

2 Descrição da amostra

2.1. Base de dados

A amostra inicial é constituída por todas as 110 ofertas públicas iniciais de ações realizadas no Brasil entre 2004 e 2008. A partir da amostra inicial, são excluídos 20 IPOs. Dessas 20 exclusões, uma se deu pela falta de dados sobre os empréstimos pré-IPO. Oito ofertas são excluídas por serem IPOs de *brazilian depositary receipts* (“BDRs”), ou seja, certificados representativos de valores mobiliários emitidos por companhias abertas com sede no exterior, negociáveis no mercado brasileiro. Como essas firmas não têm sede no Brasil, elas não estão sujeitas a todas as normas da Comissão de Valores Mobiliários aplicadas às companhias sediadas no Brasil. Dez IPOs de firmas cujo segmento de atuação é “bancos” segundo a classificação da Bovespa também são excluídos, para que empréstimos interbancários não sejam confundidos com empréstimos pré-IPO. Por fim, uma oferta cujo contrato entre a firma e os coordenadores não é de garantia firme é excluída da amostra.³ A amostra final é composta por 90 IPOs.

Os dados relativos à oferta são obtidos nos prospectos. Nos prospectos preliminares, obtêm-se a faixa inicial do preço da oferta e o número preliminar de ações primárias e secundárias. Nos prospectos definitivos, obtêm-se a data da oferta, o preço de oferta das ações, o tamanho da oferta em reais (número de ações vendidas multiplicada pelo preço de oferta), os coordenadores, *bookrunners* (coordenadores responsáveis pela coleta das intenções de investimento) e coordenador líder. A revisão na faixa inicial de preço é calculada como a variação percentual do preço de oferta das ações em relação ao ponto médio da faixa inicial de preços. O retorno inicial é calculado como a variação percentual entre o preço de fechamento do primeiro dia de negociação e o preço de oferta. Para este

³ No IPO em questão, ou a oferta era toda subscrita por investidores ou era cancelada, enquanto no regime de garantia firme os coordenadores se comprometem a comprar as ações que não são compradas por outros investidores.

cálculo, são utilizadas as séries históricas dos preços das ações encontradas na Bloomberg.

Em relação às firmas, coletam-se dados relativos às suas características financeiras, ao seu setor de atuação e sua idade ao realizar o IPO. As características financeiras e a idade da firma são obtidas nos prospectos definitivos. Para identificar o setor é utilizada a classificação da Bovespa.

Através da leitura dos prospectos definitivos, é possível identificar as ofertas nas quais a firma possui empréstimos junto aos bancos coordenadores. Para essas ofertas, são registrados todos os empréstimos entre a firma e seus coordenadores e suas datas de contratação. Com o objetivo de excluir empréstimos não relacionados ao IPO, adota-se uma metodologia baseada em Drucker e Puri (2005), e são registrados como empréstimos pré-IPO apenas os empréstimos entre firmas e coordenadores cuja data de contratação pertença aos 12 meses anteriores à data da oferta. Para esses empréstimos, registram-se o prazo final e o montante contratado. Em duas ofertas, não foi possível obter o valor inicial contratado para todos os empréstimos pré-IPO, e registrou-se o saldo devedor na data do IPO. Quando o empréstimo é realizado em moeda estrangeira, e são apresentados dia, mês e ano de contratação, o empréstimo é convertido em reais com a taxa de câmbio do dia. Quando o empréstimo é em moeda estrangeira e no prospecto são apenas fornecidos mês e ano de contratação, o montante é convertido em reais utilizando a média mensal da taxa média de câmbio no mês de contratação.

2.2. Estatísticas descritivas

A Tabela I apresenta as informações sobre os empréstimos pré-IPO. Dentre os 90 IPOs que compõem a amostra, 27 deles possuem empréstimos pré-IPO, com valor total de 6,8 bilhões de reais. Esse é um valor significativo. Excluindo-se um *outlier*, os empréstimos pré-IPO correspondem, em média, a

19% do ativo total, a 95% do endividamento total das firmas e a 27% do montante que elas pretendem captar com a oferta pública inicial.^{4,5}

Os empréstimos pré-IPO não apresentam um perfil de maturidade definido. Dos 27 IPOs com esses empréstimos, 15 possuem empréstimos de curto prazo, ou seja, com vencimento inferior a 12 meses, e 19 possuem empréstimos de longo prazo (há quatro IPOs em que houve empréstimos de curto e longo prazo). Porém, do valor total contratado, 1,7 bilhão de reais é em empréstimos de curto prazo e 5,05 bilhões de reais em empréstimos de longo prazo.

A Tabela II apresenta a participação dos bancos de investimento nas ofertas realizadas entre 2004 e 2008. Pode-se ver que há concentração no mercado de coordenação, já que três bancos de investimento (UBS Pactual, Credit Suisse e Itaú BBA) participam em cerca de 60% das posições de coordenação abertas.⁶ Quando se analisa o conjunto de IPOs com empréstimos, o padrão de concentração permanece o mesmo, já que os bancos UBS Pactual, Credit Suisse e Itaú BBA participam de 64% das posições de coordenação abertas nesse grupo de IPOs. Adicionalmente, os bancos relacionados a conglomerados com histórico de banco comercial no Brasil (Unibanco, Banco Real, BBI, Santander, HSBC) aumentam sua importância relativa nas posições de coordenação em ofertas com empréstimos pré-IPO.

O padrão de participação dos bancos como simultaneamente coordenadores e provedores de crédito é distinto do padrão de participação apenas como coordenadores, como pode ser visto através da comparação das colunas (A) e (C) da Tabela II. Houve 32 posições de coordenação em que bancos eram coordenadores e provedores de empréstimos. O banco Itaú BBA capturou 37,5% dessas posições, o que representa participação duas vezes maior do que a do banco com segunda maior participação (Credit Suisse). Para os bancos ligados a conglomerados com histórico de banco comercial no Brasil, as posições de coordenador-credor têm particular importância, já que, em geral, mais da metade

⁴ O *outlier* é a empresa MMX, cujo montante de empréstimos pré-IPO equivale a 33 vezes o valor de seus ativos.

⁵ Os valores apresentados para as razões empréstimos pré-IPO/ativos e empréstimos pré-IPO/endividamento devem ser entendidos como limites superiores, já que algumas firmas tomaram os empréstimos pré-IPO no período entre a última divulgação de resultados contábeis e a data do IPO.

⁶ Os bancos Pactual, UBS e UBS Pactual foram tratados como um só banco (“UBS Pactual”) em todo período da amostra.

de sua participação como coordenadores em IPOs se dá em ofertas em que são provedores de empréstimos pré-IPO.

A Tabela III apresenta características das firmas e das ofertas para os grupos com e sem empréstimos pré-IPO. Ofertas com empréstimos empregam 2,11 bookrunners, enquanto ofertas sem esses empréstimos empregam 1,81 (estatística t para teste de diferença de média é 1,77). As ofertas de firmas com empréstimos pré-IPO são menores (617 milhões de reais contra 938 milhões de reais para ofertas sem empréstimos pré-IPO) e possuem menor retorno inicial (4,86% contra 6,53% para ofertas sem empréstimos pré-IPO), porém essas diferenças não são estatisticamente significantes a níveis convencionais. A reputação do líder é bastante similar entre os dois grupos. Para medir a reputação dos coordenadores, utiliza-se a participação como líder em IPOs de 2004 a 2008 (Magginson e Weiss - 1991), já que coordenadores com maior participação têm mais a perder ao aceitar coordenar ofertas de firmas de má qualidade. Como em Fang (2005), opta-se por uma classificação binária da reputação dos coordenadores, já que dois bancos, UBS Pactual e Credit Suisse, dominam as posições de liderança em IPOs no período.⁷ Portanto, a reputação dos bancos UBS Pactual e Credit Suisse assume valor igual a um, enquanto a reputação dos outros bancos assume valor igual a zero.

A idade média da firma ao realizar a oferta, em geral vista como medida da dificuldade de avaliação de um IPO (Ritter – 1984), não é estatisticamente diferente entre os grupos. Firmas com empréstimos pré-IPO realizam a primeira emissão de ações com média de 29,3 anos, enquanto firmas sem empréstimo pré-IPO realizam a primeira oferta de ações com uma idade média de 23,8 anos. Esses valores são altos quando comparados aos presentes em mercados de capitais mais maduros. A mediana para a idade ao realizar a oferta para toda a amostra de 22,5 anos para toda a amostra (não reportada na Tabela III) é bastante superior à mediana de 10 anos existente nos Estados Unidos, para o período de 2001 a 2008.⁸ Apesar de não haver diferença significativa entre o valor médio do ativo

⁷ UBS Pactual, líder em IPOs correspondentes a 33% do total emitido entre 2004 e 2008 e Credit Suisse, líder em IPOs correspondentes a 29,8% do total emitido no mesmo período. A terceira maior participação é do banco Unibanco, líder em IPOs responsáveis por 10,3% do total emitido no período.

⁸ A estimativa para a mediana da idade nos Estados Unidos é apresentada por Jay Ritter na página eletrônica <http://bear.cba.ufl.edu/ritter/>.

entre os grupos de firmas, aquelas com empréstimos pré-IPO possuem maior endividamento no trimestre anterior ao IPO do que aquelas sem empréstimos pré-IPO.

A Tabela IV apresenta dados financeiros das firmas nos três anos anteriores ao IPO. Não são encontradas diferenças de estrutura de capital ou de desempenho entre os grupos de firmas nos anos anteriores ao IPO.