente possuem um maior nível de conservadorismo.	1998-2006	N/D	BASU (1997).
Silva <i>et al.</i> (2009)	Não há registro antecipado de perdas por causa da existência de agências reguladoras e as empresas brasileiras de capital aberto não apresentam sinais de conservadorismo condicional.	1996-2007	N/D	BASU (1997) e BALL e SHIVAKUMAR (2005).
Santos <i>et al.</i> (2010)	Não foi possível identificar o efeito da promulgação da lei 11.638/07 sobre o grau de reconhecimento assimétrico de perdas e ganhos.	2005-2009	N/D	BASU (1997).
Sterzeck (2011)	A publicação da lei no 11.638/07 e da resolução no 3.786/09 resolução não afetaram o nível de conservadorismo condicional das instituições financeiras no país.	2000-2010	N/D	BASU (1997).
Brito (2010)	Não encontrou evidências de relação estatisticamente significante entre as medidas de conservadorismo e as taxas de juros das operações de crédito levando a conclusão de que praticas conservadoras não reduzem o custo do crédito bancário no Brasil.	2000-2009	1300	BASU (1997) e BALL e SHIVAKUMAR (2005).

2.4 Conservadorismo, Qualidade de Lucros e a Indústria de PE

Como afirmam Hendriksen e Van Breda (2007), os usuários das informações contábeis, predominantemente, utilizam o lucro como uma forma de medir desempenho, como instrumento de predição ou mesmo como uma medida de eficiência.

Diversos autores estudaram empiricamente a relação entre o conservadorismo e os lucros contábeis (POPE; WALKER, 1999; BALL *et al.*, 2000; LUBBERINK; HUIJGEN, 2000; PENMAN; ZHANG, 2002). Desses, apenas Penman e Zhang (2002) encontraram que o conservadorismo poderia gerar lucros de baixa qualidade.

Como retratado por Lafond e Watts (2008), demonstrações financeiras conservadoras são um mecanismo de governança que reduz a habilidade dos gestores em manipular e aumentar o desempenho financeiro e aumentar o fluxo de caixa e o valor das firmas.

Basu (1997), Ball e Shivakumar (2005) e Givoly *et al.* (2007a) identificam o reconhecimento oportuno das perdas (*timely loss recognition*) como uma boa proxy para conservadorismo e um importante atributo de qualidade das informações contábeis. Dessa forma, é de se esperar que, conforme argumentam Katz (2009) e Beuselinck *et al.* (2009), firmas financiadas por fundos de *Private Equity* tenham um maior reconhecimento oportuno de perdas (maior qualidade de lucros) do que empresas não financiadas por essa classe de fundos, graças a uma maior demanda por informações tempestivas.

Beuselinck *et al.* (2009) estudaram a relação entre o envolvimento de investidores de fundos de *Private Equity* e a qualidade de lucros das empresas investidas por meio do reconhecimento oportuno de perdas em uma amostra de empresas belgas de capital fechado entre os anos de 1987 a 2005. Adaptando os modelos do trabalho de Ball e Shivakumar (2005) para a presença dos fundos de *Private Equity*, os autores encontraram que o envolvimento desse tipo de investidor aumenta a oportunidade do reconhecimento de perdas quando comparadas as investidas com a indústria, tamanho e ciclo de vida das não investidas. Além disso, mostraram que elas têm uma qualidade de lucros maior se forem fundos independentes do governo e não encontraram diferenças de qualidade de lucros relacionadas ao tamanho da participação dos fundos nas investidas.

Katz (2009) estudou como o investimento de fundos de *Private Equity* afetava a qualidade de lucros e a performance de longo prazo de uma amostra de empresas nos anos anteriores à IPO e após a abertura de capital. O autor também se utilizou do trabalho de Ball e Shivakumar (2005) e das adaptações de Beuselinck *et al.* (2009) para estudar o reconhecimento oportuno de perdas (conservadorismo condicional). Além disso, ele também estudou o gerenciamento de resultados e o retorno das ações. Seus resultados indicam que as empresas investidas por esse tipo de fundo geralmente têm uma qualidade de lucros superior, menos gerenciamento de resultados, são mais conservadoras antes e depois da IPO do que as não investidas e que empresas que possuem essa classe de fundos como acionistas majoritários têm um maior retorno de ações no longo prazo. Esses resultados, segundo o autor, se justificam pela

administração profissional, forte monitoramento e preocupações reputacionais dos fundos de *Private Equity*.

Conforme Gompers (1995) e Kaplan e Stromberg (2003), os gestores de *Private Equity* podem melhor antecipar e preparar as empresas de seu portfólio para futuros IPOs, o que se soma ao trabalho de Ball e Shivakumar (2005) que identificou o início de práticas mais conservadoras em empresas privadas do Reino Unido alguns anos antes da IPO em antecipação das demandas dos investidores e do *enforcement* dos mecanismos de mercado.

Além disso, conforme Ball *et al.* (2008), os credores tendem a demandar mais reconhecimento oportuno de perdas (*timely loss recognition*) e a estrutura de capital das investidas tende a ser muito mais alavancada em empresas financiadas por fundos de *Private Equity* (KAPLAN; STROMBERG, 2009; KATZ, 2009; BEUSELINCK *et al.* 2009), o que levanta a questão sobre o nível de endividamento dessas empresas e sua relação com o reconhecimento oportuno de perdas (conforme já discutido, causado pelos *covenants* de crédito) no distinto ambiente de negócios brasileiro.

Como demonstrado por Kaplan e Stromberg (2003), os gestores de PE praticam controles contingentes tanto nas métricas financeiras quanto nas não financeiras, o que pode ocasionar, como suporta Katz (2009), maior disciplina financeira e aumento de demanda por informações de melhor qualidade do que é observado em outras empresas.

Todavia, é importante frisar uma teoria alternativa quanto a esses pontos (COHEN; LANGBERG, 2008). Esses autores encontraram uma menor informatividade para lucros divulgados por empresas financiadas por fundos de *Venture Capital* e constataram que o valor e a informatividade desses lucros decresce em função da participação acionária dos fundos. Ou seja, esses fundos podem resolver problemas de assimetria informacional por meio de *insider access* (discussão em Ball *et al.*, 2000; e Francis *et al.*, 2005) e ter menos necessidade de divulgação pública e de incorporar perdas de forma oportuna, o que pode afetar de forma significativa a qualidade das informações contábeis. Todavia, este trabalho foi feito com fundos de *Venture Capital* que, como já discutido, se constituem em um ecossistema completamente distinto, quando estudado sozinho, do de *Private Equity*, foco deste trabalho e do universo aqui pesquisado.

A discussão sobre o conservadorismo deve ser tomada de uma perspectiva relativizada. Na verdade, dentro de certas situações, existem incentivos diferentes à existência de conservadorismo condicional e, com isso, ao seu estudo. No caso em questão neste trabalho, o conservadorismo condicional e o de reconhecimento oportuno de perdas (em uma perspectiva de representarem qualidade de lucros no contexto em análise) são frutos de especificidades da indústria de *Private Equity* que podem ser resumidas em preocupação reputacional (que afeta a captação), monitoramento dos cotistas institucionais, mitigação dos custos de agência das partes com expectativas divergentes (gestores, administradora do fundo e empreendedores), *covenants* e a gestão profissional.

2.4.1 Modelos utilizados e pesquisas relacionadas

No clássico trabalho de Basu (1997) sobre o reflexo do conservadorismo no lucro contábil, o autor interpreta o conservadorismo como o resultado refletindo as “más notícias” mais rápido do que “boas notícias”, o que implica diferenças sistemáticas entre os períodos dessas notícias na oportunidade e na persistência dos lucros.

Basu (1997) prediz que a relação lucro-retorno é relativamente mais forte do que a relação fluxo-de-caixa-retorno para “más notícias” em relação a “boas notícias”. Então, como os fluxos de caixa são mais fracamente associados aos retornos correntes para boas e más notícias, os *accruals* são mais propensos a reconhecer atuais “más notícias” e incorporá-las aos lucros. A oportunidade assimétrica no reconhecimento de notícias é esperada que se manifeste como uma persistência assimétrica nos lucros. Assim:

- 1 – Boas notícias nos lucros são menos oportunas, mas mais persistentes, enquanto que;
- 2 – Más notícias nos lucros são mais oportunas, mas menos persistentes.

A ideia é a de que os lucros das “boas notícias” são menos oportunas porque os contadores exigem mais verificação do que para as perdas e são mais persistentes porque seu valor capitalizado é apenas parcialmente reconhecido nos lucros atuais e acabam sendo reconhecidos nos lucros subsequentes. Dessa forma, o autor conjectura que os aumentos inesperados nos lucros estão mais propensos a serem persistentes enquanto declínios inesperados são mais propensos a serem temporários. Enquanto as “boas notícias” têm um efeito persistente nos lucros, as “más notícias” não o têm, pois os seus efeitos se reverterem no

próximo período e os lucros futuros não são afetados. Ou seja, as “más notícias” tem apenas um impacto temporário na série de lucros.

Finalmente o autor prediz que a reação do mercado à divulgação de lucros reflete a notícia de lucros sobre os lucros presentes e futuros, o que implica que a reação do mercado para cada unidade de lucro inesperado é maior para lucros mais persistentes. Ou seja, notícias de maus lucros não têm impactos nos lucros futuros, mas notícias de bons lucros são mais persistentes.

Os testes empíricos suportaram as predições em Basu (1997). Ele também examinou a variação temporal no nível de conservadorismo e sua implicação na relação lucro-retorno. A sensibilidade dos lucros para atuais retornos negativos aumentou relativamente a sensibilidade dos lucros para atuais retornos positivos para o período 1963-1990, consistente com o conservadorismo contábil aumentando ao longo do tempo e coincidindo (os aumentos) com o aumento da exposição dos auditores a responsabilidade legal.

O reconhecimento mais oportuno de perdas é associado a um sistema contábil mais conservador (BASU, 1997; POPE; WALKER, 1999). A medida mais frequente de reconhecimento oportuno de perdas é a regressão de reversão de lucros-retorno de Basu (1997) para quem os lucros são mais conservadores quando perdas são reconhecidas de forma oportuna no tempo. Em seu trabalho, este autor usou-se de retornos de ações como uma *proxy* para ganhos e perdas econômicas propondo a seguinte equação:

Equação 1: $\Delta L_{i,t}/P_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 DR_{i,t} + \beta_0 R_{i,t} + \beta_1 R_{i,t} DR_{i,t} + \epsilon_t$

Onde:

- $\Delta L_{i,t}$: É a variação do lucro por ação da empresa i no período t (deflacionado pelo preço da ação no início do período para controle de heterocedasticidade);
- $DR_{i,t}$: Variável *dummy* assumindo o valor 1, se o retorno é negativo;
- $P_{i,t}$: Preço da ação;
- $R_{i,t}$: Retorno da ação;
- ϵ_t : Erro.

Coeficientes:

- β_0 : mede a resposta dos lucros a retornos positivos;
 - $\beta_0 + \beta_1$: mede a resposta dos lucros aos retornos negativos;
 - β_1 : mede a resposta incremental dos lucros aos retornos negativos em relação aos positivos.
- Havendo conservadorismo, haverá uma maior relação entre lucros e retornos negativos do que com positivos. Assim, $\beta_0 + \beta_1 > \beta_0$, ou seja, $\beta_1 > 0$.
- β_1 positivo e significativo indica conservadorismo condicional. Ele mede o reconhecimento oportuno e assimétrico das perdas relativamente aos ganhos nos lucros.

A ideia é a de que as boas e más notícias se refletiriam no preço das ações fazendo com que retornos positivos e negativos se relacionassem com o lucro contábil que, havendo conservadorismo, se relacionará mais fortemente com retornos negativos.

Uma fragilidade é que como o modelo assume que os retornos das ações refletem as “boas” e “más” notícias, essas variações podem estar associadas a flutuações de mercado provenientes dos mais diversos direcionadores e não necessariamente em consonância com ganhos ou perdas reconhecíveis. Além disso, Ryan (2006) cita diversas outras fragilidades, mas afirma que a oportunidade assimétrica dos lucros é a implicação mais direta do conservadorismo condicional.

Conforme Watts (2003b) e Brito (2010), como as empresas que apresentam lucros ou seus incrementos são mais prováveis de terem reconhecido ganhos e, analogamente, as que possuem prejuízos ou reduções de lucros são mais prováveis de terem reconhecido perdas, que em geral não são recorrentes, os lucros e incrementos são mais persistentes enquanto que os prejuízos ou reduções de lucros são, provavelmente, menos persistentes (mais transitórios).

Assim, como o reconhecimento oportuno das perdas econômicas nos lucros contábeis impacta apenas resultados contemporâneos, persistência e transitoriedade nos lucros fornecem medidas de conservadorismo, conforme constatado por Basu (1997) com o modelo medindo a oportunidade e a persistência presentes na série temporal de lucros segregando variações positivas e negativas:

Equação 2: $\Delta L_{i,t}/P_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 D + \beta_0 \cdot \Delta L_{i,t-1}/P_{i,t-2} + \beta_1 \cdot D \Delta L_{i,t-1}/P_{i,t-2} + \varepsilon_{i,t}$

Onde:

- $\Delta L_{i,t}$: É a variação no lucro da empresa i no período t (deflacionado pelo preço da ação no início do período para controle de heterocedasticidade);
- D : Variável *dummy* assumindo o valor 1, se $\Delta L_{i,t-1}/P_{i,t-2}$ é negativo;
- $P_{i,t}$: Preço da ação;
- $\varepsilon_{i,t}$: Erro.

Coefficientes:

- β_0 : mede a resposta das variações anteriores dos lucros quando positivas;
 - $\beta_0 + \beta_1$: mede a resposta das variações anteriores nos lucros quando negativas;
 - β_1 : mede se há reversão das perdas na série temporal de lucros, o que sugere o conservadorismo.
- Havendo conservadorismo, a série temporal de lucros terá variações persistentes positivas, graças ao diferimento do reconhecimento de ganhos implicando em um β_0 não diferente de 0 estatisticamente, e variações transitórias negativas, graças ao reconhecimento oportuno de perdas, implicando em $\beta_0 + \beta_1 < 0$ e $\beta_1 < 0$.
- β_1 positivo e significativo indica conservadorismo condicional. Ele mede o reconhecimento oportuno e assimétrico das perdas relativamente aos ganhos nos lucros.

Apesar de não ter os mesmos problemas relacionados com retornos, esta medida é fragilizada pelo comportamento discricionário dos gestores no gerenciamento de resultados como exemplificado por Brito (2010), suavização de lucros (*income smoothing*), aumento de prejuízo para aumentar lucros subsequentes (*big bath accounting*) e criação de reservas em bons momentos para se proteger de perdas em outros momentos (*cookie jar reserving*).

2.4.2 Modelo em Ball e Shivakumar (2005)

Ball e Shivakumar (2005) discutem a ideia de que a prática do conservadorismo não é decorrente da estrutura regulatória, mas sim da demanda por informações contábeis úteis para as relações contratuais e que sirvam como mecanismos de governança. Os autores colocam que diferenças institucionais direcionam o conservadorismo e adaptam o modelo de Basu (1997) para analisar empresas de capital fechado utilizando-o em companhias do Reino Unido. Em seu trabalho, os autores demonstraram que os números contábeis das empresas de capital aberto do Reino Unido são mais conservadores do que os das empresas de capital fechado, ainda que elas tenham a mesma regulação, os mesmos padrões contábeis e a mesma tributação.

Com base em Basu (1997), Ball e Shivakumar (2005) mensuraram a incorporação oportuna de perdas e ganhos como a tendência de aumentos e reduções nos lucros se reverterem. Essa abordagem permite identificar os componentes transitórios de ganhos e perdas separadamente nos lucros contábeis. Se uma queda nos lucros do período anterior demonstra uma maior tendência à reversão do que a aumentos, existe evidência de maior reconhecimento oportuno de perdas, mais conservadorismo (BALL; SHIVAKUMAR, 2005). Assim, os componentes transitórios de ganhos e perdas são estimados segundo o modelo:

Equação 3: $\Delta NI_t = \beta_0 + \beta_1 * NEG(\Delta NI)_{t-1} + \beta_2 * \Delta NI_{t-1} + \beta_3 * NEG(\Delta NI)_{t-1} * \Delta NI_{t-1} + \varepsilon_i$,

Onde:

- ΔNI_t : É a variação no lucro (excluindo itens extraordinários e excepcionais) no período t, deflacionado pelo ativo total no começo do período;
- ΔNI_{t-1} : É a variação no lucro (excluindo itens extraordinários e excepcionais) no período t-1, deflacionado pelo ativo total no começo do período;
- $NEG(\Delta NI)_{t-1}$: Variável *dummy* assumindo o valor 1, se ΔNI_{t-1} é negativo;
- ε_i : Erro.

Coefficientes:

Segundo os autores, Ball e Shivakumar (2005), fazendo este modelo de estimação dependente das reduções de lucros do período anterior, a natureza transitória do reconhecimento de perdas

e ganhos pode ser examinada separadamente. O reconhecimento oportuno de perdas implica um coeficiente de inclinação estatisticamente negativo para $(\beta_2 + \beta_3)$. Assim, as perdas são reconhecidas mais oportunamente do que ganhos se $\beta_3 < 0$. Finalmente, o reconhecimento não oportuno de ganhos econômicos implica que ganhos são apenas incorporados no resultado se os fluxos de caixa subjacentes forem realizados, o que poderia corresponder a um coeficiente de inclinação nas mudanças positivas dos lucros do período anterior (β_2) sendo insignificamente diferente de 0 (BEUSELINCK et al. 2009).

Seguindo a mesma abordagem anterior, conforme Beuselinck *et al.* (2009) e Katz (2009) e consistente com a hipótese de que empresas com PE reconhecem perdas mais oportunamente do que ganhos, os autores utilizam-se da seguinte equação de regressão para diferenças entre reconhecimento oportuno de perdas entre empresas financiadas por fundos de *Private Equity* e empresas sem este tipo de financiamento:

Equação 4: $\Delta NI_t = \beta_0 + \beta_1 * NEG(\Delta NI)_{t-1} + \beta_2 * \Delta NI_{t-1} + \beta_3 * NEG(\Delta NI)_{t-1} * \Delta NI_{t-1} + \beta_4 * PE + \beta_5 * PE * NEG(\Delta NI)_{t-1} + \beta_6 * PE * \Delta NI_{t-1} + \beta_7 * PE * NEG(\Delta NI)_{t-1} * \Delta NI_{t-1} + \epsilon_i$,

Onde:

- PE: é uma *dummy* com 1 para empresas financiadas por fundos de *Private Equity* e 0 para empresas não financiadas por fundos deste tipo;
- ΔNI_t : é a variação nos lucros operacionais (antes das receitas e despesas financeiras e itens extraordinários e excepcionais);

A hipótese H_1 , e seguindo Katz (2010) e Beuseulinck *et al.* (2009), implica que o envolvimento dos fundos de *Private Equity* nas empresas levaria a um maior nível de qualidade de lucros medido pelo nível de conservadorismo condicional mensurado por meio da métrica de reconhecimento oportuno de perdas (*timely loss recognition*). Dessa forma, a discussão focará em $(\beta_6 + \beta_7)$ e em β_7 .

- $\beta_6 + \beta_7$ mede o efeito composto de diferenças em reconhecimento oportuno de perdas entre as empresas com PE e as sem. Espera-se um coeficiente negativo;

- β_7 : captura as diferenças no reconhecimento oportuno de perdas opostamente ao reconhecimento oportuno de ganhos nas empresas com PE em comparação as sem PE. Espera-se um coeficiente negativo.

2.4.3 O modelo de *Accruals* proposto por Ball e Shivakumar (2005)

Ball e Shivakumar (2005), além do modelo de reconhecimento transitório recém-descrito, sugeriram que ele pode não capturar se o reconhecimento de perdas é oportuno na relação especificada por Basu (1997). Dessa forma, como teste de robustez, os autores introduziram um teste adicional da associação entre *accruals* e fluxos de caixa condicionado a fluxos de caixa negativos. Essa alternativa às associações de lucros e retornos propostas por Basu (1997) por meio de um modelo de *accruals*, construído com base em seu papel primário descrito no trabalho de Dechow (1994) e Dechow *et al.* (1998), explorando as correlações esperadas entre os fluxos de caixa contemporâneos e os *accruals* de duas formas; pela correlação negativa entre os *accruals* e os fluxos de caixa na função econômica dos *accruals* de retirar elementos estocásticos da série de fluxos de caixa produzindo uma série temporal de lucros mais previsíveis e pela correlação positiva quando a função econômica de realizar a apropriação contábil seja a de antecipar o registro de perdas econômicas na situação de fluxos de caixa negativos. Nesse ponto, como também remarca Brito (2010), esse segundo papel dos *accruals* em permitir o reconhecimento oportuno de perdas e ganhos econômicos nos lucros provoca uma correlação positiva e assimétrica entre *accruals* e fluxos de caixa contemporâneos, atenuando a correlação negativa prevista em Dechow *et al.* (1998).

Essa relação é capturada pelo seguinte modelo proposto por esses autores, conforme a Equação 5:

Equação 5: $ACC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * DFCOI_{i,t} + \beta_2 * FCO_{i,t} + \beta_3 * DFCOI_{i,t} * FCO_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

Onde:

- $ACC_{i,t}$: *Accruals* da empresa i no período t;
- $FCO_{i,t}$: Fluxo de Caixa Operacional;
- $DFCO_{i,t}$: Variável *dummy* assumindo o valor 1, se $FCO_{i,t} < 0$;
- $\epsilon_{i,t}$: Erro.

Os *accruals* e os fluxos de caixa das operações são escalonados pelo valor dos ativos no início do período.

$AC_{i,t}$ são calculados conforme a Equação 6:

Equação 6: $AC_{i,t} = \Delta Est_{i,t} + \Delta Cli_{i,t} + \Delta OAC_{i,t} - \Delta For_{i,t} - \Delta OPC_{i,t} - Dep_{i,t}$

- $\Delta Est_{i,t}$: Variação nos estoques;
- $\Delta Cli_{i,t}$: Variação de clientes;
- $\Delta OAC_{i,t}$: Variação em outros ativos circulantes;
- $\Delta For_{i,t}$: Variação em fornecedores;
- $\Delta OPC_{i,t}$: Variação em outros passivos circulantes;
- $Dep_{i,t}$: Depreciação.

Conforme a correlação negativa entre *accruals* e fluxos de caixa prevista por Dechow *et al.* (1998), espera-se um β_2 negativo. Havendo conservadorismo, os períodos de fluxos de caixa operacionais negativos terão maior probabilidade de ter perdas reconhecidas pelo regime de competência o que implica um β_3 positivo pois os *accruals* serão mais relacionados com os fluxos de caixa negativos do que com positivos, ou seja, os *accruals* são utilizados para apropriar as perdas sinalizadas pelos fluxos de caixa operacionais negativos (BALL; SHIVAKUMAR, 2005; BRITO, 2010).

Finalmente, o modelo alternativo de *accruals* proposto por Ball e Shivakumar (2005) é adaptado para analisar as empresas investidas por fundos de *Private Equity*. Seguindo Katz (2010) e a variação de Ball e Shivakumar (2005) utilizada por Beuselinck *et al.* (2009), o modelo apresenta-se como segue:

Equação 7: $ACC_t = \beta_0 + \beta_1 * DCFO_t + \beta_2 * CFO_t + \beta_3 * DCFO_t * CFO_t + \beta_4 * PE + \beta_5 * PE * DCFO_t + \beta_6 * PE * CFO_t + \beta_7 * PE * CFO_t * DCFO_t + \epsilon_t$

Onde:

ACC_t = *accruals* totais no ano t;

CFO_t = Fluxo de caixa das operações no ano t ajustado por itens extraordinários e operações descontinuadas;

$DCFO_t$ = é uma *dummy* assumindo 1 para se $CFO_t < 0$ e 0 se não;

PE = é uma *dummy* assumindo 1 se a empresa é financiada por fundos de Private Equity e 0 se não.

Corroborando com Katz (2009), espera-se que o modelo (2) demonstre o forte papel dos *accruals* em mitigar o ruído nos fluxos de caixa operacionais ($\beta_2 < 0$). Conforme a H_1 , o financiamento por fundos de *Private Equity* é esperado a conduzir a um reconhecimento mais oportuno de perdas (mais qualidade de lucros), o que deve resultar em uma correlação positiva entre *accruals* e fluxos de caixa contemporâneos nos anos de fluxos de caixa negativo. Novamente, como no modelo anterior, a discussão girará em torno de $(\beta_6 + \beta_7)$ e β_7 com o primeiro medindo o efeito composto para diferenças no reconhecimento dos *accruals* em empresas com PE e o segundo capturando a diferença no reconhecimento condicional dos *accruals* nos fluxos de caixa negativos para as empresas com PE.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Caracterização da Pesquisa

Este estudo e sua busca por relações entre fenômenos contábeis e as percepções de seus usuários o que conduz à sua classificação como uma pesquisa de orientação positivista. Dessa forma, a pesquisa volta-se à observação dos fatos, baseando-se em uma teoria que norteie as explicações (MARTINS; THEÓPHILO, 2009).

Segundo Martins (2002, p.26), este trabalho classifica-se como empírico-analítico. Assim, as definições operacionais são sistematizadas e são utilizadas técnicas quantitativas para a coleta, tratamento e análise de dados.

As hipóteses estabelecidas podem ser testadas cientificamente por meio de testes estatísticos a fim validar relações causais entre as variáveis.

3.2 Coleta e Classificação dos Dados

O universo pesquisado é o grupo de empresas que abriram o capital em 2007. Primeiramente decidiu-se usar um ano para que todas as empresas fossem comparáveis pelo mesmo período. O ano em específico foi escolhido por dois motivos: Primeiramente por ser um momento de maturidade da primeira grande geração desses fundos no Brasil, o que ocasionou um número relevante de empresas investidas fazendo IPOs (Revista GVexecutivo, 2008). O segundo motivo deve-se a disponibilidade de dados do período anterior à IPO, de três anos remontando a 2004, ano de relativa estabilidade no mercado após as crises dos anos anteriores e estabilização política dada a incerteza anterior com o governo Lula, já comentada neste trabalho. Além disso, no ano de 2003 houve mudanças significativas na regulação que afetaria os fundos de *Private Equity* no país.

Entre as empresas que se listaram na BM&F Bovespa no ano de 2007, inicialmente elas foram diferenciadas por possuir fundos de PE em sua estrutura de propriedade, das empresas que não possuíam este tipo de fundo em sua estrutura de propriedade. Mais especificamente, o

trabalho relaciona qualidade de lucros por *proxies* para a mensuração do conservadorismo condicional pela métrica do reconhecimento oportuno de perdas entre empresas com e sem este tipo específico de investidor em seu quadro societário.

Do grupo inicial de empresas que fizeram IPO em 2007, foram retiradas as instituições financeiras e seguradoras por seu distinto grupo de regras contábeis, o que poderia influenciar nos cálculos das variáveis dos modelos e causar algum viés à pesquisa.

Quadro 5: Empresas da amostra

Empresas			
Agra Incorp	Generalshopp	Marfrig	Seb
Ananguera	Guarani	Metalfrio	SLC Agrícola
Bematech	GVT Holding	Minerva	Springs
BR Brokers	Helbor	MPX Energia	Tecnisa
BR Malls Par	Iguatemi	MRV	Tegma
Camargo Correa	Inpar /Viver	Multiplan	Tempo Part
Cr2	Invest Tur /BHG	PDG Realt	Tenda
Cremer	JBS	Providencia	Trisul
Estacio Part	JHSF Part	Redecard	Triunfo Part
Even	Kroton	Rodobensimob	
Eztec	Log-In	Sao Martinho	
Fer Heringer	Lojas Marisa	Satipel /Duratex	

Ao todo foram selecionadas 45 empresas, de acordo com a lista de IPOs do site da BM&F Bovespa. A base de dados foi composta com informações financeiras do período 2004-2008 utilizando-se dos prospectos de IPO registrados na CVM (Comissão de Valores Mobiliários) para os dados do período 2004-2006 e das demonstrações financeiras anuais completas registradas na CVM e de dados da base Economatica® para os dados de 2007-2008.

3.3 Endogeneidade da escolha do financiamento

A endogeneidade da escolha do financiamento por fundos de *Private Equity* lida com a ideia de que as empresa financiadas poderiam escolher atrair os fundos e isso poderia afetar dados

contábeis utilizados nos modelos (BEUSELINCK *et al.* 2009). Por outro lado, como comenta Gioielli (2008), os investimentos realizados pelos fundos baseiam-se em um processo criterioso de seleção e avaliação e, por outro lado, da aceitação por parte dos empreendedores gerando uma escolha endógena dos dois lados. Para lidar com esse ponto e dadas as limitações no tamanho da base de dados, foi definido que o grupo de empresas financiadas na data da IPO é classificada como financiada durante todo o período pesquisado.

3.4 Modelos para Reconhecimento Oportuno de Perdas empregados

Seguindo a literatura e os modelos propostos em Basu (1997) e Ball e Shivakumar (2005), utilizando-se das adaptações feitas em Beuselinck *et al.* (2009) e Katz (2010) é empregado primeiramente um teste de mudanças condicionais nos lucros e, em seguida, um teste de conservadorismo baseado em *accruals* para se assegurar de que os resultados não são frutos de erros aleatórios no cálculo dos *accruals* ou de gerenciamento de resultados.

3.4.1 Teste de reconhecimento oportuno de perdas por mudanças condicionais nos lucros

Para o primeiro modelo que aqui será chamado de BS, temos:

Equação 4:
$$\Delta NI_t = \beta_0 + \beta_1 * NEG(\Delta NI)_{t-1} + \beta_2 * \Delta NI_{t-1} + \beta_3 * NEG(\Delta NI)_{t-1} * \Delta NI_{t-1} + \beta_4 * PE + \beta_5 * PE * NEG(\Delta NI)_{t-1} + \beta_6 * PE * \Delta NI_{t-1} + \beta_7 * PE * NEG(\Delta NI)_{t-1} * \Delta NI_{t-1} + \varepsilon_i$$

As especificações do modelo estão descritas no quadro abaixo:

Quadro 6: Especificações do Modelo (Equação 4)

EQUAÇÃO		
Variável	Descrição Resumida	Sinal/Relação Esperada
ΔNI_t	É a variação no lucro antes das receitas e despesas financeiras (excluindo itens extraordinários e excepcionais, como gastos com IPO) no período t , deflacionado pelo ativo total do começo do período.	
$\beta_1 * NEG(\Delta NI)_{t-1}$	Variável <i>dummy</i> assumindo o valor 1 se ΔNI_{t-1} é negativo e 0 se não.	
$\beta_2 * \Delta NI_{t-1}$	É a variação no lucro no período $t-1$, deflacionado pelo ativo total no começo do período.	
$\beta_3 * NEG(\Delta NI)_{t-1} * \Delta NI_{t-1}$	Variável interativa, assume o valor da variação no lucro do ano $t-1$ (ΔNI_{t-1}) somente quando negativo.	Negativa
$\beta_4 * PE$	Variável <i>dummy</i> assumindo 1 se a empresa é financiada por fundos de Private Equity (PE) e 0 se não.	
$\beta_5 * PE * NEG(\Delta NI)_{t-1}$	Variável interativa que relaciona a <i>dummy</i> que assume o valor 1 para a variação no lucro do ano $t-1$ (ΔNI_{t-1}) negativo com a <i>dummy</i> que assume o valor 1 se a empresa é financiada por fundos de Private Equity (PE); nos dois caso o 0 anula a variável.	
$\beta_6 * PE * \Delta NI_{t-1}$	Variável interativa, assume o valor da variação no lucro do ano $t-1$ (ΔNI_{t-1}) somente quando a empresa é financiada por fundos de Private Equity (PE) e 0 se não.	Positiva
$\beta_7 * PE * NEG(\Delta NI)_{t-1} * \Delta NI_{t-1}$	Variável interativa que assume o valor da variação no lucro do ano $t-1$ (ΔNI_{t-1}) somente quando negativo e quando a empresa é financiada por fundos de Private Equity (PE).	Negativa

A seguir, no quadro abaixo, estão as especificações das variáveis de controle utilizadas:

Quadro 7

Quadro 7: Especificações das Variáveis de Controle

VARIÁVEIS DE CONTROLE	
Crescimento	
$\beta 8 * ((A_t - A_{t-1}) / A_{t-1})$	<i>Crescimento do Ativo calculado pela variação do Ativo Total do ano t-1 para o ano t dividida pelo Ativo Total no ano t-1.</i>
$\beta 9 * ((A_t - A_{t-1}) / A_{t-1}) * \text{NEG}(\Delta \text{NI})_{t-1}$	<i>Variável interativa, assume o valor do Crescimento $((A_t - A_{t-1}) / A_{t-1})$ quando a variação no lucro (ΔNI_{t-1}) é negativa.</i>
$\beta 10 * ((A_t - A_{t-1}) / A_{t-1}) * \Delta \text{NI}_{t-1}$	<i>Variável interativa que relaciona a variação no lucro (ΔNI_{t-1}) com o crescimento $((A_t - A_{t-1}) / A_{t-1})$.</i>
$\beta 11 * ((A_t - A_{t-1}) / A_{t-1}) * \text{NEG}(\Delta \text{NI})_{t-1} * \Delta \text{NI}_{t-1}$	<i>Variável interativa que relaciona a variação no lucro (ΔNI_{t-1}) com o crescimento $((A_t - A_{t-1}) / A_{t-1})$, só existindo quando a variação no lucro é negativa.</i>
Tamanho	
$\beta 12 * \text{LogAT}$	<i>Tamanho é definido como o logaritmo natural do Ativo Total no ano t.</i>
$\beta 13 * \text{LogAT} * \text{NEG}(\Delta \text{NI})_{t-1}$	<i>Variável interativa, assume o valor do Tamanho (LogAT) quando a variação no lucro (ΔNI_{t-1}) é negativa.</i>
$\beta 14 * \text{LogAT} * \Delta \text{NI}_{t-1}$	<i>Variável interativa que relaciona a variação no lucro (ΔNI_{t-1}) com o Tamanho (LogAT).</i>
$\beta 15 * \text{LogAT} * \text{NEG}(\Delta \text{NI})_{t-1} * \Delta \text{NI}_{t-1}$	<i>Variável interativa que relaciona a variação no lucro (ΔNI_{t-1}) com o Tamanho (LogAT), só existindo quando a variação no lucro é negativa.</i>
Endividamento	
$\beta 16 * \text{Div} / \text{AT}$	<i>Dívida dividida pelo Ativo Total. A Dívida é definida como o total de empréstimos, financiamentos e debêntures. Um maior endividamento indica uma maior exposição a covenants de crédito que podem influenciar o conservadorismo. No mais, espera-se que as empresas financiadas por fundos de Private Equity tenham um maior nível de endividamento.</i>
$\beta 17 * \text{Div} / \text{AT} * \text{NEG}(\Delta \text{NI})_{t-1}$	<i>Variável interativa, assume o valor da variável Endividamento (Div/AT) quando a variação no lucro (ΔNI_{t-1}) é negativa.</i>
$\beta 18 * \text{Div} / \text{AT} * \Delta \text{NI}_{t-1}$	<i>Variável interativa que relaciona a variação no lucro (ΔNI_{t-1}) com o Endividamento (Div/AT).</i>
$\beta 19 * \text{Div} / \text{AT} * \text{NEG}(\Delta \text{NI})_{t-1} * \Delta \text{NI}_{t-1}$	<i>Variável interativa que relaciona a variação no lucro (ΔNI_{t-1}) com Endividamento (Div/AT), só existindo quando a variação no lucro é negativa.</i>

O quadro abaixo mostra os comportamentos esperados nos coeficientes a serem utilizados nas análises de resultados pelo modelo a luz da literatura anterior:

Quadro 8: Comportamentos esperados nos coeficientes

COEFICIENTES	
Coeficiente	Mede / Resultado esperado
$\beta_2 + \beta_3$	O reconhecimento oportuno de perdas implica um coeficiente de inclinação negativo.
β_3	As perdas são reconhecidas mais oportunamente do que ganhos se for negativo.
β_2	O reconhecimento não oportuno de ganhos econômicos implica que ganhos são apenas incorporados nas receitas se os fluxos de caixa subjacentes forem realizados, o que poderia corresponder em um coeficiente de inclinação nas mudanças positivas dos lucros do período anterior (β_2) sendo insignificamente diferente de 0
$\beta_6 + \beta_7$	Mede o efeito composto de diferenças em reconhecimento oportuno de perdas entre as empresas com PE e as sem. Espera-se um coeficiente negativo
β_6	Espera-se que as empresas investidas de PE mostrem menos reconhecimento oportuno de ganhos e, assim, os ganhos tendem a ser mais persistentes e a não reverterem. Espera-se um coeficiente negativo.
β_7	Captura as diferenças no reconhecimento oportuno de perdas opostamente ao reconhecimento oportuno de ganhos nas empresas com PE em comparação as sem PE. Espera-se um coeficiente negativo

3.4.2 Teste de reconhecimento oportuno de perdas baseado em *accruals*

Equação 7: $ACC_t = \beta_0 + \beta_1 * DCFOT_t + \beta_2 * CFO_t + \beta_3 * DCFOT_t * CFO_t + \beta_4 * PE + \beta_5 * PE * DCFOT_t + \beta_6 * PE * CFO_t + \beta_7 * PE * CFO_t * DCFOT_t + \varepsilon_t$

As especificações do modelo estão descritas no quadro abaixo:

Quadro 9: Especificações do Modelo (Equação 7)

EQUAÇÃO		
Variável	Descrição Resumida	Sinal
ACC _t	<i>Accruals</i> totais no ano t, medido pela somatória das variações dos estoques, clientes e outros ativos circulantes, menos as variações dos fornecedores, outros passivos circulantes e da depreciação do período t. Os <i>Accruals</i> foram deflacionados pelo ativo total no começo do período.	
β ₁ *DCFOT	Variável <i>dummy</i> assumindo 1 para o fluxo de caixa operacional do ano t (CFO _t) negativo e 0 caso ocorra o contrário.	
β ₂ *CFO _t	Fluxo de caixa das operações do ano t ajustado por itens extraordinários e excepcionais (tais como gastos com IPO) e operações descontinuadas. Os Fluxos de caixa das operações é deflacionado pelo ativo total do começo do período.	Negativa
β ₃ *DCFOT*CFO _t	Variável interativa, assume o valor do fluxo de caixa do ano t (CFO _t) somente quando negativo.	Positiva
β ₄ *PE	Variável <i>dummy</i> assumindo 1 se a empresa é financiada por fundos de Private Equity (PE) e 0 se não.	
β ₅ *PE*DCFOT	Variável interativa assumindo 1 para empresas investidas por fundos de PE com fluxo de caixa operacional do ano t negativo e 0 caso ocorra o contrário	
β ₆ *PE*CFO _t	Variável interativa, assume o valor do fluxo de caixa do ano t (CFO _t) somente quando a empresa é financiada por fundos de Private Equity (PE) e 0 se não.	Negativa
β ₇ *PE*CFO _t *DCFOT	Variável interativa que assume o valor do fluxo de caixa do ano t (CFO _t) somente quando negativo e quando a empresa é financiada por fundos de Private Equity (PE).	Positiva

A seguir, no quadro abaixo, estão as especificações das variáveis de controle utilizadas:

Quadro 10: Especificações das Variáveis de Controle

VARIÁVEIS DE CONTROLE	
Crescimento	
$\beta_8 * ((A_t - A_{t-1}) / A_{t-1})$	<i>Crescimento do Ativo calculado pela variação do Ativo Total do ano t-1 para o ano t dividida pelo Ativo Total no ano t-1.</i>
$\beta_9 * ((A_t - A_{t-1}) / A_{t-1}) * DCFO_t$	<i>Variável interativa, assume o valor do Crescimento $((A_t - A_{t-1}) / A_{t-1})$ quando o fluxo de caixa operacional do ano t (CFOt) é negativo.</i>
$\beta_{10} * ((A_t - A_{t-1}) / A_{t-1}) * CFO_t$	<i>Variável interativa que relaciona o fluxo de caixa operacional do ano t (CFOt) com o crescimento $((A_t - A_{t-1}) / A_{t-1})$.</i>
$\beta_{11} * ((A_t - A_{t-1}) / A_{t-1}) * DCFO_t * CFO_t$	<i>Variável interativa que relaciona o fluxo de caixa operacional do ano t (CFOt) com o crescimento $((A_t - A_{t-1}) / A_{t-1})$, só existindo quando o fluxo de caixa operacional é negativo.</i>
Tamanho	
$\beta_{12} * \text{LogAT}$	<i>Tamanho é definido como o logarítimo natural do Ativo Total no ano t.</i>
$\beta_{13} * \text{LogAT} * DCFO_t$	<i>Variável interativa, assume o valor do Tamanho (LogAT) quando o fluxo de caixa operacional do ano t (CFOt) é negativo.</i>
$\beta_{14} * \text{LogAT} * CFO_t$	<i>Variável interativa que relaciona a variação o fluxo de caixa operacional do ano t (CFOt) com o Tamanho (LogAT).</i>
$\beta_{15} * \text{LogAT} * DCFO_t * CFO_t$	<i>Variável interativa que relaciona o fluxo de caixa operacional do ano t (CFOt) com o Tamanho (LogAT), só existindo quando o fluxo de caixa operacional é negativo.</i>
Endividamento	
$\beta_{16} * \text{Div} / \text{AT}$	<i>Dívida dividida pelo Ativo Total. A Dívida é definida como o total de empréstimos, financiamentos e debêntures. Um maior endividamento indica uma maior exposição a covenants de crédito que podem influenciar o conservadorismo. No mais, espera-se que as empresas financiadas por fundos de Private Equity tenham um maior nível de endividamento.</i>
$\beta_{17} * \text{Div} / \text{AT} * DCFO_t$	<i>Variável interativa, assume o valor da variável Endividamento (Div/AT) quando o fluxo de caixa operacional do ano t (CFOt) é negativo.</i>
$\beta_{18} * \text{Div} / \text{AT} * CFO_t$	<i>Variável interativa que relaciona o fluxo de caixa operacional do ano t (CFOt) com o Endividamento (Div/AT).</i>
$\beta_{19} * \text{Div} / \text{AT} * DCFO_t * CFO_t$	<i>Variável interativa que relaciona o fluxo de caixa operacional do ano t (CFOt) com Endividamento (Div/AT), só existindo quando o fluxo de caixa operacional é negativo.</i>

O quadro abaixo mostra os comportamentos esperados nos coeficientes a serem utilizados nas análises de resultados pelo modelo a luz da literatura anterior:

Quadro 11: Comportamentos esperados nos coeficientes

COEFICIENTES	
Coeficiente	Mede / Resultado esperado
$\beta_2 + \beta_3$	Espera-se que o modelo demonstre o forte papel dos accruals em mitigar o ruído nos fluxos de caixa operacionais (conforme Dechow et al. 1998), com um coeficiente negativo.
β_3	Em linha com o argumento de segunda ordem de que a alta qualidade corresponde acumulações (accrued) de perdas nos períodos de fluxos de caixa negativos, espera-se um coeficiente positivo e significante.
β_2	Espera-se que o modelo demonstre o forte papel dos accruals em mitigar o ruído nos fluxos de caixa operacionais com um $\beta_2 < 0$.
$(\beta_6 + \beta_7)$	Mede o efeito composto para diferenças no reconhecimento dos accruals em empresas com PE. Espera-se significativamente positivo.
β_7	Captura a diferença no reconhecimento condicional dos accruals nos fluxos de caixa negativos para as empresas com PE. Espera-se significativamente positivo.

3.5 Variáveis de controle

Com o objetivo de controlar fatores que possam afetar o conservadorismo das empresas, foram identificadas, conforme Beuselinck *et al.* (2009) e Ball e Shivakumar (2005), três variáveis de controle, discutidas nos quadros acima, para serem usadas nos modelos do trabalho como variáveis interativas, conforme quadros 6 e 9, “Crescimento”, “Tamanho” e “Endividamento”.

3.6 Outliers

Neste trabalho, a detecção de *outliers* foi feita utilizando-se duas metodologias visando identificar dados da amostra que poderiam distorcer o comportamento da população analisada. Conforme explica Hair (2005), os dados conhecidos como *outliers* são observações que se distinguem das demais e os testes estatísticos para significância da sua identificação devem ser conservadores e não exceder 0,1%.

Na variável independente, foi utilizada a medida “D2 de Mahalanobis” (“Distância de Mahalanobis”), utilizada para mensurar distâncias no espaço multidimensional das observações em relação a um ponto de referência, levando-se em conta a correlação entre as variáveis e não somente a contribuição de cada uma das variáveis isoladamente. Em seguida, calculam-se as distâncias euclidianas entre as observações, que possuem propriedades estatísticas para viabilizar testes de significância permitindo um critério para identificar os *outliers*.

Para a variável dependente, foram traçados os limites inferiores e superiores a um múltiplo de 3 vezes o desvio padrão, para identificar os *outliers*.

3.6 Dados em Painel

Conforme explica Gujarati (2006), na análise de dados em painel, a mesma unidade de corte transversal é acompanhada ao longo do tempo. Ou seja, esta técnica possui uma dimensão espacial e outra temporal, permitindo estimar regressões de várias entidades ao longo do tempo.

Dentre as principais vantagens de se usar dados em painel, pode-se citar:

- 1 – A maior informatividade, variabilidade, menor colinearidade entre as variáveis, mais graus de liberdade e mais eficiência e reduz a multicolinearidade entre as variáveis explicativas do modelo;
- 2 – São mais adequados ao estudo da dinâmica da mudança; e
- 3 – Podem medir e detectar efeitos melhor do que apenas cortes transversais ou séries temporais permitindo estudar modelos comportamentais mais complexos;

Como explica Oda (2011), a análise dos dados em painel pode ser feita por três abordagens que diferenciam-se, principalmente, pelo tratamento dado aos coeficientes, especialmente ao intercepto. São elas:

- Mínimos quadrados ordinários agrupados (POLS – *Pooled Ordinary Least Squares*), ou simplesmente efeito *pooling*. Além de não levar em conta o tempo para estimar os parâmetros da regressão, esta abordagem considera todos os coeficientes como fixos ao longo do tempo, o que não se distingue da abordagem regressão múltipla estimada pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO).

O modelo pode ser escrito como: **Equação 8-** $Y = \alpha + \beta.X + \mu$

- Efeitos fixos (EF) – Considera as alterações nas *cross-sections* ao longo do tempo e, como comenta Gujarati (2006), leva em conta a “individualidade” de cada unidade do corte transversal. Os coeficientes angulares são constantes com o intercepto variando apenas entre os indivíduos.

O modelo EF pode ser escrito como: **Equação 9-** $Y = \alpha_i + \beta_1.X_{it} + \mu_{it}$

- Efeitos aleatórios (EA) – Assim como o modelo de efeitos fixos, os interceptos variam entre os indivíduos porém não ao longo do tempo com a diferença de os interceptos serem variáveis aleatórias. Ou seja, o modelo assume que α_i é puramente aleatório, isto é, não é correlacionado com os regressores. Assim, nesse modelo o intercepto de uma unidade individual é uma extração aleatória de uma população de valor médio constante.

O modelo pode ser escrito como: **Equação 10-** $Y = \alpha_i + \beta_1.X_{it} + w_{it}$ (em que $w_{it} = \varepsilon_i + \mu_{it}$, ε_i é o elemento do corte transversal e μ_{it} é o elemento que combina o corte transversal com a série temporal)

Para avaliar qual a melhor abordagem, inicialmente a significância das diferenças presentes entre as empresas pode ser avaliada pelo teste de Chow o qual analisa a adequação do modelo de efeitos fixos em detrimento dos modelos de mínimos quadrados. Este teste consiste em um teste F no qual na hipótese nula não há diferenças significativas entre os interceptos estimados para cada indivíduo. A estatística do teste é dada por:

Equação 11:

$$F = \frac{(R_{EF}^2 - R_{EC}^2 / N - 1)}{(1 - R_{EF}^2) / NT - N - K}$$

Onde R_{EF}^2 é o coeficiente de determinação ajustado do efeito fixo e R_{EC}^2 é o coeficiente de determinação da abordagem POLS. N é o tamanho da amostra estudada, NT é a quantidade da amostra estudada pelos anos estudados e K é o número de parâmetros estudados.

Assim, conforme Lima (2007), pode-se formular as hipóteses do teste de Chow :

H0: O intercepto é igual para todas as cross-sections (pooling).

H1: O intercepto é diferente para todas as cross-sections (efeito fixo).

O próximo teste para verificar a adequação dos parâmetros do modelo para efeitos aleatórios em detrimento da abordagem POLS com base na análise dos resíduos do modelo estimado por mínimos quadrados ordinários. É o teste LM (*Lagrange multiplier*) de Breusch-Pagan e sua estatística é dada por:

Equação 12-
$$LM = \frac{NT}{2[T-1]} \cdot \left(\frac{e' DD' e}{[e' e]} - 1 \right)^2 \sim \chi^2$$

Onde e' representa a soma dos quadrados dos resíduos da equação do modelo POLS e DD' é a matriz de variáveis *dummy*. As hipóteses do teste são, segundo Fávero *et al.* (2009):

H0: A variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é igual a zero (POLS).

H1: A variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é diferente de zero (efeitos aleatórios).

Finalmente, o teste Hausman busca identificar a utilização da abordagem de efeitos fixos em detrimento da abordagem de efeitos aleatórios. Sua estatística é:

Equação 13-
$$W = N \cdot (\beta_0 - \beta_1)' \cdot VAR(\beta_0 - \beta_1)^{-1} \cdot (\beta_0 - \beta_1)$$

Em que β_0 é o estimador da i-ésima variável por efeitos fixos e β_1 é o estimador da i-ésima variável por efeitos aleatórios. Como explicam Fávero *et al.* (2009):

“Se, para um modelo linear $Y = \beta X + \mu$, em que Y é univariada, X um vetor de regressores, β o vetor de coeficientes e μ o termo do erro, tivermos dois estimadores para β (β_0 e β_1), pela hipótese nula do teste de Hausman os dois estimadores serão consistentes, mas β_1 será mais eficiente (terá menor variância assintótica) do que β_0 . Pela hipótese alternativa, um ou ambos os estimadores serão inconsistentes.”

O teste de hipótese para o Teste de Hausman é:

H0: Modelo de correção dos erros é adequado (efeitos aleatórios).

H1: Modelo de correção dos erros não é adequado (efeitos fixos).

3.5 Nível de Endividamento

Conforme já discutido, o endividamento afeta o conservadorismo e empresas financiadas por fundos de *Private Equity* tendem a ser mais endividadas. Dessa forma, a medida de endividamento foi incluída como variável de controle, conforme Coelho e Lopes (2007), nos dois modelos para reconhecimento oportuno de perdas. Como frisam Morsfield e Tan (2006), empresas endividadas estão sujeitas a um maior monitoramento por parte dos detentores dos direitos sobre os créditos e, segundo Katz (2009), as empresas financiadas por PE são significativamente mais endividadas.

Para analisar o nível de endividamento nas empresas da pesquisa, foi construída uma base de dados para o período de 2004-2008 do Endividamento (total de empréstimos, financiamentos e debêntures) dividido pelo Ativo Total.

4 RESULTADOS

4.1 Estatísticas descritivas

Os aspectos relativos ao comportamento da amostra foram explicitados por meio de estatísticas descritivas ao longo desta seção.

Tabela 1: Setor das empresas

Setor	sem PE	%	com PE	%	Total	%
Construção Civil	9	32,14%	5	29,41%	14	31,11%
Serviços Educacionais	3	10,71%	1	5,88%	4	8,89%
Exploração de Imóveis	2	7,14%	2	11,76%	4	8,89%
Telefonia Fixa	1	3,57%	0	0,00%	1	2,22%
Hotelaria	1	3,57%	0	0,00%	1	2,22%
Carnes e Derivados	3	10,71%	0	0,00%	3	6,67%
Transporte Hidroviário	1	3,57%	0	0,00%	1	2,22%
Tecidos, Vestuário e Calçados	1	3,57%	0	0,00%	1	2,22%
Energia Elétrica	1	3,57%	0	0,00%	1	2,22%
Serviços Financeiros Diversos	1	3,57%	0	0,00%	1	2,22%
Açúcar e Alcool	2	7,14%	0	0,00%	2	4,44%
Agricultura	1	3,57%	0	0,00%	1	2,22%
Transporte Rodoviário	1	3,57%	0	0,00%	1	2,22%
Exploração de Rodovias	1	3,57%	0	0,00%	1	2,22%
Computadores e Equipamentos	0	0,00%	1	5,88%	1	2,22%
Intermediação Imobiliária	0	0,00%	1	5,88%	1	2,22%
Medicamentos e Outros Produtos	0	0,00%	1	5,88%	1	2,22%
Fertilizantes e Defensivos	0	0,00%	1	5,88%	1	2,22%
Equipamentos Elétricos	0	0,00%	1	5,88%	1	2,22%
Materiais Diversos	0	0,00%	1	5,88%	1	2,22%
Madeira	0	0,00%	1	5,88%	1	2,22%
Fios e Tecidos	0	0,00%	1	5,88%	1	2,22%
Serv.Méd.Hosp.,Análises e Diag.	0	0,00%	1	5,88%	1	2,22%
Total	28		17		45	

A tabela acima mostra a distribuição das empresas por setor (cadastro da BM&FBovespa) de acordo com o financiamento por *Private Equity*. Por ela, pode-se identificar que o setor de Construção Civil foi significativo.

Dentre as empresas que compõem a amostra, pode-se verificar que, segundo o quadro abaixo, na média, as empresas investidas por fundos de *Private Equity* fizeram ofertas de R\$541 milhões sendo que a menor foi de R\$176 milhões e a maior de R\$1,06 bilhões enquanto que as sem PE fizeram ofertas com média R\$731 milhões com a menor sendo de R\$232 milhões e a maior de R\$4,07 bilhões.

As despesas com a IPO totalizaram em média R\$30 milhões para as sem PE sendo que a menor foi de R\$11 milhões e a maior de R\$76 milhões enquanto que para as sem PE a média foi de R\$33 milhões sendo que a menor foi de R\$13 milhões e a maior de R\$92 milhões.

Tabela 2: Valores e Despesas das Ofertas

	PE	Média	Mediana	DP	Mínimo	Máximo
Valor da Oferta	Sem	731103	474271	755935	232459	4072343
	Com	541181	507856	212004	176800	1060800
Despesas com IPO	Sem	33316	28339	19795	13236	92386
	Com	30644	23700	18404	11051	76818

O quadro abaixo traz os mesmo dados padronizados pelo ativo total do ano de 2006. Nele, pode-se verificar que mesmo com os dados padronizados, na média, as empresas investidas por fundos de *Private Equity* fizeram ofertas menores e gastaram menos com IPO.

Tabela 3: Valores e Despesas das Ofertas padronizadas

	PE	Média	Mediana	DP	Mínimo	Máximo
Valor da Oferta	Sem	7,77	0,95	23,03	0,22	105,04
	Com	6,19	1,48	17,19	0,16	72,37
Despesas de IPO	Sem	0,48	0,07	1,41	0	5,8
	Com	0,24	0,08	0,51	0,01	2,15

Na tabela 4 pode-se verificar as estatísticas descritivas das variáveis de controle usadas nos modelos BS e *Accruals*.

Quanto ao crescimento do ativo, pode-se observar que, na média, as empresas com PE cresceram mais até 2006, antes do IPO e depois passaram a crescer menos. Já o tamanho, definido como o logaritmo natural do ativo total, parece convergir após a IPO sendo que as empresas sem PE, na média, parecem ser menores.

Tabela 4: Descritivas - Variáveis de Controle

Variável	PE		2004	2005	2006	2007	2008
Crescimento do Ativo	Sem	Média		0,2175	0,7225	6,0936	0,3356
		Mediana		0,1938	0,3591	1,4797	0,2224
		DP		0,3373	1,2958	22,25002	0,36693
		Mínimo		-0,69	-0,55	-0,43	0
		Máximo		1,13	5,77	114,93	1,44
	Com	Média		0,4147	1,0688	4,8866	0,275
		Mediana		0,1587	0,9061	1,5296	0,2231
		DP		0,80518	1,23027	9,00383	0,26939
		Mínimo		-0,11	-0,24	-0,13	-0,16
		Máximo		3,33	4,23	37,55	0,8
Tamanho	Sem	Média	5,4146	5,4806	5,6455	6,0873	6,1998
		Mediana	5,3573	5,4232	5,6608	6,1022	6,1819
		DP	0,57855	0,58347	0,58271	0,43286	0,44501
		Mínimo	4,13	4,26	4,26	5,02	5,41
		Máximo	6,8	6,92	7,02	7,13	7,21
	Com	Média	5,1329	5,2452	5,4921	6,0262	6,1226
		Mediana	5,0217	5,1546	5,6184	5,9738	6,1887
		DP	0,67091	0,58074	0,59277	0,30274	0,31748
		Mínimo	3,52	3,76	3,92	5,51	5,57
		Máximo	6,27	6,27	6,57	6,51	6,53
Endividamento	Sem	Média	0,2192	0,2363	0,2557	0,1834	0,231
		Mediana	0,1412	0,2045	0,2498	0,1719	0,2284
		DP	0,22541	0,21549	0,22233	0,15699	0,18824
		Mínimo	0	0	0	0	0,01
		Máximo	0,82	0,73	0,78	0,58	0,74
	Com	Média	0,1087	0,134	0,1605	0,1459	0,2045
		Mediana	0,0966	0,0857	0,1593	0,0889	0,175
		DP	0,11788	0,12045	0,12492	0,13329	0,16489
		Mínimo	0	0	0	0	0,01
		Máximo	0,39	0,32	0,42	0,44	0,49

Conforme explicado anteriormente, todas as variáveis utilizadas nos modelos estão padronizadas pelo ativo total.

4.2 Análise dos resultados

Os dados deste trabalho formam um painel desbalanceado, pois os mesmos coletados foram extraídos de demonstrações contábeis e prospectos de emissão de ações das companhias abertas escolhidas que fizeram IPO no ano de 2007, havendo inexistência de algumas informações para todos os períodos analisados (2004-2008).

As sessões 4.2.1 e 4.2.2 estudam a primeira hipótese de que as empresas investidas por fundos de *Private Equity* no Brasil possuem maior qualidade de lucros em relação às não investidas. Enquanto que a sessão 4.2.3 estuda a hipótese secundária de que as empresas que obtiveram aporte de capital provenientes de fundos de *Private Equity*, no Brasil, são menos endividadas do que as que não obtiveram este tipo de aporte.

4.2.1 Modelo BS

A fim de investigar a influencia de investidores de *Private Equity* no reconhecimento oportuno de perdas, a tabela 5 traz os resultados do modelo BS com variáveis de controle (tamanho, dívida e crescimento). A hipótese 1 traz a ideia de que o envolvimento de fundos de *Private Equity* nas empresas investidas levaria a uma melhor qualidade de lucros dessas empresas pelo reconhecimento mais oportuno das perdas (conservadorismo) em relação às empresas sem este tipo de investidor em sua estrutura de capital e, assim, as perdas seriam mais transitórias e tenderiam a reverter. Analogamente, as empresas investidas tenderiam a ter menos reconhecimento oportuno de ganhos do que as não investidas e os ganhos tenderiam a ser mais persistentes e a não reverterem.

Para o teste de Chow, obteve-se um *p-value* de 0,0048, menor do que o nível de significância de 5%, indicando que seria mais apropriada a abordagem por efeitos fixos do que efeito pooling (aceitou-se a hipótese alternativa do teste). Em seguida, por meio do teste de Hausman, obteve-se um *p-value* de 0,3941, maior do que o nível de significância de 0,05, levando a não rejeição da hipótese nula. Portanto, o modelo de correção de erros não foi rejeitado e o modelo mais apropriado é o de efeitos aleatórios. Além disso, cabe ressaltar que,

neste trabalho, os modelos não visam ser preditivos, pois objetiva-se apenas encontrar e observar inclinações de relações passadas, ou seja, os coeficientes de determinação (R^2) não são importantes de serem analisados. Dessa forma, a regressão obteve os seguintes resultados da tabela 5:

Tabela 5: Resultados Modelo BS

Modelo BS				
Variável dependente: ΔN_{it}		coeficiente	z	P> T
Intercepto	β_0	-0,3798	-1,01	0,314
NEG(ΔN_{it-1})	β_1	0,4260	0,73	0,466
ΔN_{it-1}	β_2	4,0069	1,94	0,052
NEG(ΔN_{it-1})* ΔN_{it-1}	β_3	-3,8284	-1,79	0,073
PE	β_4	-0,0917	-1,26	0,207
PE*NEG(ΔN_{it-1})	β_5	0,0504	0,49	0,622
PE* ΔN_{it-1}	β_6	0,4810	0,74	0,460
PE*NEG(ΔN_{it-1})* ΔN_{it-1}	β_7	-0,4364	-0,66	0,512
Crescimento				
($A_t - A_{t-1}$)/ A_{t-1}	β_8	-0,0487	24,28	0,000
(($A_t - A_{t-1}$)/ A_{t-1})*NEG(ΔN_{it-1})	β_9	0,0226	1,03	0,305
(($A_t - A_{t-1}$)/ A_{t-1})* ΔN_{it-1}	β_{10}	-0,0398	-2,51	0,012
(($A_t - A_{t-1}$)/ A_{t-1})*NEG(ΔN_{it-1})* ΔN_{it-1}	β_{11}	-0,2071	-0,76	0,447
Tamanho				
LogAT	β_{12}	0,0695	1,12	0,264
LogAT*NEG(ΔN_{it-1})	β_{13}	-0,0685	-0,7	0,481
LogAT* ΔN_{it-1}	β_{14}	-0,6057	-1,76	0,078
LogAT*NEG(ΔN_{it-1})* ΔN_{it-1}	β_{15}	0,5678	1,58	0,114
Endividamento				
Div/AT	β_{16}	0,3460	1,78	0,074
Div/AT*NEG(ΔN_{it-1})	β_{17}	-0,3541	-1,24	0,214
Div/AT* ΔN_{it-1}	β_{18}	-2,9352	-1,23	0,220
Div/AT*NEG(ΔN_{it-1})* ΔN_{it-1}	β_{19}	3,8301	1,43	0,154
	$(\beta_2 + \beta_3)$	0,1785		
	$(\beta_6 + \beta_7)$	0,0446		
	$(\beta_3 + \beta_7)$	-4,2648		

Para as empresas sem PE, os coeficientes importantes a serem analisados no modelo, β_2 e β_3 , mostraram-se significantes apenas ao nível de significância de 10%. Apesar disso, um $\beta_2 = 4,00$ sugere uma maior persistência de ganhos e uma tendência a não se reverterem enquanto que um $\beta_3 = -3,82$ sugere o reconhecimento oportuno de perdas, ou seja, as perdas transitórias tendem a se reverter. A combinação destes coeficientes ($\beta_2 + \beta_3 = 0,1785$) sugere que o reconhecimento oportuno de ganho é superior ao reconhecimento oportuno de perdas indicando que as empresas não são conservadoras.

Já os coeficientes das empresas financiadas por fundos de *Private Equity*, apesar de estatisticamente insignificantes, também sugerem uma sobrepujança de reconhecimento oportuno de ganhos sobre reconhecimento oportuno de perdas, não-conservadorismo. O β_6 foi calculado em 0,48 enquanto que o β_7 foi calculado em -0,43, dando uma combinação de 0,05 e com o intervalo de confiança de β_6 (-0.795877; 1.758027) e β_7 (-1.740644; 0.8676637). Todavia, este efeito fica fragilizado uma vez que não se pode afirmar, diante da ausência de significância estatística, que os coeficientes são diferentes de 0, o que indica um reconhecimento não oportuno, ou seja, os resultados para este modelo podem ser considerados inconclusivos.

Quanto às variáveis de controle:

- a) a variável Crescimento foi significativa, afetando o modelo assim como sua interação com a variável ΔNI_{t-1} , afetando o β_2 ;
- b) a variável Tamanho apresentou-se significativa apenas a 10% e para sua interação com a variável ΔNI_{t-1} , também afetando o β_2 ;
- c) a variável Endividamento apresentou-se significativa apenas a 10%, não afetando diretamente o coeficiente relacionado ao conservadorismo o que, aparentemente, contraria a teoria mas poderia ser explicado pela aparente falta de conservadorismo e está alinhado com parte da literatura brasileira sobre o assunto, conforme já discutido neste trabalho e revisado em Brito (2010).

Faz-se importante ressaltar que os períodos anteriores ao IPO bem como os posteriores não foram segregados no modelo BS, pois isso poderia reduzir significativamente a amostra neste

modelo que utiliza três anos dentro de cada regressão. Já no modelo de *Accruals*, uma *dummy* de IPO foi testada e observou-se a insignificância da separação dos períodos. Tudo isso pode ter reduzido o poder analítico, mas não inviabilizou a pesquisa.

Para dar robustez aos resultados da investigação, conforme Ball e Shivakumar (2005), da influencia de investidores de *Private Equity* no reconhecimento oportuno de perdas, a tabela 6 traz os resultados do painel para o modelo de *accruals*, também controlando por tamanho, dívida e crescimento e suas interações. Conforme remarca Brito (2010), como o reconhecimento de ganhos e perdas não realizados nos lucros ocorre por meio do regime de competência, o comportamento dos *accruals* pode ser utilizado para identificar a presença de práticas conservadoras.

4.2.2 Modelo de *Accruals*

Primeiramente, buscou-se verificar qual era a melhor abordagem para o modelo. O teste de Chow obteve um *p-value* de 0,0002, menor do que o nível de significância de 5%, indicando que seria mais apropriada a abordagem por efeitos fixos do que efeito *pooling* (aceitou-se a hipótese alternativa do teste). Em seguida, pelo teste LM de Breusch-Pagan, verificou-se um valor de probabilidade de 0,0015, indicando que o modelo de efeitos aleatórios seria mais adequado do que o modelo POLS (rejeição da hipótese nula de adequação do modelo POLS). Por meio do teste de Hausman, obteve-se um *p-value* de 0,3656, maior do que o nível de significância de 0,05, levando a não rejeição da hipótese nula. Portanto, a adequação do modelo de correção de erros não foi rejeitada e o modelo mais apropriado é o de efeitos aleatórios.

Dessa forma, a regressão obteve os seguintes resultados da tabela 6:

Tabela 6: Regressão do modelo de *Accruals* em Ball e Shivakumar (2005)

Modelo <i>Accruals</i>				
Variável dependente: ACCt		coeficiente	Z	P> T
Intercepto	β_0	0,3356	1,24	0,216
DCFOt	β_1	-0,5793	-1,43	0,153
CFOt	β_2	1,295	2,46	0,014
DCFOt*CFOt	β_3	-3,7112	-5,95	0,000
PE	β_4	0,03	0,45	0,651
PE*DCFOt	β_5	-0,0355	-0,45	0,650
PE*CFOt	β_6	-0,3693	-2,12	0,034
PE*CFOt*DCFOt	β_7	0,3676	2,06	0,040
Crescimento				
(At-At-1)/At-1	β_8	0,0406	0,87	0,387
((At-At-1)/At-1)*DCFOt	β_9	0,0014	0,03	0,978
((At-At-1)/At-1)*CFOt	β_{10}	-0,0424	-1,05	0,295
((At-At-1)/At-1)*CFOt*DCFOt	β_{11}	0,044	1,08	0,279
Tamanho				
LogAT	β_{12}	-0,0516	-1,11	0,269
LogAT*DCFOt	β_{13}	0,1086	1,55	0,120
LogAT*CFOt	β_{14}	-0,3094	-3,42	0,001
LogAT*CFOt*DCFOt	β_{15}	0,5711	5,27	0,000
Endividamento				
Div/AT	β_{16}	-0,0876	-0,54	0,589
Div/AT*DCFOt	β_{17}	0,1893	0,81	0,416
Div/AT*CFOt	β_{18}	0,1789	0,44	0,660
Div/AT*CFOt*DCFOt	β_{19}	0,0872	0,21	0,837
	$(\beta_2+\beta_3)$	-2,4162		
	$(\beta_6+\beta_7)$	-0,0017		
	$(\beta_3+\beta_7)$	-3,3436		

A tabela 6 apresenta os resultados do modelo de *Accruals* no qual, conforme Ball e Shivakumar (2005), o papel dos *accruals* em mitigar uma correlação serial negativa nos fluxos de caixa prediriam um β_2 negativo, ou seja, reflete o comportamento diferencial dos *accruals* nos anos de fluxo de caixa positivo. Já o reconhecimento assimétrico de perdas é capturado por um β_3 positivo. Dessa forma, de acordo com a hipótese central deste trabalho,

as empresas financiadas por fundos de *Private Equity* estariam mais propensas a reconhecer perdas como itens transitórios implicando uma maior assimetria (β_6 mais negativo e β_7 mais positivo). Dessa forma:

Para as empresas sem fundos de *Private Equity*, observa-se um coeficiente $\beta_3 = -3,71$ estatisticamente significativo ao nível 95% indicando a compensação nos anos com fluxo de caixa negativo, sugerindo que tais firmas não antecipam tempestivamente as perdas econômicas na ocorrência de maus resultados. Por outro lado, um $\beta_7 = 0,36$, também estatisticamente significativo, indicando compensação nos *accruals* nos anos de fluxos de caixa operacionais negativos e sugerindo, assim, o reconhecimento oportuno de perdas por parte das empresas investidas por fundos de *Private Equity*.

Ao mesmo tempo, um $\beta_2 = 1,295$ também estatisticamente significativo, indica uma relação entre fluxo de caixa operacional (dentro da especificação aqui utilizada) e *accruals* inversa à esperada, de acordo com Dechow (1998), indicando a não compensação nos *accruals* nos anos de fluxos de caixa operacionais positivos. Já um $\beta_6 = -0,36$ estatisticamente significativo indica um relacionamento entre *accruals* e fluxos de caixa operacionais confirmando a relação de equilíbrio esperada nos anos em que são positivos, para as empresas investidas por fundos de *Private Equity* e que, comparativamente às não investidas, elas estão mais propensas a esse comportamento.

Seguindo Ball e Shivakumar (2005), a soma de $\beta_2 + \beta_3 + \beta_6 + \beta_7$ é igual a -2,4179, indicando que nos anos de fluxos de caixa operacionais negativos, as empresas investidas por fundos de *private equity* compensam nos *accruals*. Assim, uma combinação dos coeficientes $\beta_2 + \beta_3 = -2,41$, sugere o não reconhecimento oportuno de perdas e $\beta_6 + \beta_7 = -0,0017$, explicitando reconhecimento oportuno de perdas, conservadorismo, por mais que seja fraca a relação.

Quanto as variáveis de controle, a única que parece afetar o conservadorismo é a variável tamanho, significativa em duas interações. Ela é significativa nas interações com o fluxo de caixa operacional positivo ($\beta_{14} = -0,30$) e negativo ($\beta_{15} = 0,57$), sugerindo uma influencia positiva no reconhecimento oportuno de perdas medido pelas compensações nos *accruals* das variações nos fluxos de caixa. O gráfico abaixo explicita esta relação entre os fluxos de caixa e *accruals* sendo 0 para as empresas sem fundos e 1 para as empresas com fundos:

Gráfico 2: Relação ACC com OCF

É importante ressaltar que os resultados para os dois modelos que foram testados produzem conclusões semelhantes para outras variações (especificações) dos modelos estudados, como inclusões e exclusões de variáveis e controles de *outliers*, apesar de não serem as melhores especificações e não levarem em conta as variáveis interativas. Os mais relevantes, apenas com controles e sem controles, encontram-se no Anexo 1, ao final do trabalho.

4.2.3 Endividamento

A fim de se testar as diferenças de médias do endividamento das empresas da amostra com e sem *Private Equity*, primeiramente foi necessário averiguar que as amostras eram independentes (ou não pareadas). Em seguida, testaram-se os pressupostos de normalidade e homogeneidade das variâncias.

Tabela 7: Estatísticas descritivas do endividamento

Endividamento			2004		2005		2006		2007		2008	
			Estatística	Erro Padrão	Estatística	Erro Padrão	Estatística	Erro Padrão	Estatística	Erro Padrão	Estatística	Erro Padrão
Com PE	Média		,2192	,04421	,2363	,04226	,2557	,04360	,1834	,03079	,2310	,03692
	95% Intervalo de	Limite	,1282		,1493		,1659		,1200		,1549	
	Confiança da	Inferior										
	Média	Limite Superior	,3103		,3234		,3455		,2468		,3070	
	Mediana		,1412		,2045		,2498		,1719		,2284	
	Variância		,051		,046		,049		,025		,035	
	DP		,22541		,21549		,22233		,15699		,18824	
	Mínimo		,00		,00		,00		,00		,01	
	Máximo		,82		,73		,78		,58		,74	
	Assimetria		1,139	,456	,797	,456	,507	,456	,777	,456	1,234	,456
	Curtose		,619	,887	-,251	,887	-,630	,887	-,025	,887	1,917	,887
Sem PE	Média		,1087	,02859	,1340	,02921	,1605	,03030	,1459	,03233	,2045	,03999
	95% Intervalo de	Limite	,0481		,0721		,0963		,0773		,1198	
	Confiança da	Inferior										
	Média	Limite Superior	,1693		,1959		,2247		,2144		,2893	
	Mediana		,0966		,0857		,1593		,0889		,1750	
	Variância		,014		,015		,016		,018		,027	
	DP		,11788		,12045		,12492		,13329		,16489	
	Mínimo		,00		,00		,00		,00		,01	
	Máximo		,39		,32		,42		,44		,49	
	Assimetria		,970	,550	,428	,550	,522	,550	,671	,550	,508	,550
	Curtose		,178	1,063	-1,607	1,063	-,453	1,063	-,541	1,063	-1,136	1,063

Para a normalidade, pelos testes de Kolmogorov-Smirnov e Shapiro-Wilk (mais indicado por ter menos de 30 observações; $df < 30$), rejeitou-se a hipótese nula de normalidade para 5% de significância por Shapiro-Wilk (salvo as empresas com PE em 2006 e 2008). Alguns autores, como Leech (2005), explicam que uma curva normal tem Assimetria = 0, ou seja, no intervalo $-1 < \text{Assimetria} < 1$ a normalidade é aproximada, permitindo a aplicação de testes paramétricos. Todavia, isso não acontece para todos os anos, pois em 2004 e 2008, a Assimetria extrapola 1 para o grupo sem PE.

Quanto ao pressuposto de homogeneidade das variâncias, o valor-p é menor que o nível de significância definido de 0,05 para 2004 e 2006 apenas. Assim, como não foram atendidos os pressupostos de normalidade e homogeneidade das variâncias para todos os anos e grupos, foram utilizados, de acordo com o grupo, um teste não-paramétrico para duas amostras e um teste paramétrico. Dessa forma, foi utilizado o teste T para amostras independentes para os

grupos normais e o teste de Mann-Whitney para como não-paramétrico para amostras independentes de para os grupos não normais.

No teste de Mann-Whitney, “Z teste” é menor que o “Z crítico” para um nível de significância de 5% para todos os anos. Além disso, o valor-p tem percentual maior que o nível de significância definido de 5% para todos os anos. Logo, não se pode rejeitar H_0 e as médias de endividamento das empresas com e sem PE são similares.

Tabela 8: Teste de Mann-Whitney

	e2004	e2005	e2006	e2007	e2008
Mann-Whitney U	161	174	198	229	231
Wilcoxon W	314	327	351	382	384
Z	-1,495	-1,169	-0,937	-0,211	-0,164
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,135	0,242	0,349	0,833	0,87

a. Grouping Variable: PE

O teste de Levene mostrou que as variâncias apenas são homogêneas para os anos 2005, 2007 e 2008. No teste T, observa-se que a significância do teste vai diminuindo de acordo com o horizonte temporal, ou seja, a partir de 2006, não se pode afirmar que as médias são diferentes e isso se intensifica em 2007 (ano da IPO) e 2008.

Tabela 9: Teste de Levene

Teste de Levene para igualdade de variâncias			
		F	Sig.
e2004	Variâncias iguais	6,109	0,018
	Variâncias diferentes		
e2005	Variâncias iguais	3,889	0,055
	Variâncias diferentes		
e2006	Variâncias iguais	7,602	0,009
	Variâncias diferentes		
e2007	Variâncias iguais	0,236	0,63
	Variâncias diferentes		
e2008	Variâncias iguais	0,004	0,947
	Variâncias diferentes		

Tabela 10: Teste T

Teste T para igualdade de médias								
		t	df	Significância	Diferença de média	Diferença do erro padrão	Intervalo de Confiança	
							Inferior	Superior
e2004	Variâncias iguais	1,857	41	0,07	0,11052	0,05951	-0,0097	0,2307
	Variâncias diferentes	2,099	39,492	0,042	0,11052	0,05265	0,00407	0,217
e2005	Variâncias iguais	1,78	41	0,083	0,10233	0,05749	-0,0138	0,2184
	Variâncias diferentes	1,992	40,242	0,053	0,10233	0,05138	-0,0015	0,2062
e2006	Variâncias iguais	1,468	43	0,149	0,08568	0,05835	-0,032	0,2034
	Variâncias diferentes	1,669	42,896	0,102	0,08568	0,05134	-0,0179	0,1892
e2007	Variâncias iguais	0,534	43	0,596	0,02455	0,04598	-0,0682	0,1173
	Variâncias diferentes	0,557	38,446	0,581	0,02455	0,04406	-0,0646	0,1137
e2008	Variâncias iguais	0,258	43	0,798	0,01418	0,05505	-0,0968	0,1252
	Variâncias diferentes	0,266	37,265	0,792	0,01418	0,05336	-0,0939	0,1223

De forma geral, conforme mostram os gráficos abaixo, podemos verificar que as médias de endividamento são menores para o grupo com *private equity*, sobretudo no período de capital fechado, e que, curiosamente, estão convergindo com o tempo. O endividamento aumenta até 2006 e cai bastante em 2007, no ano da IPO, para o grupo sem PE e muito pouco para o grupo com PE. Isso pode significar que as empresas financiadas por fundos de *private equity* tenderiam a alcançar o endividamento médio do mercado. Ou seja, se adequar aos níveis de estrutura de capital do mercado a partir de quando estão para se tornarem públicas. Isso pode corroborar com a ideia de que no Brasil, dado que a dívida é “cara”, os fundos de *private equity* usariam pouca dívida nas investidas.

Gráfico 3: Endividamento **Gráfico 4:** Diferença das médias do Endividamento dos dois grupos

Foi feita uma versão dos testes controlando os *outliers* (três vezes do DP) que não alterou o resultado final. De qualquer forma, foram mantidos os dados com *outliers* porque eles fazem parte daquilo que se está querendo medir, os níveis de endividamento, e as amostras são pequenas. Cabe ressaltar que a análise dos gráficos se faz importante dado os problemas e limitações do tamanho da amostra que podem afetar os resultados. Dessa forma, apesar da não

significância, os dados sugerem que os testes estatísticos podem não estar conseguindo capturar a tendência devido ao tamanho da amostra, variância, horizonte temporal e outros motivos ligados à amostragem.

4.2.4 Análise dos resultados em conjunto

Os resultados da análise do endividamento sugerem que a ideia disseminada na mídia especializada pode ser verdadeira, o que corroboraria com a já citada reportagem do *DealBook* do *New York Times*, na matéria intitulada “*In Brazil, No Room for Leverage at Buyout Firms*” ou seja, no Brasil não existe espaço para alavancagem nas investidas por *Private Equity*. A matéria descreve como a indústria nacional desenvolveu-se distintamente da mundial criando o que o autor chama de LBO sem o L, de alavancagem, e se voltando ao início da atividade que era gerar valor por meio da melhora operacional das investidas, indo ao encontro de Katz (2009), que sugere que “Empresas financiadas por PE possuem um alto nível de alavancagem”¹⁷.

O argumento da maior eficiência contratual dos credores com sua demanda por conservadorismo parece não ter relação com as sugestões de reconhecimento oportuno de perdas por parte das empresas financiadas por fundos de *Private Equity*, o que, por conseguinte, poderia sugerir que os *Limited Partners* (investidores dos fundos) e as preocupações reputacionais direcionariam, realmente, uma demanda por uma qualidade de lucros maior. Ou seja, esses seriam motivadores do reconhecimento oportuno de perdas, conservadorismo condicional que reduz a probabilidade de comportamentos oportunistas de gestores e gestoras e de expropriação de credores, investidores, conforme discutido.

Como o ambiente brasileiro oferece um baixo grau de proteção legal aos credores e um sistema judicial ineficiente, mesmo após a nova lei de falências de 2005 (ARAÚJO, FUNCHAL, 2009; LA PORTA *et al.* 1997; 1998), os resultados aqui observados, são uma primeira luz sobre esta discussão, sobretudo no Brasil, em que graças ao ambiente institucional não favorecer a qualidade das informações contábeis para as empresas de forma geral, podemos, aparentemente ao se estudar as investidas por *Private Equity*, tentar isolar o conservadorismo dos contratos de crédito da influência dos investidores e da própria gestora.

¹⁷ PE-backed firms also have significantly higher leverage.

Assim, nas limitações observáveis, o tamanho da amostra e sua concentração em empresas do setor de construção são os principais pontos de atenção, mas não reduzem o potencial dos resultados discutidos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho objetivou analisar a qualidade de lucros pelo reconhecimento oportuno de perdas (conservadorismo) e o endividamento, de empresas investidas por fundos de *Private Equity* no Brasil. Assim, foram estudadas as empresas que fizeram um IPO na bolsa brasileira no ano de 2007 e divididas em dois grupos, investidas e não investidas. Para a qualidade de lucros, conservadorismo condicional, a primeira hipótese conjectura que as empresas investidas por fundos de *Private Equity* no Brasil possuem mais qualidade de lucros em relação às não investidas, enquanto que a hipótese secundária conjectura que as empresas que obtiveram aporte de capital proveniente de fundos de *Private Equity*, no Brasil, são menos endividadas do que as que não obtiveram este tipo de aporte.

O foco do trabalho nos aspectos da qualidade de lucros pela métrica do reconhecimento oportuno de perdas, conservadorismo condicional, são complementares ao estudo do endividamento (alavancagem), propriedade altamente relacionada à indústria mundial de *Private Equity* e ao conservadorismo contábil, que afeta a probabilidade de comportamentos oportunistas de gestores e empresas gestoras (*General Partners*), de expropriação de credores e investidores (*Limited Partners*), conforme discutido ao longo desta obra. Do ponto de vista do conservadorismo afetado pelo aumento da eficiência dos contratos de crédito, por parte dos credores as empresas mais conservadoras teriam uma redução de taxas e de juros das operações de crédito e uma consequente redução do custo de capital (BRITO, 2010). Já por parte dos Investidores (*Limited Partners*), o conservadorismo induzido pelos *covenants* nos contratos de investimento conduziriam a um maior controle dos conflitos de agência entre investidores e empresas gestoras (*General Partners*), entre essas mesmas empresas e seus funcionários e, finalmente, entre os empreendedores e as empresas gestoras, que ainda teriam uma questão de preocupação reputacional como o principal fator determinante do conservadorismo condicional do ponto de vista interno.

O trabalho foi baseado e adaptado dos trabalhos de Katz (2009) e Beuselinck *et al.* (2009) e fornece uma discussão e uma série de análises e conclusões que se somam ao incipiente grupo

de trabalhos sobre as indústrias de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil. Notadamente, os resultados podem ser analisados conjuntamente aos resultados de Gioieli (2008), Sonoda (2009) e Ferrari e Minardi (2010), quanto aos aspectos qualitativos das empresas investidas no país.

Os resultados indicaram um aparente conservadorismo por parte das empresas investidas por PE aceitando-se a hipótese primária e uma da análise do endividamento que sugere um menor endividamento das empresas investidas por fundos de *Private Equity*, principalmente no período pré-IPO, aceitando-se a hipótese secundária. Além disso, o argumento da maior eficiência contratual dos credores com sua demanda por conservadorismo parece não ter relação com as sugestões de reconhecimento oportuno de perdas por parte das empresas financiadas por fundos de *Private Equity*, o que, por conseguinte, poderia sugerir que os *Limited Partners* e as preocupações reputacionais direcionariam, realmente, uma demanda por uma qualidade de lucros maior. Ou seja, esses seriam motivadores do reconhecimento oportuno de perdas, conservadorismo condicional que reduz a probabilidade de comportamentos oportunistas de gestores e gestoras e de expropriação de credores e investidores, conforme discutido.

Como o ambiente institucional brasileiro não favorecer a qualidade das informações contábeis para as empresas de forma geral, conforme explicita Brito (2010) em “As características do ambiente institucional brasileiro não fomentam a demanda de qualidade da informação contábil por parte dos usuários”, podemos tentar isolar o conservadorismo dos contratos de crédito da influência dos investidores e da própria gestora de *Private Equity*. Conforme os resultados de Gioieli (2008), que investigou a influência da participação de fundos de *Private Equity* na qualidade de informação contábil por meio da mensuração do gerenciamento de resultados e melhores padrões de governança corporativa, o nível de gerenciamento de resultados contábeis (medido pelos *accruals* correntes) das empresas investidas é significativamente inferior ao das não investidas que fizeram IPO no período e que essa influência é ainda mais importante no período próximo à data da oferta. Ou seja, de acordo com os resultados deste trabalho, as empresas investidas parecem ter uma qualidade maior da informação contábil no Brasil, inclusive quanto à governança corporativa, que a autora encontrou evidências de melhor independência de conselhos, menor proporção de membros executivos e maior participação relativa de conselheiros com a função de monitoramento. Além disso, conforme os trabalhos complementares de Sonoda (2008) e Ferrari e Minardi

(2010), as empresas investidas pelos fundos de *Private Equity* apresentam um *underpricing* menor e possuem retornos anormais acumulados dos IPOs superiores, sendo que estes retornos estão positivamente correlacionados com o tamanho da gestora do fundo.

Este trabalho contribui para o entendimento da influencia e dinâmica dos fundos de *Private Equity* operando no Brasil, sobre as empresas investidas. Esta temática é relativamente nova e pouco explorada na academia no país. Todavia, a crescente importância na economia tomada por este ecossistema faz com que seja relevante a ampliação de estudos e monitoramento desta indústria.

Diversas oportunidades de expandir as análises desta indústria podem ser efetuadas com a ampliação de bases de dados sobre empresas com capital fechado que foram investidas e, com o passar do tempo, com empresas de capital aberto tendo um maior horizonte de dados analisáveis, principalmente após as alterações da harmonização contábil internacional na incorporação dos IFRS no Brasil por meio do trabalho do CPC (Comitê de Pronunciamentos Contábeis). Além disso, aspectos das ofertas, como reportados nas estatísticas descritivas, podem ser objetos de estudos.

BIBLIOGRAFIA

ABDI, Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial e GVcepe da Fundação Getúlio Vargas – EAESP. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro 2011**

AHMED, Anwer S.; BILLINGS, Bruce K.; MORTON, Richard M.; STANFORD-HARRIS, Mary. The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. **The Accounting Review**. vol.77, n.4, p.867-890, Out 2002.

AHMED, Anwer. S.; DUELLMAN, Scott. Accounting Conservatism and Board of Director Characteristics: an empirical analysis. **Journal of Accounting and Economics**, vol.43, n.2-3, p.1-27, Julho 2007.

ANDREZZO, Andrea F.; LIMA, Iran S. **Mercado Financeiro: Aspectos Conceituais e Históricos**. Editora Atlas 2007.

ANTUNES, Gustavo Amorim. **Impacto da adesão aos níveis de governança da BOVESPA na qualidade da informação contábil: uma investigação acerca da oportunidade, relevância e do conservadorismo contábil utilizando dados em painel**. Vitória, 2007. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE).

ARAUJO, Aloisio; FUNCHAL, Bruno. A nova lei de falências brasileira: Primeiros impactos. **Brazilian Journal of Political Economy**, vol.29, p.1-20, 2009.

AXELSON, Ulf, STROMBERG, Per; WEISBACH, Michael. Why are buyouts leveraged? The financial structure of private equity funds. **Journal of Finance**, vol.64, n.4, p.1549-1582, 08 2009.

BAKER, Malcolm; GOMPERS, Paul A. The Determinants of Board Structure at the Initial Public Offering. **Journal of Law and Economics**, University of Chicago Press, vol.46, n.2, p.569-98, Outubro 2003.

BALL, Ray. Infrastructure requirements for an economically efficient system of public financial reporting and disclosure. **Brookings-Wharton Papers on Financial Services**, p.127-169, 2001.

BALL, Ray; KOTHARI, S.P.; ROBIN, Ashok. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. **Journal of Accounting and Economics**, vol.29, n.1, p.1–51, 2000.

BALL, Ray., SHIVAKUMAR, Lakshmanan. Earnings quality in UK private firms: Comparative loss recognition timeliness. **Journal of Accounting and Economics**, vol.39, n.1, p.83–128, 2005. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=530042>

BALL, Ray., SHIVAKUMAR, Lakshmanan. The role of accruals in asymmetrically timely gain and loss recognition. **Journal of Accounting Research**, vol.44, n.2, p.207–242, 2006.

BALL, Ray; ROBIN, Ashok.; SADKA, Gil. Is financial reporting shaped by equity markets or by debt markets? An international study of timeliness and conservatism. **Review of Accounting Studies**, vol.13, n.2/3, p.168–205, 2008a.

BALL, Ray; SHIVAKUMAR, Lakshmanan. Earnings quality at initial public offerings. **Journal of Accounting and Economics**, 45, n.2/3, p.324–349, 2008b.

BARRY, Christopher B.; MUSCARELLA, Chris J.; PEAVY III, John W.; VETSUYPENS, Michael R. The role of venture capital in the creation of public companies: evidence from the going-public process. **Journal of Financial Economics**, vol.27, p.447–472, 1990.

BASU, Sudipta. The conservatism principle and asymmetric timeliness of earnings. **Journal of Accounting and Economics**, vol.24, n.1, p.3–37, 1997.

BASU, Sudipta. **Conservatism Research: Historical Development and Future Prospects**. Working Paper, 2005. Available on: <http://www.cb.cityu.edu.hk/research/cjar/doc/200906/01-Basu.pdf>

BEAVER William H.; RYAN Stephen G. Biases and lags in book value and their effects on the ability of the book-to-market ratio to predict book return on equity. **Journal of Accounting Research**. vol.38, p.127-148, 2000.

BEAVER, William H.; RYAN, Stephen G. Conditional and unconditional conservatism: concepts and modeling. **Review of Accounting Studies**. vol.10, p.269-309, 2005.

BEEKES, Wendy; POPE, Peter.; YOUNG, Steven. The link between earnings timeliness, earnings conservatism, and board composition: Evidence from the UK. **Corporate Governance: An International Review**, vol.12, n.1, Article first published online: 14 Jan 2004

BERNSTEIN, Shai; LERNER, Josh; SORENSEN, Morten; and STROMBERG, Per. **Private Equity and Industry Performance**. Working Paper, Columbia Business School, January 13, 2010.

BEUSELINCK, Christof.; DELOOF, Marc.; MANIGART, Sophie. 2008. Private equity involvement and earnings quality. **Journal of Business Finance and Accounting**, Vol. 36, No. 5-6, pp. 587-615, 2009. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=483522>

BHATTACHARYA, Nilabhra.; BLACK, Ervin L.; CHRISTENSEN, Theodore E.; LARSON, Chad. Assessing the relative informativeness and permanence of pro forma earnings and GAAP operating earnings. **Journal of Accounting and Economics** 36, 285–319, 2003a.

BHATTACHARYA, Utpal.; DAOUK, Hazem.; WELKER, Michael.; 2003b. The world price of earnings opacity. **The Accounting Review** 78, 641–678.

BRITO, Giovani A. S.; LOPES, Alexsandro B.; COELHO, Antonio C. D. **Conservadorismo nos Resultados Contábeis de Instituições Financeiras Estatais e Privadas**. In: 32º ENANPAD. Anais. Rio de Janeiro: Setembro, 2008.

BRITO, Giovani Antonio Silva. **Conservadorismo contábil e o custo do crédito bancário no Brasil**. 2010. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-16122010-230604/>>.

BRANCHI, Roberto Zeller. **Fundos de investimento de venture capital e private equity : um estudo sobre a avaliação contábil da carteira de investimentos**. Dissertação de mestrado. UFRGS – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2010.

BRUTON, Garry. D.; FILATOTCHEV, Igor.; CHAHINE, Salim.; and WRIGHT, Mike. Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: the impact of different types of private equity investors and institutional environments. **Strategic Management Journal**, v.31, I.5, p.491–509, 2010.

BUSHEE, B. The influence of institutional investors in myopic R&D investment behavior. **The Accounting Review** 73, 305–333, 1998.

BUSHMAN, R. M.; CHEN, Q.; ENGEL, E.; SMITH, A. Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems. **Journal of Accounting and Economics** 37, 167–201, 2004.

BUSHMAN, Robert M.; PIOTROSKI, Joseph D. Financial reporting incentives for conservative accounting: The influence of legal and political institutions. **Journal of Accounting and Economics**. Vol.42, pág. 107-48. Oct 2006.

CHUNG R.; FIRTH, M.; KIM, JB. Institutional monitoring and opportunistic earnings management. **Journal of Corporate Finance** Volume 8, Issue 1, Pages 29-48 8:29– 48, 2002.

CHUNG, H.; WYNN, J. Managerial legal liability coverage and earnings conservatism. **Journal of Accounting and Economics** 46, 135–153, 2008.

COELHO, Antonio Carlos Dias; LIMA, Iran Siqueira. “Qualidade informacional e conservadorismo nos resultados contábeis publicados no Brasil”. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v. 18, n.º 45. p. 38-49. 2007.

COELHO, Antonio Carlos Dias; LIMA, Iran Siqueira. Segmentos de governança da Bovespa: diferenças nos graus de conservadorismo condicional na divulgação de resultados contábeis. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v.1, n.º 1, p. 17-32, 2008.

COELHO, Antonio Carlos Dias; LOPES, Alexsandro Broedel. Avaliação da prática de gerenciamento de resultados na apuração de lucro por companhias abertas brasileiras conforme seu grau de alavancagem financeira. **Revista de Administração Contemporânea – RAC**, Rio de Janeiro, v. 11, Edição Especial, p. 121-144, 2007.

COHEN, Daniel A., LANGBERG, Nisan. **Venture-capital financing and the informativeness of earnings**. Working paper, New York University and University of Houston, 2008. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=681241

CORNELLI, Francesca; YOSHA, Oved. Stage Financing and the Role of Convertible Securities, **Review of Economic Studies**, vol.70, p.1-32, 2003.

COSTA, Rosilda Aparecida. **O impacto da regulação diferenciada sobre o conservadorismo nas empresas brasileiras: período 1996-2006**. Vitória, 2008. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE).

CUMMING, Douglas; SCHMIDT, Daniel; WALZ, Uwe. Legality and Venture Governance Around the World. **Journal of Business Venturing**, Elsevier, vol. 25(1), p. 54-72, January 2004.

CUMMING, Douglas, J.; JOHAN, Sofia, A. **Venture capital and private equity contracting: An international perspective**. Amsterdam: Elsevier Science Academic Press, 2009.

CUMMING, Douglas; DAI, Na. Fund size, limited attention and valuation of venture capital backed firms, **Journal of Empirical Finance**, Elsevier, vol. 18(1), p.2-15, January, 2011.

DECHOW, Patricia. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: the role of accounting accruals. **Journal of Accounting and Economics** vol. 18, p.3–42, 1994.

DECHOW, Patricia M.; KOTHARI, S.P.; WATTS, Ross. The relation between earnings and cash flows. **Journal of Accounting and Economics** vol.25, p.133–168, 1998.

DECHOW, Patricia M.; GE, Weili; SCHRAND, Catherine M. Understanding Earnings Quality: Review of the Proxies, Their Determinants and Their Consequences. **Journal of Accounting and Economics** vol.50, i.2-3, p.344-401, 2010.

DEMARIA, Cyril. **Introduction to Private Equity**. 1ª ed. Wiley Finance, 2010.

DHARWADKAR, Ravi; GEORGE, Gerard; BRANDES Pamela. Privatization in emerging economies: an agency theory perspective. **Academy of Management Review** vol.25, n.3, p.650–669, 2000.

DOUMA, Sytse; GEORGE, Rejie; KABIR, Rezaul. Foreign and domestic ownership, business groups, and firm performance: evidence from a large emerging market. **Strategic Management Journal** vol.27, n.7, p.637–657, 2006.

ERNST & YOUNG - **Global private equity watch 2011**. [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global_Private_Equity_Watch/\\$FILE/Global_Private_Equity_Watch.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global_Private_Equity_Watch/$FILE/Global_Private_Equity_Watch.pdf)

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD – FASB. <http://www.fasb.org>

FÁVERO, Luiz Paulo; BELFIORE, Patrícia; DA SILVA, Fabiana Lopes; CHAN, Betty Lilian. **Análise de Dados: Modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FENN, George W.; LIANG, Nellie; PROWSE, Stephen. **The economics of the Private Equity Market**. Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington, DC 20551. December 1995. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/pubs/staffstudies/1990-99/ss168.pdf>

FENN, George W.; LIANG, Nellie; PROWSE, Stephen. The Private Equity Market: An Overview. **Financial Markets, Institutions and Instruments**, vol.6, n.4, 1997.

FERRARI, Guilherme Lopes; MINARDI, Andrea Maria Accioly Fonseca. **O Desempenho de Ofertas Públicas Iniciais de Empresas Brasileiras Financiadas por Fundos de Private Equity**. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, 2010. www.insper.com.br.

GABRIELSEN, Gorm; GRAMLICH, Jeffrey D.; PLENBORG, Thomas. Managerial Ownership, Information Content of Earnings, and Discretionary Accruals in a Non-US Setting. **Journal of Business Finance & Accounting**, vol.29, p.967–988, 2002.

GARCIA LARA, Juan Manuel; GARCIA OSMA, Beatriz; PENALVA, Fernando. **Board of directors' characteristics and conditional accounting conservatism : Spanish evidence**. Open Access publications from Universidad Carlos III de Madrid, 2007.

GARCIA LARA, Juan Manuel; GARCIA OSMA, Beatriz; PENALVA, Fernando. The Economic Determinants of Conditional Conservatism. **Journal of Business Finance & Accounting**, vol.36, n.3-4, p.336–372, Abril/Maio 2009

GIGLER, Frank; HEMMER, Thomas. Conservatism, optimal disclosure policy, and the timeliness of financial reports. **The Accounting Review**, vol.76, p.471–493, 2001.

GIOIELLI, Sabrina P. Ozawa. **Os gestores de Private Equity e Venture Capital influenciam a Governança Corporativa das Investidas? Evidências dos IPOs na Bovespa**, Dissertação de mestrado FGV, São Paulo, 2008.

GIVOLY, Dan; HAYN, Carla; NATARAJAN, Ashok. Measuring reporting conservatism. **The Accounting Review**, vol.82, n.1, p.65–106, 2007a.

GIVOLY, Dan; HAYN, Carla; KATZ, Sharon P. **Does public ownership of equity improve earnings quality?** Working paper, Penn State University, UCLA, and Harvard University, 2007b.

GIVOLY, Dan; HAYN, Carla; KATZ, Sharon P. Does public ownership of equity improve earnings quality? **The Accounting Review**, vol.85, n.1, p.195-225, 2009.

GOMPERS, Paul. Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital. **Journal of Finance**, vol.50, n.5, p.1461–1489, 1995.

GOMPERS, Paul. Grandstanding in the venture capital industry. **Journal of Financial Economics**, vol.42, p.133–156, 1996.

GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. The use of covenants: An analysis of venture partnership agreements. **Journal of law and economics**, n.39, p.463-498, 1996.

GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. **The Venture Capital Cycle**. Cambridge, MA: MIT Press, 1999.

GOMPERS, Paul; ISHII, Joy L.; METRICK, Andrew. Corporate governance and equity prices. **Quarterly Journal of Economics**, vol.118, n.1, p.107–155, 2003.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria básica**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006. Tradução da 4ª edição, por Maria José Cyhlar.

HAIR, Joseph F.; ANDERSON, Rolph E.; TATHAM, Ronaldo L.; BLACK William C. **Análise Multivariada de Dados**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HEALY, Paul M. The effect of bonus schemes on accounting decisions. **Journal of accounting and economics**, vol.7, p.85-107, 1985.

HELLMAN, Niclas. Accounting conservatism under *IFRS*. **Accounting in Europe**. vol.5, p.71-100, Dezembro 2008.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michael F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2007.

HOCHBERG, Yael V. Venture capital and corporate governance in the newly public firm. Northwestern University. **Review of Finance**, Forthcoming (setembro 2011). Disponível em: <http://www.kellogg.northwestern.edu/faculty/hochberg/htm/VCCG.pdf>

HOLTHAUSEN, Robert W.; WATTS, Ross L. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting, **Journal of Accounting & Economics**, vol.31, p.3-75, 2001.

HUIJGEN, Carel; LUBBERINCK, Martien. Earnings Conservatism, Litigation and Contracting: The Case of Cross-Listed Firms. **Journal of Business Finance & Accounting**, vol.32, p.1275–1309, 2005.

INSEAD - PwC study on Private Equity in Brazil (2011). **Global Private Equity Initiative (GPEI) ISEAD** - Available at:

http://www.insead.edu/facultyresearch/centres/global_private_equity_initiative/publications/documents/INSEAD_PwC_BrazilPEreport.pdf

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD - **IASB**. <<http://www.ifrs.org>>

JENSEN, Michael C.; MECKLING, W. The theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, vol.3, p.305–360, 1976.

JENSEN, Michael C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **American Economic Review**, 76, n.2, p.323-329, 1986.

JENSEN, Michael C. Eclipse of the Public Corporation. **HARVARD BUSINESS REVIEW** (Sept.-Oct. 1989), revised 1997. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=146149> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.146149>

JENSEN, Michael C. Corporate Control And The Politics Of Finance. **Journal of Applied Corporate Finance**, Morgan Stanley, vol.4, n.2, p.13-34, 2010.

KAISER, Kevin M. J.; WESTARP, Christian. **Value Creation in the Private Equity And Venture Capital Industry** (April 19, 2010). INSEAD Working Paper No. 2010/19/FIN. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1592325>

KAIZER, Carolina V. C.; NOSSA, Silvania N.; TEIXEIRA, Aridelmo J. C.; BAPTISTA, Ézio C. S.; NOSSA, Valcemiro. O Impacto da Regulamentação Contábil sobre o Conservadorismo nas Empresas do Setor Elétrico do Brasil. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, Brasília, vol.3, n.1, p.1-24, jan/abr 2009.

KAPLAN, Steven N.; SCHOAR, Antoinette. Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows. **The Journal of Finance**, vol. LX, n.4, august 2005.

KAPLAN, Steven N. The future of private equity. **Journal of Applied Corporate Finance**, vol.21, n.3, p.8-20, 2009.

KAPLAN, Steven N.; STROMBERG, Per. Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture-capital contracts. **Review of Economic Studies**, vol.70, n.243, p.281–315, 2003.

KAPLAN, Steven N.; STROMBERG, Per. Leveraged buyouts and private equity. **Journal of Economic Perspectives**, vol.23, n.1, p.121-146, 2009.

KATZ, Sharon. Earnings quality and ownership structure: The role of private equity sponsors. **The Accounting Review**, vol.84, n.3, p.623-658, 2009.

KELLOGG, Robert L. Accounting activities, security prices, and action lawsuits. **Journal of Accounting & Economics**, vol.6 n.3, p.185-204, 1984.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Legal Determinants of External Finance. **Journal of Finance**, American Finance Association, vol.52, n.3, p.1131-50, July 1997.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, University of Chicago Press, vol.106, n.6, p.1113-1155, Dezembro 1998.

LAFOND, Ryan; WATTS, Ross L. The Information Role of Conservatism. **The Accounting Review**, vol.83, n.2, p.447-478, 2008.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Estrutura de capitais comparada: Brasil e mercados emergentes. **Revista de administração de empresas**, vol.48, n.4, p. 67-78, 2008.

LELAND, Hayne E.; PYLE, David H. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. **Journal of Finance** vol.32, n.2, p.371–387, 1977.

LERNER, Josh; SCHOAR, Antoinette. Does legal environment affect financial transactions? The contractual channel in private equity. **Quarterly Journal of Economics**, vol.120, n.1, p.223–245, 2005.

LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de. **Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de *disclosure* com o custo da dívida das empresas brasileiras**. São Paulo, 2007. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

LOPES, Alexandro B. **A informação contábil e o mercado de capitais**. São Paulo: Thomson, 2002.

LOPES, Alexsandro B.; MARTINS, Elizeu. **Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005.

LOPES, Alexsandro B.; FURTADO, Claudio V. **Private equity e venture capital na carteira de investimentos das entidades fechadas de previdência complementar**. São Paulo, Escola de Administração de Empresas de São Paulo – Fundação Getúlio Vargas, 2005.

LOPES, Alexsandro B.; WALKER, Martin. **Firm-level Incentives and the Informativeness of Accounting Reports: an Experiment in Brazil**. Working Paper. 2008. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1095781

MANIGART, Sophie; WRIGHT, Mike; WAELE, Koen; ROBBIE, Ken; DESBRIERES, Philippe; SAPIENZA, Harry J.; BEEKMAN, Amy. Venture Capitalists, Investment Appraisal and Accounting Information: A Comparative Study of the US, UK, France, Belgium and Holland. **European Financial Management**, Vol. 6, No. 3 September 2000. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=228799>

MARIZ, Frédéric R.; SAVOYA, Roberto F. Private Equity in Brazil: A Comparative Perspective. **The Journal of Private Equity**, vol. 9, n.1, p. 74-87, inverno 2005.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MASULIS, Ronald W.; RAJARISHI, Nahata. "Financial contracting with strategic investors: Evidence from corporate venture capital backed IPOs," **Journal of Financial Intermediation**, Elsevier, vol.18, n.4, p. 599-631, outubro, 2009.

MEIRELLES, Jorge Luís F; PIMENTA JUNIOR, Tabajara; REBELATTO, Daisy Aparecida N. Venture capital e private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. **Gestão & Produção**, vol.15, n. 1, p. 11-21, jan.-abr. 2008.

METRICK, A.; YASUDA, A. Economics of Private Equity Funds, **The Review of Financial Studies** / v 23 n 6 2010. Oxford University Press on behalf of The Society for Financial Studies. 2007.

MENDONÇA, Mark Miranda de. **O impacto da lei sarbanes-oxley (sox) no conservadorismo contábil das empresas brasileiras que emitiram ADR antes de 2002**. Vitória, 2008. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE).

MITCHELL, F.; REID, G.; TERRY, N. Post Investment Demand for Accounting Information by Venture Capitalists. **Accounting and Business Research**. vol.25, Nº99, p.186^96, 1995.

MYERS, Stewart C. "The Capital Structure Puzzle." **Journal of Finance**. v.39, nº3, p. 575-92, 1984.

MYERS, Stewart C. Capital structure. **The Journal of Economic Perspectives**, v.15, n.2, p.81-102, 2001.

MORSFIELD, Suzanne G.; TAN, Christine E. L. Do venture capitalists influence the decision to manage earnings in initial public offerings? **The Accounting Review**, vol.81, n.5, p.1119–1150, 2006.

PAULO, Edilson; ANTUNES, Maria Thereza P.; FORMIGONI, Henrique. **Estudo sobre o conservadorismo nas companhias abertas e fechadas brasileiras**. In: EnANPAD, 30., 2006, Salvador. Anais. Curitiba: ANPAD, 2006, CD-ROM.

ODA, Patrícia. **Transações com partes relacionadas, governança corporativa e desempenho: um estudo com dados em painel**. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Université de São Paulo, São Paulo, 2012. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-02052012-211106/>>.

PENMAN, Stephen H.; ZHANG, Xiao-Jun. **Modeling sustainable earnings and P/E ratios with financial statement information**. Working paper, Columbia University and University of California, Berkeley, 2004.

POPE, Peter F.; WALKER, Martin. International differences in the timeliness, conservatism, and classification of earnings. **Journal of Accounting Research**. V.37, p.53–87, 1999.

RAMALHO, Caio, **Toward a Venture Capital-Backed Entrepreneurship Model in Brazil** (August 18, 2010). Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1961622>

Revista GV Executivo. **Impactos do Investimento de PE/VC**. v.7, nº4, 2008. Disponível em: <http://rae.fgv.br/sites/rae.fgv.br/files/artigos/5634.pdf>

RYAN, Stephen G. Identifying conditional conservatism. **European Accounting Review**. vol.15, p.511–525, 2006.

RIBEIRO, Leonardo de L.; ALMEIDA, Martinho I. Estratégia de Saída em Capital de Risco. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP)**. v.40, nº1, p.55-67, 2005.

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

SAHLMAN, W. A. The structure and governance of venture-capital organizations. **Journal of Financial Economics**. Vol.27, nº2, p.473–521, 1990.

SANTOS, Luis Sérgio R; COSTA, Fábio M. Conservadorismo contábil e timeliness: evidências empíricas nas demonstrações contábeis de empresas brasileiras com ADRs negociados na bolsa de Nova Iorque. **Revista de Contabilidade e Finanças**, vol.19, n.48, p.27-36, 2008.

St. PIERRE, K; ANDERSON, J. James A. An analysis of factors associated with lawsuits against public accountants. **The Accounting Review**. vol.59, n.2, p.242-263, 1984.

SAPIENZA, HJ; MANIGART, S; VERMEIR, W. Venture capitalist governance and value added in four countries. **Journal of Business Venturing**. vol.11, p.439–469, 1996.

SCHMIDT, Daniel; WAHRENBURG, Mark. **Contractual relations between European VC funds and investors: The impact of reputation and bargain power in contract design**. CFS Working Paper 2003

SHLEIFER, A; VISHNY, R. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**. vol.52, p.737–783, 1997.

SILVA, Adriana C.; COELHO, Antonio C.; LOPES, Alexsandro B.; ALMEIDA, José Elias F. **Qualidade informacional dos lucros das firmas monitoradas por agências reguladoras no Brasil**. Em: 3º Congresso ANPCONT. 2009

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade**. 1ª ed. São Paulo: Saint Paul Institute of Finance, 2006.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa no Brasil e no Mundo**. 1ª ed. São Paulo: Editora Campus, 2010.

SONODA, Fabio. **Análise da influência do Private Equity e Venture Capital no underpricing dos IPOS das empresas brasileiras no período de 2004 a 2007**. Dissertação de Mestrado em Administração de Empresas – Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2008

SORKIN, Andrew Ross. In Brazil, No Room for Leverage at Buyout Firms. **DEALBOOK**, MARCH 28, 2011, 9:08 PM. Available on: <http://dealbook.nytimes.com/2011/03/28/in-brazil-no-room-for-leverage-at-buyout-firms/>

STERZECK, Gisele. **Efeito da convergência contábil sobre o conservadorismo das instituições financeiras**. Dissertação de Mestrado EAC FEA USP, 2011.

KAPLAN, Steven N.; STROMBERG, Per. Leveraged Buyouts and Private Equity. **Journal of Economic Perspectives**, vol.22, n.4, 2008.

STROMBERG, Per. The new demography of private equity. **Globalization of Alternative Investment Working Papers Volume 1, The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008**, World Economic Forum, Geneva, 2008.

SUNDER, Jayanthi; SUNDER, Shyam V.; ZHANG, Jingjing. **Borrower conservatism and debt contracting**. Evanston, 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1267504>>.

THOMSON REUTERS - **Venture Equity Latin America 2011**. Available on: http://www.afxnews.com/content/press_room/tax/679185

VELURY, Uma; JENKINS, David S. Institutional ownership and the quality of earnings. **Journal of Business Research** vol.59, i.9, p.1043-1051, September 2006.

WARFIELD, Terry D.; WILD, John J.; WILD, Kenneth L. Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. **Journal of Accounting and Economics** vol.20, p.61-91, 1995.

WATTS, Ross L. Conservatism in accounting, Part I: Explanations and implications. **Accounting Horizons** vol.17, p.207-221, 2003a.

WATTS, Ross L. Conservatism in accounting, Part II: Evidence and research opportunities. **Accounting Horizons** vol.17, p.287-301, 2003b.

WITTENBERG-MOERMAN, Regina. The role of information asymmetry and financial reporting quality in debt trading: Evidence from the secondary loan market. **Journal of Accounting and Economics**, vol.46, p.240-260, 2008.

WONGSUNWAI, Wan. Does venture quality affect corporate governance? Working paper, Northwestern University, 2008.

WRIGHT, Mike; ROBBIE, Ken. Venture capital and private equity: A review and synthesis. **Journal of Business Finance and Accounting** vol.25, I,5-6, p.521-570, 1998.

ANEXO 1

Modelo BS							
Variável dependente: ΔN_{it}		coeficiente	z	P> T	coeficiente	z	P> T
Intercepto	β_0	0,0264	0,59	0,555	0,1065	0,44	0,66
NEG(ΔN_{it-1})	β_1	0,0205	0,32	0,745	-0,0327	-0,6	0,548
ΔN_{it-1}	β_2	-0,0326	-0,18	0,860	-0,0157	-0,1	0,921
NEG(ΔN_{it-1})* ΔN_{it-1}	β_3	0,0558	0,30	0,766	0,0464	0,29	0,773
PE	β_4	-0,1340	-1,81	0,070	-0,0587	-0,92	0,359
PE*NEG(ΔN_{it-1})	β_5	0,0915	0,85	0,393	0,0135	0,15	0,884
PE* ΔN_{it-1}	β_6	0,6882	1,89	0,058	0,5983	1,89	0,059
PE*NEG(ΔN_{it-1})* ΔN_{it-1}	β_7	-0,7000	-1,86	0,062	-0,6020	-1,83	0,067
Crescimento	β_8				-0,0852	-6,9000	0,0000
Tamanho	β_9				0,0037	0,0900	0,9280
Endividamento	β_{10}				0,0054	0,0400	0,9650

Modelo ACC							
Variável dependente: ACC _t		coeficiente	z	P> T	coeficiente	z	P> T
Intercepto	β_0	0,0344	3.63	0.000	0,5927	3.19	0.001
DCFO _t	β_1	0,1907	-5.70	0.000	0,1057	2.13	0.033
CFO _t	β_2	-0,5198	-2.79	0.005	-0,4544	-5.40	0.000
DCFO _t *CFO _t	β_3	-0,2563	-0.44	0.662	-0,5016	-5.14	0.000
PE	β_4	-0,0299	-1.47	0.141	-0,0232	-0.36	0.721
PE*DCFO _t	β_5	-0,1213	0.83	0.407	-0,0036	-0.05	0.962
PE*CFO _t	β_6	0,1207	-2.03	0.042	-0,0078	-0.06	0.954
PE*CFO _t *DCFO _t	β_7	-0,2990	0.80	0.423	-0,0299	-0.21	0.832
Crescimento	β_8				-0,0382	-5.15	0.000
Tamanho	β_9				-0,0919	-3.02	0.003
Endividamento	β_{10}				-0,1104	-1.88	0.059