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

**FATORES DETERMINANTES PARA ABERTURA DE CAPITAL DE EMPRESAS
BRASILEIRAS**

Bruno Cals de Oliveira

Orientador: Prof. Dr. Roy Martelanc

SÃO PAULO

2011

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

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

Prof. Dr. Adalberto Américo Fischmann
Chefe do Departamento de Administração

Prof. Dr. Lindolfo Galvão Albuquerque
Coordenador da Pós-Graduação

BRUNO CALS DE OLIVEIRA

**FATORES DETERMINANTES PARA ABERTURA DE CAPITAL DE EMPRESAS
BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada ao departamento de
Administração da Faculdade de Economia,
Administração e Contabilidade da Universida-
de de São Paulo como requisito para obtenção
do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Roy Martelanc

Versão Original

SÃO PAULO

2011

FICHA CATALOGRÁFICA

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

Oliveira, Bruno Cals de
Fatores determinantes para a abertura de capital de empresas
brasileiras / Bruno Cals de Oliveira. – São Paulo, 2011.
110 p.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2011.
Orientador: Roy Martelanc.

1. Mercado de capitais 2. Investimentos 3. Ações I. Universidade de
São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade.
II. Título.

CDD – 332.041

Aos meus pais e irmãos

Agradecimentos

- À Deus, por iluminar o meu caminho e pela força no desempenho de todas as minhas atividades;
- Ao meu pai, Cesar Neto, minha mãe, Inês, meus irmãos Cesar e Victor, pela força diária e apoio constante durante o curso de mestrado;
- À minha namorada, Marianna Thiers, pelo apoio diário e por entender os momentos difíceis que passamos durante o curso e elaboração da dissertação;
- Ao Prof. Dr. Roy Martelanc que se dedicou muito no seu papel de orientador, e a quem sou muito grato por todo o aprendizado obtido no curso de Mestrado;
- À banca examinadora da Dissertação, Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo e Prof. Dr. Ricardo Fuscaldi, por todas as contribuições dadas e por todo o apoio durante a execução do trabalho;
- Ao corpo docente da FEA/USP, em especial aos Profs. Drs. Roy Martelanc, Eduardo Kayo, José Roberto Ferreira Savóia, Alessandra Montini e Bernadete Marinho, com quem tive oportunidade de fazer matérias e engrandecer meus conhecimentos nas diversas áreas lecionadas;
- À Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – CAPES – pelo apoio financeiro que possibilitou a realização do curso;
- À Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras – FIPECAFI – pela disponibilização dos dados que tornaram possível a realização deste trabalho;
- Aos meus colegas de Mestrado/Doutorado da Universidade de São Paulo com quem tive grande oportunidade de aprendizado durante o curso (Ricardo Serra, Alan Ghani, Felipe Garrán, Thiago Rocha, Luciana Rizzi, Roberto Nardi, Edison Simoni, Eduardo Contani, Mariana Lorenzi, Renato Santos, Ângelo Danese, Ana Carolina Shinoda, entre outros);
- Aos meus amigos (André Silveira, Diogo Padilha, Francisco Holanda Junior, João Marcelo Barros Leal, João Vitor Moraes, Júlio Carlos Rodrigues, Renan Furtado, Rodrigo Montenegro, Tiago Cysne, Yuri Lima, entre outros) que sempre me dão apoio e força para continuar;
- À toda equipe da FIA que me deram apoio durante o curso e no desenvolvimento de minhas atividades acadêmicas: Luciene Soares, Cristiane Santos, Simone Camargo, Sabrina Martins, Alex Gomes, Mariana Galli, e Rosineide de Lima;

“Todo grande progresso da ciência resultou
de uma nova audácia da imaginação”.
John Dewey

RESUMO

A literatura internacional sobre abertura de capital é ampla e vários artigos foram publicados a respeito do tema. No entanto, no Brasil, ainda são poucos os pesquisadores que se dedicam ao estudo de tal fenômeno, haja vista que o crescimento relevante do mercado de capitais nacional ainda é recente. O objetivo deste trabalho é identificar, com base em indicadores contábeis, de mercado e características das empresas, quais são os fatores determinantes para a abertura de capital de empresas brasileiras. A metodologia utilizada no estudo foi de regressão logística com dados agrupados e de regressão logística com dados em painel. A amostra total contém 1720 empresas-ano entre os anos de 2004 e 2010, dos quais 182 são relativos a empresas que abriram o capital no período. Os resultados apontados indicam que as firmas que fizeram oferta de ações no período foram aquelas que vinham investindo significativamente, que possuíam maior nível de rentabilidade e aquelas que aumentaram seu nível de endividamento. O IPO foi uma alternativa para adequar a estrutura de capital e/ou captar recursos para continuar investindo no seu crescimento. Adicionalmente, as empresas que abriram o capital foram aquelas que aproveitaram janela de oportunidade (*Market timing*) oferecida no período e iniciaram a negociação de suas ações em Bolsa de Valores. O tamanho das empresas não foi estatisticamente significativo para o IPO, haja vista que algumas companhias relativamente pequenas e outras pré-operacionais iniciaram a negociação de suas ações. Além disso, diversas outras empresas com porte suficiente, por algum motivo, não fizeram IPO. A pesquisa apontou que o tempo de mercado da empresa (idade desde a fundação) afeta negativamente a probabilidade de abertura de capital, tendo em vista que o mercado já dispõe de regras de governança corporativa bem estabelecidas e que tais regras contribuiriam para que investidores tivessem confiança mesmo em empresas com pouco tempo de mercado. Outro resultado da pesquisa aponta que as companhias localizadas na região Sudeste do país tem maior propensão para realizar o IPO, uma vez que os empresários de outras regiões estão mais distantes do polo financeiro do país, vivem em um ambiente de negócios menos intenso, e, conseqüentemente, têm menos atitude para buscar alternativas de financiamento (menor importância é dada por eles aos benefícios de captar recursos em mercado de capitais). Por fim, o trabalho identificou que empresas subsidiárias e estatais são menos propensas à abertura de capital, conforme esperado. O trabalho abrange a discussão de possíveis argumentos para diminuição do potencial de crescimento do mercado de capitais e das razões pelas quais muitas empresas ainda não se motivaram a vender suas ações no mercado.

ABSTRACT

IPO has a wide international literature with many papers published on this subject. However, in Brazil, there are a few researchers who are dedicated to study this phenomenon, considering that the relevant growth of the national capital market is still recent. The objective of this study is to identify, based on accounting and market indicators and firm characteristics, which are the determining factors for the IPO of Brazilian companies. The methodology used in this study was the pooled logistic regression and the panel logistic regression. The total sample contains 1720 firm years between 2004 and 2010, of which 182 belongs to companies that went public on this period. The results indicate that the companies which made an equity offering in the period were investing on their expansion, increased their debt structure and/or had higher profitability. IPO was an alternative to adjust their capital structure and/or to raise funds to continue investing on their growth. In addition, the firms that went public took advantage of the windows opportunity (market timing) they had in the period to sell their shares. The size of companies was not statistically significant, since relatively small and pre-operating firms began trading their shares. Also, several other companies with relevant size did not do their IPO due to any specific reason. Moreover, the age of the company affects negatively the probability of going public, since the Brazilian market already has well established corporate governance regulation and these rules contribute to increase investor's confidence on the companies, even if they are still young firms. Another result of this research indicate that firms located in the Southeast of Brazil are more likely to go public, because the entrepreneurs of other regions are far away from the Brazilian financial center, with a less intense business environment and, consequently, with less attitude to search for funding alternatives (less importance is given for the benefits to go public). Finally, the study has identified that subsidiaries and state-owned companies are less likely to go public, as expected. This work also includes the discussion of possible arguments of the potential growth decrease of stock markets in Brazil and the reasons why many companies are still not motivated to sell their shares in the market.

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO	6
1.1.	FORMULAÇÃO DO PROBLEMA DE PESQUISA	6
1.2.	OBJETIVOS DA PESQUISA	8
1.3.	JUSTIFICATIVA DA PESQUISA.....	8
1.4.	DELIMITAÇÕES DO OBJETIVO.....	9
2.	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	10
2.1.	OFERTA INICIAL DE AÇÕES (IPO)	10
2.1.1.	A Decisão de Fazer um IPO.....	11
2.1.2.	Os Custos de Abrir o Capital.....	20
2.1.3.	Os Benefícios de Abrir o Capital	31
2.2.	QUANDO AS EMPRESAS ABREM O CAPITAL?.....	36
2.2.1.	Comportamento Histórico no Brasil.....	36
2.2.2.	Ambiente Competitivo	42
2.2.3.	<i>Market Timing</i>	44
2.3.	PREPARAÇÃO DA EMPRESA PARA UM IPO	48
2.3.1.	Fases de um IPO	49
3.	METODOLOGIA DE PESQUISA	70
3.1.	Método de Pesquisa e Tratamento Estatístico	70
3.1.1.	Descrição das Variáveis	72
3.2.	Amostra e Coleta de Dados.....	74
4.	ANÁLISE DE RESULTADOS.....	77
4.1.	Análise Descritiva	77
4.2.	<i>Análise da Regressão Logística</i>	79
4.2.1.	Análise do Modelo com Sorteio Aleatório de Empresas Fechadas.....	88
4.2.2.	Análise do Modelo com Variáveis <i>Dummy</i>	90

5. CONCLUSÕES.....	93
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	95

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Comparativo dos Segmentos de Listagem.....	28
Figura 2 – Linha do Tempo para o Processo de IPO	59

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Estudos relacionados à Decisão de Fazer um IPO	22
Tabela 2 – Taxa de Fiscalização CVM.....	32
Tabela 3 – <i>Underpricing</i> médio em 34 países – 2000 a 2006.....	35
Tabela 4 – <i>Underpricing</i> no Brasil	36
Tabela 5 – Inflação medida pelo IPCA nas últimas 3 décadas.....	47
Tabela 6 - Volume de Emissões – 2004/2011* (R\$ milhões).....	50
Tabela 7 – Participação Média de Estrangeiros nos IPOs Brasileiros.....	51
Tabela 8 – Empresas por Setor de Atuação	51
Tabela 9 – Estudos relacionados ao <i>Market Timing</i>	55
Tabela 10 – Situação do Preço da Oferta de acordo com o Intervalo Estabelecido	63
Tabela 11 – Número e Volume Financeiro de IPOs por Banco de Investimento 2004/2011.	65
Tabela 12 – Remuneração do <i>Underwriter</i> – Comissões	67
Tabela 13 – Custos com Advogados em IPOs brasileiros.....	74
Tabela 14 – Descrição das Variáveis Utilizadas.....	83
Tabela 15 – Fonte de Coleta das Variáveis Utilizadas na Pesquisa	85
Tabela 16 - Estatística Descritiva da Amostra de Empresas.....	88
Tabela 17 – Matriz de Correlação das Variáveis Independentes	89
Tabela 18 – Resultados Regressão Logística com dados agrupados e Regressão Logística com dados em Painel	90
Tabela 19 – Tabela de Classificação do Modelo de Regressão Logística	96
Tabela 20 – Tabela de Classificação do Modelo Regressão Logística por empresa	97
Tabela 21 – Resultados Regressão Logística com dados agrupados e Regressão Logística com dados em Painel com Empresas Fechadas Sorteadas	99
Tabela 22 - Resultados Regressão Logística com dados agrupados e Regressão Logística com dados em Painel – Variáveis <i>Dummy</i>	101

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Variação Real Acumulada do PIB Brasileiro entre 1994 e 2010.....	27
Gráfico 2 – Evolução do Ibovespa de 01/07/1994 a 30/08/2011*.....	48
Gráfico 3 – Volume Médio Diário de Negociação – 1994/2011* (R\$ Milhões).....	49

1. INTRODUÇÃO

1.1. FORMULAÇÃO DO PROBLEMA DE PESQUISA

A decisão de abrir o capital é uma dos eventos mais importantes no ciclo de vida de uma empresa. A abertura de capital acontece no momento em que uma companhia vai ao mercado de capitais com o intuito de captar recursos (PROCIANOY, 1994). Ela pode ocorrer de diversas formas: através de emissão de ações, debêntures, fundo de direito creditório (FIDC), etc. Para fins deste trabalho, uma empresa é considerada de capital aberto quando vende uma ação para o público em geral pela primeira vez, com a expectativa de que se crie um mercado secundário líquido após a emissão dessas ações (RITTER, 1998).

Muitos estudos têm sido publicados, principalmente no exterior, a respeito das ofertas iniciais de ações (IPO). Em geral, os tópicos discutidos na literatura a respeito de IPOs são: i) a decisão de se tornar uma empresa de capital aberto (BRAU, 2010; KIM E WEISENBACH, 2005); ii) momento apropriado para uma empresa abrir o capital (*market timing*) (RITTER, 1984; BENNINGA, HELMANTEL e SARIG, 2005; BAKER e WURGLER, 2002); iii) assimetria da informação e sua relação com os retornos de curto, médio e longo prazo das empresas que fizeram IPO (CHEMMANAUR e FULGHIERI, 1999; MAUG, 2001); iv) mecanismos de precificação, o papel do *underwriter* e os conflitos existentes entre os diversos players envolvidos na oferta das ações (CORNELLI e GOLDREICH, 2003; BENVENISTE e SPINDT, 1989; BENVENISTE e WILHELM, 1990; SPATT e SRIVASTAVA, 1991); iv) alocação estratégica das ações e o papel dos investidores institucionais nos IPOs (AGGARWAL, PRABHALA e PURI, 2002; GONDAT-LARRALDE e JAMES, 2008).

Para uma empresa fazer seu IPO, ela deve levar diversas variáveis em consideração. A decisão de abrir o capital envolve diversos fatores, dentre os quais se podem destacar: captação de recursos para adequar a estrutura de capital da empresa (KIM e WEISENBACH, 2005), captação de recursos para desenvolvimento de novos projetos e investimentos em pesquisa e desenvolvimento (KIM e WEISENBACH, 2008), captação de recursos para realização de aquisições de outras empresas (CELIKYURT, SERVILIR e SHIVDASANI, 2010), diminuição dos riscos com relação a assimetria de informações entre os potenciais investidores e os atuais acionistas (CHEMMANAUR e FULGHIERI, 1999), nível de preços

da indústria na qual a empresa está inserida, pois empresas abrem o capital quando o indicador de *market-to-book* da indústria está alto (PAGANO, PANETA e ZINGALES, 1998), tamanho do mercado de capitais e possibilidade de acesso a recursos e investidores (ROEL, 1996), diversificação do portfólio de investimentos dos acionistas controladores (BODNARUK, KANDEL, MASSA e SIMONOV, 2008).

Adicionalmente, outros fatores que podem influenciar a decisão de uma empresa em se tornar de capital aberto estão relacionados a seu marketing, devido a maior atenção e publicidade da mídia para empresas de capital aberto (DEMERS e LEWELLEN, 2003), ao fato de empresas públicas conseguirem diminuir custos de captação de recursos de terceiros (PAGANO, PANETA e ZINGALES, 1998) e ao fato de empresários quererem ir à Bolsa para estabelecer um preço de sua ação (diminuir incertezas de avaliação) como primeiro passo para vender a empresa posteriormente (ZINGALES, 1995; MELLO e PARSONS, 1998).

A grande maioria dos estudos foca nos aspectos institucionais da decisão de tornar uma empresa pública, partindo do pressuposto de que a abertura de capital faz parte de um estágio no ciclo de crescimento das companhias. De fato, tornar-se uma empresa de capital aberto pode fazer parte do ciclo de crescimento das empresas, mas se apenas esse fator influenciasse na decisão de abrir o capital, teríamos todas as grandes empresas listadas em bolsa, o que não ocorre no Brasil, mesmo porque, em um universo de milhões de empresas, a BM&FBOVESPA possuía, no final de junho de 2011, apenas 374 listadas (BM&FBOVESPA, 2011a).

Os fatores determinantes para uma empresa se tornar de capital aberto estão relacionados a seus aspectos estruturais antes da abertura de capital e às consequências de tal feito na política de investimentos e financiamento da companhia. Como as informações de empresas de capital fechado são muito restritas, os pesquisadores ou investigam as consequências da abertura de capital ou, ao estudar características pré-IPO das companhias de capital aberto, incorrem no viés de estudar apenas as empresas que de fato se tornaram públicas.

Dentro desse contexto, é de suma importância entender, com base em indicadores contábeis e de mercado, bem como nas características das empresas, quais são os fatores determinantes da abertura de seu capital.

1.2. OBJETIVOS DA PESQUISA

O objetivo geral desta pesquisa é identificar quais são os fatores determinantes para a abertura de capital de empresas brasileiras, com base em indicadores contábeis e de mercado, bem como nas características de empresas abertas e fechadas.

Os objetivos específicos são:

- Verificar se a abertura de capital está relacionada ao tamanho da empresa;
- Verificar se a abertura de capital está relacionada à rentabilidade da empresa;
- Verificar se a abertura de capital está relacionada ao nível de preços do mercado (*market timing*);
- Verificar se a abertura de capital está relacionada ao nível de endividamento das empresas (adequação da estrutura de capital);
- Verificar se a abertura de capital está relacionada à geração de caixa da empresa (captação de recursos para novos investimentos);
- Verificar se as empresas precisam abrir o capital devido ao alto nível de investimentos pré-IPO (captação de recursos para novos investimentos e/ou adequação da estrutura de capital);
- Verificar a relação da abertura de capital com as características das empresas (idade das empresas, propriedade do governo, subsidiária de multinacionais e localização geográfica)

1.3. JUSTIFICATIVA DA PESQUISA

A abertura de capital das empresas brasileiras é um tema emergente no Brasil, uma vez que o país estabilizou sua economia apenas após o ano de 1994, com a implantação do Plano Real, e ainda existem poucas empresas de capital aberto.

O mercado de ações ainda é pequeno no Brasil. Um indicador utilizado para mensurar a importância do mercado de ações em um país é a sua relação com o Produto Interno Bruto (PIB). De acordo com o Banco Mundial (2011), a relação do valor de mercado das companhias com o seu PIB, no Brasil, em 2010, era de 74,0%, enquanto no Chile era de

167,9%, na Coreia do Sul 107,4%, em Israel 100,8% e nos Estados Unidos 117,5%, sendo que este último ainda era afetado pela crise financeira iniciada em 2008 (no ano de 2007 o valor era de 141,9%). Não obstante, é importante considerar também que houve uma onda de abertura de capital no país entre os anos de 2004 e 2007, quando mais de 100 empresas iniciaram a negociação de suas ações no mercado.

Dentro desse contexto, o tema abertura de capital ainda é pouco explorado na pesquisa científica realizada no Brasil. Adicionalmente, as publicações brasileiras costumam focar aspectos pós-abertura de capital, como, por exemplo, a estabilização de preços (PINHEIRO, 2008), o *market timing* (ROSSI JR e CESPEDDES, 2008; ROSSI JR e MAROTTA, 2010), mecanismos de precificação e alocação de ações (SAITO e PEREIRA, 2006; SOUZA e LEAL, 2010) e desempenho das ações no curto e longo prazo após o IPO (FREITAS, SAVOIA e MONTINI, 2007; FERRARI e MINARDI, 2010).

O presente trabalho é relevante não só pelo fato de contribuir para as pesquisas sobre o tema abertura de capital, mas também por trabalhar com uma base de dados única, que envolve empresas de capital aberto e empresas de capital fechado, possibilitando a identificação dos fatores determinantes da realização de IPOs de empresas brasileiras.

1.4. DELIMITAÇÕES DO OBJETIVO

As delimitações relativas aos objetivos do presente estudo estão relacionadas ao período de estudo e a região que o abrange.

A pesquisa foi realizada no período compreendido entre os anos de 2004 e 2010. Por isso, o objeto de estudo é delimitado apenas a este espaço de tempo, que envolve anos com muitas ofertas de ações e anos cujo número de IPOs foi muito limitado.

Adicionalmente, uma delimitação do estudo é o fato de este estar relacionado apenas às empresas brasileiras, não podendo refletir conclusões a respeito da realidade de companhias de outros países.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1. OFERTA INICIAL DE AÇÕES (IPO)

Uma oferta inicial de ações (IPO) ocorre quando uma ação é vendida para o público em geral pela primeira vez, com a expectativa de que se crie um mercado secundário líquido após sua emissão (RITTER, 1998).

A oferta inicial de ações é um evento importante na vida de uma empresa. Em teoria, o IPO é uma forma de criar liquidez para as ações, facilitando a venda da empresa, possibilitando a captação de recursos para seu crescimento, permitindo aos atuais acionistas obter uma diversificação de risco do negócio e permitindo às empresas de *Venture Capital* ou *Private Equity* vender os seus negócios e aumentar sua transparência perante os acionistas (CELIKYURT, SERVILIR e SHIVDASANI, 2010).

O IPO cria liquidez das ações porque elas são negociadas em mercado organizado (Bolsa de Valores), com movimentações diárias de compra e venda. A venda da empresa é facilitada pelo IPO, pois os acionistas podem ofertar suas ações para outros interessados, isto é, podem sair do negócio quando entenderem que devem fazê-lo. Em uma empresa privada, a venda é dificultada pelo fato de normalmente exigir a negociação de uma parte relevante da companhia, enquanto na Bolsa de Valores o acionista pode vender aos poucos. Por não ser pública, tal empresa dificulta o acesso de interessados na compra de suas ações.

O IPO muda significativamente a estrutura legal e econômica das empresas, uma vez que os administradores estatutários ficam responsáveis por um novo grupo de diversos investidores, em vez de responder para apenas uma estrutura concentrada de acionistas de uma empresa privada. Adicionalmente, a empresa fica comprometida com a divulgação de informações operacionais e financeiras com a periodicidade exigida pelo mercado no qual ela está negociando suas ações. Isso faz com que os tomadores de decisões da companhia tenham que dar satisfação aos novos investidores de cada ação estratégica tomada, com vista no desempenho eficiente de longo prazo da empresa (DRAHO, 2005, p. 1).

Uma vez que o IPO é uma decisão importante no ciclo de vida de uma empresa, os primeiros questionamentos que surgem são: por que as empresas fazem IPOs (se tornam públicas)?

Quais são os custos envolvidos nessa operação? Quais são as vantagens e desvantagens de se tornar uma empresa pública?

2.1.1. A Decisão de Fazer um IPO

A decisão de abrir o capital é uma estratégia importante das empresas. No Brasil, entre os anos de 2003 e 2010, foram realizados cerca de 130 IPOs (BM&FBOVESPA, 2011b), um número bem superior ao das décadas anteriores, quando existiam poucos IPOs devido, entre outros fatores, ao baixo incentivo, fruto da situação macroeconômica do país (alta inflação e altos juros), baixo nível de governança corporativa e baixa de liquidez no mercado nacional. No entanto, apesar do grande número de empresas que se tornaram públicas recentemente, sabe-se que existe ainda um leque grande de empresas que tem potencial para fazer um IPO, se compararmos o número de empresas públicas no Brasil e nos países desenvolvidos.

Diversos autores estudam as razões pelas quais os empresários decidem tornar sua empresa pública a partir de uma oferta inicial de ações (PAGANO, PANETA e ZINGALES, 1998; CHEMMANAUR e FULGHIERI, 1999; FISCHER, 2000; KIM e WEISENBACH, 2005; BODNARUK, KANDEL, MASSA e SIMONOV, 2008; CELIKYURT, SERVILIR e SHIVDASANI, 2010), conforme demonstrado na tabela 1. As linhas de estudo são diversas, variando entre questão informacional, estrutura das indústrias e empresas, estrutura de capital e tamanho do mercado de capitais em que a empresa está inserida.

Tabela 1 – Estudos relacionados à Decisão de Fazer um IPO

Autor(es)	Tema	Considerações
Chemmanaur e Fulghieri (1999)	Decisão de Fazer IPO - Informação e a Abertura de Capital	Momento ideal para fazer IPO é quando há um equilíbrio entre o custo da incerteza da avaliação da empresa e o risco tolerado pelos investidores
Lowry e Schwert (2002)	Decisão de Fazer IPO - Informação e a Abertura de Capital	Número de IPOs aumenta após período de alto <i>underpricing</i> . Mais informações diminui incerteza de novos entrantes
Pagano, Paneta e Zingales (1998)	Decisão de Fazer IPO - Estrutura da Indústria e da Empresa	Decisão de fazer IPO está relacionado ao nível de preços da indústria, ao tamanho da empresa e à idade de mercado (tempo desde a fundação)
Brau (2010)	Decisão de Fazer IPO - Estrutura de Capital da Empresa	Entrevista com 984 diretores financeiros afirma que a redução do nível de endividamento é um benefício do IPO
Kim e Weseinbach (2005)	Decisão de Fazer IPO - Estrutura de Capital da Empresa	89% das emissões são primárias. Dinheiro captado é utilizado para investimentos e pagamento de débitos (adequação da estrutura de capital)
Subrahmanyam e Titman (1999)	Decisão de Fazer IPO - Acesso ao Mercado de Capitais	Benefício de se tornar uma empresa de capital aberto está relacionado ao tamanho do mercado de capitais
La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1997)	Decisão de Fazer IPO - Acesso ao Mercado de Capitais	O tamanho do mercado de capitais está relacionado à regulação de proteção aos acionistas minoritários
Celikyurt, Servilir e Shivdasani (2010)	Decisão de Fazer IPO - Crescer via Aquisições	As operações de fusões e aquisições crescem significativamente após a abertura de capital
Hovakimian e Hutton (2010)	Decisão de Fazer IPO - Crescer via Aquisições	IPOs facilitam aquisições porque a empresa possui dinheiro captado com investidores, possibilidade de novas captações no mercado de capitais e a possibilidade de pagar as aquisições com troca de ações.
Kim e Weisbach (2008)	Decisão de Fazer IPO - Aumentar Investimentos	Recursos captados no IPO são utilizados para investimento em pesquisa e desenvolvimento e para investimentos na expansão da empresa

Fonte: elaborada pelo autor

2.1.1.1. Informação e a Abertura de Capital

O momento ideal para realizar um IPO varia de país para país e de indústria para indústria. É preciso considerar a influência de diversas variáveis antes de tomar tal decisão. Uma dessas variáveis é a questão da informação. Abrir o capital significa expor os dados financeiros e operacionais da empresa ao mercado, haja vista que os investidores, para alocarem capital em uma determinada companhia, exigirão a publicação de uma série de informações para fazer suas avaliações e decidirem investir ou não. A companhia deve publicar informações necessárias para os investidores façam sua avaliação, mas com cuidado para não divulgar informações estratégicas que os concorrentes utilizem para competir no mercado.

Dessa forma, o empresário tem informações a respeito da empresa que os investidores externos não possuem. No entanto, como o investidor externo não possui todas as informações, a avaliação da empresa se torna mais incerta. Ele exige que seja pago um preço menor para compensar o risco do investimento. Portanto, o momento ideal para se tornar pública é quando há um equilíbrio na relação entre o custo da incerteza da avaliação e a diminuição de risco exigida pelos investidores (CHEMMANAUR e FULGHIERI, 1999).

A empresa deve abrir o capital no momento em que as informações puderem ser utilizadas pelos investidores externos à organização para fazer uma correta avaliação do ativo, diminuindo o prêmio pelo risco e a possibilidade da existência de um grande *underpricing* (grande valorização da ação no início de sua negociação, isto é, sair a mercado com preço inferior ao que a empresa realmente vale).

Maug (2001) criou um modelo considerando a possibilidade de um proprietário de uma empresa decidir torná-la de capital aberto. Continuar como uma empresa privada pode trazer benefícios temporários para o proprietário da companhia e para aqueles que têm informações específicas de dentro da empresa. No entanto, quando a organização avança no seu ciclo de vida, esse benefício não existe mais. Portanto, abrir o capital se torna mais vantajoso. Essa perspectiva traz uma ligação entre o fenômeno do *underpricing* e a decisão de se tornar uma empresa de capital aberto.

O IPO será benéfico para a empresa se a oferta prover incentivos para comprar a ação e analisar as informações utilizadas para a avaliação da empresa. O fato de a informação estar disponível pode reduzir o custo de monitoramento dos acionistas após o IPO e reduzir os custos ocasionados pelo *underpricing* da oferta. Lowry e Schwert (2002) concluíram em seu estudo que mais empresas fazem seu IPO depois de ocorrer períodos com alto *underpricing* nas ofertas, porque muitas informações foram disponibilizadas durante os IPOs anteriores e a incerteza diminui perante os novos entrantes do mercado.

2.1.1.2. Estrutura da Indústria e da Empresa

A decisão de se tornar uma empresa de capital aberto também pode ser influenciada pela indústria na qual a empresa está inserida. O fato de uma ou mais empresas fazerem seu IPO dentro de uma indústria específica faz com que mercado conheça mais essa nova indústria, e isso pode fazer com que se crie uma onda de novos IPOs de empresas da mesma indústria.

O fato de uma empresa ser a primeira a fazer o IPO em uma determinada indústria pode trazer vantagens competitivas, uma vez que foram arrecadados recursos na oferta que serão utilizados para seus novos projetos ou mesmo para a aquisição de outras empresas. Dessa forma, a primeira empresa sai em vantagem sobre as demais, por já ter os recursos disponíveis, enquanto as outras ainda preparam suas ofertas ou permanecem com capital fechado. Por outro lado, o fato de ser a primeira da indústria também pode ter o custo da incerteza. Como não existe referencial no país para avaliação do desempenho da indústria, a incerteza informacional pode gerar mais um custo na abertura de capital.

Pagano, Paneta e Zingales (1998) fizeram um amplo estudo para entender os motivos pelos quais as empresas italianas fazem uma oferta inicial de ações. A amostra baseou-se em informações de 2.181 empresas públicas e privadas, incluindo 89% das empresas que fizeram IPO entre 1982 e 1992 naquele país. Estes autores descobriram que a probabilidade de uma empresa fazer o IPO está relacionada à avaliação da indústria à qual a empresa pertence no mercado de ações, ao tamanho e à idade da empresa (empresas italianas vão a mercado mais velhas e maiores), conforme se espera.

De acordo com Pagano, Paneta e Zingales (1998), a probabilidade de a empresa fazer um IPO está positivamente relacionada à relação entre valor de mercado e valor patrimonial das empresas divididas por indústrias, uma vez que os IPOs ocorrem em forma de *cluster*, isto é, alguns momentos com grande número de IPOs e outros com poucas ou nenhuma oferta.

Adicionalmente, os autores descobriram que o tamanho da empresa e sua idade afetam significativamente a abertura de capital, pois empresas italianas se tornam grandes antes de fazer um IPO, já possuindo certo tempo de mercado antes de se tornar pública. A explicação para o tamanho ser importante para a abertura de capital se dá pelo fato de a operação possuir altos custos e também pelo custo implícito da visibilidade que a abertura de capital traz para as autoridades governamentais, principalmente aquelas que fiscalizam pagamento de impostos e contribuições. Com relação ao tempo de mercado, os autores afirmam que uma possível razão deste resultado era a falta de proteção aos acionistas minoritários (governança corporativa) existente na época do estudo em empresas italianas. Como havia baixa proteção, os investidores tendiam a confiar mais em empresas que já estavam no mercado há muito tempo, mostrando mais credibilidade e confiabilidade nos seus resultados financeiros.

2.1.1.3. Estrutura de Capital da Empresa

A estrutura de capital da empresa também é um fator importante na decisão de tornar uma empresa pública. Quando uma empresa está endividada e os custos de captação de dívida se elevam, o IPO pode ser uma boa alternativa para atrair novos sócios e adaptar a estrutura de capital da empresa. Por outro lado, o IPO também é uma importante fonte de recursos para desenvolvimento dos projetos de crescimento da empresa.

Em um estudo com 984 diretores financeiros de empresas americanas que realizaram o IPO, 44,4% afirmaram que um benefício do IPO foi a redução do nível de endividamento da companhia (BRAU, 2010).

Kim e Weisenbach (2005) estudaram as razões pelas quais a captação de recursos é um motivo importante para a realização de um IPO. Ao analisar uma amostra de 16.958 IPOs realizados em 38 países, entre os anos de 1990 e 2003, Kim e Weisenbach concluíram que 89% das emissões eram feitas de forma primária o dinheiro captado iria para o caixa da empresa para suprir suas necessidades de recursos. A emissão primária de ações das empresas da amostra está correlacionada com a necessidade de capital das empresas, com o forte crescimento do investimento por partes destas companhias e com o pagamento de débitos, isto é, com a adequação da estrutura de capital da empresa. Adicionalmente, a emissão primária está associada a uma captação posterior de capital em ofertas subsequentes.

Na mesma linha de estudo, Fischer (2000) compara as demonstrações contábeis de 661 empresas públicas e privadas alemãs para analisar os motivos determinantes para empresas de tecnologia realizarem um IPO neste país. O autor concluiu o trabalho indicando que, para sua amostra de empresas, a probabilidade de fazer um IPO é proporcional à intensidade de ativos intangíveis e investimentos em pesquisa e desenvolvimento. Em geral, as empresas alemãs crescem e investem muito antes de abrir o capital, e o mercado de capitais se torna uma fonte acessível e urgente de capital para suprir a necessidade de recursos para novos investimentos. Os IPOs realizados na Alemanha são feitos usualmente quando as empresas estão financeiramente preparadas, e o mercado está propício à captação de recursos.

2.1.1.4. Acesso ao Mercado de Capitais

A decisão de tornar uma empresa pública também está relacionada ao acesso que a companhia tem ao mercado de capitais. Parece óbvio, mas é importante relatar a questão do crescimento do mercado de capitais como fator preponderante para as empresas abrirem o capital.

Subrahmanyam e Titman (1999) criaram um modelo para explorar as relações entre a eficiência de mercado, a escolha entre o financiamento público ou privado e o desenvolvimento do mercado de capitais. Para estes autores, o benefício de se tornar uma empresa de capital aberto está relacionado ao tamanho do mercado de capitais no qual a empresa está inserida, uma vez que quando o mercado de capitais é disperso, a expansão da base acionária pode criar um efeito positivo e crescente em outras empresas, estimulando novos IPOs, que, por sua vez, incetivam a entrada de novos investidores, e assim por diante.

O tamanho do mercado de capitais do país é essencial para analisar a propensão de uma empresa para fazer uma oferta inicial de ações. As características macroambientais são importantes, pois incentivam (ou não) a realização de IPOs. De acordo com Roel (1996), existem várias possíveis razões para as diferenças entre os mercados de capitais de vários países. Uma possível razão é a inexistência de muitos investidores institucionais em alguns países, que estariam dispostos a investir em *venture capital* ou em empresas pequenas listadas em bolsa. Adicionalmente, regras e regulação deficientes são fatores importantes a serem levados em consideração quando na criação de um mercado de capitais líquido e atrativo para investidores. Outra possível razão seria a baixa transparência e a fraca proteção legal a pequenos investidores. Esses aspectos são muito distintos de país para país e afetam tanto a atratividade de investidores quando os custos de se tornar público. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1997) investigaram a estrutura legal de 49 países e concluíram que aqueles com menor proteção aos investidores têm mercado de capitais menor. Por fim, sistemas tributários que penalizam empresas listadas também podem ser um fator essencial na explicação das razões pelas quais alguns países possuem mercado de capitais menos desenvolvido.

O tamanho atual do mercado de capitais brasileiro está relacionado aos fatores apontados por Roel (1996) como influenciadores da dimensão do mercado em um país. O Brasil passou por diversos momentos de instabilidade política e econômica até o início do século XXI. Antes

do surgimento do Plano Real, implantado em julho de 2004, o país vivia uma troca frequente de planos econômicos que tinham o objetivo de acabar com a inflação, mas não conseguiam obter êxito (FISLHOW, 2011). Mesmo após a implantação do Real, o Brasil ainda era um país com uma vulnerabilidade econômica significativa (Gráfico 1), haja vista que as crises externas ainda impactavam fortemente na economia doméstica. A crise dos tigres asiáticos em 1997, a crise Russa de 1998 e a crise monetária brasileira de 1999, com a opção feita pelo Banco Central do Brasil pela adoção do regime de câmbio flutuante são exemplos de crises que provocaram impacto na economia nacional.

Gráfico 1 – Variação Real Acumulada do PIB Brasileiro entre 1994 e 2010

Fonte: IPEA (2011)

Apenas a partir do início do século XXI, o país passou a ter um crescimento mais constante de sua economia. Entre os anos de 2003 e 2010 o país teve crescimento constante acima de 3%, com exceção do ano de 2009, quando houve uma pequena retração devido à crise financeira internacional. Esta recessão foi bem inferior à dos países desenvolvidos e mais atingidos pela crise, mostrando que o Brasil estava menos vulnerável à crises externas do que estivera outrora.

Outro fator relevante para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiros foi a criação dos níveis diferenciados de governança corporativa na Bolsa de Valores de São Paulo. A Bolsa percebeu que, para atrair novos investidores e novas empresas, era necessário ter regras

mais rígidas do que aquelas estabelecidas na Lei das Sociedades por Ações (Lei Federal N° 6.404/76), possibilitando a redução dos riscos dos investidores que decidem ser sócios das empresas brasileiras (BM&FBOVESPA, 2011c).

Com a criação dos novos segmentos de listagem, a Bolsa passou a exigir que, por exemplo, a empresa tenha no mínimo 25% de suas ações negociadas na Bolsa. Passou também a exigir a criação de uma política de negociação de valores mobiliários e um código de conduta da empresa. A figura 1 mostra a diferença de cada nível de governança para o nível tradicional, que deve respeitar apenas as obrigações impostas pela Lei das Sociedades por Ações.

Figura 1 – Comparativo dos Segmentos de Listagem

	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Bovespa Mais	Tradicional
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de free float			25% de free float até o 7º ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	Não há regra
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra		
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)		
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra	
Obrigações do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra		
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês			Conforme legislação	
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra	
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON	80% para ações ON (conforme legislação)
		100% para ações ON e 80% para PN (até 09/05/2011)			
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento		Conforme legislação	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento	Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório		Facultativo	Obrigatório	Facultativo

Fonte: www.bmfbovespa.com.br

Um aspecto relevante da criação dos segmentos de listagem foi a obrigação da adoção de 100% de *Tag Along*, isto é, em caso de venda da empresa, o comprador é obrigado a pagar para o acionista minoritário 100% do valor pago ao acionista controlador. Até 09/05/2011, essa era uma obrigação apenas para o Novo Mercado. Desde então foram aprovadas novas

regras e esse benefício foi estendido para acionistas preferenciais de empresas listadas no Nível 2. Com essa mudança, a diferença entre o Novo Mercado e o Nível 2 ficou apenas no fato de que este último permite a emissão de ações preferenciais, enquanto o Novo Mercado permite apenas a emissão de ações ordinárias (com direito a voto em assembleias).

2.1.1.5. Outros fatores relevantes

A decisão de uma empresa tornar pública também é relacionada com a diversificação do portfólio de investimentos dos acionistas controladores. Em uma amostra com todos os IPOs ocorridos na Suécia entre os anos de 1995 e 2001, Bodnaruk, Kandel, Massa e Simonov (2008) analisaram detalhadamente a composição do portfólio de acionistas de empresas públicas e privadas, concluindo que investidores menos diversificados e com menor riqueza vendem ações em um IPO. Empresas que possuem essa característica de investidor são mais propensas a realizarem o IPO e possuem maior *underpricing* na oferta inicial.

Outra linha de estudo examina o papel dos IPOs em aquisições de empresas. Celikyurt, Servilir e Shivdasani (2010) utilizaram uma amostra de todos os IPOs acima de US\$ 100 milhões de empresas americanas entre os anos de 1985 e 2004. Os resultados encontrados indicam que as aquisições desempenham um papel central no crescimento de IPOs. As operações de fusões e aquisições das empresas crescem significativamente, se comparadas ao período anterior ao IPO.

Celikyurt, Servilir e Shivdasani (2010) afirmam ainda que os IPOs facilitam a realização de fusões e aquisições devido à entrada de recursos na empresa e pelo fato de ela agora ter acesso ao mercado de capitais. Adicionalmente, ao iniciar a negociação de suas ações, as empresas criam uma moeda de troca que facilita as operações de fusão e aquisição. A pesquisa de Celikyurt, Servilir e Shivdasani (2010) concluiu que as empresas que possuem ações sobrevalorizadas tendem a fazer aquisições através de troca de ações com a empresa comprada e que os IPOs aumentam a capacidade da firma para diminuir os problemas de incerteza de avaliação antes encontrados, por serem empresas privadas.

Na mesma linha de estudo, Hovakimian e Hutton (2010) afirmam que mais de um terço das empresas que realizam IPO participam do mercado como adquirentes de outras empresas durante os três anos posteriores à abertura de capital. Adicionalmente, Hovakimian e Hutton explicam que os IPOs facilitam aquisições porque a empresa possui dinheiro captado com

investidores, possibilidade de novas captações no mercado de capitais e a possibilidade de pagar as aquisições com troca de ações. Além disso, por se tornar companhias de capital aberto, as empresas também se beneficiam da exposição e do *feedback* do mercado para se tornarem possíveis compradoras de companhias que estejam para ser vendidas.

Brau, Couch e Sutton (2010) analisaram se as empresas que realizaram IPOs também se tornam alvos para serem adquiridas. Os resultados encontrados, com base em uma amostra de 4.795 IPOs, indicaram que apenas 45 (3%) foram adquiridas durante o primeiro ano de negociação, consistente com a teoria que as empresas que abrem o capital são mais propícias a se comportarem como adquirentes e não adquiridas no mercado de aquisições.

Além da possibilidade de aplicar os recursos adquiridos nos IPOs em aquisições, tanto as ofertas iniciais como ofertas subsequentes de ações dedicam parte dos recursos captados para gastos com pesquisa e desenvolvimento e gastos com investimentos necessários para a estrutura da empresa, o que é consistente com a teoria de que as oferta de ações são propícias à captação de recursos para financiar novos investimentos (KIM e WEISBACH, 2008).

Por fim, outros fatores que podem influenciar na decisão de uma empresa se tornar de capital aberto estão relacionados ao marketing da empresa, devido a maior atenção e publicidade da mídia para empresas abertas (DEMERS e LEWELLEN, 2003), ao fato de empresas públicas conseguirem diminuir custos de captação de recursos de terceiros (PAGANO, PANETA e ZINGALES, 1998) e ao fato de empresários quererem ir a Bolsa para estabelecer um preço de sua ação (diminuir incertezas de avaliação) como primeiro passo para vender a empresa posteriormente (ZINGALES, 1995; MELLO e PARSONS, 1998).

2.1.2. Os Custos de Abrir o Capital

Antes da decisão de fazer um IPO, os controladores e administradores da companhia devem estar cientes de que abrir o capital de uma empresa traz vantagens, mas também traz muitos custos que devem ser levados em consideração. Os custos envolvidos na abertura de capital estão relacionados com distribuição, listagem, estruturação corporativa e *underpricing*.

2.1.2.1. Custos de Distribuição

Os custos de distribuição são aqueles relacionados à oferta de ações em si, isto é, aos gastos referentes à contratação de *underwriters*, auditores externos, advogados e despesas gerais da oferta. Os custos de distribuição são os mais relevantes em uma oferta de ações, principalmente aqueles referentes aos *underwriters*.

Os *underwriters* são bancos de investimento que assessoram a empresa na venda das ações para o mercado em geral e fazem a intermediação da empresa com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão responsável pela regulamentação e fiscalização do mercado de capitais brasileiro. Normalmente, o pagamento dos *underwriters* é feito através de comissões que variam de acordo com o tamanho da oferta. As comissões envolvidas na operação são as seguintes: comissão de coordenação, comissão de garantia firme e comissão de colocação. Algumas ofertas também possuem a comissão de incentivo, também denominada comissão de esforço de colocação. Toda a remuneração do *underwriter* é feita de forma variável, isto é, o valor cobrado de cada comissão é calculado como um percentual do valor global da oferta de ações.

As empresas que desejam fazer uma oferta inicial de ações devem ter um auditor externo contratado para prestar o serviço de auditoria independente das demonstrações financeiras da companhia. A instrução número 400 da Comissão de Valores Mobiliários (ICVM 400) obriga a divulgação, nos prospectos de distribuição pública, das demonstrações financeiras dos três anos anteriores à abertura de capital, acompanhada dos pareceres dos auditores externos. Essas despesas são normalmente fixas e são acertadas entre as partes, quando negociam o serviço prestado para o IPO.

Outra despesa fixa envolvida nos custos de distribuição são os contratos com escritórios de advocacia. O serviço dos advogados é essencial para que todos os procedimentos da oferta sejam feitos de acordo com a legislação vigente do país. Em geral, são contratados escritórios jurídicos para a companhia e o acionista vendedor, bem como para o coordenador líder da oferta. Em ambos os casos, dependendo da oferta, são contratados escritórios responsáveis pela legislação brasileira e escritórios responsáveis pela legislação de outros países (legislação americana, por exemplo).

Por fim, existem as despesas de marketing e despesas gerais da oferta. As despesas de marketing envolvem os gastos com divulgação da oferta perante os potenciais investidores, e as despesas gerais são relacionadas principalmente com o processo de *bookbuilding* do IPO. Para o bom desenvolvimento do processo de *bookbuilding*, os administradores da companhia realizam um *roadshow*, ou seja, viagens a diversos países a fim de fazer reuniões de apresentação da empresa para investidores institucionais nacionais e estrangeiros. Todas as despesas com passagem, hospedagem e transporte são inseridas nas despesas gerais da oferta.

2.1.2.2. Custos de Listagem

Os custos de listagem são aquelas despesas necessárias para fazer o registro de companhia aberta e obter autorização para a negociação de ações. De acordo com a BM&FBOVESPA (2011d), os custos de listagem são divididos em:

- Taxa de Análise para Registro de Listagem de Valores Mobiliários para Novos Emissores: cobrada pela Bolsa de Valores de São Paulo para fazer a análise de todos os requisitos necessários para listagem da empresa. A partir de 1 de janeiro de 2011 esse custo é fixo, no valor de R\$ 51.000,00, podendo ser alterado nos anos posteriores, de acordo com as políticas vigentes na Bolsa.
- Anuidade: pagamento anual para a Bolsa de Valores de São Paulo. O valor é dividido em uma parte fixa de R\$ 35.000,00 e uma parte variável relativa a 0,00473% sobre a diferença entre o capital social da empresa e o valor fixo de R\$ 50.000,00, sendo que o valor máximo a ser pago será de R\$ 850.000,00.

Os custos acima relatados são relativos aos procedimentos usuais de listagem em Bolsa de Valores. No entanto, é importante ressaltar que a BM&FBOVESPA possui segmentos de listagem diferenciados, como o Bovespa Mais, que foram formatados para incentivar empresas menores a abrirem o capital e possuem custos de listagem diferenciados. Detalhes operacionais desses segmentos diferenciados estão fora do escopo desse trabalho e podem ser conhecidos diretamente no sítio da Bolsa de Valores.

Além dos custos de listagem referidos à Bolsa de Valores, a empresa deve estar ciente das taxas devidas também para a CVM. De acordo com a Lei Federal 7.940/49, a empresa deve pagar uma alíquota de 0,30% sobre o valor da oferta como taxa de registro. O valor desta taxa não pode ser inferior a R\$ 211,32 nem superior a R\$ 82.870,00.

Finalmente, existe a taxa de fiscalização cobrada pela CVM, que deve ser paga trimestralmente, cujo cálculo é baseado no valor, em reais, do patrimônio líquido da empresa, conforme mostrado na tabela abaixo:

Tabela 2 – Taxa de Fiscalização CVM

Patrimônio Líquido em R\$	Taxa em R\$
Até 8.287.000,00	1.243,05
De 8.287.000,01 a 41.435.000,00	2.486,10
Acima de 41.435.000,00	3.314,80

Fonte: www.cvm.gov.br

É importante ressaltar que esses são os custos apenas dos órgãos responsáveis pela negociação das ações e fiscalização do mercado. Os altos custos envolvidos tendem a desestimular empresas menores a realizarem o seu IPO.

2.1.2.3. Custos com Estruturação Corporativa

Os custos com a estruturação corporativa variam de empresa para empresa. Eles estão relacionados ao nível de profissionalização e de organização que a companhia adquiriu antes da oferta. Esses custos estão relacionados, entre outras coisas, à implantação e à manutenção de uma área de relações com investidores para atendimento das demandas dos novos acionistas adquiridos após a oferta de ações, às despesas envolvidas na elaboração e envio de relatórios anuais para acionistas e às despesas com a implantação de comitês que assessoram o conselho de administração da empresa. Se a firma é totalmente familiar e com baixo nível de profissionalização, é possível que seja necessária a inclusão de despesas com a contratação de pessoal capacitado para gerir o cotidiano de uma empresa de capital aberto.

Não menos importantes são os custos envolvidos na disponibilização de recursos humanos para o bom desenvolvimento do IPO. Alguns meses antes da oferta, muitos profissionais são alocados para trabalhar na coleta e disponibilização de informações necessárias para a elaboração de todos os documentos exigidos pelos órgãos competentes. Adicionalmente, semanas antes da oferta, a alta administração da empresa fica dedicada aos *road shows*, consumindo tempo dos profissionais que a dirigem, os quais poderiam ser utilizados na gestão e expansão do empreendimento.

Todos esses custos são exclusivos de empresas que pretendem fazer um IPO. As empresas que decidem permanecer privadas não incorrem nesses custos, mas também não usufruem dos benefícios de se tornarem públicas.

2.1.2.4. *Underpricing*

O *underpricing* é caracterizado em um IPO através dos altos retornos das ações no início de sua negociação, isto é, significa que a empresa foi avaliada por um valor menor que o seu valor potencial, possibilitando uma alta rentabilidade para investidores nos primeiros dias de negociação.

O *underpricing* é encarado como um custo indireto para a empresa, pois ela deixa de arrecadar uma parte do potencial da oferta, uma vez que o valor pago foi menor que o valor potencial. Na literatura, esse fenômeno é referido como “deixar o dinheiro na mesa”, definido pelo número de ações vezes a diferença entre o preço de fechamento da ação no primeiro dia de negociação e o preço vendido na oferta (LOUGHRAN e RITTER, 2002). Loughran e Ritter (2002) argumentam em seu estudo que os empresários raramente ficam insatisfeitos por terem recebido menos que o valor potencial da oferta. O estudo desses autores foi baseado em 3.025 IPOs americanos entre 1990 e 1998 e descobriu que o valor que os empresários deixaram de receber foi de mais de US\$ 27 bilhões, quantia aproximadamente duas vezes maior que o valor pago diretamente pelos serviços dos bancos de investimento (comissões). A razão pela qual os empresários não ficam insatisfeitos com esse custo é explicada pela teoria do prospecto, remetendo ao fato de que os empresários, apesar de descobrirem que receberam menos dinheiro do que poderiam, simultaneamente descobrem que estão mais ricos do que esperavam estar, uma vez que os preços subiram e o valor do seu patrimônio aumentou. Dessa forma, apesar de serem vítimas do *underpricing*, os empresários ficam satisfeitos, em média, com o sucesso obtido no IPO de sua empresa.

O fenômeno do *underpricing* é um tema muito discutido na teoria de finanças. Ainda não existe uma explicação definitiva para o seu acontecimento, apesar de algumas correntes independentes defenderem um ponto de vista diferente para as razões do *underpricing*. Muitos estudos sobre esse fenômeno têm sido feitos em diversos países do mundo, dando uma série de explicações para ele.

Boulton, Smart e Zutter (2011) estudaram o *underpricing* médio de 7.306 empresas de 34 países, entre os anos de 2000 e 2006, e encontraram um *underpricing* médio 27,53%, conforme demonstrado na tabela 3.

Tabela 3 – *Underpricing* médio em 34 países – 2000 a 2006

País	Número de Empresas	<i>Underpricing</i> Médio	País	Número de Empresas	<i>Underpricing</i> Médio
Japão	1,092	57.29%	Reino Unido	1,034	17.70%
Polônia	23	50.97%	África do Sul	5	16.85%
Coréia do Sul	327	49.08%	Hong Kong	521	16.10%
Indonésia	53	38.89%	Nova Zelândia	35	15.03%
Índia	97	38.73%	Suíça	43	14.86%
Canadá	21	37.03%	Áustria	25	14.31%
Malásia	331	35.04%	Filipinas	23	14.08%
Alemanha	223	29.96%	Holanda	12	13.49%
Grécia	49	28.02%	França	282	12.63%
Estados Unidos	1,128	24.60%	Portugal	8	10.65%
Dinamarca	15	23.18%	Itália	99	9.62%
Singapura	360	20.37%	Brasil	28	8.96%
Austrália	711	19.96%	Bélgica	24	8.11%
Turquia	5	19.51%	Espanha	20	7.95%
Finlândia	21	18.94%	Suécia	42	6.22%
Tailândia	153	18.35%	Noruega	60	4.18%
Taiwan	431	17.90%	México	5	2.53%
Amostra Total	7,306	27.53%			

Fonte: Boulton, Smart e Zutter (2011)

Nota: o *underpricing* foi calculado dividindo o preço de fechamento do primeiro dia de negociação pelo preço da oferta menos um: $(P_1/P_{IPO}) - 1$

O menor *underpricing* médio do período foi encontrado no México (2,53%), mas a quantidade de empresas da amostra não nos permite fazer qualquer análise mais profunda a respeito do país. Por outro lado, o maior *underpricing* médio foi encontrado no Japão, com o valor impressionante de 57,29%. De acordo com Kirkulak e Davis (2005), o *underpricing* no Japão tem uma correlação positiva e significativa com a reputação do banco de investimento responsável pela oferta quando há uma alta demanda pelas ações de uma determinada empresa.

No Brasil, Kirkulak e Davis encontraram um *underpricing* médio de 8,96% para as vinte e oito empresas estudadas. Esse número é distinto do *underpricing* médio do período compreendido entre o ano de 2004 e o dia 30/06/2011, conforme demonstrado na tabela 4. O *underpricing* médio no Brasil vem caindo ao longo dos últimos anos, passando de 8,69% em 2004 para 1,57% em 2011.

Tabela 4 – *Underpricing* no Brasil

Underpricing calculado dividindo o preço de fechamento do 1º dia de negociação pelo preço da oferta subtraindo-se 1: $(P_1 / P_{IPO}) - 1$

Ano	Número de Empresas	Média	Mediana	Máximo	Mínimo
2004	6	8.69%	8.74%	20.00%	-1.00%
2005	9	7.07%	1.25%	17.58%	0.00%
2006	26	6.88%	6.10%	29.46%	-6.67%
2007	60	4.21%	0.32%	52.13%	-14.23%
2008	3	-4.48%	-1.76%	8.31%	-20.00%
2009	6	2.50%	1.02%	14.06%	-9.54%
2010	11	1.80%	0.00%	27.41%	-12.50%
2011*	7	1.57%	-1.55%	15.77%	-5.36%
2004 a 2011*	128	4.52%	1.06%	52.13%	-20.00%

Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados coletados no software Economática

*Empresas que iniciaram negociação das ações até 30/06/2011

No entanto, é importante ressaltar que ainda é complicado fazer uma análise mais detalhada, ano a ano, no país, haja vista que existem anos com poucas ofertas, como ocorreu em 2004, 2008 e 2009, estes dois últimos anos devido à crise financeira internacional e ao alto nível de incerteza das bolsas de valores.

Entre os anos de 2004, quando ocorreu o início de um alto ciclo de aberturas de capital no Brasil, e 2007, quando ocorreu o número recorde de IPOs, pode-se observar a queda contínua do *underpricing* médio. Essa queda pode ser explicada pelo fato de o período ter sido caracterizado por otimismo no mercado (*hot market*). As empresas já vinham para o mercado mais caras, o que gerava um *underpricing* médio menor.

No segundo semestre de 2007 e no primeiro semestre de 2008, a economia americana já dava sinais de fraqueza perante uma possível crise imobiliária nos Estados Unidos. Tal incerteza aumentou a volatilidade dos mercados, sendo que em 2008 ocorreram apenas três aberturas de capital no país, sendo que todas ocorreram durante o primeiro semestre. Com o aprofundamento da crise, a bolsa brasileira passou um ano sem ter ofertas iniciais de ações, voltando a ocorrer isso apenas em junho de 2009, com o IPO da empresa Cielo. No ano de 2010, o otimismo parecia ter voltado por um momento ao mercado brasileiro, mas ainda assim com volatilidade. O *underpricing* nesse ano variou de 27,41% na empresa BR Insurance até -12,50% na empresa OSX Brasil.

As motivações da existência e das variações do *underpricing* são estudadas em três correntes teóricas diferentes: imperfeições do mercado de IPO, aspectos comportamentais e objetivos específicos da empresa.

2.1.2.5. Imperfeições do Mercado de IPO

Alguns cientistas defendem que o *underpricing* é fruto das imperfeições do mercado de IPO, o que o torna um custo inevitável no processo de abertura de capital. De acordo com esses estudiosos, a assimetria da informação entre investidores é uma imperfeição constante. Investidores institucionais possuem informações privadas sobre IPOs, e o *underpricing* é uma forma de compensá-los para que revelem tais informações, as quais serão importantes para o processo de precificação da ação. Investidores com menos informações tendem a ter maior alocação de ações em IPOs superprecificados, enquanto IPOs subprecificados têm mais ações alocadas para investidores com maior nível de informação.

A prática do *bookbuilding* permite aos *underwriters* obterem mais informações de investidores mais informados (BENVENISTE e SPINDT, 1989; BENVENISTE e WILHELM, 1990; SPATT e SRIVASTAVA, 1991). O *road show* é de suma importância nesse processo, pois permite aos bancos de investimento medir a demanda pela ação através das indicações de interesse por parte dos investidores. Se há uma forte demanda, o preço da oferta será maior. No entanto, o investidor sabe que, se mostrar interesse em pagar preços maiores, de fato o preço da oferta será maior. Dessa forma, para incentivar o investidor a revelar a informação verdadeira de quanto estaria de acordo em pagar por determinada ação, os bancos de investimento devem compensá-los de alguma forma, normalmente através de uma maior alocação de ações e do *underpricing*.

A quantidade de informações obtidas no processo do *bookbuilding* dependerá do esforço empreendido pelos bancos de investimento no processo. Para mensurar tal esforço, Bradley, Cooney Jr e Singh (2004) estudaram a diferença de rentabilidade entre empresas que foram ofertadas com preços redondos (exemplo: R\$ 20,00) em comparação com empresas que foram ofertadas com preços fracionados (exemplo: R\$ 10,22), considerando que o preço fracionado é mais refinado e preciso, indicando que houve maior esforço dos bancos de investimentos na precificação do ativo. Bradley, Cooney Jr e Singh descobriram que, de fato,

o retorno inicial médio de ofertas com preços redondos foi de 25,5%, enquanto as empresas ofertadas com preços fracionados se valorizaram em apenas 8,1%.

Cornelli e Goldreich (2003) afirmam que a informação obtida com o investidor é o fator preponderante para os bancos de investimentos fixarem os preços do IPO. Em sua pesquisa, Cornelli e Goldreich examinaram 63 ofertas internacionais e concluíram que 80% da variação dos preços das ofertas são explicados pela média do preço-limite que o investidor está disposto a pagar, ponderado pela quantidade de ações que o mesmo está disposto a comprar.

Outra imperfeição do mercado de IPO está relacionada à própria incerteza no processo de avaliação da empresa. Como esse processo é subjetivo em alguns aspectos, a incerteza faz com as avaliações sejam mais conservadoras, principalmente porque a empresa, até antes de abrir o capital, não tinha ações negociadas no mercado, isto é, não havia um preço de referência para o valor da empresa.

Dentro desse contexto, é complicado para o banco de investimento avaliar e alocar ações para clientes em ofertas cujo valor da empresa é muito incerto. Empresas com mais incertezas em seu valor deveriam sofrer maiores perturbações em seu IPO, isto é, mais volatilidade e maior *underpricing* na oferta. No entanto, para obter uma melhor precificação em seus IPOs, o *underwriter* forma uma coalizão de investidores para negociar a participação deles em todas as ofertas. Se o investidor participa em todas as ofertas coordenadas por um determinado banco, este último oferece, em média, um retorno positivo nos primeiros dias de negociação através da prática do *underpricing*. Adicionalmente, estes investidores da coalizão teriam preferência na alocação das ações com maior deságio como forma de compensação da sua participação em ofertas cujos retornos não tenham sido satisfatórios pela incerteza gerada pela empresa ofertante (GONDAT-LARRALDE e JAMES, 2008).

Aggarwal, Prabhala e Puri (2002) estudaram os IPOs americanos de 1997 e 1998 e encontraram uma relação positiva entre a alocação de ações para investidores institucionais e o retorno do primeiro dia de negociação. Estes autores afirmam que os investidores institucionais tiveram um retorno médio de 15,7% no primeiro dia de negociação, enquanto os investidores de varejo tiveram uma rentabilidade de 13,9%. Essa diferença foi fruto da alocação desproporcional para investidores institucionais nas ofertas com maior *underpricing*.

Não menos importantes são os riscos jurídicos da operação. Se grandes investidores obtiverem perdas consideráveis de capital em um IPO, isto é, empresas vierem a mercado superpre-

cificadas, existe o risco da ocorrência de processos judiciais devido à falta de transparência na divulgação de informações e por outras razões que tenham afetado tal precificação acima do valor real da empresa. Algumas atitudes são tomadas pelos *underwriters* e pelas empresas para evitar tais riscos, como a realização de um processo de *due diligence* (análise detalhada de informações e documentos para identificação de pontos críticos e riscos de passivos da empresa) antes da oferta. Não obstante, empresas que tenham maior probabilidade de incorrer em perdas de processos judiciais após a oferta são intencionalmente subavaliadas como forma de seguro para o investidor (LOWRY e SHU, 2002).

2.1.2.6. Aspectos Comportamentais

Outra corrente de estudo do *underpricing* foca no período em que acontece o IPO. Loughran e Ritter (2002) afirmam que na década de 1980 o retorno médio do primeiro dia de negociação das ações americanas foi de 7%, aumentando para quase 15% entre 1990 e 1998 e atingindo o surpreendente valor de 65% durante a bolha de empresas de internet entre 1999 e 2000. Loughran e Ritter (2002) dizem ainda que uma pequena parte desse crescimento se deve às mudanças de risco de empresas que se tornam públicas. No entanto, a maior parte desse crescimento se deve ao conflito de agência entre as empresas ofertantes e os bancos de investimento, uma vez que os *underwriters* passaram a ser compensados pelos seus grandes clientes institucionais, caso eles obtivessem bons retornos com as ações advindas de um IPO.

Dentro dos aspectos comportamentais, o comportamento do mercado também é uma variável para a decisão de abertura de capital e conseqüentemente a existência (ou não) do *underpricing*. O momento ideal para se abrir o capital (*market timing*) está relacionado à existência de uma “janela de oportunidade”, isto é, um momento em que a indústria à qual a empresa pertence está bem avaliada no mercado, o que resulta num menor custo proporcional de emissão das ações, ou seja, um menor *underpricing*.

Quando ocorre um período de alto volume de IPOs, este é chamado de *hot market* (“mercado quente”), e quando o mercado esfria por alguma razão, é chamado de *cold market* (“mercado frio”). O “mercado quente” normalmente ocorre quando as empresas estão bem avaliadas, ocasionando um alto número de IPOs. Para se medir se um determinado mercado está “quente” ou “frio”, Alti (2005) usa a variável de volume mensal de IPOs. Os meses em que o volume de IPOs estão acima (ou abaixo) da mediana do período analisado são considerados

como “quentes” (ou “frios”). Para diminuir o efeito de alguma sazonalidade, o autor utiliza a média móvel do número de IPOs dos três meses anteriores.

Um estudo de Rossi Junior e Marotta (2010) indica que, entre janeiro de 2004 e dezembro de 2007, 83% das empresas brasileiras abriram o capital em períodos “quentes” e 17% emitiram suas ações em períodos considerados como “frios”. O volume total de recursos levantados em períodos “quentes” representou 83,4% do ativo total no final do ano do IPO, 17 pontos percentuais acima do período considerado como “frio”.

Lowry (2003) demonstrou que o volume de IPOs é inversamente relacionado aos retornos das ofertas iniciais e do mercado, indicando que em período de *hot markets* os retornos podem ser pequenos ou mesmo negativos, ocorrendo o contrário nos períodos considerados como *cold market*.

2.1.2.7. Objetivos da Empresa

A terceira e última corrente teórica tenta explicar o *underpricing* através dos objetivos específicos da empresa ofertante. Algumas empresas vêm a mercado para vender uma pequena parcela do seu total de ações para passar a ser reconhecidas no mercado financeiro e ter uma maior precisão do valor da empresa. Com isso, elas realizam uma nova oferta de ações (*follow-on*) para vender uma parcela maior da empresa, obtendo mais recursos para seu caixa (oferta primária) ou para os acionistas vendedores (oferta secundária). No Brasil, os segmentos de listagem com níveis diferenciados de governança corporativa exigem o mínimo de 25% das ações da empresa em circulação no mercado. No entanto, a empresa tem em torno de três anos para atingir esse perfil. Dessa forma, algumas empresas vendem uma parcela menor de suas ações para depois aproveitar um momento oportuno para vender outra parte através de uma oferta subsequente de ações.

Adicionalmente, a cobertura dos analistas passou a ter maior importância do que uma alta avaliação para as empresas ofertantes. Enquanto na década de 1980 a atividade de analistas era nula ou muito pequena, a década de 1990 foi marcada pelo crescimento de sua importância, fazendo com que as empresas fossem incentivadas a buscar analistas bem reputados para acompanhar e recomendar a compra de sua ação. Não obstante, Cliff e Denis (2004) comprovaram empiricamente que o *underpricing* está positivamente relacionado à cobertura de analistas e à presença de um analista bem renomado no mercado cobrindo a empresa ofertante.

Dessa forma, Cliff e Denis confirmaram a hipótese de que a cobertura de analistas é “comprada” através do *underpricing*, apesar de este fato não ser explícito nas negociações entre empresas e bancos de investimentos.

Outro objetivo específico da empresa pode ser a realização do IPO como uma estratégia de marketing da companhia paga através do *underpricing*. O IPO se tornou um evento tão marcante no mercado, com cobertura da mídia, propaganda para atrair investidores de varejo, dentre outros aspectos, que também pode ser considerada uma estratégia de exposição da empresa. Um exemplo específico disso foi a exposição obtida pelas empresas de internet nos Estados Unidos durante o período da bolha, que atraiu diversos investidores-consumidores para seus websites com intuito de conhecer a empresa e comprar seus produtos online (DEMERS e LEWELLAN, 2003).

Por fim, outro motivo específico que aparentemente pode explicar parte do *underpricing* em IPOs é o possível desvio de conduta de CEOs no processo da abertura de capital. O Presidente da empresa pode favorecer a escolha de um determinado banco de investimento como coordenador líder da operação, caso este se comprometa a alocar uma quantidade significativa de ações para determinados investidores. Chen, Choi e Jiang (2007) analisaram 1.213 empresas estatais e 167 empresas privadas que realizaram IPO na China entre o período de 1990 e 2006, encontrando fortes evidências de que CEOs de empresas estatais chinesas foram promovidos dentro da hierarquia por incentivar o *underpricing* desses empreendimentos e por incentivar a alocação de ações para pessoas importantes do governo que poderiam influenciar no desenvolvimento de suas carreiras. Neste estudo não foram encontradas evidências de corrupção para empresas privadas.

2.1.3. Os Benefícios de Abrir o Capital

Os benefícios de fazer um IPO podem ser encarados de diversas formas. O IPO pode ser utilizado para captar recursos para a expansão da empresa, aumentar a liquidez patrimonial dos acionistas, melhorar a imagem institucional, ter a ação como moeda de pagamento de aquisições ou benefícios aos funcionários e ter um referencial de avaliação do negócio (preço de negociação). Para empresas familiares, fazer um IPO ainda pode ser um importante passo para a profissionalização da gestão e para se resolver problemas de sucessão para perpetuação da empresa.

2.1.3.1. Captação de Recursos e Diluição de Riscos

Ter uma nova fonte de captação de recursos é uma importante vantagem do IPO. Estar apto e ter acesso ao mercado de capitais significam obter recursos necessários para financiar projetos de investimento. Com bons projetos, as empresas atraem os investidores interessados e possibilita a diluição dos seus riscos com a adoção de novos acionistas.

As decisões da empresa passam a ser monitoradas pelos novos acionistas, que devem ter acesso à alta administração para criticar, sugerir e elogiar os passos dados na implementação da estratégia da empresa. Esse monitoramento de acionistas externos à empresa é importante para a cobrança constante por resultados e para evitar que a empresa entre numa zona de conforto.

Antes de abrir o capital, os gestores deviam explicações para o único ou os poucos sócios da empresa. Após a oferta, a base de acionistas aumenta, e os gestores passam, então, a dar satisfação para os antigos e para os novos sócios. Após o IPO a exigência deixa de ser “ter uma empresa lucrativa” para ser “ter uma empresa cada vez mais lucrativa”.

2.1.3.2. Liquidez Patrimonial

O sócio de uma empresa de capital fechado tem mais dificuldade de vendê-la do que o sócio de uma organização de capital aberto. Ao fazer o IPO, o sócio de uma empresa obtém a possibilidade de vender sua parte com a negociação diária das ações de sua companhia. Quando uma empresa é fechada, é difícil ter alguma negociação de uma pequena parte da companhia, sendo mais difícil encontrar compradores, uma vez que a empresa não está exposta ao público constantemente.

Em Bolsa de Valores ocorre o contrário. As negociações são feitas todos os dias úteis, e os sócios podem vender quando bem entenderem, haja vista que o mercado concentra investidores interessados em adquirir parte do capital das empresas. Essa venda, mesmo que de uma pequena parte, possibilita a diversificação dos negócios por parte do sócio, que pode utilizar o dinheiro obtido para aplicar em outros negócios.

O IPO aumenta a liquidez patrimonial também pelo fato de tornar a empresa pública. Investidores do mundo inteiro podem acompanhar o desenvolvimento da empresa e eventualmente

se interessar por adquirir parte dela, seja através da bolsa, seja através de uma oferta direta ao acionista controlador.

2.1.3.3. Melhoria da Imagem Institucional

Poucas empresas têm a capacidade e a oportunidade de abrir seu capital. De acordo com a BM&FBOVESPA (2011a), ao final do mês de junho de 2011 existiam apenas 374 empresas listadas, em um universo de milhões de empresas formalmente registradas no Brasil.

Apenas o fato de ter passado, com sucesso, por todas as etapas da abertura de capital já gera credibilidade perante seus diversos públicos. Ter realizado o IPO significa ter capacidade de se organizar, de ter mais transparência no seu desempenho financeiro e operacional, de mostrar ao público quem é a empresa, de onde veio e onde quer chegar.

Quando uma companhia faz seu IPO, ela ganha mais projeção e reconhecimento dos públicos com os quais se relaciona. A empresa passa a ter maior visibilidade, haja vista que começa a ser acompanhada por investidores de todo o mundo, bem como pela mídia financeira.

Dependendo do seu segmento de negócios e do nível de desenvolvimento do mercado de capitais na qual está presente, a empresa pode ganhar até no seu desempenho financeiro. Quanto mais investidores potenciais consumidores o mercado possuir, melhor será para a imagem da empresa. Um estudo realizado por Frieder, Saretto e Tookes (2008) encontrou uma correlação positiva entre o aumento do número de investidores não institucionais e o crescimento de vendas, especialmente em companhias do setor de varejo. Assim, Frieder, Saretto e Tookes confirmam a hipótese de que investidores potenciais também são consumidores potenciais. Além disso, aqueles que se tornam investidores acompanham a empresa mais de perto e acabam conhecendo mais os seus produtos.

2.1.3.4. Ação como Moeda

Quando uma empresa passa a negociar ações no mercado, ela adquire mais uma opção de moeda para aquisição de empresas ou para benefícios dos seus funcionários. Isso ocorre porque o empreendimento tem a possibilidade de pagar toda ou parte da compra de outro empre-

endimento com suas próprias ações ou mesmo dar ou vender ações aos seus funcionários como forma de incentivo ao seu trabalho (*stock option*).

Em companhias abertas, é comum ocorrer o pagamento de aquisições com a própria ação da empresa. Diariamente a ação está sendo negociada a um determinado preço, que pode servir como base para pagamento da compra de outra empresa. Em uma negociação de aquisição, o adquirente pode ofertar parte do pagamento da empresa adquirida em forma de ações, isto é, em vez de parcelar o pagamento ou pagar à vista, a empresa adquirente emite novas ações para o pagamento ou os sócios dão parte de suas ações para tal fim.

Um dos motivos pelos quais empresas fazem o IPO é a possibilidade de fazer novas aquisições, tanto pelo fato de captar recursos no mercado e então comprar outra empresa, como pelo fato de possuir a ação como uma moeda de pagamento de tais operações (CELIKYURT, SEVILIR & SHIVDASANI, 2010). Celikyurt, Sevilir e Shivdasani também afirmam que as empresas que se tornam públicas são mais propensas a adquirirem outras empresas do que a serem adquiridas e que as aquisições são tão importantes para o seu crescimento quanto os investimentos e os gastos com pesquisa e desenvolvimento.

Outra possibilidade de utilizar a ação como moeda é através do plano de remuneração variável denominado *stock option*. Ao implantar um plano de *stock option*, a empresa possibilita ao funcionário, normalmente da alta administração, a compra de determinada quantidade de ações a um preço previamente estabelecido. A partir da sua implantação, o funcionário tem um prazo limite para a compra das ações e, muitas vezes, um prazo mínimo de permanência com o ativo. Esse plano visa incentivar o colaborador a trabalhar mais pela empresa, uma vez que, como é possível comprar a um preço fixo previamente estabelecido, quanto mais se valorizar a ação, maior será o seu ganho.

Apesar de estar fora do escopo deste trabalho, é importante ressaltar que a empresa deve ter certos cuidados antes da implantação de um plano de *stock option*. O plano deve ser estabelecido com o intuito de gerar valor para a empresa no longo prazo e não deve permitir que executivos tomem decisões de curto prazo apenas para aumentar sua remuneração variável. Decisões imediatistas podem ser benéficas para o aumento do preço da ação no curto prazo, mas podem destruir valor no longo prazo.

2.1.3.5. Referencial de Avaliação do Negócio

Uma empresa de capital aberto tem o preço da ação como um referencial de avaliação do seu negócio. O preço atual da ação reflete as perspectivas futuras da companhia e servem como base para que os sócios tenham dimensão do valor da empresa.

É importante ter em mente que, para se chegar ao valor de uma empresa, analistas incorrem em alguma subjetividade nas suas projeções de fluxo de caixa. Além disso, as pessoas internas à empresa podem ter informações estratégicas que gerarão valor para a companhia, informações essas de que o mercado como um todo ainda não dispõe. Dessa forma, o valor da empresa pode variar de acordo com a perspectiva de quem está avaliando.

Outro fator importante a se considerar ao ter o preço como referencial do valor da empresa é o fato de o mercado passar por momentos de forte valorização e momentos de forte desvalorização (crises). Oscilações bruscas de curto prazo podem distorcer a realidade do preço do ativo com o real valor da companhia. Assim, tanto do ponto de vista do investidor que está analisando a compra da ação quanto dos atuais sócios, fatores macroeconômicos e o comportamento de curto prazo do mercado devem ser levados em consideração quando se utiliza o preço da ação como referencial de valor para a empresa.

2.1.3.6. Governança Corporativa e Sucessão em Empresas Familiares

As exigências estabelecidas pela CVM e pela BM&FBOVESPA contribuem para que as empresas aumentem seu nível de Governança Corporativa, passando a adotar práticas utilizadas pelo mercado que aumentam a transparência na execução e divulgação das estratégias financeiras e operacionais das companhias.

Outro benefício do IPO está relacionado à sucessão de empresas familiares. De acordo com Bernhoeft (1996, p. 133), existem três opções de situação de sucessão para o herdeiro de uma empresa familiar: atuar como gestor, acionista ou conselheiro. Atuar como gestor significa entrar na alta administração da empresa ou substituir os parentes que lá estiveram. Atuar como acionista significa simplesmente acompanhar de fora os resultados da empresa e as movimentações do mercado. Para o caso de empresas que optam por fazer o IPO, outra opção é alocar os membros da família no Conselho de Administração e deixar os processos do dia a

dia ser executados por profissionais contratados no mercado. Com isso é possível evitar eventuais brigas e disputas pelo poder entre os membros da família.

A abertura de capital é uma alternativa para realização do processo de sucessão em empresas familiares. Com ou sem os membros da família na gestão direta, a empresa passa a ser monitorada pelos novos acionistas e pelo mercado em geral, sendo cobrada pela busca contínua de bons resultados.

Adicionalmente, com o início da negociação das ações e a profissionalização do negócio, os integrantes da família que não tenham interesse em permanecer como proprietários de uma parte da empresa podem livremente vender suas ações no mercado.

Procianoy (1994) argumenta que, no início da década de 1990, o IPO não era uma boa alternativa de sucessão de empresas, uma vez que a realidade do mercado de capitais era outra e, além de não haver liquidez na negociação das ações ordinárias, o preço pago pelas ações eram inferiores ao seu valor patrimonial. No entanto, a realidade do mercado está mudando. O volume médio diário de negociação ajustado pela inflação na bolsa brasileira passou de R\$ 887 milhões em 1994 para R\$ 6,1 bilhões em 2010 (ECONOMÁTICA, 2011). Dessa forma, à medida que mais empresas vão abrindo o capital, mais recursos vão entrando no país, a bolsa brasileira passa ter mais liquidez e elimina a restrição de falta de liquidez como forma de impedir uma possível venda de integrantes da família controladora.

2.2. QUANDO AS EMPRESAS ABREM O CAPITAL?

A decisão de abrir o capital é muito complexa. Foram discutidos, na seção anterior, os motivos pelos quais uma companhia decide fazer um IPO, passando pelos seus principais custos e benefícios. A questão agora é: ciente dos aspectos relativos à decisão, aos custos e aos benefícios, quando a empresa deve abrir o capital?

2.2.1. Comportamento Histórico no Brasil

O Brasil é considerado atualmente como um país emergente. Em geral, um país emergente é aquele que possui um padrão de vida mediano, uma base industrial em desenvolvimento e o indicador do índice de desenvolvimento humano relativamente acima da média.

A história retrata que o desenvolvimento dos países foi acompanhado pelo desenvolvimento do seu mercado de capitais e vice-versa. Foi iniciada a discussão no tópico de 2.1.1 (decisão de abrir o capital) a respeito dos históricos político e econômico do Brasil para entender o porquê de o mercado de capitais ter iniciado o seu desenvolvimento pleno apenas na última década.

Conforme indicado, alguns fatores macroeconômicos não permitiam o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro no século XX. O Brasil era um país que tinha uma das maiores inflações do planeta, o que corroía o poder de compra, principalmente das classes sociais mais baixas, e dificultava o crescimento econômico. Assim, as empresas também tinham dificuldade para se desenvolver.

A tabela 5 indica como foi o histórico da inflação no Brasil medido pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor – Amplo (IPCA). A diferença das estatísticas entre as décadas de 1980 e 90 e a primeira década deste século é bastante significativa. Em 1989 o país teve a impressionante inflação anual de quase 1.973%. Em 1993 esse indicador chegou a 2.477%. A inflação anual mais baixa da década de 1980 foi de 80%, índice exorbitante, se comparado à inflação atual e à inflação de países desenvolvidos.

Após a implantação do Plano Real, em julho de 1994, a situação mudou. Aos poucos o país começou a ter um controle mais severo sobre a inflação. No final da década de 1990, o Banco Central do Brasil (Bacen) iniciou a política de metas de inflação, estabelecendo um teto máximo adequado para a variação de preços no país.

O novo plano econômico possibilitou a redução da inflação anual média para 6,7%, sendo que no ano de 2006 esse indicador foi de apenas 3,1%.

Tabela 5 – Inflação medida pelo IPCA nas últimas três décadas

Indicador	Década 80	Década 90	Década 00
Média	431,7%	665,4%	6,7%
Mediana	189,6%	247,5%	5,9%
Mínimo	79,7%	1,7%	3,1%
Máximo	1972,9%	2477,1%	12,5%

Fonte: Banco Central do Brasil

Outro aspecto importante que só começou a ser resolvido no início da década de 90 foi a liberação comercial do país para produtos estrangeiros. Antes, a entrada de produtos importados no país era limitada, cobrando-se altas taxas de impostos. O Estado tinha maior participação

na economia através das tentativas de controle de preços e da regulação de alguns mercados considerados estratégicos.

A abertura comercial provocou uma preocupação maior com o investimento em inovação por parte de empresas brasileiras. A concorrência gerada pelos produtos estrangeiros despertou o interesse de empresários para o aperfeiçoamento constante dos seus produtos e serviços e, conseqüentemente, para expansão dos seus mercados. Para isso são necessários recursos, e o mercado de capitais torna-se uma opção competitiva para captação de recursos para novos investimentos.

Com a situação macroeconômica mais estável, inicia-se o processo natural de uma economia capitalista: o crescimento do mercado de capitais. O gráfico 2 mostra a evolução do índice Ibovespa ajustado pela inflação e proventos desde a implantação do Plano Real. É notória a forte valorização do principal índice da Bolsa de Valores de São Paulo, que passou de 14.200 pontos em 1994 para 64.068 em 30 de junho de 2011. É natural que haja oscilações, uma vez que as economias no mundo passam por ajustes de tempos em tempos.

Gráfico 2 – Evolução do Ibovespa de 01/07/1994 a 30/06/2011*

Fonte: Economática (2011)

*Ibovespa devidamente ajustado pela inflação e proventos

A forte valorização da bolsa é fruto do crescimento das firmas que a compõem, o que torna o mercado de capitais bom para as empresas, que captam recursos para seu crescimento, e bom para o investidor, que obtém forte valorização do capital investido.

Não obstante a forte valorização do Ibovespa, outro dado que reflete o crescimento histórico do mercado de capitais brasileiro é o volume médio negociado na bolsa. O gráfico 3 mostra a evolução do volume médio diário ajustado pela inflação negociado na bolsa brasileira de 1994 a 30/06/2011.

Gráfico 3 – Volume Médio Diário de Negociação – 1994/2011* (R\$ Milhões)

Fonte: Economática

*Ajustado pela inflação (IPCA) até 30/06/2011

É notório o crescimento do volume negociado, principalmente na última década. O volume médio diário ajustado negociado passou de R\$ 1.300 milhões em 2000 para R\$ 6.107 milhões em 2010. Especificamente após o ano de 2007, quando houve o número recorde de aberturas de capital, a bolsa brasileira passa para um novo patamar de negociação. O crescimento do volume negociado é fruto de mais empresas fazendo negócios e mais oportunidades de investimento.

2.2.2.1. Dados Históricos de IPOs no Brasil

Conforme visto no gráfico 3, o mercado de capitais brasileiro passou a ter uma nova realidade na última década, principalmente após o ano de 2004. Dentro desse contexto, serão apresentados alguns dados referentes aos IPOs de 2004 a 2011.

O número de ofertas foi crescente desde 2004, até atingir o pico de 64 ofertas em 2007. A partir de 2008, com o início da crise financeira internacional, o número de IPOs caiu drasticamente. Em 2008 foram apenas três ofertas, e em 2009 ocorreram seis IPOs. A partir de 2010, com o início da recuperação da economia mundial após a crise, o número de ofertas volta a crescer e atinge o patamar de 11 operações.

O volume financeiro também atingiu o pico em 2007, com R\$ 54,25 bilhões captados com abertura de capital, conforme demonstrado na tabela 6. O volume médio por oferta aumentou substancialmente em 2008 e 2009, devido à captação de R\$ 6,7 bilhões pela empresa OGX Petróleo e de R\$ 13,2 bilhões pelo Banco Santander Brasil, respectivamente.

Tabela 6 - Volume de Emissões – 2004/2011* (R\$ milhões)

Ano	Nº de Ofertas	Volume Emitido em IPOs	Volume Médio por Oferta
2004	7	4,437.85	633.98
2005	9	5,447.34	605.26
2006	24	13,817.88	575.74
2007	60	54,249.94	904.17
2008	3	7,474.24	2,491.41
2009	6	23,831.46	3,971.91
2010	11	11,193.37	1,017.58
2011*	7	4,843.26	968.65

Fonte: elaborado pelo autor com base nos prospectos de distribuição pública de ações

*Até 30/06/2011

Nota: não estão incluídos IPOs para emissão de *Brazilian Depositary Receipts*

Os investidores estrangeiros têm grande participação no crescimento do volume captado nos IPOs. Como o Brasil ficou mais atrativo em virtude da estabilidade e do crescimento econômico, os investidores voltaram suas atenções para o país e passaram a destinar mais recursos para investir em empresas brasileiras. Um acontecimento histórico e importante para tal comportamento foi a obtenção do nível de grau de investimento (*investment grade*) pelo Brasil no ano de 2008. O grau de investimento é dado pelas principais agências de risco do mundo para países que tenham baixo risco de *default*, isto é, países com maior chance de honrar seus

compromissos financeiros. Vários fatores são considerados pelas agências para dar um grau de investimento, como dívida pública, reservas internacionais e distribuição de renda.

Os investidores estrangeiros tiveram importante participação nos IPOs de empresas brasileiras na última década, conforme demonstrado na tabela 7. Entre 2004 e 2011, os investidores estrangeiros compraram, em média, cerca de 70% das ações ofertadas em IPOs brasileiros. Esse número é crescente até 2008, cai um pouco em 2009 e 2010, provavelmente por causa da crise financeira internacional, mas, com a volta do crescimento econômico mundial e o otimismo dos investidores, em 2011, apesar de não incluir todas as ofertas do ano, volta ao patamar superior 70% de participação.

Tabela 7 – Participação Média de Estrangeiros nos IPOs Brasileiros

Ano	Participação Média de Estrangeiros
2004	48.79%
2005	53.64%
2006	71.25%
2007	70.15%
2008	78.47%
2009	70.01%
2010	70.76%
2011*	71.54%
TOTAL	68.81%

Fonte: Elaborada pelo autor com base nos prospectos e anúncios de encerramento de distribuição pública

Nota: não inclui IPOs de *Brazilian Depositary Receipts*

*Até 30/06/2011

Não obstante a grande participação de estrangeiros nos IPOs brasileiros, é importante também relatar a participação de IPOs por setor de atuação. Entre o ano de 2004 e 30/06/2011, conforme demonstrado na tabela 8, os setores de “Construção e Transporte” e “Financeiro e Outros” foram os que mais se destacaram com 33 e 28 IPOs no período, respectivamente.

Tabela 8 – Empresas por Setor de Atuação

Setor	Quantidade de Empresas
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	5
Materiais Básicos	4
Bens Industriais	6
Construção e Transporte	33
Consumo Não Cíclico	21
Consumo Cíclico	18
Tecnologia da Informação	6
Telecomunicações	1
Utilidade Pública	7
Financeiro e Outros	29
TOTAL	130

Fonte: www.bmfbovespa.com.br

Dentro do setor “Construção e Transporte”, o segmento de “Construção Civil” teve forte participação. Apenas nesse segmento foram 20 aberturas de capital no período analisado. No setor “Financeiro e Outros”, o segmento que mais se destacou foi “Bancos” e “Exploração de Imóveis”, com 11 e 9 IPOs respectivamente. A onda de abertura de capital em determinados setores é fruto de seu ambiente competitivo e do *market timing*, isto é, do momento em que o segmento passa por boa valorização devido a uma forte perspectiva de crescimento.

2.2.2. Ambiente Competitivo

A abertura de capital é um passo estratégico importante para uma organização. As empresas vivem em um ambiente competitivo e, para que seja possível dar um passo estratégico de tamanha importância, é necessário levar em consideração alguns aspectos do ambiente da empresa, como o movimento dos concorrentes e da indústria na qual a empresa está inserida e os impactos que pode causar em fornecedores, clientes e parceiros estratégicos.

Alguns setores são mais propensos à abertura de capital que outros. Uma indústria tem um ciclo de vida definido: nascimento, crescimento, maturidade e declínio. O estágio do nascimento de uma indústria é caracterizado pela incerteza a respeito da viabilidade desse novo segmento. Com o passar do tempo, a resposta do consumidor indica a viabilidade da nova indústria. Quando a viabilidade é percebida pelas empresas participantes, o mercado entra em rápido crescimento. As taxas de crescimento dessa indústria são elevadas, e novos competidores acessam o mercado. Uma indústria madura, por sua vez, já percorreu essas fases e se encontra em um estágio mais moderado, com crescimento estável. Por fim, as indústrias em

declínio experimentam uma queda de demanda por seus produtos, normalmente substituídos por produtos mais inovadores que atendem melhor à demanda dos consumidores.

Indústrias que possuem alto nível de concentração, isto é, o mercado é dividido entre poucas empresas, são menos propensas à abertura de capital. Em geral, isso ocorre em mercados mais maduros, em que a competição é praticamente o ganho de mercado frente a seu concorrente. Não há estímulo ou necessidade de atender uma rápida expansão de demanda com rápido crescimento do mercado. Do outro lado, estão as indústrias que possuem mercados perfeitos, ou seja, mercados em que existem inúmeras pequenas empresas sem uma participação significativa. No meio, entre esses dois tipos de indústrias, estão aquelas que possuem pequenas e grandes empresas, sem a presença de um líder dominante, mas que possuem alta possibilidade de crescimento.

Empresas que se realizam como indústrias em fase de crescimento trabalham com vigor para aproveitar o momento de expansão e ganhar cada vez mais mercado dentro do novo segmento. Para atender essa demanda de crescimento, as empresas têm o mercado de capitais como opção de captação de recursos para financiar sua expansão. O fato de o mercado estar crescendo rapidamente faz com que a empresa muitas vezes não tenha capital próprio ou disponibilidade de outros tipos de financiamento necessários para suprir suas necessidades.

Um exemplo prático que ocorreu no mercado brasileiro foi a indústria da construção civil. Não que essa indústria fosse nova no país, mas, devido aos fatores macroeconômicos abordados anteriormente, o mercado de habitação tem crescido fortemente no Brasil. Com a estabilização da inflação e, conseqüentemente, das taxas básicas de juros da economia, o crédito imobiliário ficou mais acessível. Em décadas passadas, esse tipo de crédito era disponibilizado praticamente apenas por instituições financeiras públicas, pois a incerteza econômica no país fazia com que os bancos privados pouco trabalhassem com esse tipo de crédito.

A acessibilidade ao crédito aumentou significativamente a demanda por habitação. A demanda por este tipo de produto, que antes era deprimida, passa a vigorar com força. Diante desse cenário, empresas de construção civil enxergaram a oportunidade de aproveitar o momento do mercado e, como esse setor é de capital intensivo, o número de IPOs aumentou consideravelmente. Conforme visto na tabela 8, vinte empresas deste segmento abriram o capital entre os anos de 2004 e 2010, captando cifras superiores a R\$ 10 bilhões no mercado.

Esse é um exemplo típico da necessidade de análise do ambiente para abertura de capital. Algumas vezes uma empresa faz um IPO por uma oportunidade específica, mas outras vezes isso ocorre por necessidade. Uma determinada empresa de construção civil que não se movimentasse para abrir o capital naquele momento, com vistas à captação de recursos para expansão, poderia ser “engolida” pelos concorrentes, uma vez que estes estavam supridos de capital para fazer novos lançamentos e aproveitar a oportunidade única de crescimento do mercado.

Chod e Lyandres (2011) examinaram as motivações para abrir o capital de empresas que atuam em mercados competitivos. Chod e Lyandres afirmam que, por ser uma empresa pública e constantemente cobrada por resultados, companhias que fizeram IPO tendem a tomar decisões mais agressivas e arriscadas, que resultam no ganho de competitividade dessas empresas, se comparadas com empresas privadas. Adicionalmente, o estudo desses autores demonstrou que a proporção de empresas públicas em uma indústria é positivamente relacionada com a competição entre as firmas no mercado e a incerteza da demanda pelos produtos.

2.2.3. Market Timing

A teoria do *Market Timing* indica que uma empresa terá um IPO de sucesso se ela abrir o capital dentro de uma “janela de oportunidade”, isto é, em um momento em que a indústria à qual a empresa pertence está bem avaliada no mercado, o que resulta num menor custo proporcional de emissão das ações.

O mercado é orientado pelo sentimento do investidor: quando há confiança e expectativa positiva em relação à economia e à empresa, os preços das ações podem estar acima de seu valor intrínseco. Assim, as empresas esperam um momento positivo do mercado para emitirem suas ações, incorrendo em períodos com muitas aberturas de capital e períodos com poucas ou nenhuma abertura.

O *market timing* não requer sobrevalorização das ações, mas apenas que seus preços fltuem de acordo com o sentimento dos investidores. Se houver sobrevalorização, isso ocorre por alguma irracionalidade característica do mercado. Infelizmente, o sentimento do investidor é uma característica intangível e de difícil mensuração. Dessa forma, a identificação de uma “janela de oportunidade” é feita de acordo com a razão entre as ofertas de ações e os indicadores de avaliação do mercado, bem como desempenho das ações no longo prazo.

As “janelas de oportunidades” estão associadas ao período que a empresa escolhe para abrir seu capital. Quando ocorre um período de alto volume de IPOs, este é chamado de *hot market* (“mercado quente”), e quando o mercado esfria por alguma razão é chamado de *cold market* (“mercado frio”).

O início de um mercado “quente” pode estar relacionado à questão da assimetria de informação. Quando empresas abrem o capital, principalmente de indústrias que ainda não têm representantes no mercado, é possível que os investidores passem a conhecer melhor essa indústria nas primeiras aberturas de capital. O melhor conhecimento da indústria pode diminuir a assimetria de informação e, portanto, diminuir a incerteza na avaliação das empresas. Quando diminuem as incertezas, as ações podem ser mais bem avaliadas, diminuindo o risco de subprecificação para a empresa ofertante, diminuindo os custos de emissão de ações. Dessa forma, os IPOs pioneiros das indústrias podem provocar novas aberturas de capital (ALTI, 2005).

A tabela 9 resume alguns artigos publicados cujo tema é discorrido no texto:

Tabela 9 – Estudos relacionados ao *Market Timing*

Autor(es)	Considerações
Ritter (1984); Benninga, Helmantel e Sarig (2005)	Número de IPOs é maior após um período de altos retornos de ações listadas em uma determinada indústria
Pagano, Paneta e Zingales (1998); Lowry (2003)	Probabilidade de fazer IPO está relacionada ao indicador <i>market-to-book</i> da indústria. Quando maior o nível de preços do mercado, maior o número de IPOs
Rossi Junior e Céspedes (2008)	Empresas brasileiras também tem maior propensão de abertura de capital quando o nível de preços do mercado está alto
Rossi Junior e Marotta (2010)	84% dos recursos captados em IPOs de empresas brasileiras entre os anos de 1996 e 2006 foram realizados em períodos considerados como "quentes".
Aggarwal e Rivoli (1990)	IPOs realizados em período com alto volume de ofertas tem retorno ajustado negativo
Loughran e Ritter (2000)	Empresas que abriam o capital em período com alto volume de ofertas tiveram retorno de longo prazo 0,9% ao mês menor que o retorno de mercado
Hoechle e Schmid (2009)	IPOs realizados em períodos considerados como "quente" tiveram desempenho significativamente pior que as demais ofertas

Fonte: elaborada pelo autor

Os IPOs ocorrem, normalmente, após um período de altos retornos em uma determinada indústria (RITTER, 1984; BENNINGA, HELMANTEL e SARIG, 2005) e, às vezes, antes de

uma queda na avaliação desta indústria, ocasionada por fatores macroeconômicos ou por características específicas do segmento. O *market timing* também se refere à prática de vender ações com altos preços e fazer recompras quando os preços estão baixos (BAKER e WURGLER, 2002).

Pagano, Paneta e Zingales (1998) fizeram um estudo com empresas italianas e constataram que o fator que mais determina a abertura de capital de uma empresa é o indicador *market-to-book* da indústria (indicador calculado pelo valor de mercado dividido pelo valor patrimonial da indústria). Quanto maior esse indicador, maior a propensão de uma empresa abrir seu capital.

Na mesma linha, Lowry (2003) estudou uma amostra de 5.349 empresas que abriram o capital nos Estados Unidos entre 1970 e 1996 e identificou o indicador *market-to-book* (indicador MB) como fator determinante da abertura de capital de uma empresa. Um indicador MB alto está associado ao aumento do número de IPOs, ou seja, empresas abrem seu capital quando o valor de mercado das empresas do mesmo setor estão altos, se comparados ao seu valor contábil.

No Brasil, um estudo de Rossi Junior e Céspedes (2008) com empresas que abriram capital entre janeiro de 1996 e setembro de 2006 também chegou a resultados semelhantes. Estes autores afirmam que as empresas brasileiras tendem a se financiar com o capital próprio quando este tem um custo relativamente baixo em relação ao custo de capital de terceiros e quando o seu valor de mercado é alto comparado ao seu valor patrimonial (indicador MB alto).

Outro estudo indica que, entre janeiro de 2004 e dezembro de 2007, 83% das empresas abriram seu capital em períodos “quentes” e 17% emitiram ações em períodos considerados como “frios”. O volume total de recursos levantados em períodos “quentes” representou 83,4% do ativo total no final do ano do IPO, 17 pontos percentuais acima do período considerado como “frio” (ROSSI JUNIOR e MAROTTA, 2010).

Não obstante a dificuldade de mensurar o sentimento do investidor perante as ofertas de ações, alguns autores utilizam *proxies* para mensurá-lo. Cornelli, Goldreich e Ljungqvist (2006) utilizaram o último preço disponível no *gray market* (“mercado cinza” em livre tradução) imediatamente antes da precificação da ação da oferta. O “mercado cinza” é organizado por corretoras independentes para analisar a expectativa do investidor perante o

valor da empresa a ser ofertada. A precificação da ação por parte dos clientes das corretoras, usualmente composto por pessoas físicas, inicia a partir do arquivamento do prospecto preliminar da oferta, em que está disponível o intervalo de preço estabelecido pelos coordenadores do IPO. Quando os investidores precificam a ação acima do valor da empresa, são considerados otimistas e é esperado um preço acima do estabelecido na oferta após o primeiro dia de negociação. Os investidores são considerados pessimistas quando ocorre o contrário.

Cornelli, Goldreich e Ljungqvist estudaram 486 companhias de 12 países europeus e concluíram que os IPOs das empresas que são negociados com altos preços no “mercado cinza”, isto é, com uma forte presença de investidores otimistas. Eles têm, em média, uma valorização de 40,5% superior ao daquelas empresas que são negociadas sem a presença de investidores otimistas. Esse aumento de preço temporário é parcialmente revertido durante o primeiro ano de negociação. Essa reversão indica que investidores qualificados se aproveitam do sentimento otimista de investidores de varejo para gerarem maiores lucros através da venda de ações sobrevalorizadas.

Outra forma de se estudar a existência de uma “janela de oportunidade” é através dos retornos de longo prazo das empresas que abriram seu capital. Se o IPO foi realizado em um período em que os preços das ações estavam sobrevalorizados, o retorno de longo prazo destas ações será menor, indicando que a empresa abriu o capital em um momento adequado do ponto de vista do vendedor das ações.

IPOs realizados em períodos com alto volume de ofertas têm retorno ajustado pelo retorno do mercado negativo no primeiro ano de negociação (AGGARWAL e RIVOLI, 1990). Adicionalmente, Ritter (1991) afirma que o retorno de uma ação três anos após o início de sua negociação depende do período em que foi realizado o IPO e da indústria a que a empresa pertence. O autor relata que empresas mais novas e empresas que abriram o capital em períodos de alto volume de ofertas em geral tiveram um retorno pior que a média do período estudado. Empresas abrem seu capital próximo ao pico de valor da indústria na qual estão inseridas para aproveitar a “janela de oportunidade” que o mercado está oferecendo.

Um estudo realizado por Loughran, Ritter e Rydqvist (1994) mostrou que empresas geralmente acertam o período mais adequado para realizar seu IPO, vendendo as ações quando estão bem avaliadas, resultando em um baixo retorno de longo prazo para investidores.

Na mesma linha de estudo, Loughran e Ritter (2000) utilizaram o modelo de três fatores para calcular o retorno anormal de longo prazo de IPOs de empresas americanas. O estudo concluiu que, quando dividido os IPOs em período com baixo volume de ofertas e alto volume de ofertas, aquelas empresas que abriram o capital em períodos com alto volume tiveram retorno 0,9% ao mês menor que o retorno do mercado, indicando que em períodos de alto volume as empresas já saem sobrevalorizadas e, conseqüentemente, têm um retorno de longo prazo menor que o retorno do principal índice do mercado.

Lowry (2003) constatou que o volume de IPOs é inversamente relacionado aos retornos das ofertas iniciais e do mercado, indicando que as empresas abrem o capital em momentos nos quais o mercado está sobrevalorizado.

Por fim, Hoechle e Schmid (2009) utilizaram uma amostra de 7.378 empresas que abriram o capital nos Estados Unidos entre 1975 e 2005, para avaliar a performance de longo prazo das empresas que fizeram IPO. O estudo concluiu que os IPOs ocorridos em momentos de sentimento otimista, com alta avaliação das empresas, e IPOs que ocorreram em períodos definidos como “quentes” tiveram uma performance significativamente pior do que outros IPOs.

Portanto, do ponto de vista do dono da empresa que está fazendo seu IPO, independentemente do seu desempenho futuro, é mais benéfico abrir o capital em períodos considerados como “quentes”, uma vez que sua empresa fica mais bem avaliada devido ao otimismo do mercado. No entanto, do ponto de vista do investidor de longo prazo, alocar recursos em IPOs pode se caracterizar como um mau investimento, se comparado ao mercado como um todo. Em geral, os retornos de IPOs são relacionados mais em curto prazo, como veremos na seção de *Underpricing* desse trabalho.

2.3. PREPARAÇÃO DA EMPRESA PARA UM IPO

Em geral, as empresas que abrem o capital passam pelas fases de nascimento, crescimento e maturidade. Geralmente, é em uma fase mais madura do ciclo de vida das companhias que ocorre a abertura de capital. No entanto, existem outras formas de criar empresas públicas. Empresas que são muito grandes e diversificadas podem fazer uma reestruturação corporativa que resulta em desinvestimento em uma determinada divisão da empresa ou pode ocorrer mesmo de uma subsidiária tornar-se uma empresa independente e pública.

A decisão de fazer uma reestruturação corporativa tem algumas diferenças em relação à decisão de abrir o capital. Uma subsidiária não é uma empresa independente que tem poder de decisão sobre a possibilidade de abrir o capital ou não. A empresa controladora tem o poder e a responsabilidade pela tomada de decisão.

As principais formas de reestruturação corporativa são *spin-offs* e *carve-outs*. O *spin-off* é uma distribuição proporcional das ações da companhia subsidiária entre os acionistas da empresa controladora, não envolvendo transação em dinheiro. O *carve-out*, por sua vez, é a venda das ações de uma subsidiária em um IPO. Com a realização de um *carve-out*, a subsidiária torna-se uma nova empresa pública, com os novos acionistas que alocaram recurso em sua abertura de capital. Dependendo do tipo de oferta, o recurso captado no IPO irá para a antiga empresa controladora (oferta secundária), para a própria subsidiária que se tornou pública (oferta primária) ou uma parte para cada (oferta mista).

As reestruturações corporativas são mais comuns em países desenvolvidos e com mercados de capitais maduros que possuem grandes conglomerados de empresas negociando suas ações na bolsa. No Brasil isso ainda é pouco difundido em empresas públicas. Um exemplo recente ocorrido no país foi o IPO do banco Santander Brasil. Apesar de a empresa controladora não ser brasileira, o IPO do Santander foi um exemplo de *carve-out*. A matriz da empresa na Espanha autorizou a abertura de capital da sua subsidiária brasileira, com a imediata entrada de capital e de novos acionistas. A partir de então, o Santander Brasil se tornou uma empresa independente e pública, apesar de sua antiga matriz possuir o controle das ações da companhia.

Como os IPOs advindos de reestruturações corporativas não são comuns no Brasil, o foco deste capítulo será com a abertura de capital tradicional, após o crescimento e desenvolvimento da empresa.

2.3.1. Fases de um IPO

A preparação para a abertura de capital deve iniciar alguns anos antes da oferta. O tempo consumido, os custos envolvidos e as consequências de um IPO para uma empresa exigem uma preparação detalhada do evento.

A preparação para o IPO inicia com a decisão da alta administração em se tornar uma empresa de capital aberto e finaliza com o anúncio de encerramento de distribuição pública de ações, conforme indicado na figura 2.

2.3.1.1. Decisão da Alta Administração e Contratação da Auditoria Externa

Vários fatores afetam a decisão de abrir o capital, conforme visto na seção 2.1. Com a decisão tomada, a alta administração inicia a preparação para receber os novos acionistas. É necessário que a empresa adote, caso ainda não tenha, um software ERP, para dar maior eficiência ao seu sistema contábil, haja vista que empresas públicas devem respeitar prazos de divulgação de resultados financeiros e operacionais. Adicionalmente, é importante que a companhia esteja suficientemente profissionalizada, com executivos experientes no segmento e, se possível, com alguma experiência de trabalho em empresas listadas. Muitas vezes, é necessária também a adoção de estratégias de remuneração variável como fator de incentivo para os funcionários da empresa.

Em meio às várias transformações necessárias no empreendimento, a alta administração tem também o importante papel de contratar os consultores apropriados para a realização do IPO: *underwriter*, assessor financeiro, auditoria externa e escritórios de advocacia. Apesar de cada consultor ser responsável por uma parte importante do IPO, o *underwriter* é quem pode ter maior influência econômica sobre a oferta, pois é responsável pelo contato e a venda das ações para os investidores. Por outro lado, os auditores externos são responsáveis por atestar

a situação financeira da empresa, e os escritórios de advocacia são responsáveis por todos os procedimentos legais referentes a uma oferta de ações. Nos próximos tópicos deste capítulo, será discutida em detalhes cada uma destas atividades.

Geralmente, as empresas, ao ser tomada a decisão de abrir capital, iniciam o processo com a contratação de um auditor externo independente. A legislação brasileira exige que as empresas tenham suas demonstrações contábeis auditadas a partir de, pelo menos, três anos antes da realização da oferta (vide Instrução CVM nº 400).

A empresa de auditoria externa deve ser reconhecida no mercado nacional e internacional pela sua independência e competência na auditoria dos números da empresa. Escândalos contábeis passados, como o da empresa americana Enron na década de 1990, aumentaram a importância desse tipo de serviço. Adicionalmente, a auditoria externa ajuda a empresa a construir uma estrutura contábil adequada para a divulgação de resultados, sendo necessária sua contratação tão logo se decida abrir o capital.

O setor de auditoria de empresas tem uma característica atípica para a indústria de serviços. O mercado mundial é dominado por quatro empresas conhecidas como Big-4 (*big four*): Price-waterhouseCoopers, Ernst & Young, KPMG e Deloitte. Estas empresas possuem cerca de 90% do mercado (DRAHO, 2005), e o restante é suprido por várias pequenas empresas. Em geral, as empresas decidem pela contratação de uma dessas quatro multinacionais do segmento, pois isso dá confiança ao investidor quanto à veracidade dos números divulgados.

Os custos da auditoria podem ser subdivididos em duas partes: custos dos serviços em si e custos de possíveis perdas, principalmente relacionados à imagem da instituição. Os custos dos serviços variam de acordo com a complexidade da estrutura acionária da empresa, que envolve, entre outros aspectos, o tamanho, o número de subsidiárias e existência de subsidiárias internacionais. As possíveis perdas, por sua vez, são relacionadas ao risco de litígios e aos danos causados à reputação da empresa em caso de ocorrência de processos judiciais relacionados ao serviço prestado por ela.

O fato de as empresas contratarem uma das *Big-4* para realizar o serviço de auditoria externa está intimamente ligado à reputação da firma. Até a década de 1990, outra empresa também fazia parte do seleto grupo de multinacionais de auditoria, mas encerrou suas atividades após escândalos de fraudes contábeis ocorrerem nos Estados Unidos. Atualmente, as empresas com melhor reputação compõem esse grupo, apesar de ocasionalmente uma instituição se sair

prejudicada por alguma falha no serviço prestado descoberta através de escândalos na imprensa ou por intervenção de órgãos competentes nas empresas.

O principal benefício de contratar uma das *Big-4* está relacionado à certificação de credibilidade dos dados operacionais e financeiros das empresas que estão prestes a emitir ações. Os investidores que ingressarem como acionistas no IPO de uma empresa ficam mais tranquilos ao saber que as demonstrações contábeis estão passando por uma boa supervisão, diminuindo o risco de futuras perdas relacionadas a processos judiciais.

Em suma, os auditores externos desempenham um papel importante no processo de abertura de capital. Os custos envolvidos são altos, mas é importante a empresa fazer um *trade-off* entre os custos de contratação desse *player* e seus benefícios. Contratar uma das *Big-4* em IPOs pode diminuir os riscos de litígios do processo, o que pode incorrer em altas despesas no futuro.

2.3.1.2. Contratação de um *Underwriter*

O segundo passo para a abertura de capital está relacionado à contratação do *underwriter*, dos advogados e dos assessores financeiros. O *underwriter* é um intermediário financeiro responsável pela colocação das ações no mercado. Essa função é feita por uma instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil. Normalmente, o *underwriter* é um banco de investimento ou um banco múltiplo que possui uma divisão de banco de investimento. Os advogados trabalham na assessoria para o cumprimento da legislação vigente sobre IPOs, e os assessores financeiros, por sua vez, são contratados pela companhia para fazer uma intermediação da empresa com os *underwriters*. Estes assessores se responsabilizam pelo serviço de consultoria a respeito da estruturação financeira da empresa antes e depois do IPO.

A contratação do banco de investimento é um fator crucial para o sucesso do IPO. Se a instituição não tiver experiência ou reputação adequada para esse tipo de operação, a empresa corre o risco de não conseguir vender bem suas ações, porque estas não foram corretamente precificadas ou porque não foram totalmente vendidas no mercado (oferta maior que a demanda).

Normalmente a alta administração de uma empresa nunca passou por um processo de abertura de capital. Algumas companhias até contratam diretores financeiros que tenham alguma experiência em IPOs, mas raramente tem conhecimento dos verdadeiros interesses dos inves-

tidores em uma determinada oferta. Dessa forma, é importante discorrer um pouco sobre o processo de contratação do banco de investimento, seu papel e suas obrigações no processo de abertura de capital.

O serviço de um *underwriter* pode ser dividido basicamente em três partes: assessoria na preparação da alta administração para elaboração do prospecto de distribuição pública, avaliação inicial do valor da empresa e organização do processo de precificação e, por fim, a distribuição das ações para os investidores.

O prospecto de distribuição pública é um documento complexo e extenso. É uma exigência da CVM para todas as ofertas públicas de ações no Brasil. Sua estrutura e conteúdo são definidos pela Instrução CVM nº 400. A administração tem de estar ciente da complexidade do documento e alocar as pessoas certas para sua elaboração. Normalmente, isso envolve todos os setores da empresa para a coleta de informações. Os bancos de investimento prestam assessoria, principalmente na organização da estruturação do documento e na elaboração da seção de fatores de risco que envolvem todos os riscos externos (macroeconômicos, setoriais, legislação e regulamentação) e internos (riscos dos negócios) à empresa. A seção de fatores de risco é muito importante no prospecto, pois é um fator-chave de análise por parte dos investidores na hora da decisão de alocar ou não capital na companhia.

Com todas as informações organizadas e disponíveis, os bancos de investimento fazem uma avaliação da empresa para saber o seu valor. Normalmente, devido aos riscos inerentes ao processo de avaliação, a empresa é avaliada com um intervalo de preço para sua ação. Esse intervalo de preço serve como base para a precificação final no processo de *bookbuilding*.

Por fim, o *underwriter* tem o papel de realizar a distribuição das ações da oferta. É papel do banco de investimento prospectar investidores nacionais e estrangeiros interessados em investir em determinada empresa. Para isso, é necessário traçar um plano de marketing da oferta para atrair o maior número possível de novos acionistas. Quanto maior a demanda pela ação, maior será seu preço dentro do intervalo e maior poderá ser sua valorização nos primeiros dias de negociação, tornando o IPO um caso de sucesso no mercado.

A tabela 10 mostra a situação da precificação das ofertas de empresas brasileiras entre o ano de 2004 e o dia 30/06/2011. Das 122 ofertas analisadas, 84 saíram dentro do intervalo estabelecido pelos bancos de investimento, sendo 21 delas ofertadas pelo valor igual ao limite infe-

rior estabelecido. Outras 17 empresas foram ofertadas com valor exatamente igual ao limite superior estabelecido.

Tabela 10 – Situação do Preço da Oferta de acordo com o Intervalo Estabelecido

Situação do Preço da Oferta		Nº de Empresas
Abaixo do Intervalo		29
Acima do Intervalo		8
Dentro do Intervalo	Abaixo da média do intervalo	15
	Acima da média do Intervalo	18
	No limite inferior do intervalo	22
	No limite superior do intervalo	18
	Exatamente na média do intervalo	16
TOTAL		126

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos avisos de mercado publicados pelas empresas

Nota: foram excluídos os IPOs com *Brazilian Depositary Receipts*, a empresa Renar Maçãs por ter adotado mecanismo de preço fixo e as empresas Invest Tur e Brasil Agro por características específicas dessas ofertas

No período analisado, apenas oito empresas foram ofertadas com preço superior àquele estabelecido pelo banco de investimento, tendo metade delas ocorrido no ano de 2007, quando o Brasil obteve recorde histórico do número de IPOs.

Por outro lado, 29 empresas foram ofertadas abaixo do intervalo estabelecido pelos bancos de investimento, evidenciando que os investidores exigem, de fato, um desconto no preço da ação em relação ao que foi avaliado pelo banco de investimento como forma de compensação do risco de alocar recursos em empresas cuja incerteza de avaliação é maior, possibilitando a ocorrência de um maior *underpricing* da oferta.

Os IPOs brasileiros realizados na última década tiveram, em sua maior parte, três bancos de investimentos como coordenador líder da operação: UBS, Credit Suisse e Itaú BBA. A tabela 11 mostra o número de IPOs realizados por cada banco de investimento atuante no mercado brasileiro, com os respectivos volumes globais das ofertas. Os dados são relativos às ofertas em que estes bancos de investimento exerceram a função de coordenadores líderes da operação.

De acordo com a tabela 11, os três *underwriters* supracitados tiveram, no período de 2004 a 30/06/2011, aproximadamente 55% do *market share* dos IPOs no Brasil, do ponto de vista de volume, e 63% do *market share*, do ponto de vista do número de ofertas. Os dados mostram que há relativa concentração nesse mercado, o que pode contribuir para o aumento dos custos

com este tipo de serviço. Por outro lado, isso reflete a confiança das empresas no serviço prestado por estes bancos de investimento, que zelam por sua reputação no sucesso de operações de IPOs.

Tabela 11 – Número e Volume Financeiro de IPOs por Banco de Investimento* – 2004/2011**

Underwriter	Nº de Ofertas	Volume das Ofertas (R\$ MM)	Volume Médio por Oferta (R\$ MM)
Credit Suisse	34	28,250.2	830.9
UBS	32	24,432.7	763.5
Itau BBA	15	9,841.0	656.1
Merrill Lynch	7	4,677.9	668.3
Pactual	6	3,434.6	572.4
Morgan Stanley	6	3,114.6	519.1
Bradesco	5	13,752.7	2,750.5
Unibanco	5	6,208.2	1,241.6
BTG Pactual	5	3,415.4	683.1
Santander	4	13,169.6	3,292.4
JP Morgan	4	2,788.2	697.1
Citibank	1	608.6	608.6
Deutsche Bank	1	484.5	484.5
Fator	1	378.9	378.9
Banco Real	1	244.9	244.9
Elite	1	16.0	16.0
TOTAL	128	114,818.0	897.0

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos prospectos de distribuição pública

*Bancos de Investimentos que exerceram a função de Coordenador Líder do IPO

**Ofertas realizadas até o dia 30/06/2011

O processo de seleção de um *underwriter* deve levar em conta uma série de variáveis. Primeiro, a empresa deve analisar quem são os bancos de investimento que realizam este tipo de operação. Em seguida, é necessário avaliar quais bancos de investimentos são adequados para as demandas específicas da empresa. Se a oferta for muito grande para a realidade do mercado acionário na qual será realizada, por exemplo, é necessário um banco de investimento que tenha grande capacidade de distribuição, o que limita o leque de potenciais prestadores desse serviço, principalmente no Brasil.

A capacidade de distribuição dos *underwriters* remete aos contatos e aos clientes que este possui no mercado financeiro mundial. Existem bancos de investimento que são mais focados no contato e no atendimento de investidores americanos, outros em investidores europeus e outros ainda possuem penetração em investidores asiáticos. No Brasil, temos disponíveis al-

guns bancos de investimento que fazem bem o trabalho na prospecção dos investidores nacionais, apesar de ainda terem menor participação nos IPOs brasileiros.

Não obstante os serviços prestados pelos bancos de investimentos, outros critérios devem ser levados em conta na seleção de um *underwriter*: custos do serviço, cobertura de analistas e reputação.

2.3.1.2.1. Remuneração do Underwriter

A remuneração do *underwriter* é um tema de discussão importante na literatura. Ela está diretamente associada ao sucesso da oferta, pois o pagamento dos serviços é feito de forma variável, como um percentual do valor global da oferta. Normalmente, o pagamento dos *underwriters* é feito através de comissões que variam de acordo com o tamanho da oferta. As comissões envolvidas na operação são as seguintes: comissão de coordenação, comissão de garantia firme, comissão de colocação e comissão de incentivo ou de melhores esforços.

Comissão de coordenação: é paga pelo serviço de coordenação do IPO. Esta comissão é dividida entre todos os *underwriters*, sendo que o coordenador líder e o *joint bookrunner* (coordenador da oferta) recebem a maior parte. Os coordenadores contratados (*co-managers*) recebem o restante do valor pago para o serviço de coordenação do IPO.

Comissão de colocação: dividida entre os coordenadores da oferta de acordo com o número de ações pelas quais cada um é responsável pela venda. Normalmente o coordenador líder e os *joint bookrunners* ficam com a maior parte, pois são responsáveis pela subscrição da maior parte das ações da oferta.

Comissão de garantia firme: é dada ao *underwriter* para garantir a compra das ações que porventura não tenham sido vendidas na oferta. Cada um dos coordenadores responsáveis pela oferta irá adquirir, de forma individual e solidária, a totalidade do eventual saldo resultante da diferença entre o número de ações ofertadas no IPO menos o número de ações efetivamente vendidas. O valor pago por cada ação será o preço por ação estabelecido na oferta, e a quantia referente a cada coordenador da oferta é determinada no contrato de distribuição de ações assinado pelos *underwriters* e o acionista vendedor. Não necessariamente todos os coordenadores da oferta recebem essa comissão. Muitas vezes essa garantia é dada apenas pelo coordenador líder e o *joint bookrunner*, que ficam com esta remuneração.

A comissão de garantia firme é muito importante para a empresa devido à característica de segurança dada aos acionistas na venda das ações. Os bancos de investimento cobram pelo risco de a oferta não ser bem sucedida e eles arcarem com a obrigação de compra das ações. Por outro lado, o empresário fica mais tranquilo com a garantia de venda. Não menos importante é o aspecto psicológico do empresário emissor das ações, uma vez que, caso a oferta de ações não seja bem sucedida, isso será prejudicial para sua imagem no mercado e na sociedade.

Comissão de incentivo ou “melhores esforços”: paga aos *underwriters* pelo comprometimento em realizar os melhores esforços para a colocação das ações no mercado. Neste caso, não há, por parte do *underwriter*, nenhuma garantia de colocação da totalidade das ações do lançamento. Portanto, é a empresa que corre o risco de não vender todas as ações inicialmente propostas.

A tabela 12 destaca algumas medidas de estatística descritiva a respeito de cada comissão paga aos *underwriters* nas ofertas ocorridas entre o ano de 2004 e 30/06/2011:

Tabela 12 – Remuneração do *Underwriter* - Comissões

Medida	Comissão de Coordenação	Comissão de Colocação	Comissão de Garantia Firme	Comissão de Incentivo	TOTAL de Comissões
Média	0.65%	1.93%	0.65%	0.74%	3.95%
Mediana	0.60%	1.80%	0.60%	0.68%	4.00%
Desvio-Padrão	0.20%	0.64%	0.22%	0.67%	1.09%
Mínimo	0.14%	0.41%	0.14%	0.00%	0.69%
Máximo	1.50%	4.59%	1.80%	3.00%	6.60%

Fonte: elaborada pelo autor com base nos prospectos definitivos de distribuição pública

O valor médio cobrado pelos *underwriters* no Brasil foi de aproximadamente 4% sobre o valor total da oferta. Ao considerar o valor médio por oferta na tabela 11, é possível atestar que a remuneração média foi de aproximadamente R\$ 36 milhões para os IPOs realizados entre 2004 e 30/06/2011.

É prática de mercado a comissão de coordenação ser semelhante à comissão de garantia firme, enquanto a comissão de colocação é maior, haja vista que esta reflete a responsabilidade do banco de investimento pela venda da ação. É importante ressaltar que estes são os custos apenas com a comissão dos *underwriters*, pois os custos totais da oferta ainda envolvem a remuneração dos auditores e dos escritórios de advocacia, as taxas de listagem e as despesas gerais da oferta.

Outra parte da remuneração dos *underwriters* se refere ao exercício de opção de venda de ações suplementares e é regulamentado no artigo 24 da Instrução CVM nº 400:

O ofertante poderá outorgar à instituição intermediária opção de distribuição de lote suplementar, que preveja a possibilidade de, caso a procura dos valores mobiliários objeto de oferta pública de distribuição assim justifique, ser aumentada a quantidade de valores a distribuir junto ao público, nas mesmas condições e preço dos valores mobiliários inicialmente ofertados, até um montante pré-determinado que constará obrigatoriamente do Prospecto e que não poderá ultrapassar a 15% da quantidade inicialmente ofertada. (ICVM nº 400)

Se houver excesso de demanda na oferta, o preço da ação deve subir. O coordenador líder do IPO pode comprar mais um lote de ações ao preço inicial da oferta e revendê-lo ao preço de mercado. A diferença no preço da ação é mais uma remuneração que o banco de investimento obtém nas ofertas de ações.

Vale ressaltar que o coordenador líder tem a opção e não a obrigação de comprar esse lote suplementar. A instituição só irá fazê-lo quando forem financeiramente viáveis, isto é, quando os preços tiverem aumentado num curto espaço de tempo após a oferta.

Dunbar (1995) estudou o papel da opção de aquisição de lote suplementar como forma de remuneração do *underwriter* e constatou que, nas 480 empresas americanas estudadas, essa forma de remuneração ajudou a diminuir o custo de *underpricing* da oferta. De acordo com esses autores, as empresas que adotaram esta forma de remuneração obtiveram *underpricing* 13 pontos percentuais menor que aquelas que optaram por não adotá-la para os bancos de investimentos.

Por fim, a terceira e última parte da remuneração dos bancos de investimento está relacionada ao *underpricing*. O *underpricing* de uma oferta é um custo para a empresa, pois ela é vendida abaixo do suposto valor justo, tornando-se uma remuneração para os bancos de investimento, pois, ao optarem pela aquisição de lote suplementar, quanto maior a valorização da empresa, maior será o benefício financeiro do *underwriter*.

2.3.1.2.2. Cobertura de Analistas

Normalmente um banco de investimento tem como divisão de negócio uma corretora através da qual os clientes operam suas compras e vendas de ações no mercado. As corretoras possu-

em analistas que fazem a cobertura das ações, isto é, avaliam o preço da ação considerado por eles como justo, acompanhando o seu desempenho no mercado. A cobertura das ações é realizada por analistas *sell side*. De acordo com Treiger (2009, p. 37), esses analistas são representantes de bancos ou corretoras que emitem relatórios de recomendação de compra, manutenção ou venda de ações listadas em bolsa de valores. Seu objetivo principal é vender títulos para investidores clientes da instituição que representam.

Os analistas *sell side* tem um bom relacionamento com grandes investidores, pois, como acompanham de perto as ações de um determinado setor, eles adquirem bons conhecimentos sobre os mesmos e são consultados por investidores que têm alguma dúvida específica sobre a empresa ou sobre o seu setor de atuação.

Os analistas *sell side* também podem desempenhar o papel de intermediadores do contato entre a empresa e o investidor, uma vez que algumas empresas podem utilizar o seu relacionamento com o analista *sell side* para prospectar novos investidores em seu processo de *targeting* de potenciais investidores.

O processo de cobertura de uma empresa inicia normalmente com o contato entre o analista *sell side* e a área de Relações com Investidores da empresa. Os analistas começam a estudar a companhia através dos relatórios financeiros e operacionais divulgados. Em caso de dúvidas, entram em contato com o diretor de Relações com Investidores (Diretor de RI) ou com o Diretor Financeiro da empresa (CFO). Muitas vezes são realizadas reuniões com o presidente da empresa (CEO) para entender melhor qual a estratégia de atuação da companhia nos anos seguintes e o que os executivos estão pretendendo fazer para crescer no mercado de atuação ou em outros mercados, com o intuito de gerar valor para o acionista. Com subsídios das informações financeiras e operacionais da empresa, do mercado de atuação, das perspectivas econômicas do(s) país(es) em que a firma atua e das reuniões com os executivos da companhia, os analistas avaliam a empresa e chegam ao que consideram ser o preço justo das ações. Com a avaliação pronta, os analistas emitem um relatório de início de cobertura da empresa para os clientes da corretora na qual representam, com o intuito de vender a firma para seus clientes. As recomendações dos relatórios estão relacionadas à forte compra (*strong buy*), compra (*buy*), manutenção (*hold*) ou venda (*sell*).

Após a emissão do relatório de início de cobertura, os analistas ficam em contato com o diretor de RI da companhia e, quando ocorre qualquer fato relevante ou divulgação de resultados, os analistas atualizam seu modelo de avaliação da empresa, verificando se os números divul-

gados estão em sintonia com os números por eles projetados. Após essa análise, são emitidos novos relatórios apenas com a atualização dos dados da empresa e com as novas perspectivas da companhia, de acordo com as novas informações divulgadas.

A importância da cobertura de analistas pode ser mensurada pelo valor que ela gera nas ações das empresas. Em geral, as ações sofrem uma reação significativa e positiva quando é iniciada uma nova cobertura de analistas de um banco de investimento com boa reputação. Com a emissão do relatório para os clientes, a empresa passa a ser conhecida e mais negociações são realizadas. Assim, aumenta a liquidez das ações e, conseqüentemente, seu valor (DHIENSIRI e SAYRAK, 2010), uma vez que a liquidez das ações está diretamente relacionada ao preço dos ativos, haja vista que quanto maior o volume de negociação do ativo, menor será seu custo de transação, isto é, menor será o prêmio por liquidez estabelecido pelo investidor (AMIHU e MENDELSON, 1986).

Como o analista *sell side* tem uma boa relação com investidores, na contratação de um *underwriter* também deve ser considerada a força e a reputação dos analistas *sell side* vinculados a este banco de investimento. Um analista que tenha uma boa reputação e penetração com investidores de grande porte é de suma importância para beneficiar a imagem da empresa no mercado, haja vista que os investidores tendem a confiar mais nos profissionais que tem um histórico de credibilidade na avaliação e cobertura de empresas. Draho (2005, p. 191) cita que durante a bolha de internet ocorrida nos Estados Unidos, no final da década de 1990 e começo da década de 2000, muitas empresas americanas escolheram o banco Morgan Stanley como principal *underwriter* devido à cobertura da analista Mary Meeker, que era reconhecida por ter um impacto positivo na avaliação das ações do setor de internet.

Cliff e Denis (2004) mostraram que, numa amostra de 1.050 IPOs realizados nos Estados Unidos entre os anos de 1993 e 2000, 94,5% dos analistas *sell side* vinculados à mesma instituição do coordenador líder do IPO emitiram recomendação de *buy* ou *strong buy* para as ações. Esse número sobe para 96,8%, se forem considerados apenas os *underwriters* que não se caracterizavam como coordenadores líderes da operação. Os números mostram a importância de se contratar uma instituição que tenha um analista com boa reputação no mercado.

Krigman, Shaw e Womack (2001) realizaram uma pesquisa com 62 empresas, num universo de 180, que fizeram uma nova oferta de ações em até três anos após o seu IPO e decidiram mudar de *underwriter*, isto é, o coordenador líder da oferta do IPO não foi o mesmo da oferta

subsequente de ações. O trabalho buscou identificar os motivos pelos quais as empresas mudaram de *underwriter* entre uma oferta e outra. Os resultados indicaram que o fator principal para tal mudança foi a insatisfação com a quantidade e a qualidade de cobertura de analistas. A pesquisa mostrou também que as empresas que mudaram de *underwriter* conseguiram a adesão de cobertura de analistas de maior qualidade, de acordo com a premiação da revista *Institutional Investor*, se comparado às empresas que não trocaram de *underwriter*.

Na mesma linha de estudo, Cliff e Denis (2004) evidenciaram, em sua pesquisa, que as empresas que realizaram IPO têm maior propensão a trocar de *underwriter* numa oferta subsequente de ações, se o analista vinculado ao coordenador líder da operação não tiver dado recomendação de compra da ação da empresa um ano após o IPO.

A importância da cobertura de analistas para a escolha do *underwriter* é mostrada também por Ljungqvist, Marston e Wilhelm (2009). Estes autores afirmam que, quando um banco de investimento fornece a cobertura do seu analista responsável pelo setor, isso aumenta as chances de ele ser nomeado como coordenador adjunto da oferta. A nomeação deixa o relacionamento com a empresa mais próximo, aumentando as chances de se obter a indicação de coordenador líder em futuras operações, sejam elas de emissão de ações ou de emissão de dívidas no mercado de capitais.

2.3.1.2.3. Reputação

A reputação do *underwriter* é outro fator importante para a sua contratação. Uma empresa que tem seu IPO coordenado por um banco de investimento com boa reputação automaticamente terá mais confiança entre os investidores, uma vez que a reputação de um banco de investimento está diretamente relacionada à confiança no seu trabalho.

Um banco de investimento com boa reputação evita trabalhar com uma empresa que não tenha potencial para o mercado, pois o desempenho do IPO pode ser abaixo das expectativas e, consequentemente, afetar a imagem do *underwriter* na comunidade de investidores. Dessa forma, a contratação de um banco de investimento com prestígio no mercado pode ser um sinal para investidores de que a oferta é “confiável”, factível de se analisar para alocação de capital (CARTER e MANASTER, 1990).

A reputação do *underwriter* está relacionada à existência de *underpricing* na oferta. Ao analisar uma amostra de 3.820 IPOs americanos entre 1988 e 2008, Booth, Booth e Deli (2010)

verificaram que as empresas que escolhem *underwriters* com alta reputação têm menor *underpricing* que aquelas que escolheram *underwriters* com baixa reputação. Bancos de investimento utilizam sua boa reputação para certificar a existência de valor da empresa ofertante, reduzindo a incerteza dos investidores perante o desempenho e o real valor das ações dessa companhia (BOOTH, BOOTH e DELI, 2010).

Su e Bangassa (2011) examinaram 391 IPOs realizados na China entre os anos de 2001 e 2006, concluindo que a reputação do *underwriter* é estatisticamente e positivamente relacionada ao desempenho de longo prazo das ações das empresas. Os retornos de longo prazo são menos negativos para IPOs que foram subscritos por bancos de investimento com boa reputação do que aqueles subscritos com *underwriters* com baixo nível de reputação (SU e BANGASSA, 2011).

2.3.1.2.4. Relacionamento Prévio entre Empresa e Underwriter

O relacionamento prévio entre uma empresa e um banco de investimento também é um fator importante na seleção do *underwriter*. É natural que os administradores de uma empresa sintam mais confortáveis em trabalhar com quem já tem algum tipo de relacionamento com a companhia, pois o histórico de contato pode trazer confiança para o desempenho de outras atividades, como a coordenação de um IPO. No entanto, algumas ressalvas devem ser alertadas para que o relacionamento não seja o fator determinante da escolha do *underwriter*.

Primeiramente, conforme já indicado, a empresa deve atestar se o banco com o qual ela possui relacionamento possui alguma experiência também na atividade de *underwriter*. Esse é um fator crucial para decisão, pois, como já discutido anteriormente, a reputação e a credibilidade do banco de investimento pode afetar positivamente o IPO da empresa. Adicionalmente, deve-se levar em consideração possíveis conflitos de interesse que um banco possui ao coordenar o IPO da empresa e também se possui operações de crédito ou outras operações que comprometam a situação financeira da companhia.

Xie (2007) argumenta que bancos que emprestam e realizam a atividade de *underwriter* para uma empresa têm incentivos para esconder ou distorcer informações a respeito dos riscos e da qualidade da empresa ofertante. Outro conflito existente é utilização do recurso adquirido no IPO para pagamento dos empréstimos, o que deixa os novos acionistas em posição de risco

devido à diferença entre a informação disponível ao banco de investimento, se comparada à informação de quem está de fora do processo, apenas alocando capital.

Na mesma linha, Santos, Silveira e Barros (2010) afirmam que a relação entre os bancos que exercem o papel de *underwriters* e as empresas que estão abrindo o capital influenciam tanto o momento quanto o preço e, conseqüentemente, o desempenho da ação negociada.

Por outro lado, empresas que não possuem relacionamento prévio com *underwriters* devem estar bem assessoradas, para que não haja distorção na avaliação do empreendimento e do momento adequado para abertura de capital, incorrendo num maior *underpricing* e, conseqüentemente, num maior custo de abertura de capital.

2.3.1.3. Contratação de Escritórios de Advocacia e início do *Quiet Period*

Ao mesmo tempo em que a empresa faz a contratação do *underwriter*, ela deve também contratar os escritórios de advocacia que serão responsáveis pelos trâmites legais da operação. A importância econômica da contratação dos advogados relativa aos *underwriters* é menor, mas a presença desses profissionais é vital para o bom desempenho de um IPO.

Os escritórios de advocacia são contratados para auxiliar no processo legal da abertura de capital. É importante que a empresa contrate advogados com experiência em IPOs, para diminuir ao máximo qualquer risco de litígios. A preparação de documentos e contratos para a abertura de capital é de suma importância, devido aos custos envolvidos na operação e aos riscos econômicos e de reputação para a empresa.

Os escritórios de advocacia, em conjunto com o *underwriter* contratado, representam a empresa perante a CVM. Todas as obrigações legais necessárias para a abertura de capital devem ser supervisionadas por esses escritórios, inclusive a preparação de documentos para o registro de empresa pública.

Para citar um exemplo, os escritórios de advocacia supervisionam todas as informações contidas num prospecto de distribuição pública. Cada informação inserida neste documento, que é apresentado à CVM, deve ter a fonte comprovada, seja uma informação interna gerada pela contabilidade e atestada pela auditoria externa, seja uma informação externa. As informações internas são assinadas pelos gestores responsáveis pela informação e, dependendo do caso, pela auditoria externa. Com relação às informações externas, se a empresa divulga em seu

prospecto algum dado econômico coletado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), por exemplo, o documento no qual está divulgada essa informação deve ser enviado aos escritórios. Todo esse critério na divulgação de informações serve para evitar a difusão de dados irreais, evitando que ocorra qualquer processo judicial futuro relativo à abertura de capital da empresa.

Os custos com escritórios de advocacia também variam de acordo com a complexidade da operação e os riscos atribuídos aos advogados envolvidos no IPO. Se a oferta de ações for realizada também no exterior, aumenta a complexidade da operação e, consequentemente, o custo do serviço.

A tabela 13 indica que os custos médios com advogados em IPOs brasileiros foram de aproximadamente 0,4% do valor total da oferta. Existe uma dispersão grande, uma vez que, conforme mencionado, isso depende da complexidade e do tamanho da operação.

Tabela 13 – Custos com advogados em IPOs brasileiros

Despesa	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
Custo com Advogados	0.42%	0.38%	0.29%	0.02%	1.71%

Fonte: Elaborada pelo autor com base nos prospectos de distribuição pública

Nota: não incluir as ofertas de BDRs; não estão incluídas empresas cujo prospecto não informava o valor ou informava os custos conjuntos de advogados e auditores.

Em ofertas muito grandes, o custo dos advogados dilui e representa um pequeno percentual da oferta, como foi o caso da empresa Cielo, cuja despesa com escritórios de advocacia representou 0,02% do total da oferta. Por outro lado, esse custo pode ser significativo em ofertas menores, como foi o caso da empresa Abyara cuja despesa com escritórios de advocacia representou 1,71% do valor total da oferta.

Com a contratação dos *underwriters* e dos escritórios de advocacia, também se inicia o período de silêncio (*quiet period*) da empresa. Disposto no artigo 48 da Instrução CVM número 400, no período de silêncio a empresa fica proibida de fazer qualquer manifestação pública a respeito de seu desempenho financeiro e operacional ou de qualquer informação relevante que influencie no preço estabelecido na oferta da ação. Adicionalmente, todas as pessoas envolvidas com a operação ficam proibidas de negociar a ação até a publicação do anúncio de encerramento da oferta.

2.3.1.4. Reunião com todos os participantes da Oferta e Preparação do Prospecto Preliminar

Após a contratação de toda a equipe, é importante que a empresa realize uma reunião com todos os membros responsáveis pelo IPO. Nesta reunião fica determinado quem será responsável por cada atividade necessária no processo de abertura de capital. A partir de então os participantes da oferta começam a se mobilizar para a elaboração do prospecto de distribuição pública de ações.

O prospecto é um documento extenso e complexo. É necessário dedicação de muitos colaboradores na coleta das informações exigidas pela CVM. O artigo 40 da instrução CVM número 400 regulamenta o conteúdo mínimo necessário no prospecto, sendo que a CVM poderá definir diferentes conteúdos conforme as características da operação em razão do tipo de valor mobiliário ofertado ou do público alvo da operação. O Anexo III desta instrução detalha a estrutura e o conteúdo necessário em um prospecto de distribuição pública. Caso a oferta seja decorrente de operações de securitização, a estrutura do prospecto é detalhada no Anexo III-A. Se a operação for de fundos imobiliários, a estrutura do prospecto é detalhada no Anexo III-B.

As informações contidas nos prospectos também são utilizadas para que os bancos de investimento avaliem o valor da empresa e construam um intervalo de preço da oferta. O prospecto também é utilizado no processo de marketing da oferta para que os potenciais investidores já conheçam um pouco da companhia antes de receber os executivos em reuniões do *road show*.

2.3.1.5. Arquivamento do Prospecto Preliminar e Início do Road Show

Com o prospecto preliminar pronto e o intervalo de preço definido, o banco de investimento arquiva este documento na CVM. Os detalhes das exigências para o arquivamento do prospecto estão estabelecidos no artigo 12 da Instrução CVM número 400. No arquivamento do prospecto preliminar, as informações da empresa se tornam públicas e os executivos ficam aptos a iniciar o processo de captação dos investidores.

No Brasil, o mecanismo mais utilizado para precificação da ação e captação dos novos investidores é o *bookbuilding*. Entre o ano de 2004 e 30/06/2011, o *bookbuilding* foi utilizado em todos os IPOs no Brasil, com exceção da abertura de capital da empresa Renar Maçãs em

2005 (BM&FBOVESPA, 2011). Além do *bookbuilding*, as outras práticas utilizadas no exterior são leilão, preço fixo e IPO competitivo.

A palavra *bookbuilding* é originada do fato de os *underwriters* fazerem a tentativa de montar um livro de ordens de compra da ação em uma oferta. Sem tradução específica para o português, a palavra remete à tentativa dos bancos de investimentos de obter um preço para uma ação em uma abertura de capital através da coleta de informações das intenções de compra dos investidores. A coleta de intenções de investimento só é permitida após a divulgação do prospecto preliminar e do pedido de registro de oferta pública (Artigo 44 – Instrução CVM número 400).

Para coletar as intenções de compra dos investidores, os bancos de investimento também preparam um material de marketing da empresa com documentos que refletem algumas projeções e comparações de múltiplos com outras empresas já listadas em bolsas para servir de base para análise do investidor. Esse material deve seguir a regras estabelecidas no artigo 50 da instrução CVM número 400 e deve ser previamente aprovado pela própria CVM.

Com os documentos preparados, os *underwriters* os encaminham para que a área de vendas da instituição entre em contato com os investidores para oferecer uma nova oportunidade de alocação de capital.

Com os investidores cientes dos dados financeiros e operacionais da empresa ofertante e de uma perspectiva de preço da ação, a área de vendas do banco de investimento seleciona aqueles que têm mais interesse em conhecer melhor a companhia. Inicia-se, dessa maneira, o *road show*.

O *road show* é um processo no qual os altos executivos da empresa viajam, em conjunto com os bancos de investimento, para fazer uma série de visitas a potenciais investidores. Diversas apresentações da empresa são feitas diariamente e várias dúvidas dos investidores são sanadas. Essas reuniões duram entre três e quatro semanas.

Os *road shows* de empresas brasileiras são realizados normalmente nos Estados Unidos, na Europa e no próprio Brasil. Dependendo do tamanho da oferta e do interesse da empresa e do banco de investimento, a viagem pode se estender até a Ásia, para atender a demanda de investidores daquela parte do mundo.

O período do *road show* é muito desgastante para os executivos da empresa ofertante, pois são muitas reuniões a cada dia, viagens de um ponto a outro dos países envolvidos e, não raro, reuniões em países diferentes no mesmo dia (principalmente na Europa).

O *road show* permite que os investidores aprendam mais sobre a empresa e que os *underwriters* tenham uma indicação melhor de interesse e demanda pela ação. O investidor interessado especifica a quantidade de ações e o limite de preço que está disposto a pagar pelo ativo. O preço-limite e a quantidade de ações indicadas por cada investidor não é a compra efetiva da ação, mas uma indicação para que o *underwriter* possa estabelecer os termos da oferta.

Após o período do *road show*, os bancos de investimento e a empresa estão aptos a fazerem a decisão final do preço da oferta, e os *underwriters* lideram o processo de alocação das ações que serão vendidas na oferta.

2.3.1.6. Definição do Preço da Oferta, Alocação de Ações e Arquivamento do Prospecto Definitivo

Após o período do *road show*, um dia ou poucos dias antes do início da negociação das ações, os *underwriters*, em conjunto com os executivos da empresa, estabelecem qual será o preço final da oferta e a quantidade de ações a serem vendidas. Concomitantemente, os bancos de investimento decidem a quantidade de ações a serem alocadas para cada investidor. Com essas informações estabelecidas, o prospecto definitivo de distribuição de ações é finalizado e arquivado na CVM, para que esta autorize a efetivação da oferta.

2.3.1.7. Anúncio de Início de Distribuição e Dia da Oferta

A oferta somente poderá ser efetivada com a publicação do Anúncio de Início de Distribuição. Isso ocorre poucos dias após as decisões relativas a preço e distribuição das ações, haja vista que o registro de distribuição de valores mobiliários caduca se o anúncio não for publicado em até 90 dias após a sua obtenção (artigo 17 da Instrução CVM número 400).

Com a publicação do anúncio de início de distribuição, os responsáveis pela oferta têm até seis meses para a efetivação da venda das ações (artigo 18 da Instrução CVM número 400). Este prazo dificilmente é exaurido, salvo se ocorrer alguma circunstância atípica de mercado que desfavoreça a realização da oferta.

A partir da publicação do anúncio de início, a empresa ofertante e os bancos de investimentos decidem o dia de início da negociação. Normalmente há uma celebração na própria Bolsa de Valores, sendo os executivos da empresa responsáveis pelo toque da sirene de início do pregão.

Com o início da negociação das ações, normalmente há um volume significativo de negociação das ações nos primeiros dias, o que é objeto de atenção dos bancos de investimento para realizarem a estabilização do preço da ação e o exercício (ou não) da opção de aquisição de lotes suplementares.

2.3.1.8. Processo de Estabilização e Lotes Suplementares

O processo de estabilização de preços consiste na compra de ações logo após o início da sua negociação, com o intuito de evitar fortes oscilações nos preços. Esse procedimento muitas vezes é realizado pelo próprio coordenador líder da operação mediante contrato previamente estabelecido e aprovado pela CVM (artigo 23 da Instrução número 400).

O processo de estabilização ocorre quando há pouca demanda pela ação e um forte movimento de vendas. Para que o preço não se altere significativamente, se comparado ao preço da oferta, o banco de investimento responsável entra no mercado para estabilizar o preço.

Por outro lado, quando a demanda pela ação é muito forte, o banco de investimento líder da operação pode exercer a opção de compra de um lote suplementar de ações. O lote suplementar consiste, conforme mencionado, no aumento da quantidade de ações apresentadas na oferta, ao mesmo preço inicialmente ofertado, não superior ao limite de 15% da quantidade de ações inicialmente ofertada. A aquisição dessas ações pode ser parcial ou total, dependendo das circunstâncias de demanda por parte dos investidores.

O estudo de Carvalho e Pinheiro (2010) indica que no Brasil, dentre os 98 IPOs analisados no período de 2004 a 2007, a demanda pelas ações é o fator principal na determinação do exercício de opções suplementares. Por outro lado, os IPOs em que ocorreu a estabilização das ações são aqueles com menor volume financeiro, mais risco, que são conduzidos por bancos de investimento com maior reputação no mercado e, por fim, que possuem menor demanda de investidores institucionais nacionais e estrangeiros.

Após o período estabelecido pela CVM para ocorrer a estabilização e/ou exercício de opções de lotes suplementares, os bancos de investimento são obrigados a arquivar um anúncio de encerramento de distribuição pública. Este anúncio finaliza formalmente todo o processo da oferta de ações perante o mercado.

2.3.1.9. Anúncio de Encerramento de Distribuição

O anúncio de encerramento de distribuição deve ser publicado tão logo terminado o prazo estabelecido pela CVM para o término da oferta ou a distribuição total de ações, o que ocorrer primeiro (artigo 29 da Instrução CVM número 400). A partir do arquivamento deste documento, encerra-se formalmente o processo de distribuição pública de ações.

As informações necessárias para publicação deste documento estão dispostas no Anexo V da Instrução CVM número 400. Dentre outras informações, é obrigatória a divulgação das quantidades de ações alocadas para cada tipo de investidor (pessoa física, investidor estrangeiro, clubes de investimentos, etc.), inclusive a quantidade de ações exercidas da opção de lote suplementar e/ou ações recompradas, fruto do processo de estabilização.

3. METODOLOGIA DE PESQUISA

Esta seção apresenta a metodologia adotada neste trabalho, cujo objetivo é identificar os fatores determinantes para a abertura de capital de empresas brasileiras.

3.1. *Método de Pesquisa e Tratamento Estatístico*

O método de pesquisa utilizado neste trabalho é descritivo, quantitativo e explicativo. É descritivo porque caracteriza o grau de associação das variáveis (MALHOTRA, 2006, p. 102), ao associar indicadores contábeis e de mercado à abertura de capital das empresas brasileiras. O caráter explicativo se deve ao fato de o trabalho buscar o conhecimento da realidade do mercado acionário brasileiro através da identificação dos fatores determinantes para a abertura de capital das empresas (LOPES, 2006, p. 223). Por fim, o caráter quantitativo da pesquisa se dá pelo uso da quantificação para tratamento dos dados por meio de técnicas estatísticas (REIS, 2010, p. 58).

A técnica estatística utilizada na pesquisa é a regressão logística com dados agrupados, que utiliza uma variável dependente binária, assumindo valores necessariamente entre 0 e 1, de forma a estimar uma probabilidade de resposta para determinado fenômeno, tal como demonstrado na fórmula

$$P(y = 1|x) = P(y = 1 | x_1, x_2, \dots, x_k)$$

em que o y é a variável dependente e x um conjunto completo de variáveis explicativas (WOOLDRIDGE, 2010, p. 536).

A técnica de regressão logística com dados agrupados resulta em uma probabilidade (valores entre 0 e 1) em função da utilização da razão de desigualdades no processo de estimação dos coeficientes, isto é, expressando a razão de probabilidades de dois resultados ou eventos (Probabilidade i / Probabilidade $1-i$). Assim, qualquer valor de probabilidade é dado em uma variável métrica que pode ser estimada (HAIR et al., 2009, p. 286).

De acordo com Dias Filho e Corrar (2007, p. 293), a regressão logística se mostra mais adequada do que outras técnicas para a solução de problemas que envolvem estimação de probabilidades, uma vez que sua escala de resultados varia entre zero e um. Adicionalmente,

os referidos autores afirmam que a regressão logística tende a ser mais útil e confiável, haja vista que o modelo é mais flexível quanto às suposições iniciais.

Diferentemente do método dos mínimos quadrados ordinários em regressão múltipla, que usa a minimização dos resíduos para estimação dos resultados, a regressão logística usa a estimação da máxima verossimilhança, baseado na distribuição de y dadas as variáveis x (WOOLDRIDGE, 2010, p. 540).

Assim, em vez de minimizar as diferenças quadradas entre os resultados reais e os resultados estimados (mínimos quadrados ordinários), a regressão logística maximiza a probabilidade de que um evento ocorra. Em seguida, essa probabilidade é utilizada para cálculos das medidas de ajuste do modelo (HAIR et al., 2009, p. 287).

Como os dados foram agrupados entre as empresas ao longo do tempo, o modelo de regressão logística com dados em painel também é utilizado neste trabalho. Um conjunto de dados em painel é aquele em que conseguimos acompanhar os mesmos indivíduos ou empresas ao longo do tempo. Gujarati (2006, p. 259) afirma que as técnicas binárias podem ser estendidas aos modelos em painel. Portanto, não haveria problemas estatísticos com estimação de dados em painel utilizando variáveis binárias.

A estimação dos dados em painel foi realizada pelo modelo de efeitos aleatórios. De acordo com Baltagi (2008, p. 238) quando se estima uma regressão logística com dados em painel com efeitos fixos, o resultado só será adequado se a variável y_{it} variar ao longo do tempo, uma vez que a função *loglikelihood* é calculada com base na equação abaixo:

$$L = \prod_{i=1}^N \Pr(y_{i1}) \Pr(y_{i2})$$

Se a variável dependente binária não variar ao longo do tempo, isto é, y_{i1} e y_{i2} forem iguais a zero, teremos que $P[y_{i1} = 0, y_{i2} = 0 / y_{i1} + y_{i2} = 0] = 1$, ou se y_{i1} e y_{i2} forem iguais a 1, teremos que $P[y_{i1} = 1, y_{i2} = 1 / y_{i1} + y_{i2} = 2] = 1$. Posto isto, em matrizes cujas variáveis dependentes não variam, o modelo de efeitos fixos não seria indicado, haja vista que para o logaritmo de L é igual a 0 (BALTAGI, 2008, p. 238).

Dessa forma, o modelo de regressão logística com dados em painel utilizado neste trabalho é o de efeitos aleatórios. De acordo com Gujarati (2006, p. 522), o modelo de dados em painel de efeitos aleatórios é dado por

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + w_{it}$$

em que

β_1 = intercepto comum das empresas retiradas em uma amostra aleatória (diferenças dos interceptos individuais são refletidas no termo de erro)

w_{it} = é o termo de erro composto (erro específico dos indivíduos mais erro combinado da série de cortes transversais)

Para efeito de comparação entre os modelos propostos, foi aplicado o teste de Hausman, que avalia se os estimadores dos modelos não se diferem substancialmente (GUJARATI, 2006, p. 525), conforme especificado na seção de análise de resultados.

3.1.1. Descrição das Variáveis

Como o modelo utilizado é de resposta binária, a variável dependente só pode assumir valores entre 0 e 1. A variável dependente utilizada nesta pesquisa é relacionada à abertura de capital das empresas brasileiras, em que

$y_{it} = 1$, se a empresa i for de capital aberto no ano t

$y_{it} = 0$, se a empresa i for de capital fechado no ano t .

Para fins desta pesquisa, considera-se empresa de capital aberto apenas aquelas que fizeram uma oferta inicial de ações em bolsa de valores, isto é, são excluídas da pesquisa as empresas que foram a mercado para emissão de outros valores mobiliários (debêntures, títulos de dívida, etc.).

As variáveis dependentes utilizadas, bem como a descrição da forma de cálculo das mesmas, estão relacionadas na tabela 14:

Tabela 14 – Descrição das Variáveis Utilizadas

Variável	Descrição
ENDIV GERAL n-1	Soma do passivo circulante defasado em um ano com o exigível a longo prazo defasado em um ano dividido pelo ativo total da empresa defasado em um ano
Capex / Imobilizado n-1	Investimento em imobilizado defasado em um ano dividido pelo imobilizado da empresa defasado em um ano
Margem EBITDA n-1	Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização defasado em um ano dividido pela receita líquida da empresa defasada em um ano
LN ATIVO n-1	Logaritmo natural do ativo total ajustado pelo IPCA defasado em um ano
LN Idade	Logaritmo natural de 1 mais o tempo de mercado da empresa no ano t desde a sua fundação [LN (Ano t - Ano Fundação + 1)]
Price to Book	Mediana do indicador <i>price to book</i> do mercado no ano t (mediana do preço das ações divididos pelo valor patrimonial por ação de todas as empresas negociadas na bolsa de valores de são paulo no ano t)
Subsidiária	Variável <i>dummy</i> igual a 1 se a empresa é subsidiária de uma empresa nacional ou multinacional e igual a zero caso contrário
Estatual	Variável <i>dummy</i> igual a 1 se a empresa é controlada pelos governos Federal, Estaduais ou municipais brasileiro e zero caso contrário
Sudeste	Variável <i>dummy</i> igual a 1 se a empresa é localizada na região Sudeste do país e zero caso contrário

Fonte: elaborada pelo autor

Para discriminar de fato as diferenças entre as empresas abertas e fechadas, foi necessário defasar em um ano os indicadores contábeis das companhias, uma vez que estes são fortemente afetados pela abertura de capital.

Com as variáveis definidas, o modelo analisado é demonstrado conforme a equação 1:

$$\Pr(IPO) = F(\beta_0 + \beta_1 ENDIVg_{it} + \beta_2 CAPEX_{it} + \beta_3 ME_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 IDADE_{it} + \beta_6 PB_{it} + \beta_7 SUB_{it} + \beta_8 ESTAT_{it} + \beta_9 SE_{it}) \quad \text{Eq. 1}$$

em que

$\Pr(IPO)$ = probabilidade de a empresa fazer um IPO.

ENDIVg = Endividamento geral da companhia expresso pela soma do passivo circulante defasado em um ano mais o exigível a longo prazo defasado em um ano dividido pelo ativo total da empresa defasado em um ano.

CAPEX = representa os investimentos feitos pelas companhias na sua expansão representando pelo Investimento em imobilizado defasado em um ano dividido pelo imobilizado da empresa defasado em um ano.

ME = representa a rentabilidade da empresa expressa pelo lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização defasado em um ano dividido pela receita líquida da empresa defasada em um ano.

TAM = tamanho da empresa expresso pelo logaritmo natural do ativo total ajustado pelo IPCA defasado em um ano.

IDADE = tempo de mercado da empresa representado pelo Logaritmo natural de 1 mais a idade da empresa no ano t desde a sua fundação.

PB = indicador *price to book* do mercado expresso pela mediana do indicador *price to book* do mercado no ano t (mediana do preço das ações dividido pelo valor patrimonial por ação de todas as empresas negociadas na bolsa de valores de São Paulo no ano t).

SUB = variável Subsidiária. É uma variável *dummy* igual a 1, se a empresa é subsidiária de uma empresa nacional ou multinacional; e igual a zero, caso contrário.

ESTAT = variável Estatal. É uma variável *dummy* igual a 1, se a empresa é controlada pelos governos Federal, Estaduais ou municipais brasileiro; e zero, caso contrário.

SE = variável Sudeste. É uma variável *dummy* igual a 1, se a empresa é localizada na região Sudeste do país; e zero, caso contrário.

Vale ressaltar que, para amenizar o efeito de *outliers*, a técnica de *winsorizing* foi utilizada. De acordo com Eriksson *et al.* (2006, p. 218), a técnica de *winsorizing* remete à substituição de variáveis extremas por valores de um determinado percentil α escolhido pelo pesquisador. O α utilizado neste trabalho foi de 2%, isto é, foram substituídos os valores que estavam entre os 2% mais baixos e 2% mais altos pelo valor imediatamente posterior (anterior).

3.2. Amostra e Coleta de Dados

Os dados financeiros de empresas de capital fechado utilizados neste trabalho foram coletados na Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (Fipecafi) que são utilizados para a publicação da edição anual da revista *Exame Melhores & Maiores*.

Com relação às empresas de capital aberto, os dados foram coletados nos prospectos de distribuição da oferta do IPO e no software Economática. Vale ressaltar que só entraram na amostra as empresas que abriram o capital no período analisado, haja vista que o objetivo da pesquisa é discriminar que fatores determinaram o IPO de empresas brasileiras.

Adicionalmente, foi necessária uma consulta individual das empresas no site da Receita Federal do Brasil, através do Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica (CNPJ), para coleta de dados referentes ao ano de fundação e à localização das companhias entre as cinco regiões do país. A tabela 15 mostra a fonte de cada variável dividida pela amostra de empresas de capital fechado e empresas de capital aberto:

Tabela 15 – Fonte de Coleta das Variáveis Utilizadas na Pesquisa

Variável	Fonte - Empresas de Capital Fechado	Fonte - Empresas de Capital Aberto
ENDIV GERAL n-1	FIPECAFI / Revista Maiores & Melhores Exame	Software Economática e Prospectos de Distribuição Pública das Empresas
Capex / Imobilizado n-1	FIPECAFI / Revista Maiores & Melhores Exame	Software Economática e Prospectos de Distribuição Pública das Empresas
Margem EBITDA n-1	FIPECAFI / Revista Maiores & Melhores Exame	Software Economática e Prospectos de Distribuição Pública das Empresas
LN ATIVO n-1	FIPECAFI / Revista Maiores & Melhores Exame	Software Economática e Prospectos de Distribuição Pública das Empresas
LN Idade	Consulta na Receita Federal pelo CNPJ da empresa	Consulta na Receita Federal pelo CNPJ da empresa
Price to Book	Software Economática	
Subsidiária	FIPECAFI / Revista Maiores & Melhores Exame	Prospectos de Distribuição Pública e site de Relações com Investidores das empresas
Estatual	FIPECAFI / Revista Maiores & Melhores Exame	Prospectos de Distribuição Pública e site de Relações com Investidores das empresas
Sudeste	Consulta na Receita Federal pelo CNPJ da empresa	Consulta na Receita Federal pelo CNPJ da empresa

Fonte: Elaborada pelo autor

No total, a amostra contém 1.720 empresas-ano. As empresas que abriram o capital no período foram retiradas da amostra no ano seguinte a sua emissão de ações, devido ao modelo estatístico utilizado servir para discriminar as características referentes às empresas de capital aberto e de capital fechado. Com exceção das empresas que abriram o capital durante o período analisado, a maioria das empresas fechadas pertencentes à amostra possuem dados referentes aos anos de 2004 a 2010.

Vale ressaltar que, das empresas de capital aberto, não entraram na amostra 18 instituições financeiras e seguradoras devido às características específicas dos seus demonstrativos financeiros. Adicionalmente, seis empresas que fizeram o IPO através da emissão de *Brazilian*

depository receipts (BDR) e outras nove empresas também foram excluídas por indisponibilidade de dados.

A organização dos dados foi feita em Excel, e as análises empíricas do estudo foram realizadas no software estatístico Stata 11[®].

4. ANÁLISE DE RESULTADOS

Esta seção apresentará os resultados parciais obtidos no trabalho, dividido em duas partes: análise descritiva e análise empírica.

4.1. *Análise Descritiva*

A tabela 16 demonstra os resultados descritivos das variáveis utilizadas no modelo, dividindo-as em três grupos de empresas distintos: amostra total, empresas que fizeram IPO e empresas que não fizeram IPO.

A amostra contém o total de 1.720 empresas-ano, das quais 182 pertencem às empresas que abriram o capital no período analisado. A amostra total indica uma mediana de aproximadamente R\$ 620 milhões em receita líquida anual, R\$ 598 milhões em Ativo Total, R\$ 65 milhões em EBITDA anual. A mediana da margem EBITDA foi de 11,2%, a do endividamento geral foi cerca de 54% e da variável *capex*/imobilizado foi de 2,6%. Por fim, na amostra total, a mediana da variável da idade das empresas adicionados de 1 foi igual a 13 anos.

Quando separadas entre as empresas de capital aberto e as empresas de capital fechado, pode-se observar que a mediana do ativo total defasado em um ano das empresas que fizeram o IPO foi de R\$ 422 milhões contra R\$ 622 milhões das empresas fechadas. Adicionalmente, é possível indicar que, em média, as empresas que abriram o capital eram mais endividadas, com uma mediana de 62%, enquanto as fechadas obtiveram 53%. No entanto, a mediana da margem EBITDA das empresas que fizeram o IPO era significativamente maior (17,5%) do que as firmas que não optaram por se tornar públicas (10,7%). Por fim, a mediana da variável de idade das empresas foi maior para as empresas fechadas (37 anos) do que para as abertas (13 anos).

Tabela 16 – Estatística Descritiva da Amostra de Empresas

Receita Líquida n-1 é a receita líquida anual da empresa defasada em um ano, em reais, reajustada pelo IPCA. Ativo n-1 é o ativo total da empresa defasado em um ano, em reais, reajustado pelo IPCA. EBITDA n-1 é o lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização defasado em um ano, em reais, reajustado pelo IPCA. Margem EBITDA n-1 é o lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização defasado em um ano dividido pela receita líquida anual defasada em um ano. Endiv. Geral n-1 é o endividamento geral da companhia defasado em um ano medido pela soma do passivo circulante com exigível em longo prazo, ambos defasados em um ano, dividido pelo ativo total defasado em um ano. Capex/Imobilizado n-1 é o investimento em ativo imobilizado defasado em um ano dividido pelo imobilizado da companhia, também defasado em um ano. Idade + 1 é ano da informação obtida menos o ano de fundação da empresa adicionado de um ano. *Price to Book* é a mediana do referido indicador (preço da ação dividido pelo valor patrimonial por ação) de todas as empresas negociadas na BM&FBOVESPA, no ano da informação.

Painel A - Amostra Total						
	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Nº Observações
Receita Líquida n-1	1,210,536	620,080	1,894,981	423	22,005,713	1,712
Ativo n-1	1,523,724	598,142	2,917,066	5,719	27,634,923	1,719
EBITDA n-1	171,371	64,997	362,099	-511,150	5,232,214	1,720
Margem EBITDA n-1	12.9%	11.2%	11.8%	-15.2%	53.9%	1,701
Endiv. Geral n-1	53.5%	53.8%	20.2%	9.5%	93.3%	1,274
Capex/ Imobilizado n-1	16.4%	2.6%	28.0%	0.0%	147.7%	1,698
Idade + 1	31	36	14	1	104	1,720
<i>Price to Book</i>	1.47	1.40	0.38	0.80	2.20	1,720
Painel B - Empresas que Fizeram IPO						
	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Nº Observações
Receita Líquida n-1	708,013	279,199	1,111,771	423	6,058,566	174
Ativo n-1	932,634	421,891	1,816,689	5,719	12,421,000	181
EBITDA n-1	142,396	57,500	261,516	-48,295	1,802,900	182
Margem EBITDA n-1	18.40%	17.48%	12.96%	-4.78%	53.78%	163
Endiv. Geral n-1	60.92%	62.06%	19.50%	17.73%	93.33%	179
Capex/ Imobilizado n-1	32.1%	26.0%	29.1%	1.3%	124.2%	164
Idade + 1	19	13	16	1	73	182
<i>Price to Book</i>	1.51	1.40	0.44	0.80	2.20	182
Painel C - Empresas que NÃO Fizeram IPO						
	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Nº Observações
Receita Líquida n-1	1,266,701	656,155	1,955,436	129,469	22,005,713	1,538
Ativo n-1	1,593,128	622,259	3,012,901	49,736	27,634,923	1,538
EBITDA n-1	174,721	66,560	371,899	-1,584,360	5,232,214	1,538
Margem EBITDA n-1	12.3%	10.7%	11.6%	-15.2%	53.9%	1,538
Endiv. Geral n-1	52.6%	52.7%	20.1%	9.5%	93.3%	1,095
Capex/ Imobilizado n-1	14.7%	1.7%	27.4%	0.0%	147.7%	1,534
Idade + 1	33	37	13	3	104	1,538
<i>Price to Book</i>	1.47	1.40	0.37	1.00	2.20	1,538

A maior rentabilidade das empresas de capital aberto pode refletir justamente a preparação para abertura de capital, efetuando-se a venda das ações quando estão mais rentáveis e mais atrativas para os investidores.

Além da estatística descritiva, é importante apresentar com se comportou a correlação das variáveis independentes para atestar o ingresso de tais variáveis no modelo proposto.

Conforme demonstrado na tabela 17, é possível observar que não há correlação significativa entre as variáveis, sendo que muitas variáveis têm correlação próximo a zero.

Tabela 17 – Matriz de Correlação das Variáveis Independentes

Matriz de Correlação	Endiv Geral n-1	Capex / Imobilizado n-1	Margem EBITDA n-1	LN ATIVO n-1	LN Idade	Price to Book	Subsidiária	Estatal	Sudeste
Endiv Geral n-1	1								
Capex / Imobilizado n-1	0.00	1							
Margem EBITDA n-1	-0.18	0.00	1						
LN ATIVO n-1	-0.08	0.01	0.19	1					
LN Idade	-0.04	0.04	-0.09	0.05	1				
Price to Book	-0.18	0.02	-0.09	-0.02	-0.04	1			
Subsidiária	-0.03	-0.01	0.02	0.14	-0.06	0.01	1		
Estatal	0.05	-0.18	0.08	0.31	0.03	-0.01	-0.18	1	
Sudeste	0.01	0.08	0.03	-0.01	0.01	0.00	0.22	-0.13	1

Fonte: Elaborada pelo autor

4.2. *Análise da Regressão Logística*

Nesta seção foi estimado um modelo de regressão logística com dados agrupados da probabilidade de uma empresa abrir o capital, indicando quais variáveis mais impactam na decisão de uma empresa de iniciar a negociação de suas ações no mercado. Adicionalmente, o modelo de regressão logística com dados em painel foi utilizado para efeitos de comparação dos resultados, haja vista que os dados das empresas foram acompanhados ao longo do tempo.

Conforme indicado na seção de metodologia deste trabalho, a análise da regressão logística com dados agrupados e da regressão logística com dados em painel foi realizada conforme equação 2 abaixo:

$$\Pr(IPO_{it} = 1) = F(\beta_0 + \beta_1 ENDIV_{it} + \beta_2 CAPEX_{it} + \beta_3 ME_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 IDADE_{it} + \beta_6 PB_{it} + \beta_7 SUB_{it} + \beta_8 ESTAT_{it} + \beta_9 SE_{it})$$

em que o IPO_{it} é a variável binária que se iguala a 0, se a empresa i não abriu o capital no ano t , e se iguala a 1, se a empresa i abriu o capital no tempo t , e $F()$ é a distribuição acumulada da função logística. Após a abertura de capital, a empresa é retirada da amostra.

A tabela 18 indica os resultados da máxima verossimilhança obtidos a partir da equação acima, bem como os erros-padrão, a estatística Z e o valor- p do modelo proposto. Os resultados expostos são relacionados aos modelos estimados tanto em regressão logística com dados agrupados quanto em regressão logística com dados em painel (modelo de efeitos aleatórios).

A referida tabela indica as variáveis que contribuíram para a abertura de capital de empresas brasileiras no período e na amostra analisada.

Tabela 18 – Resultados Regressão Logística com dados agrupados e Regressão Logística com dados em Painel

ENDIV GERAL n-1 é o endividamento geral da empresa defasado em um ano, medido pela soma do passivo circulante com o exigível em longo prazo, ambos defasados em um ano, dividido pelo ativo total da empresa, também defasado em um ano. Capex/Imobilizado n-1 é o investimento em ativo imobilizado defasado em um ano dividido pelo ativo imobilizado defasado em um ano. Margem EBITDA n-1 é o lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização defasado em um ano dividido pela Receita Líquida defasada em um ano. LN ATIVO n-1 é o logaritmo natural do ativo total ajustado pelo IPCA defasado em um ano. LN Idade é o logaritmo natural do resultado obtido pelo ano da informação subtraído do ano de fundação da empresa adicionado de 1. *Price to Book* é a mediana do referido indicador (preço da ação dividido pelo valor patrimonial por ação) de todas as empresas negociadas na BM&FBOVESPA no ano da informação. Subsidiária é uma variável *dummy* igual a 1, se a empresa *i* for uma subsidiária de uma empresa nacional ou multinacional no ano *t*; e zero, caso contrário. Estatal é uma variável *dummy* igual a 1, se a empresa *i* era controlada pelo Governo (Federal, Estadual ou Municipal); e zero, caso contrário. Sudeste é uma variável *dummy* igual a 1, se a empresa é localizada na região Sudeste do Brasil; e zero, caso contrário.

IPO	Resultados Regressão Logística com Dados Agrupados				Resultados Regressão Logística com Dados em Painel			
	Coeficiente	Erro Padrão	z	P>z	Coeficiente	Erro Padrão	z	P>z
ENDIV GERAL n-1	1.07	0.36	2.97	0.00	1.54	0.63	2.45	0.01
Capex / Imobilizado n-1	1.64	0.37	4.45	0.00	2.24	0.67	3.34	0.00
Margem EBITDA n-1	5.13	1.06	4.86	0.00	7.73	2.12	3.64	0.00
LN ATIVO n-1	-0.12	0.13	-0.95	0.34	0.00	0.21	-0.02	0.98
LN Idade	-1.19	0.17	-7.02	0.00	-1.97	0.46	-4.24	0.00
Price to Book	1.90	0.32	5.97	0.00	2.91	0.68	4.29	0.00
Subsidiária	-2.77	0.74	-3.72	0.00	-4.10	1.27	-3.24	0.00
Estatal	-2.44	1.20	-2.03	0.04	-3.36	1.52	-2.20	0.03
Sudeste	1.18	0.36	3.27	0.00	1.79	0.64	2.77	0.01
Constante	-3.04	1.76	-1.72	0.09	-5.94	3.20	-1.86	0.06

Fonte: elaborada pelo autor

Conforme demonstrado na tabela 18, os resultados dos coeficientes são muito parecidos quando o modelo é rodado com regressão logística com dados agrupados e com regressão logística com dados em painel. Para saber se as estimativas dos efeitos aleatórios são as mesmas do modelo de regressão logística com dados agrupados, foi calculado o teste de Hausman. De acordo com Gujarati (2006, p. 525), o teste de Hausman analisa a hipótese de que os coeficientes dos dois modelos estimados diferem-se substancialmente. O resultado desse teste obteve um valor-p de 0,9339, indicando que não é possível rejeitar a hipótese de que as estimativas entre a regressão logística com dados em painel e a regressão logística com dados agrupados são estatisticamente semelhantes. Dessa forma, a análise será feita em conjunto.

Os resultados expostos na tabela 18 indicam que as empresas que fizeram IPO são aquelas que estavam mais endividadas. A abertura de capital foi uma alternativa para readequar a estrutura de capital da companhia. Adicionalmente, a variável de investimento foi estatisticamente significativa, atestando que as empresas têm feito investimento antes do IPO e podem encontrar, no início de negociação de suas ações, uma opção para captação de recursos para continuar investindo na sua expansão. Tanto a variável “Endiv. Geral n-1” quanto a “Capex/Imobilizado n-1” foram estatisticamente significantes, com 99% de confiança.

Devido à baixa correlação entre a variável de endividamento e investimento (tabela 17), não é possível atestar que as companhias brasileiras que abriram o capital foram aquelas que vinham se endividando para realização dos investimentos. As companhias podem ser endividadas por algum motivo específico da firma ou do setor de atuação, podem ter baixo nível de endividamento ou podem estar se endividando para fazer seus investimentos. Portanto, o endividamento pode ter sido, ou não, fruto dos recursos utilizados para investimentos. Estes resultados corroboram aqueles encontrados em uma amostra de empresas italianas no estudo de Pagano, Paneta e Zingales (1998) e em amostras de companhias americanas nos estudos de Brau (2010) e Kim e Weisenbach (2005).

É importante mencionar que as empresas que abriram o capital esperariam um momento adequado para realizar seu IPO, tanto pelo fato de o mercado estar mais otimista e receptivo à entrada de novas companhias, como pelo fato de eles, sozinhos, terem aproveitado os benefícios do valor presente líquido (VPL) dos projetos enquanto puderam, isto é, enquanto ainda podiam se endividar a custos competitivos.

O momento ideal para abrir o capital, de acordo com a teoria do *market timing*, é quando o mercado oferece uma “janela de oportunidade”, isto é, num momento em que a indústria à qual a empresa pertence está bem avaliada no mercado, o que resulta num menor custo proporcional de emissão das ações. Os resultados encontrados nesta pesquisa indicam que as empresas brasileiras de fato aproveitam um bom momento do mercado para abrir o capital, representado pela variável *Price to Book*. Quanto maior o *price to book*, maior o nível de preços das empresas listadas no mercado.

A variável *Price to Book* obteve um coeficiente positivo e significativo, com 99% de confiança. Isso indica que as empresas brasileiras fizeram seu IPO em momentos em que a mediana do valor das ações de todas as empresas da BM&FBOVESPA estava superior aos seus respectivos valores patrimoniais por ação. Quando o mercado está bem avaliado, as companhias

aproveitam essa janela de oportunidade e fazem suas ofertas de ações. Esse resultado corrobora os estudos sobre *market timing* com empresas americanas, de Lowry (2003), e os de Rossi Junior e Céspedes (2008) e Rossi Junior e Marota (2010) com empresas brasileiras. Adicionalmente, o resultado corrobora o estudo de Pagano, Paneta e Zingales (1998), que verificaram que a variável de valor de mercado das companhias listadas dividida pelo valor patrimonial (*market to book*) era significativa para aumentar a propensão de uma empresa em abrir seu capital.

No que tange à rentabilidade das empresas, medida pela Margem EBITDA, Pagano, Paneta e Zingales (1998) afirmam que o efeito desta variável das firmas para a probabilidade da abertura de capital é ambíguo. Por um lado, empresas lucrativas e que geram caixa não precisariam abrir o capital e captar recursos para seus investimentos, indicando que tais empresas seriam menos propensas a abrir o capital. Por outro lado, companhias que estão apresentando alta rentabilidade poderiam aproveitar a percepção do mercado de que são muito lucrativas, e que permanecerão assim, para vender suas ações a um preço elevado. Isso afetaria positivamente a probabilidade de abrir o capital.

Os resultados da pesquisa com empresas brasileiras indicam que estas abriram o capital num período de alta rentabilidade, haja vista que o coeficiente da variável Margem EBITDA foi significativamente positivo e estatisticamente significativo com 99% de confiança.

Com relação ao tamanho da empresa, mensurado pelo seu ativo total, ao contrário do que se esperava, esta variável não foi significativa para aumentar a propensão de abertura de capital de empresas brasileiras. A variável LN ATIVO n-1 não obteve um valor-p que atestasse sua significância estatística. Tal resultado não corrobora o estudo de empresas italianas realizado por Pagano, Paneta e Zingales (1998).

Para explicar o resultado relativo à variável de tamanho, é importante salientar alguns aspectos relativos ao mercado brasileiro no período analisado. Durante a primeira década do século XXI, algumas empresas pré-operacionais fizeram seu IPO e possuíam um ativo muito pequeno antes da oferta de ações. Adicionalmente, outras empresas que foram a mercado também possuíam ativo pequeno, tais como algumas construtoras e imobiliárias ou mesmo empresas de serviços. Essa característica específica do mercado brasileiro no período analisado contribuiu para que essa variável não fosse significativa no modelo. Não obstante, é importante ressaltar que também ainda existem diversas empresas grandes que optaram por não abrir o capital, influenciando o resultado de tal variável.

Em conjunto com o tamanho da empresa, é importante analisar o tempo de mercado da companhia, isto é, o período, em anos, entre o ano referente aos dados contábeis e o ano de fundação da empresa. Essa variável (LN Idade), também ao contrário do que se esperava, não contribuiu positivamente para a abertura de capital de empresas. No estudo de Pagano, Paneta e Zingales (1998), a variável de idade foi significativa. De acordo com esses autores, os investidores italianos exigiam que a empresa já possuísse algum tempo de mercado para que se pudesse ter mais confiança, haja vista que as regras de governança, principalmente a proteção aos minoritários, à época do estudo, eram frágeis e não inspiravam confiança aos investidores. Dessa forma, as empresas deveriam ter um tempo de mercado maior, para que fosse aumentada sua propensão à abertura de capital.

Entretanto, o Brasil, no período analisado da amostra desta pesquisa, já possuía regras de governança bem estabelecidas, conforme detalhado na seção 2.1.1.4 deste trabalho (Acesso a Mercado de Capitais). Dessa forma, os investidores não temeriam aplicar recursos em empresas relativamente novas, tanto que ocorreram IPOs de empresas pré-operacionais, conforme mencionado.

Um questionamento que pode ser feito ao resultado obtido através da variável de tempo de mercado das empresas diz respeito ao motivo pelo qual firmas que têm tamanho e muito tempo de mercado não optaram por abrir o seu capital. As possíveis razões estão relacionadas a problemas internos de governança corporativa e resistência de ordem cultural dos próprios empresários. No entanto, tais variáveis vão além do escopo do trabalho, uma vez que os dados são indisponíveis para empresas de capital fechado.

Os resultados da pesquisa também indicam que empresas localizadas na região Sudeste do país são mais propensas a fazer um IPO do que aquelas localizadas nas demais regiões. O possível argumento para tal resultado também está relacionado a fatores culturais.

Antes de relatar o fator cultural propriamente dito, é importante mencionar a inquestionável concentração de riqueza na região Sudeste do país. De acordo com o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE, 2011), a região Sudeste era responsável, em 2008 (último dado disponível), por 56% do produto interno bruto (PIB) do Brasil, enquanto a região Sul, a segunda mais rica, respondia por apenas 16,6% do PIB nacional. Apenas o Estado de São Paulo, o mais rico do país, representava, em 2008, aproximadamente duas vezes o PIB de toda a região Sul e cerca de 2,5 vezes o PIB de toda a região Nordeste (IBGE, 2011).

Apesar dos incentivos fiscais existentes na região Norte e Nordeste, por exemplo, desde a década de 1960 (HARBER JR., 1982), tal estímulo à migração do sistema produtivo não surtiu efeito suficiente para diminuir a disparidade de riqueza entre as regiões nos últimos anos. Segundo o IBGE (2011), a região Nordeste representava 12,7% da economia nacional no ano de 2004, crescendo para 13,1% quatro anos depois. A região Norte, por sua vez, aumentou sua representatividade de 4,9% para 5,1% entre os anos de 2004 e 2008.

A concentração econômica na região Sudeste contribui para a hipótese de resistência cultural para o acesso ao mercado de capitais. Quanto mais distante do polo financeiro do país (principalmente do estado de São Paulo), menor a vivência no intenso ambiente de negócios da referida região e, portanto, menor a atitude dos empresários para buscar alternativas de financiamento e menor importância é dada por eles aos benefícios de se captar recursos no mercado de capitais.

Sabendo disso, a própria Bolsa de Valores de São Paulo tem realizado eventos em todas as partes do país (BM&FBOVESPA, 2011e), visando popularizar o mercado de ações para novos investidores pessoa física, ou mesmo eventos que reúnam empresários de outras regiões do país para conhecer o mercado de capitais como opção de financiamento para suas empresas.

Além disso, os próprios custos de abertura de capital e a falta de incentivo governamental podem inviabilizar uma abertura de capital das empresas brasileiras. Conforme explanado na seção 2.1.2 deste trabalho, os custos de listagem (BM&FBOVESPA, 2011d), custos de distribuição (*underwriters*, auditores, advogados, etc.), custos de estruturação corporativa e o próprio *underpricing* podem desestimular os empresários de irem a mercado, salvo se houver uma razão específica. Conforme apontado por esta pesquisa, as empresas que tem iniciado a negociação de suas ações são aquelas que têm investido significativamente e as que têm aumentado o seu endividamento, fruto da possibilidade de realização de projetos com VPL positivo e esgotamento da capacidade de endividamento da companhia. No entanto, as empresas que não estiverem nesta situação, isto é, que ainda podem financiar seus projetos com endividamento, não terão razões econômicas tão fortes para abrir seu capital.

As firmas que tiverem condições de financiar seus projetos com dívida o farão, principalmente se houver incentivo governamental para tanto. O Governo Federal, através do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), possui diversas linhas de financiamento a custos muito baixos que estimulam os empresários a emitir dívida em vez de captar

recursos no mercado de capitais. Um exemplo de linha de financiamento barata é o BNDES FINAME. De acordo com a Circular nº 33 do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES, 2011), o produto BNDES FINAME abrange linhas de financiamentos para compra de máquinas e equipamentos. Ainda segundo a referida circular, o custo para obter tal financiamento é indexado à taxa de juros de longo prazo (TJLP) e varia, dependendo do tamanho e das características da empresa, de 6% a 7% ao ano. Portanto, se uma companhia não tem necessidade urgente de capital ou projetos com alto VPL que necessitam de um aporte significativo de recursos, não tem estímulo econômico para abertura de capital. A questão não reside na importância dos recursos do BNDES ou de outros incentivos governamentais para o desenvolvimento do país, mas sim no fato de tais incentivos diminuírem as possibilidades de abertura de capital.

Os setores mais propensos a ter necessidade urgente de capital são aqueles que investem em inovação para criação e produção de novos produtos. O Brasil tem um histórico de pouco investimento em inovação e pesquisa. De acordo com o Banco Mundial (2011b), em 2008 (último dado disponível), o Brasil investiu 1,10% de seu PIB em pesquisa e desenvolvimento, valor inferior ao investimento de países desenvolvidos e com mais empresas de capital aberto (por exemplo, no mesmo ano a Alemanha investiu 2,54% de seu PIB em pesquisa e desenvolvimento; o Japão, 3,44%; e os Estados Unidos, 2,72%).

Por fim, as variáveis “Subsidiária” e “Estatal”, conforme esperado, obtiveram coeficientes negativos e foram estatisticamente significantes com 99% e 95% de confiança, respectivamente. As operações de *carve-out* ainda são muito recentes no Brasil e, até o ano de 2010, apenas duas empresas fizeram seu IPO como fruto dessa operação de reestruturação corporativa. Dessa forma, as subsidiárias de empresas são menos propensas à abertura de capital.

Adicionalmente, as empresas estatais têm menor probabilidade de abrir o capital devido a seu controle acionário por parte do governo, que acaba utilizando-as para defender interesses dos políticos ou do país, o que nem sempre está relacionado à maximização do valor dos acionistas ou a sua lucratividade. Portanto, pode ser de interesse dos políticos manter tais empresas com capital fechado, haja vista que ficam desobrigados a apresentarem ao público todos os dados financeiros e operacionais das companhias.

Para uma avaliação geral do ajuste do modelo, observa-se que este foi estatisticamente significativo a um nível de 1% (p-valor da estatística do teste chi-quadrado = 0,0000). Adicionalmente, o pseudo-R² do modelo foi de 0,3494, valor superior ao encontrado por

Pagano, Paneta e Zingales (1998) com amostra de empresas italianas (o pseudo- R^2 do referido estudo foi de 0,10).

Para se certificar ainda da qualidade de ajuste geral do modelo proposto, o teste GOF (*goodness of fit*) de Hosmer-Lemeshow foi calculado. De acordo com Hair *et al.* (2009), “este teste estatístico mede a correspondência dos valores reais e previstos da variável dependente”. O modelo será mais adequado quanto maior for o valor-p do teste, haja vista que a hipótese testada é que não há diferença entre os valores preditos e os valores observados (DIAS FILHO e CORRAR, 2007). De acordo com o referido teste, o modelo tem um ajuste adequado, pois o seu p-valor foi de 0,8681, ou seja, não é possível rejeitar a hipótese de adequação do modelo.

Adicionalmente, foi calculada a tabela de classificação do modelo para avaliar sua precisão. Na tabela de classificação as linhas indicam a previsão do modelo e as colunas indicam o que de fato ocorreu. O modelo de regressão logística calcula a probabilidade de a companhia abrir o capital. A tabela de classificação é elaborada de acordo com o corte de probabilidade proposto pelo pesquisador. Como *default*, o modelo de regressão logística adota 50% de probabilidade para que se insira a empresa dentro da previsão de ocorrer o evento. No caso do objeto de estudo deste trabalho, a previsão de companhias que abriram o capital é que seriam aquelas que obtivessem probabilidade maior ou igual a 50% de fazer o IPO. No entanto, é importante ressaltar que, independentemente do ponto de corte adotado para o modelo, o cálculo da probabilidade é o mesmo. Adicionalmente, o ponto de corte de 50% de probabilidade não é uma regra estatística que pode variar de acordo com o objetivo do pesquisador.

Os resultados da tabela 19 demonstram a análise de acordo com os dados de empresas-ano com ponto de corte de 30% e de 50% de probabilidade.

Tabela 19 – Tabela de Classificação do Modelo de Regressão Logística

		Real					Real		
Corte = 30%		IPO	Ñ IPO	Total	Corte = 50%		IPO	Ñ IPO	Total
Previsto	IPO	31	30	61	Previsto	IPO	19	10	29
	Ñ IPO	45	1,337	1,382		Ñ IPO	57	1,357	1,382
	Total	76	1,367	1,443		Total	76	1,367	1,443
Acerto = 94,80%					Acerto = 95,36%				

Fonte: Elaborada pelo autor

De acordo com os resultados mostrados na tabela 19, o modelo geral teve aproximadamente 95% de acerto em sua estimação de quando a empresa *i* faz ou não faz IPO no ano *t*. O nível de previsão do modelo para as empresas que fizeram IPO foi de 50,8% (corte de 30%) e 25,0% (corte de 50%). Por outro lado, o nível de previsão para aquelas que não fizeram um IPO no ano *t* obteve acerto de 96,7% (corte de 30%) e 99,3% (corte de 50%).

Se for considerado o número de empresas (e não empresas-ano) do modelo (tabela 20), é possível observar que, com ponto de corte de 30%, das 35 empresas das quais o modelo previu abrir o capital, apenas três não o fizeram. Adicionalmente, das 316 empresas que o modelo previu que não abririam o capital, 272 de fato não foram a mercado. Os resultados levam a um índice geral de acerto de 82,6% nas predições estabelecidas. Se for considerado o ponto de corte de 50%, o índice geral de acerto diminui para 79,5%.

Tabela 20 – Tabela de Classificação do Modelo de Regressão Logística por Empresa

		Real					Real		
Corte = 30%		IPO	Ñ IPO	Total	Corte = 50%		IPO	Ñ IPO	Total
Previsto	IPO	32	3	35	Previsto	IPO	20	1	21
	Ñ IPO	44	272	316		Ñ IPO	56	274	330
	Total	76	275	351		Total	76	275	351
Acerto = 82,6%					Acerto = 79,5%				

Fonte: Elaborada pelo autor

Os resultados da tabela 20 levam à argumentação de que, de acordo com o modelo estabelecido, as empresas que estavam preparadas para abrir o capital já o fizeram. Apenas três empresas, por motivos específicos, não iniciaram a negociação de suas ações. Um possível argumento para tal resultado envolve o fato de que as empresas que estavam preparadas para fazer o IPO já o fizeram na janela de oportunidade oferecida e também de que outras empresas, mesmo sem as características preditas no modelo, acabaram fazendo seu IPO no momento em que o mercado estava otimista e com preços elevados. Por outro lado, em termos de futuro da Bolsa, seria necessário um determinado tempo para que outras empresas atingissem o nível de investimento, endividamento e/ou rentabilidade adequados para o IPO, bem como uma maior valorização da Bolsa para abrir uma nova janela de oportunidade para empresas irem a mercado.

Vale lembrar que esta pesquisa não aborda variáveis que possivelmente influenciam na probabilidade da abertura de capital, mas que são fatores específicos das empresas que não são quantitativamente observados.

Um exemplo de variável que não pode ser observada, já comentada no transcorrer do trabalho, é a resistência dos empresários em tornar sua empresa pública. Conforme indicado na seção de comportamento histórico do mercado de ações, neste trabalho, o mercado brasileiro se desenvolveu com maior solidez na última década. Dessa forma, a real possibilidade de acesso ao mercado de capitais ainda é muito nova no país, indicando que ainda deve haver uma possível “mudança cultural” na medida em que mais se faz o IPO e que o mercado de capitais se torna mais conhecido como opção de financiamento das firmas.

Além disso, é importante ressaltar que o modelo é restrito à amostra de 351 empresas das quais foi possível coletar dados, sendo que muitas outras que podem ter potencial para abertura de capital ficaram de fora da amostra. Adicionalmente, os dados refletem o período específico de 2004 a 2010, o que não implica que se obterão os mesmos resultados em períodos futuros.

Por fim, cabe lembrar que as informações de empresas privadas são restritas e não são obrigatoriamente auditadas, tendo fiscalização mais limitada por parte dos órgãos competentes. Dessa forma, o estudo é baseado nos indicadores que são fornecidos pelas empresas para a base de dados da Fipecafi, incorrendo na possibilidade de existência de algum viés.

4.2.1. Análise do Modelo com Sorteio Aleatório de Empresas Fechadas

Os resultados apresentados na seção anterior indicam que a maioria das empresas da amostra são de capital fechado e que isto pode contribuir para influenciar nos resultados, dado que o peso de empresas que não fizeram IPO é bem superior. Com o intuito de eliminar tal característica da amostra, foi analisado um modelo, com as mesmas variáveis mas igualando, de forma aleatória, o número de empresas capital fechado e companhias abertas.

Os resultados do novo modelo são apresentados na tabela 21:

Tabela 21 – Resultados Regressão Logística com dados agrupados e Regressão Logística com dados em Painel com Empresas Fechadas Sorteadas

ENDIV GERAL n-1 é o endividamento geral da empresa defasado em um ano, medido pela soma do passivo circulante com o exigível em longo prazo, ambos defasados em um ano, dividido pelo ativo total da empresa também defasado em um ano. Capex/Imobilizado n-1 é o investimento em ativo imobilizado defasado em um ano dividido pelo ativo imobilizado defasado em um ano. Margem EBITDA n-1 é o lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização defasado em um ano, dividido pela Receita Líquida defasada em um ano. LN ATIVO n-1 é o logaritmo natural do ativo total ajustado pelo IPCA defasado em um ano. LN Idade é o logaritmo natural do resultado obtido pelo ano da informação subtraído do ano de fundação da empresa adicionado de 1. *Price to Book* é a mediana do referido indicador (preço da ação dividido pelo valor patrimonial por ação) de todas as empresas negociadas na BM&FBOVESPA no ano da informação. Subsidiária é uma variável *dummy* igual a 1, se a empresa *i* for uma subsidiária de uma empresa nacional ou multinacional no ano *t*, e zero, caso contrário. Estatal é uma variável *dummy* igual a 1, se a empresa *i* era controlada pelo Governo (Federal, Estadual ou Municipal), e zero, caso contrário. Sudeste é uma variável *dummy* igual a 1, se a empresa é localizada na região Sudeste do Brasil, e zero, caso contrário.

IPO	Resultados Regressão Logística com Dados Agrupados				Resultados Regressão Logística com Dados em Painel			
	Coeficiente	Erro Padrão	z	P>z	Coeficiente	Erro Padrão	z	P>z
ENDIV GERAL n-1	1.07	0.41	2.61	0.01	1.12	0.46	2.44	0.02
Capex / Imobilizado n-1	1.36	0.46	2.95	0.00	1.54	0.59	2.60	0.01
Margem EBITDA n-1	4.55	1.21	3.75	0.00	5.13	1.61	3.19	0.00
LN ATIVO n-1	-0.10	0.12	-0.83	0.41	-0.05	0.16	-0.35	0.72
LN Idade	-1.02	0.19	-5.34	0.00	-1.17	0.29	-4.05	0.00
Price to Book	2.00	0.35	5.67	0.00	2.33	0.58	4.01	0.00
Subsidiária	-1.79	0.76	-2.36	0.02	-2.07	0.91	-2.26	0.02
Estatal	-2.91	1.58	-1.84	0.07	-2.88	1.54	-1.87	0.06
Sudeste	1.13	0.40	2.82	0.01	1.22	0.48	2.52	0.01
Constante	-2.80	1.79	-1.56	0.12	-3.81	2.45	-1.55	0.12

Conforme demonstrado na tabela 21, os coeficientes foram semelhantes aos encontrados quando o modelo foi rodado com toda a amostra. Assim como no modelo apresentado anteriormente, ao efetuar o teste de Hausman, pôde-se observar que não é possível rejeitar a hipótese de que as estimativas entre a regressão logística com dados em painel e a regressão logística com dados agrupados são estatisticamente semelhantes (valor-p igual a 0,9999).

Dessa forma, pode-se concluir que, independentemente de o modelo ser composto pelo mesmo número de empresas de capital aberto e de companhias fechadas, os coeficientes são semelhantes e trazem a mesma interpretação dos resultados.

O Pseudo-R² do modelo foi de 0,3444, e o seu nível de previsão do modelo para as empresas que fizeram IPO foi de 62,6%. Por outro lado, o nível de previsão para aquelas que não fizeram um IPO no ano *t* obteve acerto de 91,9%

Portanto, para a amostra estudada, as variáveis que aumentam a propensão de uma empresa abrir o capital no Brasil são o endividamento, investimento e rentabilidade antes do IPO, a localização na região Sudeste do país e a janela de oportunidade (*market timing*) do mercado

(representado pela variável *price to book*), enquanto o tamanho continua sem significância estatística. Já o fato de as empresas serem subsidiárias de multinacionais, empresas sob controle do Estado e o tempo de mercado contribui para diminuir a probabilidade de uma empresa fazer o IPO.

4.2.2. Análise do Modelo com Variáveis *Dummy*

Como alternativa ao modelo apresentado, foram inseridas duas variáveis *dummy* dos anos de 2006 e 2007, quando ocorreram o maior número de IPOs no período analisado. A nova equação é demonstrada abaixo:

$$\Pr(IPO_{it} = 1) = F(\beta_0 + \beta_1 ENDIVg_{it} + \beta_2 CAPEX_{it} + \beta_3 ME_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 IDADE_{it} + \beta_6 SUB_{it} + \beta_7 ESTAT_{it} + \beta_8 SE_{it} + \beta_9 2007 + \beta_{10} 2006)$$

Eq. 3

A tabela 22 mostra os resultados da regressão logística e da regressão logística com dados em painel.

Tabela 22 – Resultados Regressão Logística com dados agrupados e Regressão Logística com dados em Painel – Variáveis *Dummy*

ENDIV GERAL n-1 é o endividamento geral da empresa defasado em um ano, medido pela soma do passivo circulante com o exigível em longo prazo, ambos defasados em um ano, dividido pelo ativo total da empresa, também defasado em um ano. Capex/Imobilizado n-1 é o investimento em ativo imobilizado defasado em um ano dividido pelo ativo imobilizado defasado em um ano. Margem EBITDA n-1 é o lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização defasado em um ano dividido pela Receita Líquida defasada em um ano. LN ATIVO n-1 é o logaritmo natural do ativo total ajustado pelo IPCA defasado em um ano. LN Idade é o logaritmo natural do resultado obtido pelo ano da informação subtraído do ano de fundação da empresa adicionado de 1. Subsidiária é uma variável *dummy* igual a 1, se a empresa *i* for uma subsidiária de uma empresa nacional ou multinacional no ano *t*, e zero, caso contrário. Estatal é uma variável *dummy* igual a 1, se a empresa *i* era controlada pelo Governo (Federal, Estadual ou Municipal), e zero, caso contrário. Sudeste é uma variável *dummy* igual a 1, se a empresa é localizada na região Sudeste do Brasil, e zero, caso contrário. Ano 2007 é uma variável *dummy* igual a 1, se a empresa abriu o capital no ano de 2007, e zero, caso contrário. Ano 2006 é uma variável *dummy* igual a 1, se a empresa abriu o capital no ano de 2006, e zero, caso contrário.

IPO	Resultados Regressão Logística com Dados Agrupados				Resultados Regressão Logística com Dados em Painel			
	Coeficiente	Erro Padrão	z	P>z	Coeficiente	Erro Padrão	z	P>z
ENDIV GERAL n-1	0.98	0.36	2.70	0.01	1.12	0.47	2.37	0.02
Capex / Imobilizado n-1	1.60	0.38	4.24	0.00	1.90	0.53	3.61	0.00
Margem EBITDA n-1	5.00	1.07	4.67	0.00	6.03	1.51	3.99	0.00
LN ATIVO n-1	-0.07	0.13	-0.51	0.61	-0.01	0.16	-0.08	0.94
LN Idade	-1.16	0.17	-6.79	0.00	-1.49	0.30	-4.91	0.00
Subsidiária	-2.77	0.75	-3.70	0.00	-3.29	0.93	-3.52	0.00
Estatal	-2.38	1.17	-2.03	0.04	-2.68	1.25	-2.14	0.03
Sudeste	1.18	0.36	3.25	0.00	1.45	0.48	2.99	0.00
Ano 2007	2.17	0.34	6.45	0.00	2.52	0.48	5.29	0.00
Ano 2006	0.79	0.39	2.06	0.04	0.85	0.45	1.91	0.06
Constante	-1.63	1.74	-0.94	0.35	-2.32	2.26	-1.03	0.30

Fonte: Elaborada pelo Autor

Conforme visto na tabela 22, os coeficientes foram semelhantes aos encontrados quando inserida a variável de *price to book*. Assim como no modelo apresentado anteriormente, ao efetuar o teste de Hausman, pôde-se observar que não é possível rejeitar a hipótese de que as estimativas entre a regressão logística com dados em painel e a regressão logística com dados agrupados são estatisticamente semelhantes (valor-p igual a 0,9965).

Todas as variáveis obtiveram coeficientes e significância estatística semelhantes. Dessa forma, a análise dos resultados se limitará às novas variáveis inseridas no modelo (ano 2007 e ano 2006).

A variável *dummy* do ano 2007 e a variável *dummy* do ano 2006 foram estatisticamente significantes com 99% e 95% de confiança, respectivamente. Ao inserir estas variáveis, o indicador *price to book* perdeu sua significância estatística (o valor p ficou superior a 0,80) e foi retirado do modelo.

O fato de as *dummies* terem obtido significância estatística corrobora os resultados previamente estabelecidos, de que no Brasil as empresas aproveitaram um momento com alto nível de preços do mercado (e consequentemente muitas ofertas) para também realizarem o seu IPO. Os anos de 2006 e 2007, mantidas as demais variáveis constantes, contribuíram para aumentar a probabilidade de abertura de capital das empresas brasileiras, especialmente o ano de 2007, quando, de fato, ocorreu um número recorde de IPOs no Brasil.

O Pseudo- R^2 do modelo foi de 0,3625, e o seu nível de previsão do modelo para as empresas que fizeram IPO foi de 43,4%. Por outro lado, o nível de previsão para aquelas que não fizeram um IPO no ano t obteve acerto de 97,7%

5. CONCLUSÕES

O presente estudo se propõe a identificar quais são os fatores determinantes para abertura de capital no Brasil. Com base em informações contábeis, de mercado e de características específicas de uma amostra de empresas que abriram o capital entre os anos de 2004 e 2010 e empresas fechadas no mesmo período, o trabalho contribuiu, por meio da técnica multivariada de regressão logística com dados agrupados e regressão logística com dados em painel, para identificação das características de empresas que fizeram IPO no Brasil, no referido período.

Os resultados obtidos no trabalho indicam que as empresas que abriram o capital foram aquelas que vinham investindo significativamente no seu crescimento e aquelas que vinham aumentando o seu endividamento. O IPO se tornou uma opção para readequar a estrutura de capital da companhia e/ou para conseguir novos fundos para continuar investindo e crescendo. Adicionalmente, as empresas que iniciaram a negociação de suas ações apresentaram maior nível de rentabilidade, possibilitando um maior valor da empresa pelos investidores e aproveitaram uma janela de oportunidade do mercado para fazer seu IPO (*market timing*).

A pesquisa mostrou também que empresas localizadas na região Sudeste do país são mais propensas à abertura de capital, devido a um possível fator cultural. A concentração econômica nesta região do país faz com que empresários de outras regiões possam ter uma resistência a abertura de capital, seja pela distância do grande polo financeiro, seja pela menor convivência no ambiente do mercado de capitais.

Por outro lado, este trabalho também mostrou que empresas subsidiárias são menos propensas a fazer o IPO, devido ao seu controle permanecer com empresas já de capital aberto em outros países. Adicionalmente, firmas estatais também tem menor probabilidade de fazer IPO, devido ao controle do Estado e ao fato de estas empresas atenderem a interesses de políticos ou a interesses do país, que nem sempre estão relacionados à maximização de valor para os acionistas.

Por fim, a pesquisa demonstrou que o tamanho das empresas não é estatisticamente significativo para a abertura de capital, haja vista que o Brasil tem vivenciado IPOs de empresas ainda pequenas, pré-operacionais, e também o fato de ainda existirem inúmeras empresas grandes que optaram por não iniciar negociação de suas ações em bolsa de valores.

Este trabalho abrangeu apenas empresas brasileiras, e suas conclusões não podem ser extraídas para companhias de outros países. Adicionalmente, a pesquisa foi limitada ao período compreendido entre os anos de 2004 e 2010, sendo que a realidade futura das empresas pode mudar de acordo com os avanços e as mudanças da economia brasileira.

Como contribuição para futuros estudos, sugere-se adotar a metodologia utilizada neste trabalho para identificação de fatores determinantes para emissões de dívida e por tipo de dívida (debêntures, Eurobonds, etc.). Adicionalmente, sugere-se analisar o destino dos recursos captados nas ofertas de ações, se estes são destinados prioritariamente a crescimento orgânico da companhia (como tem sido feito antes da abertura de capital) ou destinado ao crescimento da companhia via aquisições.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGGARWAL, R.; RIVOLI, P. (1990). Fads in initial public offering market? *Financial Management*, 45-57.

AGGARWAL, R., PRABHALA, N., PURI, M. (2002). Institutional Allocation in Initial Public Offerings: Empirical Evidence. *The Journal of Finance*, vol.57, n.3, pp. 1421-1442.

ALTI, A. (2005). IPO Market Timing. *The Review of Financial Studies*, vol. 18, n.03, pp. 1105-1138.

AMIHUD, Y.; MENDELSON, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, v. 17, n. 2, pp. 223-249.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2011). Disponível em www.bacen.gov.br Acesso em 25 de Maio de 2011.

BANCO MUNDIAL. (2011a). *Market Capitalization of Listed Companies* (% of GDP). Disponível em <http://data.worldbank.org> Acesso em 21 de Junho de 2011.

BANCO MUNDIAL. (2011b). *Research and Development Expenditure* (% of GDP). Disponível em <http://data.worldbank.org> Acesso em 25 de Outubro de 2011.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICOS E SOCIAL – BNDES (2011). *Normas Reguladoras do Produto BNDES FINAME*. Disponível em www.bndes.gov.br Acesso em 24 de outubro de 2011.

BENNINGA, S., HELMANTEL, M., & SARIG, O. (2005). The timing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 115-132.

BENVENISTE, L., SPINDT, P. (1989). How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues. *Journal of Financial Economics*, vol. 24, pp. 343-362.

BENVENISTE, L., WILHELM, W. (1990). A comparative analysis of IPO proceeds under alternative regulatory environment. *Journal of Financial Economics*, vol. 28, pp. 173-208.

BERNHOEFT, R. (1996). *Como Criar, Manter e Sair de uma Sociedade Familiar*. São Paulo: Senac.

BM&FBOVESPA. (2011a). *Valor de Mercado das Companhias*. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/capitalizacao-bursatil/ResumoBursatilHistorico.aspx?idioma=pt-br> Acesso em 03 de julho de 2011.

BM&FBOVESPA. (2011b). *Empresas Listadas*. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/ipos-recentes/ipos-recentes.aspx?idioma=pt-br> Acesso em 3 de julho de 2011.

- BM&FBOVESPA. (2011c). *Segmentos de Listagem*. Acesso em 18 de Maio de 2011, disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_segmentos-de-listagem.asp
- BM&FBOVESPA. (2011d). *Política de Preços para Emissores*. Acesso em 24 de Maio de 2011, disponível em www.bmfbovespa.com.br
- BM&FBOVESPA. (2011e). *Programa de Popularização*. Acesso em 24 de Outubro de 2011, disponível em www.bmfbovespa.com.br
- BODNARUK, A., KANDEL, E., MASSA, M., & SIMONOV, A. (2008). Shareholder Diversification and the Decision to Go Public. *The Review of Financial Studies* , 2779-2824.
- BOOTH, J.; BOOTH, L.; DELI, D. (2010). Choice of Underwriters in Initial Public Offerings. *Journal of Business and Policy Research*. vol. 05, n.02, pp. 131-158.
- BOULTON, T., SMART, S., ZUTTER, C.(2011). Earnings Quality and International IPO Underpricing. *Accounting Review*, vol.86, n.02.
- BRADLEY, D., COONEY JR, J., SINGH, J. Negotiation and the IPO Offer Price: a comparison of integer versus non-interger IPOs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 39.n. 3, pp. 517-540.
- BRAU, J. (2010). Why do firms go public? *Forthcoming in the Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*.
- BRAU, J., COUCH, R., SUTTON, N. (2010). The desire to acquire and IPO long-run performance. *Working Paper*, disponível em <http://ssrn.com/abstract=1270796>
- CARTER, R., MANASTER, S. (1990). Initial Public Offerings and Underwriter's Reputation. *The Journal of Finance*, vol.45, n.04, pp. 1045-1067.
- CARVALHO, A.; PINHEIRO, D. (2010). Determinantes da Estabilização de Preços em Ofertas Públicas Iniciais de Ações. *Revista Brasileira de Finanças*, vol. 08, n.04, pp. 443-468.
- CELIKYURT, U., SEVILIR, M., & SHIVDASANI, A. (2010). Going Public do Acquire? The Acquisition Motive in IPOs. *Journal of Financial Economics* , 345-363.
- CHEN, Z., CHOI, J., & JIANG, C. (2008). Private Benefits in IPOs: Evidence from State-Owned Firms. *Working Paper Series* .
- CHEMMANAU, T., & FULGHIERI, P. (1999). A Theory of Going-Public Decision. *The Review of Financial Studies* , 249-279.
- CHOD, J., LYANDRES, E. (2011). Strategic IPO and Product Market Competition. *Journal of Financial Economics*, vol. 100, pp. 45-67.

CLIFF, M., DENIS, D. (2004). Do initial public offerings purchase analyst coverage with underpricing? *The Journal of Finance*, vol. LIX, n.6, pp. 2871-2901.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Instrução CVM N°400. Disponível em www.cvm.gov.br

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Taxas de Fiscalização. Disponível em www.cvm.gov.br

CONSULTORIA ECONOMÁTICA. (2011). Sistema ECONOMÁTICA.

CORNELLI, F., GOLDREICH, D. (2003). Bookbuilding: how informative is the order book? *The Journal of Finance*, vol. 58, n. 1, pp. 1415-1443.

CORNELLI, F., GOLDREICH, D., & LJUNGQVIST, A. (2006). Investor Sentiment and Pre-IPO Markets. *The Journal of Finance* , 1187-1216.

DEMERS, E., LEWELLEN, K. (2003). The marketing role of IPOs: evidence from internet stocks. *Journal of Financial Economics*, vol. 68, pp. 413-437.

DHIENSIRI, N., SAYRAK, A. (2010). The value impact of analyst coverage. *Review of Accounting and Finance*, vol IX, n.03, pp. 306-331.

DIAS FILHO, J.; CORRAR, L. *Regressão Logística*. In: CORRAR, L.; PAULO, E.; DIAS FILHO, J. *Análise Multivariada para os Cursos de Administração, Ciências Contábeis e Economia*. São Paulo: Atlas, 2007.

DITTMAR, A., & THAKOR, A. (2007). Why do Firms Issue Equity? *The Journal of Finance* , 01-54.

DRAHO, J. (2005). *The IPO Decision: why and how companies go public*. Cheltenham: Edward Elgar.

DUNBAR, C. (1995). The use of warrants as underwriter compensation in initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, pp. 59-78.

ERIKSSON, L., JOHANSSON, E., KETTANETH-WOLD, N., TRYGG, J., WIKSTROM, C., WOLD, S. (2006). *Multi – and Megavariate Data Analysis: basic principles and applications*. 2.ed. Suécia: Umetrics AB.

FAMA, E., FRENCH, K. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, vol. 33, pp. 03-56.

FERRARI, G., MINARDI, A. (2010). O Desempenho de Ofertas Públicas Iniciais de Empresas Brasileiras Financiadas por Private Equity. *Working Paper*, Insper.

FISCHER, C.(2000). *Why do Companies Go Public? Empirical Evidence from Germany's Neuer Market*. Working Paper, Ludwig-Maximilians-University of Munich.

FISLHOW, A. (2011). *O Novo Brasil: as conquistas políticas, econômicas, sociais e nas relações internacionais*. São Paulo: Editora Saint Paul.

FREITAS, A., SAVOIA, J., MONTINI, A. (2007). The aftermarket performance of initial public offerings: The Brazilian Experience. *Latin American Business Review*, vol. 8, n.4, pp. 97-114.

FRIEDER, L., SARETTO, A., TOOKES, H. (2008). Shareholder Base and Product Market Sales. *Working Paper, Yale university*.

GONDAT-LARRALDE, C., JAMES, K. (2008). IPO pricing and share allocation: the importance of being ignorant. *The Journal of Finance*, vol. 63, n1, pp. 449-478.

HAIR, J.; BLACK, W.; BABIN, B.; ANDERSON, R.; TATHAM, R. (2009). *Análise Multivariada de Dados*. 6.ed. Porto Alegre: Bookman.

HARBER JR, R. (1982). *O Sistema de Incentivos Fiscais e o Nordeste: uma Análise Econômica*. Revista de Economia do Nordeste, v.13, n.4, p. 705-742.

HOECHLE, D.; SCHMID, M. (2009). Predicting and Explaining IPO Underperformance. *Working Paper*. Disponível em www.ssrn.com

HOVAKIMIAN, A.; HUTTON, I. (2010). Merger-motivated IPOs. *Financial Management*, vol. 39, n.04, pp. 1547-1573.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – IBGE (2011). *Contas Regionais do Brasil 2004 – 2008*. Disponível em <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/economia/contasregionais/2008/default.shtm> Acesso em 24 de outubro de 2011.

KIM, W., WEISBACH, M (2005). Do firms go public to raise capital? Working Paper, National Bureau of Economic Research.

_____ (2008). Motivations for Public Equity Offers: An International Perspective. *Journal of Financial Economics*, 281-307.

KIRKULAK, B.; DAVIS, C. (2005). Underwriter reputation and underpricing: Evidence from the Japanese IPO market. *Pacific-Basin Finance Journal*, vol.13, pp. 451-470

KRIGMAN, L., SHAW, W., WOMACK, K. (2001). Why do firms switch underwriters? *Journal of Financial Economics*, 245-284.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., & VISHNY, R. (1997). Legal Determinants of External Finance. *The Journal of Finance*, 1131-1150.

Lei Federal 7.940/89. Disponível em www.presidencia.gov.br Acesso em 30 de junho de 2011.

LJUNGQVIST, A., MARSTON, F., WILHELM JR, W. (2009). Scaling the Hierarchy: How and Why Investment Banks Compete for Syndicate Co-management Appointments. *The Review of Financial Studies*, vol. 22, n. 10, pp. 3977-4007.

LOPES, J. (2006). *Fazer do Trabalho Científico em Ciências Sociais*. Recife: UFPE.

LOUGHRAN, T., RITTER, J., & RYDQVIST, K. (1994). Initial Public Offerings: International Insights. *Pacific-Basin Finance Journal* , 165-199.

LOUGHRAN, T., RITTER, J. (2002). Why Don't Issuers Get Upset about Leaving the Money on the Table in IPOs?. *The Review of Financial Studies*. vol. 15. n.2, pp. 413-443.

LOUGHRAN, T., RITTER, J. (2004). Why has IPO underpricing increased over time? *Financial Management*, vol. 33, n.03, pp. 05-37.

LOWRY, M. (2003). Why Does IPO Volume Fluctuates so much? *Journal of Financial Economics* , 03-40.

LOWRY, M., SCHWERT, G. (2002). IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning? *The Journal of Finance*, vol. 57, pp. 1171-1200.

LOWRY, M., & SHU, S. (2002). Litigation Risks and IPO Underpricing. *Journal of Financial Economics* , pp. 309-335.

MALHOTRA, N. (2006). *Pesquisa de Marketing: uma Orientação Aplicada*. São Paulo: Bookman.

MAUG, E. (2001). Ownership Structure and Life-Cycle of the Firm: A Theory of the Decision to Go Public. *European Finance Review* , 167-200.

MELLO, A., PARSONS, J. (1998). Going public and the ownership structure of the firm. *Journal of Financial Economics*, vol. 49, pp. 79-109.

PAGANO, M., PANETA, F., & ZINGALES, L. (1998). Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. *The Journal of Finance* , 27-64.

PINHEIRO, D.(2008). Determinantes e efeitos da estabilização em IPOs no Brasil. Dissertação de Mestrado. Fundação Getúlio Vargas, São Paulo/SP.

PROCIANOY, J. (1994). O Processo Sucessório e a Abertura de Capital de Empresas Brasileiras: Objetivos Conflitantes. *Revista de Administração de Empresas* , pp. 74-84.

REIS, L. (2010). *Produção de Monografia: da teoria à prática*. São Paulo: Senac Nacional.

RITTER, J. (1984). The "Hot Issue" Market of 1980. *The Journal of Business* , 215-240.

_____ (1991). The long-run performance of initial public offerings. *The Journal of Finance* , 03-27.

- _____. (1998). Initial Public Offerings. *Contemporary Finance Digest* , 05-30.
- ROEL, A. (1996). The Decision to go Public: an Overview. *European Economic Review* , 1071-1081.
- ROECHLE, D., SCHMID, M. (2009). Predicting and Explaining IPO Underperformance. *Working Paper Series*, Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1014011> Acesso em 30/05/2011.
- ROSSI JUNIOR, J., CÉSPEDES, J. Testes Empíricos sobre Market Timing na Determinação da Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras. *Working Paper*, Insper, 2008.
- ROSSI JUNIOR, J, MAROTTA, M. (2010). *Equity Market Timing*: testando através de IPO no mercado brasileiro. *Revista Brasileira de Finanças*, vol. 8, n.1, pp. 85-101.
- SAITO, R., PEREIRA, J. (2005). Bookbuilding e Alocação Estratégica: evidência do mercado brasileiro ações. *Revista Brasileira de Finanças*, vol. 4, n.1, pp. 31-51.
- SPATT, C., SRIVASTAVA, S. (1991). Preplay communication, participation restrictions, and efficiency in initial public offerings. *Review of Financial Studies*, vol. 4. Pp. 709-726.
- SANTOS, R.; SILVEIRA, A.; BARROS, L. (2010). Pre-IPO Lending from underwriters and negative ex-post performance: evidence of conflicts of interest in the Brazilian 2004-2007 IPO Wave. *Working Paper*. Disponível em www.ssrn.com
- SOUZA, V., LEAL, R. (2010). Formação do Preço da Emissora em Aberturas de Capital: uma Análise Experimental de Mecanismos Alternativos. *Working Paper*, Universidade Federal do Rio de Janeiro.
- SU, C.; BANGASSA, K. (2011). Underpricing and Long-run Performance of Chinese IPOs: the Role of Underwriter Reputation. *Financial Markets and Portfolio Management*, vol. 25, pp. 53-74.
- SUBRAHMANYAM, A., & TITMAN, S. (1999). The Going-Public Decision and the Development of Financial Markets. *The Journal of Finance* , 1045-1082.
- TREIGER, J. (2009). *Relações com Investidores: a arte de se comunicar com o mercado e de atrair investidores*. 1.ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- WAGNER, H. *The Equity Carve-Out Decision*. Working Paper, Bocconi University, 2005.
- WOOLDRIDGE, J. (2010). Introdução à Econometria: uma abordagem moderna. São Paulo: Cengage Learning.
- XIE, L. (2007). Universal Banking, Conflicts of Interest and Firm Growth. *Journal of Financial Services Research*, vol.32, n.03, pp. 177-202.
- ZINGALES, L. (1995). Insider ownership and the decision to go public. *Review of Economic Studies*, vol. 62, pp. 425-448.