

6 Bibliografia

BENVENISTE, L.; LJUNGQVIST, A; WILHEM, W.; YU, X. Evidence of information spillovers in the production of investment banking services. *The Journal of Finance* v. 58, p. 577-608, 2003.

COOKA, D.; KIESCHNICKB, R.; NESS, R. On the marketing of IPOs. *Journal of Financial Economics*, v. 82, p. 35-61, 2006.

CHEN, H.; RITTER, J. R. The seven percent solution. *The Journal of Finance*, v. 55, p.1105–1131, 2000.

D'ALMEIDA, F. *Informações financeiras de ofertas públicas iniciais de ações: uma avaliação do uso de rubricas discricionárias*. Dissertação de Mestrado defendida no Departamento de Administração da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, 2008.

DRUCKER, S.; PURI, M. On the benefits of concurrent lending and underwriting. *The Journal of Finance*, v. 60, p. 2763–2799, 2005.

HANSEN, R. Do investment banks compete in IPOs?:the advent of the “7% plus contract”. *Journal of Financial Economics*, v. 59, p. 313-246, 2001.

HU, W.; RITTER, J. *Multiple Bookrunners in IPOs*. University of Florida Working Paper, 2007

JAMES, C. Relationship-Specific Assets and the Pricing of Underwriter Services. *The Journal of Finance*, v. 47, p. 1865-1885, 1992

KRIGMAN, L.; SHAW, W.; WOMACK, K. Why do firms switch underwriters? *Journal of Financial Economics*, v. 60, p. 245-284, 2001.

LJUNGQVIST, A.; WILHEM, W. IPO Pricing in the Dot-Com Bubble. *The Journal of Finance*, v. 58, p. 723-752, 2003.

LOUGHRAN, T.; RITTER, J. The new issues puzzle. *The Journal of Finance*, v. 50, p. 23-41, 1995.

MEGGINSON, W.; WEISS, K. Venture capital certification in initial public offerings. *The Journal of Finance*, v. 46, p. 879-893, 1991

RITTER, J. The Hot Issue Market of 1980. *The Journal of Business*, v. 57, p. 215-240, 1984.

TEOH,S.; WELCH, I.; WONG, T. Earnings Management and the long-run market performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, v. 53, p. 1935-1974, 1998.

7 Tabelas

TABELA I
Características dos empréstimos Pré-IPO

Apresenta os dados sobre os empréstimos pré-IPO. Uma oferta possui empréstimo pré-IPO quando a firma contrata empréstimos com os coordenadores nos 12 meses anteriores à data da oferta. Esse dado é obtido através da leitura dos prospectos definitivos. O empréstimo pré-IPO é classificado como de curto prazo caso deva ser totalmente quitado em até 12 meses a partir da data de contratação. Caso o prazo de pagamento seja maior que 12 meses, o empréstimo é classificado como de longo prazo. O valor total dos empréstimos pré-IPO é a soma de todos os empréstimos pré-IPO levantados pelas firmas. A razão empréstimos pré-IPO/ativo é a razão entre o valor dos empréstimos pré-IPO e o valor do seu ativo total no trimestre anterior a oferta, dado que ela possui empréstimos pré-IPO. A razão empréstimos pré-IPO/endividamento é a razão entre o valor dos empréstimos pré-IPO levantados por uma firma, dado que ela possui empréstimos pré-IPO, e seu endividamento no trimestre anterior ao IPO, calculado como a soma de empréstimos, financiamentos e debêntures que a firma possui. A razão empréstimos pré-IPO/tamanho preliminar da oferta é a razão entre o valor dos empréstimos pré-IPO levantados por uma firma, dado que ela possui empréstimos pré-IPO, e o tamanho preliminar da oferta, calculado como o produto entre o número de ações vendidas e o ponto médio da faixa inicial de preços. A coluna (A) apresenta os dados para todas as firmas com empréstimos pré-IPO que compõem a amostra, e a coluna (B) exclui os dados dos empréstimos pré-IPO de um outlier (MPX, que possui empréstimos pré-IPO 33 vezes maiores que o ativo total). A amostra total é composta por 90 IPOs.

	(A) amostra completa	(B) excluindo outlier
Número de ofertas com empréstimos pré-IPO	27	26
empréstimos de curto prazo	15	14
empréstimos de longo prazo	19	18
Valor total dos empréstimos pré-IPO (R\$, bilhões)	6,79	4,45
empréstimos de curto prazo	1,72	1,55
empréstimos de longo prazo	5,05	2,90
Média da razão empréstimos pré-IPO/ativo	1,44	0,19
empréstimos de curto prazo	0,19	0,10
empréstimos de longo prazo	1,25	0,09
Média da razão empréstimos pré-IPO/endividamento	2,44	0,95
empréstimos de curto prazo	0,57	0,48
empréstimos de longo prazo	1,87	0,48
Média da razão empréstimos pré-IPO/tamanho preliminar da oferta	0,31	0,27
empréstimos de curto prazo	0,11	0,11
empréstimos de longo prazo	0,20	0,16

TABELA II
Participação dos bancos de investimento como coordenadores em IPOs

Apresenta a participação dos bancos de investimento em sindicatos de IPOs, para ofertas realizadas entre 2004 e 2008. A participação absoluta é o número de IPOs em que cada banco participou como coordenador, e a participação relativa é o número de posições que o banco ocupou em relação ao número total de posições existentes. A coluna (A) apresenta a participação de cada banco como coordenador. A coluna (B) apresenta a participação em IPOs com empréstimos pré-IPO. A coluna (C) apresenta a participação em IPOs com empréstimos pré-IPO nos quais o próprio banco era o provedor de empréstimos. Em todo o período, os bancos UBS, Pactual e UBS Pactual são considerados como um só banco, e quando dois ou mais deles participam de um sindicato, é considerada apenas uma posição de coordenação.

	(A)		(B)		(C)	
	posições de coordenador		posições de coordenador em IPOs com empréstimos pré-IPO		posições de coordenador em que foi provedor de empréstimo pré-IPO	
	absoluta	relativa	absoluta	relativa	absoluta	relativa
UBS Pactual	49	27,07%	14	23,33%	1	3,13%
Credit Suisse	38	20,99%	12	20,00%	5	15,63%
Itau BBA	24	13,26%	13	21,67%	12	37,50%
Merrill Lynch	16	8,84%	3	5,00%	1	3,13%
Unibanco	12	6,63%	6	10,00%	4	12,50%
Morgan Stanley	9	4,97%	0	0,00%	0	0,00%
JP Morgan	8	4,42%	2	3,33%	0	0,00%
BBI	6	3,31%	3	5,00%	3	9,38%
Citibank	6	3,31%	1	1,67%	0	0,00%
Santander	4	2,21%	2	3,33%	2	6,25%
Banco Real	3	1,66%	3	5,00%	3	9,38%
Deutsche Bank	2	1,10%	0	0,00%	0	0,00%
HSBC	1	0,55%	1	1,67%	1	3,13%
Goldman Sachs	1	0,55%	0	0,00%	0	0,00%
BB Investimentos	1	0,55%	0	0,00%	0	0,00%
Banco Fator	1	0,55%	0	0,00%	0	0,00%
Total	181		60		32	

TABELA III
Estatísticas descritivas das firmas e das ofertas

Apresenta características das ofertas e das firmas para os grupos de empresas sem e com empréstimos pré-IPO. Um IPO possui empréstimos pré-IPO quando a firma contrata empréstimos com os coordenadores nos 12 meses anteriores à data da oferta. Tamanho da oferta é o total de recursos obtidos no IPO, calculado como o produto entre o número de ações vendidas e o preço da oferta. A reputação do líder é uma variável que assume valor igual a um se o coordenador líder da oferta é um dos seguintes bancos: Pactual, UBS, UBS Pactual ou Credit Suisse. Caso o líder seja outro banco, a variável assume valor igual a zero. O número de bookrunners representa o número de bancos que participam do processo de coleta de investimentos. Em todo o período da amostra, os bancos UBS, Pactual e UBS Pactual são considerados como um só banco. O desconto inicial é calculado como a diferença percentual entre o preço de fechamento no primeiro dia de negociação das ações e o preço da oferta. Idade é uma variável que representa a idade da firma na data do IPO. Ativo representa o valor total dos ativos, em bilhões de reais, no trimestre anterior ao IPO. Endividamento/ativo representa o total de empréstimos, financiamentos e debêntures que a firma possui no trimestre anterior ao IPO, em relação ao ativo total do mesmo período. Apresenta-se a estatística-t para testes de diferença de média entre os grupos.

Características das ofertas

	com empréstimos pré-IPO		sem empréstimos pré-IPO		estat. t
	média	desvio-	média	desvio-	
Tamanho da oferta (R\$, milhões)	617,06	379,48	938,52	1367,71	-1,20
Reputação do líder	0,67	0,48	0,63	0,49	0,29
Número de bookrunners	2,11	0,75	1,81	0,74	1,77
Desconto inicial (%)	4,86	6,71	6,53	11,24	-0,72

Características das firmas na data do IPO

	com empréstimos pré-IPO		sem empréstimos pré-IPO		estat. t
	média	desvio-	média	desvio-	
Idade no IPO (anos)	29,26	23,26	23,78	19,60	1,15
Ativo (R\$, bilhões)	1,33	2,12	1,20	2,02	0,28
Endividamento/ativo	0,39	0,25	0,21	0,20	3,58

TABELA IV
Evolução das variáveis contábeis das firmas nos anos anteriores ao IPO

Apresenta a evolução dos resultados financeiros nos três exercícios fiscais anteriores ao IPO para firmas com e sem empréstimos pré-IPO. A cada período, participam da amostra apenas as empresas que apresentam balanço patrimonial e demonstração de resultado para o período. Ativo representa o valor total dos ativos, em bilhões de reais, para cada período. Ativo circulante/ativo representa o ativo circulante, passivo total/ativo representa a soma do passivo circulante e do passivo exigível a longo prazo, endividamento/ativo representa o total de empréstimos, financiamentos e debêntures que a firma possui, todos como proporção do ativo total do mesmo período. Receita líquida representa a receita líquida do período, em bilhões de reais. Lucro operacional sem desp. financeira/ativo é o lucro operacional do período descontando as despesas ou receitas financeiras, como proporção do ativo do mesmo período. Apresenta-se a estatística-t para testes de diferença de média entre os grupos.

	IPO-1		IPO-2		IPO-3	
	com emp. pré-IPO	sem emp. pré-IPO	com emp. pré-IPO	sem emp. pré-IPO	com emp. pré-IPO	sem emp. pré-IPO
ativo (R\$, bilhões)						
média	1,24	1,25	0,93	1,02	0,84	0,90
estatística-t		-0,02		-0,17		-0,12
ativo circulante/ativo						
média	0,46	0,52	0,49	0,50	0,48	0,49
estatística-t		-0,87		-0,22		-0,04
passivo/ativo						
média	0,67	0,64	0,69	0,64	0,71	0,62
estatística-t		0,50		0,66		1,44
endividamento/ativo						
média	0,27	0,21	0,23	0,21	0,23	0,19
estatística-t		1,32		0,40		1,00
receita líquida (R\$, bilhões)						
média	1,02	0,70	0,79	0,58	0,91	0,72
estatística-t		1,08		0,77		0,62
lucro operacional sem desp financeira/ativo						
média	0,10	0,15	0,10	0,13	0,17	0,09
estatística-t		-1,18		-0,70		1,27
Número de observações:	26	59	24	57	24	57

TABELA V
Análise multivariada das comissões pagas aos coordenadores

A variável dependente nas colunas (A) e (C) é a comissão paga aos coordenadores, que é definida como um percentual sobre o total da oferta. A coluna (A) apresenta a estimação por OLS dos determinantes da comissão. A coluna (B) apresenta o primeiro estágio da estimação dos determinantes da comissão pelo método de variável instrumental, onde a razão caixa(IPO-1)/ativo(IPO-1) é utilizada como instrumento. A coluna (C) apresenta o segundo estágio da estimação pelo método de variáveis instrumentais. Empréstimo pré-IPO, idade, tamanho da oferta, ativo mantêm as definições apresentadas nas tabelas anteriores. A variável tamanho da oferta/valor de mercado é a razão entre o tamanho da oferta em reais e o valor de mercado da firma (calculado como o produto entre número de ações na data do IPO e o preço de fechamento do primeiro dia de negociação das ações em bolsa) em reais. O volume de emissão no trimestre é a soma do valor das ofertas ocorridas nos três meses anteriores ao IPO, em bilhões de reais. O p-valor é exibido em *itálico*, e os erros-padrão calculados são robustos a heterodasticidade.

	(A)	(B)	(C)
	OLS	Variável Instrumental	
		instrumento: caixa (IPO-1)/ativo (IPO-1)	
		1o. Estágio	2o. Estágio
empréstimo pré-IPO	0.0075 <i>0.166</i>		0.0308 <i>0.494</i>
ln(tamanho da oferta)	-0.0045 <i>0.136</i>	-0.1308 <i>0.088</i>	-0.0008 <i>0.917</i>
tamanho da oferta/valor de mercado	0.0371 <i>0.039</i>	0.3144 <i>0.349</i>	0.0284 <i>0.201</i>
ln (1+ idade)	-0.0058 <i>0.136</i>	0.0100 <i>0.839</i>	-0.0058 <i>0.125</i>
ln (ativo)	0.0020 <i>0.498</i>	0.0962 <i>0.023</i>	-0.0004 <i>0.934</i>
volume de emissão no trimestre (R\$, trilhões)	0.8784 <i>0.393</i>	33.5819 <i>0.017</i>	0.0917 <i>0.953</i>
caixa (IPO-1)/ativo(IPO-1)		-0.2674 <i>0.263</i>	
constante	0.0577 <i>0.000</i>	0.2489 <i>0.571</i>	0.0496 <i>0.061</i>
Observações	86	86	86
F	2.82	3.45	1.63
Prob > F	0.0154	0.0044	0.1503
R-squared	0.145	0.1553	.

TABELA VI
Análise multivariada da revisão do preço da oferta - características dos sindicatos

A variável dependente nas regressões de (A) e (C) é a revisão do preço de oferta, definida como a diferença do preço de oferta e o preço médio da faixa inicial de preço em relação ao ponto médio da faixa de preço. Empréstimo pré-IPO, idade, reputação do líder e número de bookrunners mantêm as definições apresentadas nas tabelas anteriores. Primeiro IPO do setor é uma variável binária que assume valor igual a 1 quando a oferta é a primeira do setor a ser realizada a partir de 2004. Tamanho relativo da faixa de preço é a relação entre o preço máximo e mínimo da faixa inicial de preço e o preço médio. Oferta secundária é uma variável binária que assume valor igual a 1 quando acionistas vendem ações no IPO. A variável Ibovespa representa a variação do índice Ibovespa no período de bookbuilding, que é obtido a partir dos prospectos preliminares. Underpricing contemporâneo e revisão contemporânea são variáveis que medem, no período de bookbuilding, o underpricing médio e a revisão média de ofertas que terminaram o bookbuilding e começaram a ser negociadas em mercado, respectivamente. # bookrunners e # bookrunners estrangeiros são, respectivamente, o número de bookrunners e o número de bookrunners estrangeiros empregados no IPO. O p-valor é exibido em itálico, e os erros-padrão calculados são robustos a heterodasticidade.

	(A)	(B)	(C)
	OLS	Variável Instrumental	
		instrumento: caixa (IPO-1)/ativo (IPO-1)	
		1o. Estágio	2o. Estágio
empréstimo pré-IPO	-0.0915 <i>0.033</i>		-0.4480 <i>0.130</i>
ln (1+ idade)	0.0170 <i>0.291</i>	0.1297 <i>0.001</i>	0.0591 <i>0.185</i>
primeiro IPO do setor	0.0270 <i>0.641</i>	-0.1142 <i>0.355</i>	-0.0287 <i>0.763</i>
tamanho relativo da faixa de preço	-0.1479 <i>0.649</i>	0.0190 <i>0.973</i>	-0.0931 <i>0.810</i>
oferta secundária	0.0593 <i>0.239</i>	-0.0920 <i>0.427</i>	0.0253 <i>0.732</i>
variação contemporânea do Ibovespa	0.3548 <i>0.274</i>	-0.0394 <i>0.959</i>	0.3047 <i>0.579</i>
underpricing contemporâneo	0.2546 <i>0.502</i>	-0.3669 <i>0.806</i>	0.1649 <i>0.829</i>
revisão contemporânea	0.2143 <i>0.286</i>	0.1004 <i>0.833</i>	0.3078 <i>0.272</i>
reputação do líder	0.0555 <i>0.179</i>	0.1070 <i>0.314</i>	0.0843 <i>0.177</i>
# bookrunners	0.0927 <i>0.005</i>	0.3630 <i>0.000</i>	0.2168 <i>0.038</i>
# bookrunners estrangeiros	-0.0797 <i>0.066</i>	-0.3682 <i>0.001</i>	-0.2137 <i>0.048</i>
caixa (IPO-1)/ativo(IPO-1)		-0.4822 <i>0.047</i>	

TABELA VI (continuação)

constante	-0.1648 0.082	-0.1501 0.466	-0.2198 0.109
Observações	86	86	86
F	2.56	3.53	1.13
Prob > F	0.0084	0.0005	0.3515
R-squared	0.2121	0.267	.

TABELA VII
Análise multivariada da revisão do preço da oferta - bancos participantes

A variável dependente nas regressões de (A) e (C) é a revisão do preço de oferta, definida como a diferença do preço de oferta e o preço médio da faixa inicial de preço em relação ao ponto médio da faixa de preço. Empréstimo pré-IPO, idade mantêm as definições apresentadas nas tabelas anteriores. Primeiro IPO do setor é uma variável binária que assume valor igual a 1 quando a oferta é a primeira do setor a ser realizada a partir de 2004. Tamanho relativo da faixa de preço é a relação entre o preço máximo e mínimo da faixa inicial de preço e o preço médio. Oferta secundária é uma variável binária que assume valor igual a 1 quando acionistas vendem ações no IPO. A variável Ibovespa representa a variação do índice Ibovespa no é a relação entre o preço máximo e mínimo da faixa inicial de preço e o preço médio. Oferta secundária é uma variável binária que assume valor igual a 1 quando acionistas vendem ações no IPO. A variável Ibovespa representa a variação do índice Ibovespa no período de bookbuilding, que é obtido a partir dos prospectos preliminares. Underpricing contemporâneo e revisão contemporânea são variáveis que medem, no período de bookbuilding, o underpricing médio e a revisão média de ofertas que terminaram o bookbuilding e começaram a ser negociadas em mercado, respectivamente. Os bancos são variáveis dummy que assumem valor igual a um quando ele participa da emissão como bookrunner. O p-valor é exibido em *itálico*, e os erros-padrão calculados são robustos a heterodasticidade.

	(A)	(B)	(C)
	OLS	Variável Instrumental	
		instrumento: caixa (IPO-1)/ativo (IPO-1)	
		1o. Estágio	2o. Estágio
empréstimo pré-IPO	-0.1341 <i>0.004</i>		-0.3618 <i>0.155</i>
ln (1+ idade)	0.0178 <i>0.296</i>	0.1278 <i>0.003</i>	0.0453 <i>0.251</i>
primeiro IPO do setor	0.0299 <i>0.634</i>	-0.0515 <i>0.673</i>	0.0095 <i>0.899</i>
tamanho relativo da faixa de preço	0.0838 <i>0.765</i>	-0.1710 <i>0.812</i>	0.0539 <i>0.871</i>
oferta secundária	0.0154 <i>0.737</i>	-0.1124 <i>0.269</i>	-0.0116 <i>0.841</i>
variação contemporânea do Ibovespa	0.5805 <i>0.049</i>	0.6652 <i>0.452</i>	0.7193 <i>0.122</i>
underpricing contemporâneo	0.0106 <i>0.981</i>	-1.2152 <i>0.285</i>	-0.2556 <i>0.661</i>
revisão contemporânea	0.4347 <i>0.031</i>	-0.0008 <i>0.998</i>	0.4614 <i>0.020</i>
caixa (IPO-1)/ativo(IPO-1)		-0.5091 <i>0.051</i>	
Credit Suisse	0.0492 <i>0.352</i>	0.1422 <i>0.214</i>	0.0802 <i>0.274</i>
UBS Pactual	-0.0590 <i>0.225</i>	-0.0337 <i>0.809</i>	-0.0774 <i>0.211</i>
Itau BBA	0.1506 <i>0.003</i>	0.4086 <i>0.001</i>	0.2405 <i>0.029</i>

TABELA VII (continuação)

Banco Real	0.0692 <i>0.589</i>	0.9127 <i>0.002</i>	0.2741 <i>0.312</i>
BBI	0.0445 <i>0.652</i>	0.4730 <i>0.011</i>	0.1409 <i>0.305</i>
Merrill Lynch	0.0297 <i>0.550</i>	-0.1262 <i>0.233</i>	0.0007 <i>0.990</i>
Unibanco	0.1155 <i>0.023</i>	0.3142 <i>0.090</i>	0.1764 <i>0.101</i>
HSBC	-0.1979 <i>0.018</i>	0.6714 <i>0.001</i>	-0.0414 <i>0.844</i>
Santander	0.0788 <i>0.134</i>	0.3614 <i>0.194</i>	0.1573 <i>0.261</i>
JP Morgan	-0.0396 <i>0.518</i>	0.0149 <i>0.937</i>	-0.0454 <i>0.441</i>
Citibank	-0.0755 <i>0.134</i>	-0.2876 <i>0.277</i>	-0.1263 <i>0.120</i>
Morgan Stanley	-0.0775 <i>0.376</i>	-0.2834 <i>0.061</i>	-0.1549 <i>0.205</i>
Goldamn Sachs	0.3827 <i>0.000</i>	-0.0319 <i>0.891</i>	0.2884 <i>0.020</i>
Deutsche Bank	-0.0247 <i>0.680</i>	-0.0759 <i>0.584</i>	-0.0426 <i>0.549</i>
Fator	-0.3110 <i>0.000</i>	0.3127 <i>0.307</i>	-0.2617 <i>0.018</i>
constante	-0.1094 <i>0.218</i>	-0.0415 <i>0.856</i>	-0.1201 <i>0.271</i>
Observações	86	86	86
F	.	.	.
Prob > F	.	.	0
R-squared	0.4636	0.4754	0.2611