

# 1 Introdução

Nos últimos anos, o número de empresas ofertando suas ações ao público no Brasil cresceu de forma espetacular. De 2004 a 2008, foram realizadas 110 ofertas públicas iniciais (“IPOs”), 27 vezes mais do que as quatro realizadas entre 2000 e 2004. A explosão no número de ofertas traz a seguinte pergunta: as firmas emissoras abriram seu capital para ter acesso a novas fontes de financiamento? Ou simplesmente usaram essa onda para vender caro parte de seus negócios?

O crescente número de IPOs em que a firma toma empréstimos junto a seus coordenadores tem sido visto por parte do mercado brasileiro como um indicativo de que a onda de emissões representou uma oportunidade de vender ações a um preço artificialmente alto. Em 31 dos IPOs realizados a partir de 2004, os coordenadores da emissão emprestaram recursos às firmas nos 12 meses anteriores à data da oferta (“empréstimos pré-IPO”).<sup>1</sup> Segundo esta hipótese, os empréstimos são utilizados de forma oportunista, para inflar a firma e obter melhores termos na oferta. Eles podem substituir empréstimos já existentes, reduzindo o custo de capital que a firma declara possuir, ou servir como fonte de financiamento de investimentos e aquisições, que, ao invés de representarem oportunidades lucrativas de negócios, têm como objetivo criar uma perspectiva de crescimento que justifique o IPO. Os bancos de investimento estariam dispostos a prover esses empréstimos para conquistar posições de coordenação, recebendo altas comissões.

Existe outra interpretação para os empréstimos pré-IPO observados. As firmas podem estar buscando financiamento adicional ou antecipação de recursos do IPO para realizar investimentos lucrativos. Nesta interpretação, os empréstimos não são necessários para a ocorrência da oferta e outros bancos, além dos coordenadores, estariam dispostos a concedê-los. O interesse dos bancos ao ofertar esses empréstimos é tanto participar do IPO quanto criar com a firma um

---

<sup>1</sup> No Brasil, esta operação é conhecida como “equity kicker”. Porém, “equity kicker” também se refere a operações nas quais o credor, ao fornecer empréstimos, recebe uma garantia de participação acionária na empresa tomadora de crédito.

relacionamento de longo prazo que lhes permita participar de emissões futuras, já que essas firmas têm maior chance de sobreviver e então voltar a utilizar serviços de coordenação.

Este artigo documenta a relevância dos empréstimos pré-IPO e investiga sua motivação. Para determinar se esses empréstimos são utilizados de forma oportunista ou se são instrumentos para investir em relacionamento de longo prazo, serão analisadas as revisões do preço de oferta (variação percentual do preço de oferta entre o registro inicial e a data do IPO) e as comissões pagas aos coordenadores, em uma amostra composta por 90 ofertas públicas iniciais.

A primeira forma de inferir a natureza dos empréstimos é explorar a comissão paga aos coordenadores. Se os empréstimos pré-IPO são utilizados de forma oportunista, é possível que os coordenadores cobrem um preço maior por seus serviços, como compensação pelo risco de perda de reputação (que incorrem ao certificarem uma oferta acima de seu valor real) e como recompensa por sua importância para o sucesso da oferta. Se os empréstimos pré-IPO são investimento em relacionamento, comissões menores devem ser cobradas, já que existe a expectativa de reutilizar as informações adquiridas em novas emissões de ações. Porém, qualquer que seja a motivação dos empréstimos pré-IPO, o menor custo de aquisição de informação incorrido pelos coordenadores (que utilizam informações específicas sobre as firmas em dois produtos diferentes, crédito e coordenação) deve reduzir as comissões (Drucker e Puri, 2005). Assim, se os empréstimos pré-IPO são investimentos em relacionamento de longo prazo, são esperadas menores comissões nas ofertas com esses empréstimos. Por outro lado, se eles são utilizados para deixar a firma mais atrativa para o IPO, não há previsão sobre o comportamento das comissões, pois o aumento na comissão devido ao risco de perda de reputação pode tanto compensar quanto ser compensado pela redução causada pelo menor custo de aquisição de informação.

A segunda estratégia utiliza o esforço de venda dos coordenadores, medido pela revisão do preço de oferta (Cooka, Kieschnichb e Ness - 2006)<sup>2</sup>. Se os empréstimos pré-IPO são utilizados de forma oportunista pelas firmas, os bancos que coordenam essas ofertas devem proteger sua reputação não dispensando

---

<sup>2</sup> A revisão é calculada como a variação percentual entre o preço de oferta e o ponto médio da faixa inicial de preços apresentada no prospecto inicial do IPO. Pode ser positiva, caso o preço da oferta seja maior que o ponto médio da faixa de preços, ou negativa, caso o preço da oferta seja menor que o ponto médio da faixa de preços.

grande esforço em convencer investidores da qualidade da oferta, e obtendo assim uma menor revisão do preço da oferta. Por outro lado, se empréstimos pré-IPO são instrumentos pra investir em relacionamento de longo prazo com a firma, deve existir maior esforço em prestar serviços de qualidade durante o IPO, o que resultará em uma maior revisão de preço.

A documentação da ocorrência de empréstimos pré-IPO mostra que eles têm, de fato, presença relevante tanto no total das ofertas quanto para as firmas que os empregam. Os empréstimos pré-IPO estão presentes em 27 das 90 ofertas da amostra, com valor total de 6,7 bilhões de reais, sendo 1,7 bilhão com vencimento menor que um ano. Esse valor corresponde, em média, a 30,6% do montante que as firmas pretendem captar com a oferta pública inicial. Os empréstimos pré-IPO também se mostram relevantes para que alguns bancos consigam conquistar mandatos para coordenar IPOs. Enquanto 87 das 181 posições de coordenação criadas nas 90 ofertas são ocupadas por dois bancos de investimento “puros”, bancos ligados a conglomerados com histórico de banco comercial no Brasil aumentam sua importância relativa nas posições de coordenação em ofertas com empréstimos pré-IPO. Para esses bancos, as posições de coordenador-credor têm particular importância, já que, em geral, mais da metade de sua participação como coordenadores em IPOs se dá em ofertas em que eram provedores de empréstimos pré-IPO.

Os resultados encontrados neste trabalho sugerem que os empréstimos pré-IPO são utilizados de forma oportunista. A comissão média paga em ofertas sem empréstimos pré-IPO é de 5,11% do total da oferta, enquanto em ofertas com empréstimos pré-IPO a comissão média paga é de 4,20%. Controlando outros fatores que impactam a comissão, a presença de empréstimos pré-IPO aumenta em média a comissão em 0,75 ponto percentual, porém este valor não é estatisticamente diferente de zero ao nível de 10%. Contrariamente ao encontrado, a hipótese de investimento em relacionamento deveria implicar em comissões estatisticamente mais baixas.

A análise das revisões de preço também sugere o uso oportunista dos empréstimos pré-IPO, já que ofertas deste tipo têm em média revisões de preço menores, o que sugere menor esforço dos coordenadores. Entre duas ofertas que partem da mesma faixa de preço inicial e cuja única diferença é a presença de empréstimos pré-IPO, aquela com empréstimos tem suas ações vendidas a um

preço inferior ao preço das ações da oferta sem empréstimos pré-IPO. Em particular, a revisão média em ofertas sem empréstimos pré-IPO é de -2,20%, enquanto a revisão média em ofertas com empréstimos pré-IPO é de -7,91%. Em um modelo multivariado que inclui outros determinantes da revisão do preço de oferta e que controla a possível endogeneidade da escolha de empréstimos pré-IPO, o efeito desses empréstimos sobre a revisão é ainda mais pronunciado, reduzindo a revisão esperada da oferta mediana de 28,58% para -16,22%.

Em um trabalho independente, Santos, Silveira e Barros (2009) encontram evidências que sugerem preços de oferta inflados para as ofertas com empréstimos pré-IPO, o que complementa os resultados aqui descritos e corrobora a conclusão deste artigo. Para os IPOs realizados no Brasil entre 2004 e 2007, aqueles com empréstimos pré-IPO apresentam menor retorno inicial. Adicionalmente, no período de 1 ano após a oferta, as ações das firmas que tomaram empréstimos pré-IPO têm menor retorno (-36% contra +6% para as ações das firmas sem empréstimos pré-IPO). O presente trabalho se distingue do realizado por Santos, Silveira e Barros (2009) de duas principais formas. A primeira delas é em relação à motivação dos empréstimos pré-IPO. Para esses autores, os bancos provedores de empréstimos vêem a oferta de ações como forma de transferir risco a investidores externos em empresas ruins, transformando empréstimos comuns em empréstimos pré-IPO. O ponto de vista aqui adotado é que os empréstimos são tomados com o objetivo explícito, no caso da hipótese de manipulação, de acessar investidores externos e obter preços mais altos para as ações da firma. A segunda diferença principal é que os resultados aqui encontrados se baseiam em variáveis observáveis, como é o caso da comissão dos IPOs, e que por isso não exigem inferência estatística.

Drucker e Puri (2005) estudam um fenômeno semelhante à presença de empréstimos pré-IPO em ofertas iniciais de ações: a provisão de empréstimos por bancos coordenadores em ofertas de ações de firmas já listadas em bolsa (“SEOs”). Os autores encontram que a probabilidade de coordenar SEOs (correntes e futuros) é maior para os bancos que provêem empréstimos para firmas emissoras nos seis meses anteriores e posteriores à oferta, e as comissões e taxas de juros cobradas nesses SEOs e empréstimos são menores do que as associadas a ofertas e empréstimos comuns. Essas evidências sugerem que esses empréstimos são utilizados para construção de relacionamento de longo prazo

entre coordenadores e firmas, contrariamente à hipótese de busca de ganhos oportunistas sugerido pelas evidências encontradas por este trabalho em uma amostra de IPOs brasileiros. Possivelmente, as maiores comissões associadas ao serviço de coordenação, a maior atividade no mercado de emissão de ações nos Estados Unidos e a maior informação disponível a investidores externos em SEOs explicam o diferente comportamento e interesse dos coordenadores ao ofertarem e coordenarem ofertas com empréstimos entre firmas e coordenadores.

Por fim, as evidências aqui descritas não são as primeiras a sugerir que firmas emissoras buscam ganhos oportunistas em IPOs. Entre outros, Loughran e Ritter (1995) documentam que, após cinco anos da oferta, as ações de firmas emissoras oferecem menor retorno aos acionistas do que ações de firmas similares que não emitiram ações no período. Teoh, Welch e Wong (1998) sugerem que os resultados encontrados por Loughran e Ritter (1995) são consequência de firmas emissoras manipulando dados contábeis para aumentar o lucro obtido no ano do IPO e vender as ações a um preço artificialmente elevado. De fato, os autores encontram que firmas com maior manipulação de informações contábeis têm em média retorno 20% menor nos três anos após a oferta do que aquelas que apresentam menor manipulação. Para o mercado brasileiro, D'Almeida (2008) encontra que, entre firmas que realizam IPOs, aquelas que não empregam múltiplos coordenadores e não utilizam demonstrativos contábeis auditados com valor legal têm variações anormais nas contas discricionárias dos demonstrativos financeiros, o que é consistente com tentativas de inflar os lucros contábeis das empresas.

O restante da dissertação está organizado da seguinte forma. A Seção 2 discute a seleção da amostra e apresenta estatísticas descritivas. A Seção 3 investiga as comissões pagas aos coordenadores na presença de empréstimos pré-IPO e a Seção 4 analisa o impacto dos empréstimos pré-IPO sobre a revisão dos preços de oferta. A Seção 5 apresenta as conclusões.