



Revista Brasileira de Finanças

ISSN: 1679-0731

rbfin@fgv.br

Sociedade Brasileira de Finanças
Brasil

Steffen, Helen Cristina; Mesquita Zanini, Francisco António
Abertura ou Não de Capital no Brasil: Uma Análise Prática da Percepção dos Executivos
Financeiros
Revista Brasileira de Finanças, vol. 12, núm. 4, diciembre, 2014, pp. 597-642
Sociedade Brasileira de Finanças
Rio de Janeiro, Brasil

Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=305842613005>

- Como citar este artigo
- Número completo
- Mais artigos
- Home da revista no Redalyc

redalyc.org

Sistema de Informação Científica
Rede de Revistas Científicas da América Latina, Caribe, Espanha e Portugal
Projeto acadêmico sem fins lucrativos desenvolvido no âmbito da iniciativa Acesso Aberto

Abertura ou Não de Capital no Brasil: Uma Análise Prática da Percepção dos Executivos Financeiros

(Opening or Not Capital in Brazil: An Practice Analysis of Perception of Financial Executives)

Helen Cristina Steffen*

Francisco Antônio Mesquita Zanini**

Resumo

Este estudo investigou as motivações relacionadas à abertura de capital no Brasil, analisadas pelo ponto de vista dos executivos financeiros. Para tanto, foi conduzida uma survey baseada nos estudos de Brau e Fawcett (2006) com 113 executivos financeiros. Foram selecionadas empresas que conduziram o IPO do período de janeiro de 2004 a dezembro de 2010, e empresas que possuem potencial para abrir o capital, mas permanecem fechadas. Os resultados mais importantes são: (1) a principal motivação para conduzir o IPO é a redução do custo de capital; (2) as condições gerais do mercado são determinantes para a escolha do momento do IPO; (3) os executivos financeiros selecionam os *underwriters* baseados na reputação e prestígio do *underwriter*, qualidade do departamento de pesquisa e na expertise do *underwriter*; (4) a utilização de uma das quatro maiores empresas de auditoria no IPO é vista como um sinal positivo; (5) a opção de lote suplementar de ações para estabilizar os preços foi considerada importante no processo de IPO; e (7) o desejo de manter o controle das decisões é a maior preocupação do IPO indicada pelos respondentes.

Palavras-chave: percepções; Initial Public Offerings (IPO); executivos financeiros; motivações; preocupações.

Código JEL: G30.

Abstract

Submetido em 17 de julho de 2014. Reformulado em 28 de novembro de 2014. Aceito em 27 de janeiro de 2015. Publicado on-line em 3 de novembro de 2015. O artigo foi avaliado segundo o processo de duplo anonimato além de ser avaliado pelo editor. Editor responsável: Ricardo P. C. Leal.

*Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS, (cid), (est), Brasil. E-mail: hcsteffen@unisinos.br

**UUniversidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS, (cid), (est), Brasil. E-mail: fzanini@unisinos.br

Rev. Bras. Finanças (Online), Rio de Janeiro, Vol. 12, No. 4, December 2014, pp. 597-642
ISSN 1679-0731, ISSN online 1984-5146

©2014 Sociedade Brasileira de Finanças, under a Creative Commons Attribution 3.0 license -
<http://creativecommons.org/licenses/by/3.0>

This study investigated the aspects and reasons why Brazilian firms go public, from the viewpoint of chief financial officers (CFOs). From the BM&F Bovespa and the magazine *Valor Investe*, we selected 113 Brazilian firms that had successfully completed an Initial Public Offerings (IPO) between January 2004 and December 2010, and firms those that are large enough to go public, but have not attempted an IPO. Following Brau & Fawcett (2006), we surveyed the CFOs about their perceptions at the time of the IPO. The most findings were: (1) the main motivation for going public was to reduce the cost of capital; (2) general market conditions were crucial to the timing of the IPO; (3) underwriters were selected based on overall reputation, quality of the research department, and industry expertise; (4) the use of a Big-4 accounting firm was seen as a positive sign by the respondents; (5) the overallotment option of shares to stabilize prices was considered the most important IPO process issue; and (6) the main reason for remaining private was to preserve decision-making control and ownership.

Keywords: perceptions; Initial Public Offerings (IPO); chief financial officers (CFO); motivations; concerns.

1. Introdução

Os motivos que levam uma empresa à condução da abertura de capital podem ser os mais variados conforme indica a literatura financeira: ciclo de vida, necessidades de recursos, mudanças de controle, estabelecimento de valor de mercado, vantagens competitivas, entre outros.

Conhecer os motivos que levam as empresas a decidir pela condução da Oferta Pública Inicial (IPO – *Initial Public Offering*) é um aspecto relevante para melhor conhecimento do mercado de capitais. E, apesar da importância dessa pergunta, no Brasil existem poucos estudos que identificam as percepções dos executivos sobre os aspectos e as motivações para o IPO.

E para saber o que leva as empresas brasileiras ao IPO, considerando o cenário econômico mais estável e favorável no mercado de capitais que o Brasil vive desde 2004, este estudo conduziu uma *survey* com os executivos financeiros de dois grupos de empresas: o primeiro com empresas que conduziram o IPO de 2004 a 2010, e o segundo grupo com empresas identificadas pela revista *Valor Investe* (edição especial novembro/2010) como possíveis candidatas a conduzir o IPO, mas que por alguma razão permanecem com capital fechado. Assim, este estudo procurou identificar as motivações das empresas que conduziram o IPO, e os motivos que levam as empresas a não conduzirem o IPO no Brasil.

Steffen & Zanini (2012) já haviam replicado no mercado de capitais

brasileiro o estudo de Brau & Fawcett (2006), e encontraram algumas respostas em relação à percepção sobre teorias de *market timing*, *static trade-off theory*, e as teorias do ciclo de vida. Mas no presente estudo foram testadas outras teorias relacionadas com o processo de IPO, analisando ainda a percepção de empresas que não conduziram o IPO mesmo possuindo condições de fazê-lo.

Entre as teorias que foram testadas, estão as teorias sobre as motivações para conduzir a abertura de capital na bolsa de valores, timing do IPO, seleção do *underwriter*, ocorrência de *underpricing* no IPO, sinalização no IPO, aspectos do processo de IPO, e preocupações com o IPO.

2. Revisão Teórica

2.1 Motivações para a Oferta Pública Inicial

As empresas podem obter financiamento de diferentes maneiras. O financiamento pode vir por meio de retenção dos resultados líquidos (chamado de autofinanciamento), por meio de instituições financeiras (empres-timos bancários) ou ainda através do mercado de capitais (títulos de dívida e lançamento de ações no mercado). Esses dois grupos de financiadores estão expostos a riscos diferentes, e por isso exigem também retornos diferentes, o que leva a empresa a buscar por uma estrutura que minimize esse custo de capital e ao mesmo tempo aumente o valor da empresa.

Segundo a teoria conhecida como *Static Trade-off Theory*, a empresa buscaria por uma estrutura de capital ótima de capital, ou seja, uma proporção de capital próprio e de capital de terceiros que seja de menor custo e que agregue maior valor para a empresa, atingindo a um custo de capital meta da empresa.

No teorema de Modigliani & Miller (1958, 1963), os autores discutem a relação entre a estrutura de capital e o valor da empresa. Segundo os autores, em um ambiente sem impostos, sem custo de emissão de dívida, e sem custos de falência e de agência, a estrutura de capital da empresa é irrelevante. Ou seja, o valor da empresa é associado às decisões de investimento da empresa, e não às suas decisões de financiamento. Mas, na maior parte dos casos, em um ambiente com impostos, custos de falência, custo de agência e com emissão de dívida, o *trade-off* dos benefícios e custos da dívida resultará em uma estrutura ótima de capital, pois o valor da empresa será maximizado.

De acordo com Oliveira & Oliveira (2009), os autores encontraram

evidências para as empresas brasileiras sobre a utilização de uma estrutura ótima de capital, na qual as empresas abrem o capital quando existem boas condições de mercado e não necessariamente por causa dos riscos elevados de falência. No estudo de Steffen & Zanini (2012), onde os autores replicaram a pesquisa de Brau & Fawcett (2006) no mercado brasileiro analisando uma amostra de empresas que conduziram o IPO de 2004 a 2008, a teoria de *Static Trade-off* também foi confirmada pelas percepções dos executivos, que mostraram forte concordância sobre essa linha de pensamento.

Conforme Oliveira & Martelanc (2014), em um estudo realizado com empresas brasileiras de 2005 a 2010, os autores identificaram que as empresas conduziram o IPO em períodos de altos investimentos, alto nível de rentabilidade, e/ou quando estavam com nível alto de endividamento, captando assim recursos para adequar a estrutura de capital e continuar crescendo. Esse resultado vem ao encontro da estrutura ótima de capital e do *timing* para o IPO.

Já em outra corrente de pensamento sobre estrutura de capital, Myers (1984) e Myers (1984) argumentam que as empresas somente buscariam o financiamento via emissão de ações em última análise. Segundo os autores, pelo fato de haver assimetria de informações, as ações da empresa podem estar avaliadas de forma equivocada no mercado, não sendo precificadas de forma justa no mercado com as informações disponíveis. Com isso, a emissão de ações seria um sinal negativo transmitido ao mercado, visto que as ações poderiam estar subvalorizadas. Por esse motivo, ela primeiro buscaria o financiamento pelos recursos próprios (autofinanciamento), depois pelo financiamento por meio de empréstimos bancários e emissão de títulos de dívida, e em último momento buscaria pela emissão de ações no mercado (financiamento externo). Essa corrente de pensamento é conhecida como *Pecking Order Theory*.

No Brasil, Albanez & Valle (2009) encontraram resultados que se opõem à teoria *Pecking Order*. Segundo os autores, empresas brasileiras abertas do período de 1997-2007 que apresentaram menor nível de assimetria informacional possuíam maior índice de endividamento, resultado oposto ao que propõe a teoria de Myers (1984). De acordo com os resultados encontrados pelos autores, empresas com menor nível de assimetria informacional propiciam maior facilidade de avaliação de seu risco por parte dos credores, aumentando assim a oferta de crédito e a possibilidade de reduzir os custos de financiamento.

Uma outra motivação para conduzir o IPO pode ser a oportunidade dos

insiders capitalizarem seus investimentos, discutida por Zingales (1995) e Mello & Parsons (2000), onde o IPO serviria como um meio de os *insiders* venderem sua participação no mercado para recuperar os investimentos feitos na empresa. Zingales (1995) ainda argumenta que uma motivação para a condução do IPO seria o fato de a empresa se tornar atrativa para ser adquirida por outra empresa, pois ela passaria a ter valor de mercado estabelecido, diferentemente de quando possui capital fechado.

Algumas motivações sobre troca de controle das empresas são discutidas por Black & Gilson (1998) e Chemmanur & Fulghieri (1999). Black & Gilson (1998) argumentam que o IPO serviria como um veículo de saída dos capitalistas de risco, os conhecidos *venture capital*, no qual a empresa aproveitaria o IPO para reduzir ou eliminar a participação dos capitalistas de risco, que na saída poderiam recuperar seus investimentos com retornos altos. De acordo com Chemmanur & Fulghieri (1999), quando a empresa abre o capital passa a ser financiada por um grande número de acionistas, e assim dilui seu risco entre vários investidores.

A obtenção de vantagens competitivas no mercado poder ser citada como uma outra motivação para conduzir o IPO. Essa corrente de pensamento é discutida por Maksimovic & Pichler (2001). Bradley *et al.* (2003) mostraram ainda que uma das motivações para conduzir o IPO pode ser para obter maior atenção dos analistas de mercado, que segundo os autores, tendem a dar recomendações de investimentos sobre a empresa tendenciosamente para cima após o IPO da empresa.

3. Fatores que Influenciam no *Timing* do IPO

Ritter (1991), em seu estudo sobre a performance no longo prazo das ofertas públicas iniciais, mostra que o momento em que a empresa decide efetuar o IPO pode proporcionar a ela maiores vantagens, como obter preços de oferta mais atrativos. Leal (1991), no estudo sobre os retornos anormais nas aberturas de capital, cita que há somente duas formas de empresas obterem retornos acima do esperado na emissão de novas ações. A primeira é no caso de o valor de emissão ser menor que o valor de mercado, havendo deságio a partir do preço de mercado esperado para o cálculo de emissão. A segunda possibilidade é quando o valor de mercado está acima do que deveria, e a emissão é feita com base no preço correto de mercado da empresa, o efeito da bolha especulativa: comprar barato e vender caro.

Para Choe *et al.* (1993), as empresas abrem o capital quando o mercado apresenta ciclos de crescimento, e pela necessidade de capital externo para

continuar crescendo. Em Loughran & Ritter (1995), IPOs ocorrem durante “janelas de oportunidades”, ou seja, em momentos de mercado aquecido em que a empresa possa ter maiores oportunidades de bons retornos.

Rossi Jr. & Marotta (2010) estudaram os IPOs brasileiros de 2004 a 2007 e identificaram que as empresas preferem emitir mais ações nas “janelas de oportunidade”, ou seja, se comportam de forma oportunística em períodos de mercado mais aquecido. Em Steffen & Zanini (2012), os autores também encontraram resultados que confirmam as teorias sobre ciclo de vida na decisão pelo IPO, bem como a teoria de *market timing*, onde as empresas aproveitariam a oportunidade para conduzir o processo de abertura de capital para obter maiores retornos.

3.1 Critério de seleção do *underwriter*

Underwriter, sinônimo de subscritor, é o banco de investimento que individualmente ou em grupo fecha um acordo com a empresa emissora das ações que pode ser por compromisso firme ou por melhores esforços. Pela importância do trabalho do *underwriter*, muitos estudos investigam o quanto eles podem influenciar no momento do IPO, e se a escolha do *underwriter* mais prestigiado faz diferença no sucesso do IPO.

Em Beatty & Ritter (1986), os autores fazem duas proposições sobre o retorno inicial observado nos IPOs: primeira, quanto maior a incerteza sobre o valor de mercado de uma nova ação, maior será o deságio exigido pelos investidores não informados, pois os investidores bem informados procurarão saber qual o valor de mercado da ação, incorrendo em custos de análise de investimentos, e se o valor de mercado da ação for maior que o valor da emissão, comprem parte da oferta, senão somente os investidores não-informados o farão; segunda, o deságio está diretamente relacionado com o prestígio do *underwriter*.

No Brasil, Leal (1991) encontrou evidências de que o tipo de contrato e o prestígio do *underwriter* influenciam nos retornos do mercado secundário. O autor encontrou retornos maiores para quem comprou as ações no mercado primário, e vendeu no primeiro dia de negócios em bolsa, para emissões de empresas que contrataram instituições de primeira linha. Após 360 dias de negociação na bolsa, não houve retorno anormal observado.

Brau & Fawcett (2006) investigaram se o prestígio, a reputação, qualidade do departamento de pesquisa, expertise do *underwriter* no mercado, formação de mercado, estrutura de remunerações, seriam critérios importantes para a seleção do *underwriter*, e encontraram resultados que dão

suporte a essas características do banco coordenador-líder.

3.2 Ocorrência de *underpricing* no IPO

Underpricing é o deságio ocorrido no preço de emissão de uma ação. Algumas teorias são discutidas por vários autores para ocorrência de *underpricing*. A primeira é sobre a existência de informações assimétricas entre o *underwriter* e o emissor das novas ações, defendida por Baron & Holmstrom (1980) e Baron (1982).

A segunda teoria é que *underpricing* pode ocorrer por causa da assimetria de informações entre a empresa emissora e os investidores potenciais, os quais estariam dispostos a pagar menos pelas ações da empresa para compensar o risco e a incerteza sobre o valor das ações (Beatty & Ritter, 1986).

A terceira teoria é de que o *underpricing* pode servir como uma proteção contra possíveis futuros litígios de investidores (Tinic, 1988). A quarta teoria é de que o *underpricing* pode servir ainda como marketing. Welch (1992) mostrou um modelo em que o *underpricing* pode causar o chamado efeito cascata ou dominó, onde investidores comprem títulos ignorando as informações pessoais e imitando os demais investidores, aumentando a demanda para o emissor.

A quinta teoria vem com o estudo de Booth & Chua (1996), onde a dispersão da propriedade cria um incentivo para o *underpricing*, pois há aumento de liquidez no mercado com o aumento da base de acionistas no IPO. Se aumentar a liquidez, o retorno exigido pelos investidores tende a ser menor. E, na última teoria testada neste estudo, estão os argumentos de Loughran & Ritter (2002), que argumentam que a possibilidade de criar riqueza pessoal é uma das motivações para a ocorrência de *underpricing*.

3.3 Teoria da Sinalização no IPO - Signaling

Algumas ações que a empresa que está abrindo o capital pratica podem transmitir sinais negativos ou positivos ao mercado. Leland & Pyle (1977) argumentam que, por exemplo, a venda de grande parte da participação dos proprietários no IPO pode sinalizar que as ações da empresa valem menos do que o preço ofertado, e, portanto os investidores entenderiam como um sinal negativo.

E quanto à escolha dos auditores, a escolha das melhores empresas de auditoria do mercado é estudada por Titman & Trueman (1986) e Beatty (1989), Carter & Manaster (1990), e Carter *et al.* (1998), que mostra-

ram que a reputação e qualificação do auditor reduzem a incerteza sobre a geração futura de caixa e o risco no IPO, e conseqüentemente, reduz o *underpricing*.

O fato de a empresa possuir lucros históricos ao longo do tempo antes de abrir o capital é também considerado um sinal positivo de acordo com o estudo de Teoh *et al.* (1998). Outro sinal positivo apresentado pela literatura é o modelo no qual os investidores internos (*insiders*) concordam em não negociar as suas ações durante um determinado período após o IPO, conhecido como período de *lockup*.

3.4 Preocupações com o Processo de IPO

O processo de abertura de capital pode ser uma boa oportunidade para a empresa no mercado, porém existem aspectos que envolvem esse processo que nem sempre são vistos como vantajosos. No mesmo estudo em que Leitão (1991) aponta vantagens com o IPO, o autor discute algumas desvantagens de abrir o capital, como o fato de muitas empresas serem aptas à abertura de capital, mas que preferem permanecer fechadas. Segundo o autor, o fato de ser obrigada a divulgar informações que a empresa considera estratégicas, e que, portanto não gostaria de tornar públicas, ou ainda a obrigatoriedade da distribuição de dividendos em fases de crescimento (ou em outras situações financeiras complicadas), a redução do controle gerencial antes exercido exclusivamente pelos proprietários, entre outras, são exemplos de pontos pouco positivos da abertura de capital.

Pagano (1993) destaca alguns modelos existentes que enfatizam aspectos do tradicional *trade-off* entre custos e benefícios da abertura de capital. De um lado, há custos de registro e subscrição, *underpricing*, problemas de agência e custos com divulgações anuais; de outro, há a diversificação, a possibilidade de financiamento permanente para empresas com recursos limitados, redução do custo de capital, aumento de liquidez nas ações da companhia, e algum monitoramento externo.

Bradley *et al.* (2003) também enumeram algumas desvantagens do IPO, entre elas o fato de a empresa passar a ser monitorada e avaliada pelos seus investidores do mercado periodicamente. Com isso, o preço das ações passa a representar o valor de mercado da companhia, que fica vulnerável às percepções dos acionistas, e isso ainda pode indicar as perspectivas a respeito do futuro da empresa.

4. Método e Dados do Estudo

O presente estudo investigou as percepções dos executivos financeiros (*Chief Financial Officers* – CFOs) de dois grupos de empresas brasileiras. O primeiro grupo foi formado por empresas que efetivamente conduziram a abertura de capital no período de 2004 a 2010, com ofertas primárias ou mistas. Para esse grupo de respondentes, em apenas três casos as respostas foram do contador da empresa, e em outros dois casos os Diretores de Relações com os Investidores (RI), mas esses cinco respondentes tinham bom conhecimento sobre o processo de IPO e não apresentam diferença de opinião significativa em relação aos demais CFOs (foram realizados os testes de diferença de média entre os respondentes).

O segundo grupo foi formado por empresas que ainda não conduziram a abertura de capital, mas que possuem condições para conduzir esse processo de acordo com a publicação Valor Investe de novembro/2010, suplemento do jornal Valor Econômico, que classificou mil empresas brasileiras que possuem as características ideais para condução do IPO e por isso são de grande importância para o presente estudo. A classificação destas empresas pela revista Valor Investe se baseou na Receita Líquida Operacional do ano de 2009, e apresentou referências e metodologia consistentes pela revista, representando um banco de dados mais próximo da realidade brasileira ao levar em conta as características das empresas com potencial para conduzir um IPO. Como a ideia do trabalho foi buscar a opinião dos executivos financeiros das empresas de capital fechado para saber os motivos que as levam a preferir não fazer o IPO, no presente estudo foi considerado que essa listagem serviria como melhor referência para a pesquisa.

O estudo investigou a percepção dos executivos financeiros das empresas, pois essas pessoas estão diretamente envolvidas no processo de decisão do IPO, e, portanto, possuem o conhecimento dos aspectos que são levados em consideração no momento de decisão por conduzir ou não o IPO. Em relação às empresas que conduziram o IPO no período do estudo, para confirmar se os respondentes participaram do processo de abertura de capital, o questionário abordou um bloco de questões sobre o perfil dos respondentes, e em todos os casos eles tinham participado do processo de IPO ou conheciam os motivos que levaram a empresa a conduzir o IPO.

Para tanto, foi replicado quase integralmente o estudo conduzido por Brau & Fawcett (2006) nos Estados Unidos, aplicando-se o mesmo questionário no Brasil. Como no presente estudo as empresas que não concluíram o processo de IPO não responderam à survey, não foi possível in-

cluír esse grupo para análise como foi feito por Brau & Fawcett (2006), sendo esse o único aspecto que não pode ser replicado no estudo (nenhum questionário para análise).

A seguir, a Tabela 1 mostra a população de empresas que conduziram o IPO de 2004 a 2010, e a amostra de respondentes do estudo (primeiro grupo da pesquisa).

Tabela 1

Distribuição da frequência da amostra do grupo 1

No Painei A, empresas que abriram o capital no período de 2004 a 2010, com ofertas de natureza primária ou mista. No Painei B, empresas que responderam ao estudo, totalizando 52 empresas respondentes deste estudo, totalizando o percentual de 45,61% de retorno para a amostra.

Painei A: População que conduziu o IPO					Painei B: Amostra do estudo				
IPOs			Freq.	Percentual	IPOs			Frequência	Percentual
Ano	Freq.	Percentual	Acumul.	Acumulado	Ano	Freq.	Percentual	Acumul.	Acumul.
2004	5	4%	5	4%	2004	3	5%	3	5%
2005	7	6%	12	10%	2005	3	5%	6	10%
2006	22	19%	34	29%	2006	8	15%	14	25%
2007	62	55%	96	84%	2007	29	56%	43	81%
2008	4	3%	100	87%	2008	1	2%	44	83%
2009	3	2%	103	89%	2009	1	2%	45	85%
2010	11	11%	114	100%	2010	7	15%	52	100%

Dentre as empresas do segundo grupo, das mil classificadas pela revista Valor Investe, a amostra foi constituída de 61 empresas respondentes de capital fechado. O percentual de retorno obtido para a amostra desse grupo de empresas foi de 6,10% (taxa considerada pequena em relação ao tamanho da população, para um intervalo de confiança de 5% a amostra ideal seria de 278 respondentes). Para o grupo de empresas que abriram o capital, a amostra foi ampliada para uma taxa de retorno bem melhor, de 45,61%, total de 52 empresas respondentes, mas ainda assim o ponto ideal seria maior (para um intervalo de confiança de 5% a amostra ideal seria de 89 respondentes). Essa limitação se reflete nos testes estatísticos, os quais foram todos não paramétricos.

A coleta de dados foi feita por meio da aplicação de questionários (*survey*). O questionário aplicado foi do tipo estruturado, e é o mesmo utilizado por Brau & Fawcett (2006), aplicado no mercado de capitais dos Estados Unidos. A validação da tradução foi realizada pela técnica *backtranslation*, que é a tradução reversa. Essa técnica consiste na eliminação dos possíveis vieses que podem ocorrer na tradução de um questionário de língua estrangeira para a língua do país onde se planeja aplicar a *survey*. Esta técnica também foi utilizada no estudo de Benetti *et al.* (2007), onde está descrita.

O questionário apresenta dois tipos de questões. O primeiro mensura

a opinião dos respondentes em uma escala do tipo Likert de cinco pontos, no qual um (1) representa “Discorda Completamente” e cinco (5) “Concorda Completamente”. O segundo usa questões do tipo abertas, onde os respondentes deverão responder de acordo com a informação que eles têm conhecimento. O questionário está dividido em blocos de questões que enquadram teorias relacionadas ao IPO.

A aplicação da survey foi feita por meio de entrevistas por telefone, no período compreendido entre julho de 2009 e agosto de 2011 pelos autores deste estudo. Considerando que o tempo de entrevista por telefone para aplicar cada questionário poderia gerar viés nas respostas dos executivos financeiros, os questionários foram ainda organizados em duas versões: versão A e versão B. A versão A foi organizada com as questões na ordem de 1 a 10, e a versão B foi organizada com as questões na ordem de 10 a 1. Dessa forma, os possíveis vieses nas respostas são minimizados de acordo com Brau & Fawcett (2006). O questionário completo encontra-se no Apêndice B do estudo.

Os dados de contatos das empresas, informações referentes à oferta pública das ações e demais dados pertinentes para a análise e comparação dos resultados foram coletados de fontes secundárias, como o banco de dados da consultoria Economática, e dos sites da CVM e da BM&F BOVESPA, da revista Valor Investe, e ainda dos sites das próprias empresas.

Sobre a análise dos dados, iniciou-se a análise pela estatística descritiva da amostra. Nesta análise inicial, foram consideradas todas as empresas (abertas e fechadas), onde foram destacadas as médias das respostas e o percentual de concordância com a pergunta (concordância são respostas 4 ou 5 na escala do tipo Likert).

Como o estudo possui dois grupos diferentes de empresas, um com empresas de capital aberto e outro com empresas de capital fechado, e ainda subdivisões dessas amostras entre diferentes características, inicialmente algumas análises estatísticas foram realizadas para testar se havia diferença entre as opiniões dos grupos. Todos os testes aplicados neste estudo foram não paramétricos, pois as amostras são pequenas em comparação com a população. No presente caso, o teste estatístico aplicado para medir a diferença de médias das opiniões entre as amostras foi o de Wilcoxon-Mann-Whitney. O nível mínimo de significância buscado foi de 10

Para as empresas dos dois grupos, foram criadas três variáveis de controle: *tamanho*, *idade* e *tecnologia*. Para a classificação da variável tamanho, foi considerada a Receita Líquida Operacional, sendo que para as

empresas de capital aberto foi considerada a Receita Líquida Operacional no ano em que ocorreu o IPO, e para as empresas de capital fechado a Receita Líquida Operacional de 2009 conforme a divulgação da revista Valor Investe (edição especial de novembro de 2010). As empresas foram consideradas Maiores e Menores, sendo que o ponto de classificação das receitas foi pela mediana, e foram retirados dois decis centrais da amostra por estar muito próximos da mediana, o que, conseqüentemente, não os caracterizaria como efetivamente maiores ou menores.

Para a variável *idade*, nas empresas de capital aberto o ano base de referência para classificar as empresas foi o ano do IPO, e para as empresas de capital fechado o ano base foi de 2009. O ponto de classificação da idade foi pela mediana, sendo que os dois decis centrais também foram retirados da amostra, pela mesma razão descrita para a variável tamanho. Empresas com idade acima da mediana foram consideradas Menos Jovens, e empresas com idade abaixo da mediana foram consideradas Mais Jovens.

E para a variável *tecnologia* as empresas foram separadas pelo setor de atividade no qual atuam. Para esta classificação foi utilizado o critério utilizado pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), publicado na quarta edição do boletim Radar: Tecnologia, Produção e Comércio Exterior. Empresas que atuam nos segmentos de: equipamentos eletrônicos, informática, comunicações, instrumentos ópticos e de precisão, fármacos e aviões são consideradas empresas de alta tecnologia. As demais foram consideradas de baixa tecnologia.

Para as empresas de capital aberto (grupo 1), foram criadas ainda as seguintes variáveis de controle:

a) *Prestígio do Underwriter*: no presente estudo os dois bancos de investimento com mais IPOs conduzidos de 2004 a 2010 foram considerados de alto prestígio no mercado (Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A. conduziu 33 IPOs, e o Banco UBS Pactual S.A. conduziu 41 IPOs, totalizando 60% dos IPO de 2004 a 2010), e os demais como de menor prestígio. Foi utilizado o seguinte critério de classificação entre as empresas: para aquelas que conduziram o IPO com o Banco UBS Pactual S.A. e o Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A. como coordenador líder da oferta foi atribuído 1 (um), e para aquelas que contrataram outros bancos de investimento como coordenador líder da oferta foi atribuído 0 (zero).

b) *Capital de Risco*: se a empresa possuía capital de risco (conhecido

ainda como venture capital) antes da abertura de capital, foi atribuído o número 1 (um), caso contrário foi atribuído 0 (zero).

- c) *Ownership Decrease*: essa variável mede o percentual de redução na participação dos “insiders” logo após o IPO. A variável é calculada da seguinte forma: o percentual dos insiders antes do IPO menos o percentual dos insiders depois do IPO, divididas pelo percentual dos insiders antes do IPO, em percentual. A mediana foi usada para separar as empresas entre aquelas com alto decréscimo de controle, e aquelas com baixo decréscimo de controle, sendo que os valores localizados 5% acima da mediana e 5% abaixo da mediana foram retirados da amostra por estarem muito próximos da mediana. Foi atribuído o número 1 (um) para empresas com alto decréscimo de controle, e caso contrário foi atribuído 0 (zero).
- d) *Overhang*: essa variável mede a diluição de controle da empresa no mercado, e é calculada da seguinte forma: ações existentes antes do IPO, menos ações secundárias oferecidas no IPO, divididas pelo total das ações oferecidas no IPO. Quanto menor o valor dessa variável, maior a diluição. A mediana foi usada para separar as empresas entre alto overhang e baixo overhang, sendo que os valores localizados 5% acima da mediana e 5% abaixo da mediana foram retirados da amostra por estarem muito próximos da mediana. Foi atribuído o número 1 (um) para empresas com alto overhang, e caso contrário foi atribuído 0 (zero).
- e) *IPO Demand*: definida como 1 se os preços das ofertas finais forem acima ou iguais ao preço original da oferta (prospecto), e 0 se for de outra maneira.
- f) *Retorno Inicial*: definida como o percentual de retorno obtido no primeiro dia de negociações na bolsa de valores, calculada da seguinte forma: preço de fechamento no primeiro dia de negociações menos o preço de lançamento das ações, dividido pelo preço de lançamento das ações, em percentual. A mediana foi usada para separar as empresas entre alto retorno inicial e baixo retorno inicial, sendo que os valores localizados 5% acima da mediana e 5% abaixo da mediana foram retirados da amostra por estarem muito próximos da mediana. Foi atribuído o número 1 (um) para empresas com alto retorno inicial, e caso contrário foi atribuído 0 (zero).

Como grande parte das pesquisas que utilizam survey para coletar os dados, o estudo apresenta algumas limitações. Uma das limitações se refere à opinião dos executivos financeiros das empresas, pois mesmo que eles sejam pessoas preparadas para opinar sobre o estudo, eles não falam em nome de todos os insiders da empresa. Outra limitação é em relação ao período de abertura do capital, pois mesmo que o período da amostra seja o mais relevante nos últimos anos em termos de volume de IPOs, a amostra pode apresentar algum viés, dependendo das empresas que responderam aos questionários e do ano em que abriram o capital. As motivações podem ter sido muito diferentes durante o período, e por isso o risco do viés. O critério de escolha de empresas que conduziram o IPO com ofertas primárias ou mistas pode representar outra limitação do estudo. Dos 127 IPOs conduzidos de 2004 a 2010, 13 ofertas foram apenas de natureza secundária (10,23%), 44 ofertas de natureza primária e 70 ofertas de natureza mista (primária e secundária). Dessa forma, ressalta-se que o critério de escolha das ofertas primárias ou mistas para o estudo levou em consideração os benefícios diretos que as empresas poderiam ter pela capitalização no IPO, mas isso pode representar uma limitação pois as ofertas secundárias podem apresentar motivações para a condução do IPO que não foram abordadas no estudo. Testes de diferença de média foram realizados entre as respostas das empresas que realizaram ofertas somente primárias e empresas que realizaram ofertas mistas, e não ocorreu diferença significativa nas respostas.

5. Resultados do Estudo

A seguir apresentam-se os resultados do estudo conduzido, e no Apêndice A encontram-se as comparações das teorias e o suporte encontrado para o estudo no Brasil e nos Estados Unidos. A Tabela 2 mostra a estatística descritiva da amostra.

Tabela 2

Estatística descritiva da amostra

A amostra do estudo consiste em 52 empresas que conduziram o IPO no período de 2004 a 2010, e de 61 empresas que possuem capital fechado, porém incluídas dentre aquelas identificadas pelo Valor Investe como potenciais candidatas ao IPO

Painel A: Variáveis para empresas abertas e empresas fechadas	%	N	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mín.	Máx.
Tamanho (em R\$ milhões)	100%	113	601,5	195,8	1.933,90	0	17.443,30
Idade	100%	113	31,5	30	26,35	0	170
Alta tecnologia (%)	21%	24	-	-	-	0	1
Painel B: Variáveis para empresas abertas	%	N	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mín.	Máx.
Prestígio do <i>underwriter</i> (%)	27,50%	14	-	-	-	0	1
Capital de risco (%)	13,30%	7	-	-	-	0	1
<i>Ownership decrease</i> (%)	61,53%	32	36,48%	34,28%	20,33%	2,70%	99,98%
<i>Overhang</i>	61,53%	32	2,94	2,16	2,82	0	13,77
IPO demand (%)	59,60%	31	-	-	-	0	1
Retorno Inicial (%)	100%	52	4,38%	1,31%	7,89%	0	24,07%

No Painel A estão as três variáveis de controle usadas para classificar os dois grupos de empresas, as abertas e as fechadas. A primeira variável de controle foi ‘tamanho’, mensurada pela Receita Líquida Operacional das empresas. O valor variou de R\$ 0,00 a R\$ 17.443,3 bilhões, com média igual a R\$ 601,5 bilhões. Uma observação pode ser feita quando as empresas foram classificadas entre empresas maiores e menores: praticamente todas as empresas consideradas maiores eram também empresas de capital aberto.

A segunda variável de controle foi ‘idade’. Nas empresas de capital aberto o ano base de referência para classificar as empresas foi o ano do IPO, e para as empresas de capital fechado o ano base foi de 2009. A idade média foi de 31,5 anos, e uma observação que pode ser feita quando comparadas as empresas foi que aquelas de capital fechado eram em grande parte as empresas menos jovens.

E a terceira variável de controle foi o nível de ‘tecnologia’ das empresas. Somente 21% das empresas foram consideradas de alta tecnologia de acordo com a classificação do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA).

No Painel B estão as variáveis de controle para as empresas de capital aberto. A primeira dessas variáveis foi ‘prestígio do *underwriter*’. No caso das empresas respondentes do estudo, 27,5% das empresas de capital aberto contrataram serviços de *underwriters* de alto prestígio. A segunda variável de controle para empresas de capital aberto foi ‘capital de risco’, onde

somente 13,3% das empresas respondentes apresentavam no seu quadro de sócios um capitalista de risco (venture capital) antes de conduzir o IPO.

A terceira variável de controle para empresas de capital aberto foi ‘*ownership decrease*’. Essa variável mediu o percentual de redução na participação dos “*insiders*” logo após o IPO. A média de redução foi de 36,48% entre as empresas que conduziram o IPO, apresentando valor mínimo de 2,7% e valor máximo de 99,98%.

A quarta variável de controle para essas empresas foi ‘*overhang*’. Essa variável mediu a diluição de controle da empresa no mercado, e a média foi de 2,94. O índice máximo foi de 13,77, sendo que quanto maior o valor menor foi a diluição de controle da empresa após o IPO. E quanto menor o valor, maior o *overhang*.

A penúltima variável foi ‘*IPO demand*’, que verificou o percentual de empresas em que os preços das ofertas finais foram acima ou iguais ao preço original do prospecto. Ao total, quase 60% das empresas respondentes apresentaram alta demanda no IPO. E a última variável foi para identificar empresas com alto ‘retorno inicial’, definida como o percentual de retorno obtido no primeiro dia de negociações na bolsa de valores. A média foi de retornos de 4,38%, com valor máximo chegando a 24,07%.

5.1 Motivações para Conduzir o IPO

O primeiro bloco de questões do questionário se refere às motivações que uma empresa possa ter para conduzir a abertura de capital na bolsa de valores. Os resultados estão resumidos na Tabela 3, e são comentados a seguir os aspectos que foram mais relevantes em relação às teorias.

A maior motivação indicada pelos executivos financeiros no Brasil foi para reduzir o custo de capital (média = 4,15, % de concordância = 83,2%). Ou seja, a grande maioria dos respondentes concorda com a teoria de que a empresa pode ser motivada a abrir o capital para reduzir seu custo de capital, o que vai ao encontro da *Static Trade-off Theory*. De forma geral, mesmo quando as empresas são classificadas pelas suas características, existe forte concordância com a teoria. Esse resultado vai ao encontro do estudo de Oliveira & Oliveira (2009) e de Oliveira & Martelanc (2014) sobre os motivos para abertura de capital na bolsa.

A segunda motivação que apresentou maior grau de concordância geral entre os respondentes foi em relação à determinação de um valor ou preço de mercado para a empresa com a condução do IPO, teoria defendida por Zingales (1995), e Mello & Parsons (2000). Entre os respondentes, 67,3%

concordaram que esse aspecto é ‘importante’ ou ‘muito importante’ para conduzir o IPO (média = 3,64). Entre as demais classificações da amostra, as respostas foram homogêneas, não apresentando diferenças significativas de percepções entre as empresas quando classificadas entre abertas e fechadas.

Chemmanur & Fulghieri (1999) defendem que as empresas seriam motivadas a conduzir o IPO para ampliar sua base de acionistas, permitindo maior dispersão do controle da empresa. De acordo com as respostas dos executivos financeiros, 63,8% concordam com essa teoria (média = 3,62).

A quarta motivação mais importante indicada pelos respondentes do estudo foi relacionada a conduzir o IPO para melhorar a reputação da empresa. De acordo com as respostas obtidas, 65,5% dos executivos financeiros concordam que esse aspecto é ‘importante’ ou ‘muito importante’ para a decisão de conduzir a abertura de capital (média = 3,53).

A teoria de Myers (1984) e Myers (1984) de que as empresas buscariam pelo capital externo quando suas fontes de capital interno estivessem esgotadas, não encontrou suporte nas respostas dos executivos financeiros consultados. Apenas 44,2% concordaram que o fato da dívida da empresa estar se tornando cara seria uma motivação importante para conduzir o IPO (média = 2,83). Esse resultado vai ao encontro do estudo de Albanez & Valle (2009), onde os autores encontraram evidências no mercado brasileiro contrárias à teoria de *Pecking Order*.

No que tange ao aspecto da empresa ter esgotado o uso de capital próprio como sendo uma possível motivação para conduzir o IPO, este não foi percebido como importante pelos respondentes do estudo. Do total, 42,5% concordaram com esse aspecto, com média geral de respostas em torno de 2,79. Entre empresas maiores e empresas menores, as empresas menores concordaram mais com essa motivação (média = 3,28, $p = 0,000$). E entre empresas de capital aberto que tinham capital de risco antes do IPO e aquelas que não tinham, a média de concordância foi maior entre as empresas que tinham capital de risco (média = 3,46, $p = 0,000$).

A última teoria testada nesse bloco de questões foi relativa às saídas estratégicas com o IPO. De acordo com as respostas obtidas, esta não é vista como uma motivação importante na decisão de conduzir o IPO. Quando perguntados sobre a possibilidade de saída do capital de risco ser uma motivação importante, apenas 38,9% concordaram com esse aspecto, e a média geral das respostas também foi baixa (2,64), ficando na região de discordância. Como no estudo foram consideradas somente as ofertas de

natureza primária ou mista, talvez essa motivação não tenha sido considerada importante porque a oferta não era motivada somente para a oferta secundária.

Houve diferença significativa entre opiniões dos executivos financeiros de empresas de capital aberto e de capital fechado. Entre as de capital fechado, houve maior concordância de que a possibilidade de saída do capitalista de risco é uma motivação importante (média = 3,13, $p = 0,000$), porém observa-se que ainda é quase uma opinião neutra (muito próximo de 3,0).

Quando perguntados sobre o IPO permitir que os sócios da empresa diversificassem o patrimônio pessoal, a percepção foi ainda menor em relação a esse aspecto, com percentual de concordância de 24,8%, e média geral de respostas de 2,27, região de discordância.

Pode-se resumir as percepções dos executivos financeiros brasileiros quanto às principais motivações para a empresa conduzir o IPO: (1) reduzir o custo de capital; (2) estabelecer um valor de mercado para a empresa; (3) ampliar a base de acionistas; e (4) melhorar a reputação da empresa no mercado. As demais motivações foram consideradas menos importantes do ponto de vista dos executivos financeiros. Ainda pode-se perceber que entre empresas de capital aberto e de capital fechado existe maior diferença de opiniões em relação às motivações para conduzir o IPO. Tal situação, de certa forma, é até esperada, uma vez que um grupo decidiu pela abertura de capital e o outro decidiu permanecer com capital fechado.



Tabela 3

Respostas da survey para a pergunta: Quão importante foram/são as seguintes motivações para conduzir um IPO?

A média foi baseada na escala do tipo Likert de cinco pontos, onde 1 = pouco importante, e 5 = muito importante. O tamanho das empresas foi baseado na Receita Líquida Operacional, sendo que empresas maiores foram consideradas aquelas com Receita Líquida Operacional maior de R\$ 215 milhões. Empresas menos jovens foram aquelas com mais de 37 anos de fundação. Empresas de alta tecnologia foram classificadas de acordo com o IPEA. Empresas com *underwriter* de maior prestígio foram aquelas que contrataram para assessorar o IPO os bancos de investimento Banco UBS Pactual S.A. e o Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A. Empresas com capital de risco antes do IPO receberam variável igual a 1, e 0 no outro caso. Empresas com maior redução de controle dos insiders apresentaram percentual de redução maior de 36%. Testes de diferença de média de Wilcoxon-Mann-Whitney entre as opiniões dos respondentes foram aplicados, sendo que ***, ** e * representam significância estatística igual a 10%, 5% e 1%, respectivamente. A amostra final do estudo foi composta por 52 empresas que conduziram o IPO, e 61 empresas que permanecem com capital fechado.

Todas				IPO		Tamanho		Idade		Alta tecnologia		Prestígio do underwriter		Capital de risco		Ownership decrease	
	Média	% 4-5	N	Fechada	Aberta	Menores	Mais Maiores	Menos Jovens	Jovens	Não	Sim	Menor	Maior	Não	Sim	Menor	Maior
Minimizar o custo de capital da sua empresa	4,15	83,2%	94	4,45	3,78***	4,34	3,84***	4,08	4,43*	4,18	3,92	4,09	3,58**	3,67	4,06	3,91	3,86
Estabelecer um preço/valor de mercado para sua empresa	3,64	67,3%	76	3,82	3,44***	3,56	3,48	3,6	3,61	3,68	3,38	3,47	3,41	3,32	3,73	3,3	3,69
Ampliar a base de acionistas	3,62	63,8%	72	3,45	3,82	3,67	3,71	3,91	3,36***	3,59	3,92	3,9	3,77	3,75	4	4,08	3,91
Melhorar a reputação da sua empresa	3,53	65,5%	74	3,63	3,42	3,93	3,33**	3,41	3,81	3,54	3,53	3,28	3,51	3,37	3,53	3,43	3,47
Criar ações negociadas publicamente para uso em futuras aquisições	3,15	51,3%	58	2,93	3,42*	3,02	3,26	3,52	2,84**	3,24	2,53	3,38	3,45	3,37	3,53	3,04	3,73*
Atrair a atenção de analistas	3,12	51,3%	58	2,77	3,53***	2,89	3,35	3,46	2,84*	3,09	3,38	3,66	3,45	3,37	3,93	3,69	3,69
A dívida estava se tornando muito cara	2,83	44,2%	50	3,01	2,61*	2,93	2,82	2,65	3,06	2,79	3,15	3,19	2,22***	2,43	3,06	2,47	2,86
Sua empresa esgotou o uso de capital próprio	2,79	42,5%	48	2,88	2,69	3,28	2,51***	2,69	2,97	2,72	3,38	2,95	2,51	2,37	3,46***	2,39	2,82
Permitir a saída de capitalistas de risco	2,64	38,9%	44	3,13	2,07***	2,91	2,2**	2,32	2,79	2,75	1,84**	2,33	1,9	1,83	2,66**	1,86	2,21
Permitir que um ou mais dos sócios diversifiquem seus patrimônios pessoais	2,27	24,8%	28	2,09	3,48*	2,47	2,2	2,32	2,18	2,35	1,69*	2,47	2,48	2,37	2,73	2,34	2,65

Nos Estados Unidos, Brau & Fawcett (2006) encontraram as seguintes motivações como mais importantes: (1) criar ações negociadas publicamente para usar em futuras aquisições; (2) estabelecer um valor/preço de mercado para a empresa; (3) melhorar a reputação da empresa; (4) reduzir o custo de capital; e (5) ampliar a base de acionistas.

5.2 Timing do IPO

De acordo com Lucas & McDonald (1990) e Ritter & Welch (2002), as condições gerais do mercado têm grande influência para as empresas abrirem o capital ou não. Os executivos foram questionados sobre o quão importante os fatores influenciaram ou influenciariam no momento do IPO, sendo (1) 'Pouco Importante' e (5) 'Muito Importante'. Os dados estão reportados na Tabela 4. Essa teoria foi fortemente confirmada pela percepção dos executivos financeiros, onde 92% concordaram que as condições gerais do mercado influenciam no momento de decidir pelo IPO (média = 4,53). O resultado vai ao encontro do estudo de Rossi Jr. & Marotta (2010), no qual os autores defendem a teoria de *market timing* no mercado brasileiro.

Pagano *et al.* (1998) argumentam que as condições do setor em que as empresas atuam também influenciam no momento do IPO. Quando questionados sobre esse aspecto, mais uma vez os respondentes mostraram grande concordância que é um fator importante ou muito importante para optar por conduzir o IPO, com quase 75% dos respondentes, e média de 4,33.

Há momentos no ciclo de vida de uma empresa que ela precisa de mais capital para continuar crescendo. Essa ideia foi confirmada pela percepção dos executivos financeiros do estudo, cerca de 75% dos respondentes consideraram ser esse um aspecto que influencia no momento do IPO, com média de 4,05. As respostas foram homogêneas em todos os subgrupos de classificação das empresas. Esse resultado confirma os estudos de Rossi Jr. & Marotta (2010) e Oliveira & Martelanc (2014) sobre o ciclo de vida da empresa e o comportamento oportunístico para o IPO.

Outro aspecto questionado na pesquisa foi se a decisão pelo IPO é influenciada pelo desempenho no 1º dia de negociações das listagens recentes. Para esse aspecto, as respostas apresentaram concordância um pouco menor, com média geral de respostas de 3,46, e percentual de respondentes que consideram importante ou muito importante de 59,3%.



Tabela 4

Respostas da survey para a pergunta: Quão importante foram/são as seguintes influências no momento de um possível IPO?

A média foi baseada na escala do tipo Likert de cinco pontos, onde 1 = pouco importante, e 5 = muito importante. O tamanho das empresas foi baseado na Receita Líquida Operacional, sendo que empresas maiores foram consideradas aquelas com Receita Líquida Operacional maior de R\$ 215 milhões. Empresas com *underwriter* de maior prestígio foram aquelas que contrataram para assessorar o IPO os bancos de investimento Banco UBS Pactual S.A. e o Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A. Empresas com capital de risco antes do IPO receberam variável igual a 1, e 0 no outro caso. Empresas com maior redução de controle dos insiders apresentaram percentual de redução maior de 36%. Testes de diferença de média de Wilcoxon-Mann-Whitney entre as opiniões dos respondentes foram aplicados, sendo que ***, ** e * representam significância estatística igual a 10%, 5% e 1%, respectivamente. A amostra final do estudo foi composta por 52 empresas que conduziram o IPO, e 61 empresas que permanecem com capital fechado.

	Todas		IPO Status		Tamanho		Prestígio do <i>underwriter</i>		Capital de risco		<i>Ownership decrease</i>	
	Média	% 4-5 N	Fechada	Aberta	Menores	Maiores	Menor	Maior	Não	Sim	Menor	Maior
Condições gerais do mercado	4,53	92,0% 104	4,63	4,42	4,65	4,35	4,42	4,41	4,32	4,66	4,34	4,52
Condições do setor de atividade	4,33	74,9% 85	4,39	4,26	4,45	4,17	4,42	4,16	4,27	4,26	4,39	4,17
Sua empresa precisava do capital para continuar a crescer	4,05	74,4% 84	4,01	4,09	4	4,04	4,33	3,93	4,16	3,93	3,95	4,13
O desempenho no primeiro dia de negociação de Ofertas Públicas Iniciais recentes	3,46	59,3% 67	3,78	3,09***	3,63	3,26	3,42	2,87	3	3,33	3	3,13
Outras boas empresas estavam simultaneamente abrindo o capital	3,32	48,7% 55	3,63	2,96***	3,54	3,02**	2,66	3,16*	2,97	2,93	2,91	2,86

Finalmente, com relação ao aspecto timing do IPO, pode-se resumir os aspectos considerados pelos executivos financeiros brasileiros como ‘importantes’ ou ‘muito importantes’: (1) condições gerais do mercado; (2) condições do setor de atividade em que a empresa atua; e (3) a necessidade de capital para continuar crescendo conforme o ciclo de vida da empresa. Os mesmos resultados foram observados no estudo original de Brau & Fawcett (2006).

5.3 Critérios para escolha do *underwriter*

A escolha do banco de investimentos que vai liderar o IPO (conhecido como *underwriter*) pode ser influenciada por diversos fatores. Os executivos financeiros foram questionados o quão importante seriam ou foram os aspectos para a seleção do *underwriter*, sendo (1) como ‘Pouco Importante’, e (5) como ‘Muito Importante’. Os dados estão apresentados na Tabela 5, e são comentados a seguir os resultados mais importantes.

A percepção de que um dos critérios mais importantes para escolher esse banco de investimentos é o prestígio e o status no mercado é confirmada pelos respondentes do estudo, onde 94,7% dos executivos financeiros concordaram ser um critério ‘importante’ ou ‘muito importante’ esta escolha (média = 4,54). Esse aspecto foi considerado o mais importante também no estudo de Brau & Fawcett (2006).

Em relação à qualidade do departamento de pesquisa e dos analistas, os respondentes também apresentaram forte concordância, com 89,3% dos executivos afirmando que esse critério é ‘importante’ ou ‘muito importante’ para a escolha do *underwriter* (média = 4,37), e houve maior concordância das empresas com menor *overhang*.

Ainda sobre as qualidades do *underwriter*, os executivos financeiros foram questionados se os contatos e a expertise ou perícia do *underwriter* são critérios importantes para a escolha do banco. De acordo com as respostas, foi observado grande percentual de concordância com esse aspecto, com cerca de 90% dos respondentes afirmando ser ‘importante’ ou ‘muito importante’ para escolher qual banco de investimentos vai coordenar o IPO (média = 4,36).

Outro aspecto dos critérios de escolha do *underwriter* questionado aos executivos financeiros foi relativo à carteira de clientes do banco. Quanto à importância da carteira de clientes institucionais, houve grande percentual de concordância, com quase 93% dos respondentes afirmando ser um critério importante de escolha (média = 4,3).

O quinto critério mais importante segundo os executivos financeiros brasileiros são os serviços de formação de mercado, mesa de operação e provisão de liquidez que o *underwriter* pode oferecer. No total, 81,4% dos respondentes concordaram com este aspecto (média = 3,83). Empresas de capital fechado concordaram mais com esse aspecto (média = 4,09).

Em relação a outros serviços que o *underwriter* possa oferecer à empresa, como aconselhamento em fusões e aquisições, endividamento, entre outros, os respondentes apontaram como sendo também um critério importante para escolher o banco. Do total de executivos financeiros da amostra, 74,4% afirmaram que esse é um aspecto relevante no momento da escolha pelo banco (média = 3,77). Empresas de capital fechado concordaram mais com esse aspecto do que as empresas de capital aberto (média = 4,06).

Em relação à reputação do *underwriter* em alocar ações do IPO para executivos de outras empresas para atrair novos negócios, o percentual de concordância também é relevante, com 71,7% dos executivos financeiros considerando 'importante' ou 'muito importante' no momento de escolher qual *underwriter* vai coordenar o IPO (média = 3,64).

O questionário apresenta uma pergunta sobre as promessas de precificação e avaliação que o *underwriter* faz para as ações da empresa. Os executivos financeiros brasileiros apontaram como importante esse critério, com média de 3,6, e 66,3% de respostas considerando o critério 'importante' ou 'muito importante' no momento de selecionar o *underwriter*. Quando questionados se a forma de remuneração poderia influenciar na escolha do *underwriter*, 54% dos executivos financeiros concordaram que esse aspecto é importante no momento da escolha, mas a média foi muito próxima da opinião neutra ou indiferente (média = 3,38).

Em resumo, em relação aos critérios para escolha do *underwriter*, praticamente todos foram considerados pelos executivos como 'importantes' ou 'muito importantes', dando suporte para as linhas de pensamento existentes sobre o tema. Os mais importantes foram todos relacionados à reputação e ao prestígio do *underwriter*, seguidos pela experiência dele no mercado, pelos serviços adicionais que o *underwriter* ofereça à empresa, e os contatos e promessas de precificação.

**Tabela 5**Respostas da survey para a pergunta: Quão importante foram/são os seguintes critérios na escolha do *underwriter* para assessorar o IPO?

A média foi baseada na escala do tipo Likert de cinco pontos, onde 1 = pouco importante, e 5 = muito importante. O tamanho das empresas foi baseado na Receita Líquida Operacional, sendo que empresas maiores foram consideradas aquelas com Receita Líquida Operacional maior de R\$ 215 milhões. Empresas com *underwriter* de maior prestígio foram aquelas que contrataram para assessorar o IPO os bancos de investimento Banco UBS Pactual S.A. e o Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A. Empresas com maior diluição de controle apresentaram índice de diluição maior de 2,81. Testes de diferença de média de Wilcoxon-Mann-Whitney entre as opiniões dos respondentes foram aplicados, sendo que ***, ** e * representam significância estatística igual a 10%, 5% e 1%, respectivamente. A amostra final do estudo foi composta por 52 empresas que conduziram o IPO, e 61 empresas que permanecem com capital fechado.

	Todas		IPO Status		Tamanho		Prestígio do <i>underwriter</i>		Overhang	
	Média	% 4-5 N	Fechada	Aberta	Menores	Maiores	Menor	Maior	Baixo	Alto
A reputação e o "status" geral do coordenador-líder	4,54	94,7% 107	4,6	4,48	4,56	4,55	4,42	4,51	4,56	4,4
A qualidade e reputação do departamento de pesquisa e dos analistas	4,37	89,3% 101	4,42	4,3	4,19	4,44**	4,38	4,25	4,6	4,03***
Perícia e contatos no ramo do coordenador-líder	4,36	89,4% 101	4,62	4,05***	4,34	4,24	4,14	4	4,12	4
Base de clientes investidores institucionais do coordenador-líder	4,3	92,9% 105	4,42	4,15*	4,3	4,24	4,38	4	4,12	4,18
Serviços de formação de mercado, mesa de operações e provisão de liquidez	3,83	81,4% 92	4,09	3,51***	3,84	3,62	3,61	3,45	3,48	3,55
Serviços não relacionados ao capital (por exemplo, aconselhamento em Fusões e Aquisições, endividamento)	3,77	74,4% 84	4,06	3,44***	3,71	3,68	3,66	3,29	3,56	3,33
O coordenador-líder tem reputação de alocar ações da Oferta Pública Inicial a executivos de outras empresas para atrair novos negócios	3,64	71,7% 81	4,13	3,07***	3,86	3,2***	3,42	2,83*	2,92	3,22
Promessas de precificação e avaliação	3,6	66,3% 75	3,8	3,36***	3,5	3,53	3,66	3,16**	3,32	3,4
Estrutura de comissões e remuneração do coordenador-líder	3,38	54,0% 61	3,09	3,71***	3,19	3,71**	3,9	3,58	3,84	3,59
Base de clientes de varejo do coordenador-líder	3	38,9% 44	2,62	3,44***	2,73	3,22**	3,47	3,41	3,28	3,59

Já no estudo de Brau & Fawcett (2006), os respondentes mostraram fraca concordância com relação a: (1) estrutura de comissões e remunerações; (2) base de clientes de varejo do banco; (3) serviços não relacionados ao capital; e (4) reputação do *underwriter* para alocar ações do IPO a executivos de outras empresas para atrair novos negócios.

5.4 Underpricing no IPO

Na literatura financeira, várias tentativas de explicação são realizadas sobre a ocorrência de underpricing nos IPOs. Os executivos financeiros foram questionados sobre o quão importante foram ou seriam os aspectos para ocorrer underpricing no IPO, considerando (1) ‘Pouco Importante’ e (5) ‘Muito Importante’. Os resultados estão apresentados na Tabela 6 e seguem comentados os mais relevantes em relação as teorias do estudo.

A primeira hipótese testada foi em relação à ocorrência de underpricing relacionada ao aumento no volume de negociações após o IPO. E esta foi a única hipótese testada que apontou como sendo considerada relativamente importante para os respondentes. A média de concordância dos respondentes foi de 3,19, com cerca de 55% dos mesmos afirmando ser ‘importante’ ou ‘muito importante’ este aspecto para ocorrer *underpricing*. Porém, essa média é muito próxima do ponto neutro ou de indiferença sobre o tema (3,0). Por isso, não se considera que dá suficiente suporte para afirmar que os executivos financeiros brasileiros concordam com esta explicação para a ocorrência de *underpricing*. Esse resultado pode ser um reflexo do mercado de capitais brasileiro que é menor e menos líquido quando comparado a mercados mais maduros, tal como no caso do mercado de capitais norte-americano, no qual essa visão sobre a ocorrência de *underpricing* pode ser vista como de menor importância no mercado brasileiro.

No estudo de Brau & Fawcett (2006) foram quatro motivos mais importantes: (1) compensar os investidores pelo risco assumido no IPO; (2) para os *underwriters* cooptarem com os investidores institucionais; (3) garantir uma ampla base de sócios; e (4) aumentar o volume de negociações de ações da empresa após o IPO.

5.5 Sinalização no IPO

A teoria de sinalização (*signaling*) no IPO fala sobre os possíveis sinais que uma empresa transmite ao mercado no momento em que decide pelo IPO. No presente estudo foram questionadas as percepções dos executivos financeiros com relação a vários aspectos, considerando (1) como ‘Sinal

muito negativo' e (5) 'Sinal muito positivo'. Os resultados estão apresentados na Tabela 7 e os mais relevantes são comentados a seguir.

Um dos aspectos questionado aos executivos financeiros foi em relação à contratação de uma das grandes empresas de auditoria do mercado. Esta percepção dos executivos financeiros consultados foi confirmada, cujas respostas apresentaram média geral de 4,3 e percentual de concordância de 93% dos respondentes. Das 52 empresas que conduziram o IPO da amostra, 45 empresas tinham registrado em seus prospectos uma das quatro grandes empresas de auditoria do país contratada. No estudo norte-americano, esse sinal apresentou concordância um pouco menor (mas não menos importante), com quase 74% dos respondentes afirmando ser esse um sinal positivo ou muito positivo (média = 3,77).

Aspectos como prestígio do *underwriter* ou ainda a reputação do auditor são vistos como bons sinais no mercado, como uma espécie de certificação. O segundo aspecto que os executivos consideraram mais positivo foi em relação à utilização de um banco de investimentos de primeira linha para coordenar o lançamento das ações (*underwriter*). Quase a totalidade dos respondentes (97,4%) afirmou ver como um sinal positivo ou muito positivo a contratação de um *underwriter* de primeira linha (média = 4,22).



Tabela 6

Respostas da survey para a pergunta: Em que medida os seguintes aspectos foram/são influentes no nível de underpricing que você espera?

A média foi baseada na escala do tipo Likert de cinco pontos, onde 1 = pouco importante, e 5 = muito importante. O tamanho das empresas foi baseado na Receita Líquida Operacional, sendo que empresas maiores foram consideradas aquelas com Receita Líquida Operacional maior de R\$ 215 milhões. Empresas com maior diluição de controle apresentaram índice de diluição maior de 2,81. Testes de diferença de média de Wilcoxon-Mann-Whitney entre as opiniões dos respondentes foram aplicados, sendo que ***, ** e * representam significância estatística igual a 10%, 5% e 1%, respectivamente. A amostra final do estudo foi composta por 52 empresas que conduziram o IPO, e 61 empresas que permanecem com capital fechado.

	Todas		IPO Status		Tamanho		Overhang	
	Média	% 4-5 N	Fechada	Aberta	Menores	Maiores	Baixo	Alto
Aumentar o volume de negociação das ações após o lançamento	3,19	55,0% 29	2,95	3,48*	3,19	3,4	3,44	3,51
Compensar os investidores por assumirem o risco da Oferta Pública Inicial	2,98	36,3% 19	3,22	2,69***	3,08	2,91	2,6	2,77
Aumentar a publicidade no dia de abertura	2,97	35,4% 18	3,06	2,86	3,02	2,88	2,88	2,85
Os coordenadores-líderes precificam as ações abaixo do valor para cooptar os investidores institucionais	2,24	20,3% 10	1,65	2,94***	1,97	2,73***	3	2,88
Aumentar o preço das ações ao iniciar um efeito-cascata entre os investidores	2,21	17,7% 9	1,8	2,69***	1,91	2,66***	2,64	2,74
Para que os coordenadores-líderes possam fazer a alocação de lotes de ações a executivos de outras empresas para atrair novos negócios	2,15	10,6% 5	2	2,32	2,08	2,2	2,24	2,4
Assegurar um ampla base de sócios	2,14	11,5% 6	1,59	2,78***	2,06	2,48**	2,56	3
Mitigar futuros litígios da parte de investidores que alegassem que o preço era muito alto	2,09	12,4% 7	1,8	2,44***	1,91	2,35**	2,48	2,4
Compensar os investidores por revelar verdadeiramente o preço que estavam dispostos a pagar	2,03	5,3% 3	1,49	2,67***	1,84	2,42***	2,6	2,74
Criar um grande acionista para servir como vigia da administração	2,02	5,3% 3	1,67	2,44***	1,8	2,24**	2,4	2,48
Investidores internos estavam dispostos a precificar a ação abaixo do valor, pois a Oferta Pública Inicial cria riqueza pessoal	1,93	3,6% 2	1,65	2,27***	1,8	2,20**	2,36	2,18
Para que os coordenadores-líderes possam fazer a compra e venda imediata das ações no primeiro dia de negociação e assim capturar o aumento no preço da Oferta Pública Inicial	1,89	7,1% 4	1,44	2,42***	1,63	2,24***	2,44	2,4
Precificação abaixo do valor da ação reduz a necessidade de custos adicionais de marketing para a Oferta Pública Inicial	1,82	3,6% 2	1,39	2,33***	1,84	2,04	2,28	2,37

De acordo com Teoh *et al.* (1998), se a empresa possuir lucros históricos antes de abrir o capital é considerado um sinal positivo transmitido ao mercado. E as respostas dos executivos financeiros concordam com esta afirmação sobre este sinal, com percentual de concordância de 87,6% dos respondentes, e média de 4,12.

O fato de investidores internos se comprometerem a ficar um período sem negociar suas ações após o IPO (período conhecido como *lockup*, transmite sinal positivo no mercado de acordo com Courteau (1995) e Brau *et al.* (2005)). E as respostas dos executivos financeiros corroboram esta hipótese, com 75,2% dos respondentes confirmando que percebem como sinal positivo ou muito positivo esse aspecto.

Quando questionados sobre qual percepção os executivos tinham de uma empresa que obtém um grande salto no preço das ações no primeiro dia de negociações, as respostas mostraram que eles percebem como sinal positivo ou muito positivo. Cerca de 73% concordaram com essa teoria, e a média das respostas foi de 3,71. De acordo com Welch (1989), Allen & Faulhaber (1989) e Chemmanur (1993), empresas que não são boas e tentam parecer boas para ter bons retornos iniciais, logo são identificadas pelo mercado e o preço reflete essa má percepção. Em outras palavras, se o preço da ação sobe no primeiro dia de negociações, segundo os autores, é um sinal positivo no mercado.

O respaldo de um capitalista de risco no IPO apresentou resultados muito parecidos entre as duas pesquisas. Em ambos os casos, as respostas ficaram mais próximas da percepção de indiferença do que concordando se o sinal seria positivo ou negativo. No Brasil, a média foi um pouco menor (média = 3,13, % de concordância = 42,50), sendo que empresas do grupo 1 da amostra perceberam como um sinal mais positivo (média = 3,48).

A venda de grande parte da participação dos insiders no IPO pode sinalizar que as ações da empresa valem menos do que o preço ofertado, e, portanto os investidores entenderiam como um sinal negativo (Leland e Pyle, 1977). Essa hipótese foi confirmada pelos executivos financeiros, onde a média de respostas ficou em 2,71, com apenas 28,3% concordando ser um sinal positivo.



Tabela 7

Respostas da survey para a pergunta: Que tipo de sinal as seguintes atitudes transmitem aos investidores sobre uma empresa que está conduzindo o IPO?

A média foi baseada na escala do tipo Likert de cinco pontos, onde 1 = pouco importante, e 5 = muito importante. O tamanho das empresas foi baseado na Receita Líquida Operacional, sendo que empresas maiores foram consideradas aquelas com Receita Líquida Operacional maior de R\$ 215 milhões. Empresas com capital de risco antes do IPO receberam variável igual a 1, e 0 no outro caso. Testes de diferença de média de Wilcoxon-Mann-Whitney entre as opiniões dos respondentes foram aplicados, sendo que ***, ** e * representam significância estatística igual a 10%, 5% e 1%, respectivamente. A amostra final do estudo foi composta por 52 empresas que conduziram o IPO, e 61 empresas que permanecem com capital fechado.

	Todas		IPO Status		Tamanho		Capital de risco	
	Média	% 4-5 N	Fechada	Aberta	Menores	Maiores	Não	Sim
Utilizar uma empresa de auditoria das “4 grandes” (PricewaterhouseCoopers, Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst & Young, KPMG)	4,3	93,0% 105	4,26	4,34	4,28	4,37	4,32	4,4
Utilizar um banco de investimentos de primeira linha	4,22	97,4% 110	4,11	4,34***	4,15	4,37**	4,35	4,33
Ter sólidos lucros históricos	4,12	87,6% 99	4,16	4,07	3,97	4,2	4,08	4,06
Os investidores internos se comprometem com um longo período de restrição de negociação de ações	3,88	75,2% 85	3,95	3,79	3,73	4,04	3,7	4
Um grande salto no preço da ação no primeiro dia	3,71	72,6% 82	3,72	3,71	3,78	3,57	3,67	3,8
Vender uma grande porção da empresa na Oferta Pública Inicial	3,52	52,2% 59	3,7	3,30**	3,76	3,26**	3,27	3,4
Emitir units (conjunto de dois títulos, uma ação ordinária e uma ação preferencial)	3,36	46,1% 52	3,55	3,13***	3,34	3,28	3,05	3,33
Ter o respaldo de um capitalista de risco	3,13	42,5% 48	2,83	3,48***	2,97	3,42*	3,37	3,73*
Vender ações de investidores internos na Oferta Pública Inicial	2,71	28,3% 32	2,47	2,98**	2,45	3,00**	3,05	2,8

Pode-se resumir o conjunto de respostas dos executivos financeiros brasileiros em relação ao *signling* assim: 1) são positivos: a contratação de uma das grandes empresas de auditoria do mercado, a utilização de um *underwriter* de primeira linha, ter lucros sólidos históricos, os insiders se comprometerem a ficar um período sem negociar as ações após o IPO, e o preço das ações der um salto no mercado no primeiro dia de negociações; 2) é negativo: o fato dos insiders venderem grande parte de sua participação na empresa no IPO.

Nos Estados Unidos, os sinais mais negativos foram apontados como sendo: (1) vender grande parte da empresa no IPO; (2) emitir *units*; e (3) vender ações dos investidores internos no IPO.

5.6 Outros aspectos do processo de IPO

A percepção dos executivos financeiros em relação a outros aspectos da abertura de capital está apresentada na Tabela 8, e os aspectos mais importantes comentados a seguir. Os executivos financeiros foram questionados sobre suas percepções em relação a outros aspectos no IPO, sendo (1) 'Pouco Importante', e (5) 'Muito Importante'.

A opção de lote suplementar de ações por parte do *underwriter* para estabilizar o preço de lançamento das ações no IPO é discutida por Aggarwal (2000) e Zhang (2004). De acordo com as respostas dos executivos financeiros, 79,7% consideraram 'importante' ou 'muito importante' a opção de lote suplementar de ações para estabilização dos preços no mercado por parte do *underwriter*, com média de 4,07.

O segundo aspecto que apresentou maior concordância entre os executivos financeiros foi em relação ao período de restrição de negociação de ações, período de *lockup*. Conforme as respostas dos executivos financeiros, 78,7% concordaram que esse aspecto é 'importante' ou 'muito importante' para o processo de IPO (média = 3,97).

Com relação ao contrato firmado quando a empresa contrata os serviços do *underwriter* para conduzir a abertura de capital, os respondentes brasileiros apresentaram suporte para a percepção de que o contrato por garantia firme apresenta melhor percepção, com 63,7% de concordância (média = 3,61).



Tabela 8

Respostas da survey para a pergunta: na sua percepção, quão importante foram/são os seguintes aspectos do processo de IPO?

A média foi baseada na escala do tipo Likert de cinco pontos, onde 1 = pouco importante, e 5 = muito importante. O tamanho das empresas foi baseado na Receita Líquida Operacional, sendo que empresas maiores foram consideradas aquelas com Receita Líquida Operacional maior de R\$ 215 milhões. Empresas com *underwriter* de maior prestígio foram aquelas que contrataram para assessorar o IPO os bancos de investimento Banco UBS Pactual S.A. e o Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A. Empresas com capital de risco antes do IPO receberam variável igual a 1, e 0 no outro caso. Empresas com maior redução de controle dos insiders apresentaram percentual de redução maior de 36%. Testes de diferença de média de Wilcoxon-Mann-Whitney entre as opiniões dos respondentes foram aplicados, sendo que ***, ** e * representam significância estatística igual a 10%, 5% e 1%, respectivamente. A amostra final do estudo foi composta por 52 empresas que conduziram o IPO, e 61 empresas que permanecem com capital fechado.

	Todas		N	IPO Status		Prestígio do <i>underwriter</i>		Capital de risco		<i>Ownership decrease</i>	
	Média	% 4-5		Fechada	Aberta	Menor	Maior	Não	Sim	Menor	Maior
A opção de lote suplementar para estabilização do mercado por parte do coordenador-líder	4,07	79,7%	42	4,52	3,53***	3,8	3,35**	3,45	3,73	3,6	3,43
O período de restrição de negociação de ações para alinhar os interesses da administração com os dos futuros acionistas	3,97	78,7%	41	4,16	3,75***	4	3,58*	3,83	3,53	4	3,52**
Uma subscrição por compromisso firme em oposição a uma subscrição por melhores esforços	3,61	63,7%	33	3,81	3,36***	3,52	3,25	3,29	3,53	3,56	3,3
Uma oferta de bônus de subscrição juntamente com cada ação negociada, como opção de subscrição de novas ações no futuro	2,91	22,2%	12	2,9	2,92	2,9	2,93	2,86	3,06	3	2,86
A ameaça de acusações relativas à “maquiagem” no prospecto	2,08	19,5%	10	1,69	2,55***	2,23	2,77	2,54	2,6	2,6	2,65

Outro aspecto analisado foi em relação à emissão de *units*. Quando a empresa concede ao *underwriter* a opção de colocar *units* no contrato negociado para o IPO, os custos podem aumentar e representar uma parcela significativa do total da remuneração. Os respondentes brasileiros não concordaram com esse aspecto (média = 2,91, % de concordância = 22,2).

O último aspecto aqui analisado foi em relação à ameaça de acusações relativas à “maquiagem” do prospecto. De acordo com a percepção dos executivos financeiros, esse aspecto não é importante no processo de IPO, com apenas 19,5% de concordância (média = 2,08). Os respondentes afirmaram nas entrevistas que esse aspecto não é tão importante porque automaticamente as informações precisam ser as mais exatas possíveis nos documentos que a empresa emite no mercado, e que “maquiar” as informações não pode nem ser cogitada nos dias atuais.

Em resumo, três aspectos foram apontados como mais importantes no IPO tanto no estudo brasileiro como no estudo de Brau & Fawcett (2006): (1) a opção de um lote suplementar de ações para estabilização dos preços por parte do *underwriter*; (2) período de lockup; e (3) o contrato entre a empresa e o *underwriter* com subscrição por compromisso firme em oposição a uma subscrição por melhores esforços.

5.7 Preocupações com o processo de IPO

Os executivos foram questionados sobre o quanto os aspectos foram ou seriam importantes na decisão de conduzir o IPO, sendo (1) ‘Nenhuma preocupação’ e (5) ‘Grande preocupação’. Os resultados estão na Tabela 9 e os aspectos mais relevantes seguem comentados.

A maior preocupação apontada no estudo brasileiro se refere ao desejo de manter o controle das decisões (média = 4,12, % de concordância = 76,1). Entre as empresas de capital aberto e capital fechado (grupos 1 e 2 da amostra), há maior preocupação entre as empresas de capital fechado (média = 4,57).

O segundo aspecto de maior concordância entre os executivos financeiros aborda a questão das condições de mercado. As más condições do mercado e/ou do setor de atividade aparecem como a segunda maior preocupação entre os brasileiros (média = 4,06, % de concordância = 77,8).

A terceira maior preocupação apontada no Brasil foi em relação ao baixo preço das ações no mercado (média = 3,97, % de concordância = 74,3), sendo que nas empresas do grupo 2 da amostra há média maior (4,45).

Evitar a diluição da propriedade da empresa foi a quarta maior preocupação entre os executivos financeiros brasileiros (média = 3,63, % de concordância = 60,2), resultado um pouco maior entre os executivos norte-americanos (média = 3,19, % de concordância = 47,02).

O fato de o IPO facilitar a abertura de informações da empresa a competidores foi outra preocupação indicada pelos respondentes brasileiros (média = 3,35, % de concordância = 57,6), mas entre os executivos norte-americanos essa não é uma preocupação relevante (média = 2,78, % de concordância = 32,81).

As respostas dos executivos financeiros brasileiros indicaram algumas preocupações com relação às exigências da CVM (média = 3,29, % de concordância = 58,4). Outra preocupação apontada pelo estudo brasileiro se refere ao medo da diluição do lucro por ação. No Brasil, os executivos financeiros responderam como sendo essa uma preocupação da abertura de capital, não tão forte, mas que se diferencia do resultado norte-americano (média = 3,25, % de concordância = 48,7).

Em resumo, as maiores preocupações com o IPO no Brasil se deram nos seguintes aspectos: (1) o desejo de manter o controle das decisões; (2) as más condições do mercado/setor; (3) baixo preço das ações; (4) evitar a diluição da propriedade da empresa; (5) abrir as informações internas aos competidores; (6) exigências da CVM; e (7) evitar a diluição do lucro por ação. E nos Estados Unidos, Brau & Fawcett (2006) encontraram as seguintes grandes preocupações: (1) o desejo de manter o controle das decisões; (2) evitar a diluição da propriedade da empresa; e (3) as más condições do mercado/setor.

Tabela 9

Respostas da survey para a pergunta: quão preocupantes foram/são os seguintes aspectos na decisão de conduzir/não conduzir o IPO?

	Todas			IPO Status		Tamanho		Idade		Alta tecnologia		Prestígio do <i>underwriter</i>		Capital de risco		IPO Demand		Retorno Inicial	
	Média	%	4-5 N	Fechada	Aberta	Menores	Maiores	Mais jovens	Menos jovens	Não	Sim	Menor	Maior	Não	Sim	Baixo	Alto	Baixo	Alto
Desejo de manter o controle das decisões	4,12	76,1%	86	4,57	3,59***	4,39	3,80***	3,91	4,29**	4,09	4,38	3,66	3,54	3,64	3,46	3,47	3,67	3,45	3,77
Más condições de mercado/setor de atividade	4,06	77,8%	88	4,57	3,46***	4,21	3,8	3,93	4,18	4,05	4,15	3,9	3,16*	3,48	3,4	3,61	3,35	3,5	3,36
Baixo preço das ações da sua empresa	3,97	74,3%	84	4,45	3,4***	4,13	3,68**	3,76	4,18**	3,92	4,38	3,76	3,16	3,54	3,06	3,42	3,38	3,2	3,4
Evitar a diluição da propriedade	3,63	60,2%	68	3,96	3,25***	3,86	3,33**	3,36	3,86**	3,58	4,07	3,23	3,25	3,29	3,13	3,28	3,22	3,16	3,27
Abrir informações internas aos competidores	3,35	57,6%	65	3,59	3,07**	3,41	2,97	3,21	3,45	3,36	3,3	2,95	3,16	3	3,26	3,23	2,96	3,2	2,95
As exigências de relatórios da CVM (Comissão de Valores Mobiliários)	3,29	58,4%	66	3,32	3,25	3,52	3,15	3,39	3,27	3,25	3,61	3,47	3,09	3,43	2,8	3,47	3,09	3,25	3,27
Evitar a diluição do Lucro Por Ação	3,25	48,7%	55	3,54	2,92***	3,45	3,00**	3,1	3,4	3,22	3,53	2,95	2,9	2,97	2,8	3,04	2,83	2,91	2,81
Custos/comissões de uma Oferta Pública Inicial	2,98	38,0%	43	2,72	3,28*	3,04	3,02	3,19	2,79	3,01	2,76	3,19	3,35	3,29	3,26	3,42	3,19	3,45	3,13
Preferência por ser adquirida por outra empresa	2,85	38,0%	43	3,2	2,46***	3,13	2,66	2,65	3,04	2,81	3,23	2,71	2,29	2,51	2,33	2,61	2,35	2,5	2,54
Responsabilidade legal dos executivos (por exemplo, Lei Sarbanes-Oxley)	2,66	32,7%	37	2,24	3,15***	2,65	2,77	2,67	2,59	2,66	2,69	3,19	3,12	3,35	2,66*	3,23	3,09	3,25	3,18
Já dispor de capital suficiente	2,46	25,7%	29	2,22	2,75**	2,32	2,75	2,5	2,43	2,53	2	2,52	2,9	2,67	2,93	2,66	2,8	2,75	2,81

6. Considerações Finais

Este estudo investigou as percepções dos executivos financeiros em relação à abertura de capital no Brasil, tanto das empresas que conduziram a abertura de capital no período de 2004 a 2010, como aquelas empresas que possuem capital fechado mas que têm potencial de conduzir o IPO de acordo com a publicação da revista Valor Investe.

De acordo com as respostas dos executivos financeiros, algumas teorias estudadas na literatura financeira foram confirmadas, outras não receberam suporte tão expressivo. Em relação às motivações mais importantes para conduzir o IPO, os executivos financeiros indicaram as seguintes: (1) minimizar o custo de capital, que é uma teoria bastante difundida na literatura financeira; (2) estabelecer um valor de mercado para a empresa; (3) aumentar a base de acionistas; e (4) melhorar a reputação da empresa.

Quando questionados sobre os fatores que influenciariam a decisão pelo momento do IPO, linha de pensamento conhecida como *market timing*, no Brasil os respondentes apontaram como mais importantes: (1) condições gerais do mercado; (2) condições do setor de atividade; e (3) necessidade de capital para continuar crescendo. Essa percepção confirma os estudos que mostram que as empresas aproveitam as “janelas de oportunidades” para obter maiores ganhos no mercado. O fato de a empresa precisar de capital para continuar crescendo é um dos aspectos relacionados às teorias sobre o ciclo de vida da empresa, onde as empresas precisam de mais capital quando atingem determinado período do seu ciclo de vida. Logo, as opiniões dos executivos se mostraram consistentes com essa linha de pensamento.

Para a escolha do *underwriter*, instituição financeira que coordena o IPO da empresa, os executivos financeiros brasileiros perceberam como critérios mais importantes para selecionar o banco: (1) reputação e status do *underwriter*; (2) a qualidade e reputação do departamento de pesquisa e dos analistas; (3) perícia e contatos do banco no seu ramo de atividade; (4) base de clientes investidores institucionais do *underwriter*; (5) serviços de formação de mercado, mesa de operações e liquidez; (6) serviços de assessoria em assuntos não diretamente relacionados ao capital; e (7) reputação do *underwriter* para alocar ações do IPO a executivos de outras empresas para atrair novos negócios. Essa percepção dos executivos vai ao encontro das teorias sobre o tema, tendo em vista a importância do *underwriter* no processo de IPO.

Os sinais transmitidos pela empresa que está abrindo o capital no mer-

cado foram observados pelos executivos financeiros. Os sinais considerados mais positivos pelos respondentes foram: (1) utilizar uma das maiores empresas de auditoria do mercado; (2) utilizar um banco de investimentos de primeira linha do mercado; (3) lucros históricos sólidos; (4) maior período de lockup; e (5) aumento no preço das ações no primeiro dia de negociações. Esses sinais foram vistos como positivos ou muito positivos pelos executivos financeiros, e essa percepção é consistente com os estudos sobre o tema. Por outro lado, os aspectos mais negativos que os respondentes perceberam foram em relação à venda de ações dos insiders no IPO, onde eles respondiam que se os insiders estavam saindo do negócio era porque não viam futuro na empresa, e isso poderia ser um sinal negativo da empresa.

Sobre o processo de IPO, três aspectos apresentaram maior concordância como sendo importantes: (1) a opção de lote suplementar de ações por parte do *underwriter* para estabilizar os preços no IPO; (2) período de lockup; e (3) contrato de compromisso firme em oposição a um contrato por melhores esforços por parte do *underwriter*.

E em relação às preocupações que envolvem o IPO, e que podem levar as empresas a não seguirem o processo de abertura de capital, o desejo de manter o controle das decisões foi o aspecto mais preocupante do ponto de vista dos respondentes. As outras preocupações apontadas no presente estudo foram: más condições do mercado e do setor de atividade, baixo preço das ações da empresa, e evitar a diluição da propriedade.

Referências

- Aggarwal, Reena. 2000. Stabilization Activities by Underwriters After Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, **55**, 1075–1103.
- Albanez, Tatiana, & Valle, Maurício Ribeiro Do. 2009. Impactos Da Assimetria de Informação Na Estrutura de Capital de Empresas Brasileiras Abertas. *Revista Contabilidade & Finanças*, **20**, 6–27.
- Allen, Franklin, & Faulhaber, Gerald R. 1989. Signaling by Underpricing in the IPO Market. *Journal of Financial Economics*, **23**, 303–324.
- Baron, David P. 1982. A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues. *Journal of Finance*, **37**, 955–976.

- Baron, David P., & Holmstrom, Bengt. 1980. The Investment Banking Contract for New Issues under Asymmetric Information: Delegation and the Incentive Problem. *Journal of Finance*, **35**, 1115–1138.
- Beatty, Randolph P. 1989. Auditor Reputation and the Pricing of Initial Public Offerings. *The Accounting Review*, **64**, 693–709.
- Beatty, Randolph P., & Ritter, Jay R. 1986. Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *Journal of Financial Economics*, **15**, 213–232.
- Benetti, Cristiane, Decourt, Roberto F., & Terra, Paulo R. S. 2007. *The Practice of Corporate Finance in an Emerging Market: Preliminary Evidence from the Brazilian Survey*. Working paper UFRGS, apresentado no ENANPAD 2007.
- Black, Bernard S., & Gilson, Ronald J. 1998. Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets. *Journal of Financial Economics*, **47**, 243–277.
- Booth, James R., & Chua, Lena. 1996. Ownership Dispersion, Costly Information, and IPO Underpricing. *Journal of Financial Economics*, **41**, 291–310.
- Bradley, Daniel J., Jordan, Bradford, & Ritter, Jay R. 2003. The Quiet Period Goes Out with a Bank. *Journal of Finance*, **58**, 1–36.
- Brau, James, & Fawcett, Stanley E. 2006. Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. *Journal of Finance*, **LXI**, 399–436.
- Brau, James, Lambson, Val E., & McQUEEN, Grant. 2005. Lockups Revisited. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **40**, 519–530.
- Carter, Richard B., & Manaster, Steve. 1990. Initial Public Offerings and Underwriter Reputation. *Journal of Finance*, **45**, 1045–1067.
- Carter, Richard B., Dark, Frederick H., & Singh, Ajai K. 1998. Underwriter Reputation, Initial Returns, and Long-Run Performance of IPO Stocks. *Journal of Finance*, **53**, 285–311.
- Chemmanur, Thomas J. 1993. The Pricing of Initial Public Offers: A Dynamic Model with Information Production. *Journal of Finance*, **48**, 285–304.

- Chemmanur, Thomas J., & Fulghieri, Paolo. 1999. A Theory of the Going-Public Decision. *Review of Financial Studies*, **12**, 249–279.
- Choe, Hyuk, Masulis, Ronald W., & Nanda, Vikram. 1993. Common Stock Offerings Across the Business Cycle: Theory and Evidence. *Journal of Empirical Finance*, **1**, 3–31.
- Courteau, Lucie. 1995. Under-Diversification and Retention Commitments in IPOs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **30**, 487–517.
- Leal, Ricardo P. Câmara. 1991. Por Que Há Retornos Anormais Nas Aberturas de Capital? Uma Revisão Da Teoria e Suas Evidências Empíricas. *Revista de Administração*, **26**, 107–112.
- Leitão, Carlos A. de Oliveira. 1991. A Abertura de Capital: Empresas de Capital Aberto e Empresas Fechadas. *Revista de Administração*, **26**, 24–33.
- Leland, Hayne E., & Pyle, David H. 1977. Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *Journal of Finance*, **32**, 371–87.
- Loughran, Tim, & Ritter, Jay R. 1995. The New Issues Puzzle. *Journal of Finance*, **50**, 23–51.
- Loughran, Tim, & Ritter, Jay R. 2002. Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs? *Review of Financial Studies*, **15**, 413–444.
- Lucas, Deborah J., & McDonald, Robert L. 1990. Equity Issues and Stock Price Dynamics. *Journal of Finance*, **45**, 1020–1043.
- Maksimovic, Vojislav, & Pichler, Pegaret. 2001. Technological Innovation and Initial Public Offerings. *Review of Financial Studies*, **14**, 459–494.
- Mello, Antonio S., & Parsons, John E. 2000. Hedging and Liquidity. *Review of Financial Studies*, **13**, 127–153.
- Modigliani, Franco, & Miller, Merton H. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, **48**.

- Modigliani, Franco, & Miller, Merton H. 1963. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, **53**, 433–443.
- Myers, Stewart C. 1984. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, **39**.
- Oliveira, Bruno Cals de, & Martelanc, Roy. 2014. IPO Determinants of Brazilian Companies. *Revista Brasileira de Finanças*, **12**, 135–161.
- Oliveira, Fernando N. de, & Oliveira, Pedro Góes Monteiro de. 2009. Uma Análise Empírica Das Políticas de Financiamento Adotadas Pelas Companhias Abertas Brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*, **7**, 459–484.
- Pagano, Marco. 1993. The Flotation of Companies on the Stock Market: A Coordination Failure Model. *European Economic Review*, **37**, 101–1125.
- Pagano, Marco, Panetta, Fabio, & Zingales, Luigi. 1998. Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. *Journal of Finance*, **53**, 27–64.
- Ritter, Jay R. 1991. The Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, **46**, 3–27.
- Ritter, Jay R., & Welch, Ivo. 2002. A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *Journal of Finance*, **57**, 1795–1828.
- Rossi Jr., José Luiz, & Marotta, Marcelo. 2010. Equity Market Timing: Testando Através de IPO No Mercado Brasileiro. *Revista Brasileira de Finanças*, **8**, 85–101.
- Steffen, Helen Cristina, & Zanini, Francisco A. M. 2012. Initial Public Offerings in Brazil: The Perceptions of Financial Executives. *Revista Contabilidade & Finanças*, **23**, 102–115.
- Teoh, Siew H., Welch, Ivo, & Wong, Tak J. 1998. Earnings Management and the Long-Run Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, **53**, 1935–1974.
- Tinic, Seha M. 1988. Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock. *Journal of Finance*, **43**, 789–822.

- Titman, Sheridan, & Trueman, Brett. 1986. Information Quality and the Valuation of New Issues. *Journal of Accounting and Economics*, **8**, 159–172.
- Welch, Ivo. 1989. Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, **44**, 421–450.
- Welch, Ivo. 1992. Sequential Sales, Learning, and Cascades. *Journal of Finance*, **47**, 695–732.
- Zhang, Donghang. 2004. Why Do IPO Underwriters Allocate Extra Shares When They Expect to Buy Them Back? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **39**, 571–594.
- Zingales, Luigi. 1995. Insider Ownership and the Decision to Go Public. *Review of Economic Studies*, **60**, 425–448.

Apêndice A

Tabela A.1

Resumo das conclusões do estudo comparadas com as teorias, e comparadas com as conclusões do estudo de Brau & Fawcett (2006).

Teoria ou conceito	Suporte da survey (forte, moderado, fraco)
<i>Por que abrir o capital?</i>	
Para minimizar o custo de capital/Estrutura ótima de capital (Scott (1976), Modigliani e Miller (1963))	Brasil - Forte suporte: a maioria dos respondentes concorda que essa motivação é importante ou muito importante para conduzir o IPO. Estados Unidos - Fraco suporte: este foi o quarto motivo mais importante para conduzir a abertura de capital, com menos da metade dos respondentes concordando com a teoria.
Estabelecer um valor de Mercado para a empresa (Zingales (1995), Mello e Parsons (2000))	Brasil - Forte suporte: houve grande percentual de respondentes que concordaram com essa teoria (67,3%). Foi a segunda maior motivação apontada pelos respondentes. Estados Unidos - Forte suporte: este foi o segundo motivo mais importante indicado pelos respondentes.
Para aumentar a base de acionistas, dispersando mais o controle da empresa (Chemmanur e Fulghieri (1999))	Brasil - Forte suporte: essa foi a terceira maior motivação indicada pelos respondentes do estudo (63,8%). Estados Unidos - Moderado suporte: aproximadamente metade dos respondentes afirmaram ser este um motivo importante para conduzir o IPO.
Para melhorar a reputação da empresa (Maksimovic e Pichler (2001))	Brasil - Forte suporte: entre os respondentes, 65,5% concordam com essa teoria. Estados Unidos - Moderado suporte: 49,11% dos CFOs concordaram com esse motivo para conduzir o IPO.
Criar ações negociadas publicamente para usar em futuras aquisições (Brau, Francis e Kohers (2003))	Brasil - Moderado suporte: as respostas dos executivos financeiros foram mais voltadas para ponto neutro, com média geral de 3,15. Estados Unidos - Forte suporte: este foi o principal motivo indicado pelos executivos financeiros.
Atrair a atenção dos analistas do mercado (Bradley, Jordan e Ritter (2003))	Brasil - Moderado suporte: pouco mais da metade dos respondentes concordou ser essa uma motivação importante/muito importante para conduzir o IPO, e a média das respostas em geral foi de apenas 3,12. Estados Unidos - Fraco suporte: apenas 29% dos respondentes concordaram com esse motivo para conduzir o IPO.
Pecking Order Theory (Myers (1984) e Myers e Majluf (1984))	Brasil - Fraco suporte: entre os respondentes, as médias de concordância para as questões dessa teoria ficaram em 2,79 e 2,83. Estados Unidos - Fraco suporte: a média de concordância com esse aspecto foi de menos de 2,5, região de discordância com a teoria.
Usar o IPO como mecanismo de mudanças estratégicas (Black e Gilson (1998))	Brasil - Fraco suporte: apenas um baixo percentual de respondentes concordou com essa teoria, e as médias foram muito baixas. Estados Unidos - Moderado suporte: apenas 44% dos CFOs concordaram que o IPO seria uma forma de diversificar os investimentos dos insiders, e 32% dos CFOs concordaram que o IPO seria um mecanismo de retirar os venture capital da empresa.
<i>Timing do IPO</i>	
Condições gerais do mercado (Lucas e McDonald (1990) e Ritter e Welch (2002))	Brasil - Forte suporte: entre os respondentes, 92% concordam com essa teoria. Estados Unidos - Forte suporte: a grande maioria dos CFOs concordou que esse é o aspecto que mais influencia no momento da abertura de capital.
Condições do setor de atividade (Pagano, Panetta e Zingales (1998))	Brasil - Forte suporte: esse foi o segundo aspecto de maior concordância entre os respondentes, 74,9% concordam com essa teoria.

Continua na próxima página



Tabela A.1 – continuação

	Estados Unidos - Forte suporte: os CFOs indicaram que as empresas aproveitam as boas oportunidades no mercado para conseguir melhores ganhos no IPO.
A necessidade de mais capital para continuar crescendo (Choe, Masulis e Nanda (1993))	Brasil - Forte suporte: entre os respondentes, 74,9% concordam com essa teoria. Estados Unidos - Forte suporte: mais de 66% dos CFOs concordaram que esse aspecto é um dos mais importantes na decisão de conduzir o IPO.
O desempenho no 1º dia de negociação das listagens recentes (Lowery e Schwert (2002))	Brasil - Moderado suporte: a média geral de respostas ficou relativamente baixa entre os respondentes, 3,46. Estados Unidos - Fraco suporte: os CFOs não são influenciados pelo desempenho das outras empresas que conduziram o IPO recentemente.
Outras boas empresas estão abrindo o capital no momento em que a empresa está tomando a decisão pelo IPO (Choe, Masulis e Nanda (1993))	Brasil - Moderado suporte: a média geral de 3,32 entre os respondentes, o que fica mais para o ponto de opinião neutra do que de maior concordância. Estados Unidos - Fraco suporte: esse aspecto não foi considerado importante pelos CFOs, com apenas 24% dos respondentes concordando com esse aspecto.
<i>Crêditos para seleção do underwriter</i>	
Reputação e status do <i>underwriter</i> (Beatty e Ritter (1986), Johnson e Miller (1988))	Brasil - Forte suporte: quase a totalidade dos respondentes disse ser esse um critério importante ou muito importante para escolher um <i>underwriter</i> (94,7%). Estados Unidos - Forte suporte: esse critério foi indicado como mais importante na escolha do <i>underwriter</i> .
A qualidade e reputação do departamento de pesquisa e dos analistas ((Beatty e Ritter (1986), Johnson e Miller (1988))	Brasil - Forte suporte: do total de respondentes, 89,3% disseram ser esse um critério importante ou muito importante para escolher um <i>underwriter</i> . Estados Unidos - Forte suporte: esse foi o segundo critério mais importante indicado pelos respondentes, com mais de 82% de concordância.
Perícia e contatos no ramo do coordenador líder (<i>underwriter</i>)	Brasil - Forte suporte: os executivos financeiros responderam ser esse um dos motivos mais importantes para escolher o <i>underwriter</i> (89,4%). Estados Unidos - Forte suporte: os CFOs indicaram que esse critério é um dos mais importantes na escolha do <i>underwriter</i> .
Base de clientes investidores institucionais do coordenador líder (<i>underwriter</i>)	Brasil - Forte suporte: 92,9% dos executivos financeiros concordaram como sendo esse um dos motivos mais importantes para escolher o <i>underwriter</i> . Estados Unidos - Moderado suporte: pouco mais da metade dos respondentes concordaram com esse aspecto na escolha do <i>underwriter</i> .
Serviços de formação de mercado, mesa de operações e liquidez Estados Unidos - Moderado suporte: os CFOs não consideraram esse critério um dos mais relevantes.	Brasil - Forte suporte: esse critério foi apontado como importante ou muito importante por 81,4% dos executivos financeiros.
Serviços não relacionados ao capital (fusões e aquisições, endividamento, etc) Estados Unidos -	Brasil - Forte suporte: os executivos financeiros consideraram importante se o banco oferece outros serviços que não apenas relacionado ao IPO, e cerca de 74% concordaram com esse aspecto. Fraco suporte: esse não foi indicado como um critério no qual os CFOs se baseiam para escolher o <i>underwriter</i> .
Reputação do <i>underwriter</i> para alocar ações do IPO para executivos de outras empresas para atrair novos negócios	Brasil : Forte suporte: esse critério foi apontado como importante ou muito importante por 71,7,4% dos executivos financeiros, com média de 3,64. Estados Unidos - Fraco suporte: os CFOs não indicaram que esse é um critério importante para conduzir o IPO.
Promessas de precificação e avaliação (Beatty e Ritter (1986), Johnson e Miller (1988))	Brasil - Moderado suporte: a média de concordância para esse critério foi menor, 3,6, mas ainda considerada importante pelos executivos financeiros. Estados Unidos : Moderado suporte: os CFOs não escolhem o <i>underwriter</i> baseados em promessas de precificação, mesmo sendo esse um aspecto importante do IPO.

Continua na próxima página

Tabela A.1 – continuação

Estrutura de comissões e remuneração do <i>underwriter</i> (Nanda e Warther (1998))	Brasil: Moderado suporte: a média de concordância para esse critério foi 3,38 com mais de 54% dos executivos considerando importante ou muito importante. Fraco suporte: os respondentes não indicaram que esta seria uma preocupação na escolha do <i>underwriter</i> .
Estados Unidos:	
Base de clientes de varejo do <i>underwriter</i>	Brasil - Moderado suporte: as respostas ficaram com média indiferente ou neutra (3,0) e apenas 38,9% consideraram como importante ou muito importante. Estados Unidos: Fraco suporte: este não foi um critério considerado importante pelos respondentes.
<i>Underpricing no IPO</i>	
Para aumentar o volume de negociações após o IPO (Boehmer e Fishe (2001))	Brasil - Moderado suporte: a média foi de 3,19 entre os respondentes, ficando bem próximo ao ponto neutro de opinião (3,0). Estados Unidos - Fraco suporte: apenas cerca de 42% dos CFOs responderam ser esse um motivo para ocorrer underpricing.
Compensar investidores por assumirem risco no IPO (Beatty e Ritter (1986) e Rock (1986))	Brasil - Fraco suporte: apenas 36,3% dos respondentes concordaram ser um aspecto importante ou muito importante para ocorrer underpricing. Estados Unidos - Forte suporte: esse foi o motivo mais importante para ocorrer underpricing indicado pelos CFOs.
Aumentar a publicidade no dia da abertura (Demers e Lewellen (2003))	Brasil - Fraco suporte: com média geral de 2,97, apenas 35,4% dos respondentes concordaram ser um aspecto importante ou muito importante para ocorrer underpricing. Estados Unidos - Fraco suporte: pouco mais de 22% dos CFOs concordaram ser esse um motivo para ocorrer underpricing no IPO.
Os coordenadores-líderes precificam as ações abaixo do valor para cooptar os investidores institucionais (Aggarwal (2003) e Fishe (2002)).	Brasil - Fraco suporte: apenas 20,3% dos respondentes concordaram ser um aspecto importante ou muito importante para ocorrer underpricing. Estados Unidos - Fraco suporte: esse não foi um aspecto considerado importante pelos CFOs.
Aumentar o preço das ações ao iniciar um efeito-cascata entre os investidores (Welch (1992))	Brasil - Fraco suporte: do total de respondentes, apenas 17,7% concordaram ser um aspecto importante ou muito importante para ocorrer underpricing. Estados Unidos - Fraco suporte: apenas 18% dos CFOs concordaram ser esse um motivo para ocorrer underpricing.
Para que os coordenadores-líderes possam fazer a alocação de lotes de ações a executivos de outras empresas para atrair novos negócios (Maynard (2002) e Griffith (2004))	Brasil - Fraco suporte: apenas 10,6% do total de respondentes concordaram ser um aspecto importante ou muito importante para ocorrer underpricing. Estados Unidos - Fraco suporte: apenas cerca de 6% dos respondentes concordaram com esse aspecto.
Assegurar uma ampla base de sócios (Booth e Chua (1996))	Brasil - Fraco suporte: somente 11,5% do total de respondentes concordaram ser um aspecto importante ou muito importante para ocorrer underpricing. Estados Unidos - Moderado suporte: esse aspecto foi confirmado por pouco mais de 40% dos CFOs.
Mitigar futuros litígios da parte de investidores que alegassem que o preço era muito alto (Tinic (1988))	Brasil - Fraco suporte: apenas 12,4% do total de respondentes concordaram ser um aspecto importante ou muito importante para ocorrer underpricing. Estados Unidos - Fraco suporte: poucos respondentes concordaram com esse aspecto, apenas 13%.
Criar um grande acionista para servir como vigia da administração (Stoughton e Zechner (1998))	Brasil - Fraco suporte: apenas 5,3% do total de respondentes concordaram com a premissa. Estados Unidos - Fraco suporte: somente 0,64% dos respondentes concordaram com esse aspecto.
Investidores internos estavam dispostos a precificar a ação abaixo do valor, pois a Oferta Pública Inicial cria riqueza pessoal (Loughran e Ritter (2002))	Brasil - Fraco suporte: apenas 3,6% do total de respondentes concordaram com a premissa. Estados Unidos - Fraco suporte: os CFOs não indicaram que esse aspecto pode ser um motivo para ocorrer underpricing.

Continua na próxima página



Tabela A.1 – continuação

Para que os coordenadores-líderes possam fazer a compra e venda imediata das ações no primeiro dia de negociação e assim capturar o aumento no preço da Oferta Pública Inicial	<p>Brasil - Fraco suporte: apenas 7,1% do total de respondentes concordaram com a premissa</p> <p>Estados Unidos - Fraco suporte: cerca de 12% dos respondentes concordaram com esse aspecto.</p>
Precificação abaixo do valor da ação reduz a necessidade de custos adicionais de marketing para a Oferta Pública Inicial (Habib e Ljungqvist (2001))	<p>Brasil - Fraco suporte: apenas 3,6% do total de respondentes concordaram com a premissa.</p> <p>Estados Unidos - Fraco suporte: pouco mais de 6% dos CFOs concordaram com esse aspecto.</p>
<i>Signaling no IPO</i>	
Utilizar uma empresa de auditoria das “4 grandes” do mercado (Titman e Trueman (1986) e Beatty (1989))	<p>Brasil - Forte sinal positivo: 93% dos respondentes concordaram ser um sinal positivo ou muito positivo no IPO.</p> <p>Estados Unidos - Forte sinal positivo: cerca de 74% dos respondentes afirmaram ser esse um sinal positivo.</p>
Utilizar um banco de investimentos de primeira linha (Booth e Smith (1986), Carter e Manaster (1990))	<p>Brasil - Forte sinal positivo: 97,4% dos respondentes concordaram ser um sinal positivo ou muito positivo no IPO.</p> <p>Estados Unidos - Forte sinal positivo: grande parte dos respondentes afirmou ser esse um sinal positivo (88,76%).</p>
Ter sólidos lucros históricos (Teoh et al (1998))	<p>Brasil - Forte sinal positivo: do total de respondentes, 87,6% concordaram ser um sinal positivo ou muito positivo no IPO.</p> <p>Estados Unidos - Forte sinal positivo: esse foi o sinal mais positivo indicado pelos respondentes.</p>
Os investidores internos se comprometem com um longo período de restrição de negociação de ações (Courteau (1995) e Brau, Lambson e McQueen (2005))	<p>Brasil - Forte sinal positivo: 75,2% dos respondentes concordaram ser um sinal positivo ou muito positivo no IPO.</p> <p>Estados Unidos - Forte sinal positivo: os CFOs concordaram ser esse um sinal positivo transmitido pelas empresas.</p>
Um grande salto no preço da ação no primeiro dia (Welch (1989), Allen e Faulhaber (1989) e Chemmanur (1993))	<p>Brasil - Forte sinal positivo: os respondentes identificaram como sinal positivo ou muito positivo no IPO, com 72,6% de concordância.</p> <p>Estados Unidos - Moderado sinal positivo: os CFOs concordaram que esse é um sinal moderado positivo.</p>
Vender uma grande porção da empresa na Oferta Pública Inicial (Leland e Pyle (1977))	<p>Brasil - Moderado sinal positivo: 52,2% dos executivos financeiros identificaram como sinal positivo ou muito positivo no IPO.</p> <p>Estados Unidos - Moderado sinal negativo: os CFOs consideraram que esse é um sinal moderado negativo transmitido pela empresa.</p>
Emitir units (Chemmanur e Fulghieri (1997))	<p>Brasil - Moderado sinal positivo: com média de 3,36, cerca de 46% dos executivos financeiros identificaram como sinal positivo ou muito positivo no IPO.</p> <p>Estados Unidos - Forte sinal negativo: os CFOs indicaram ser esse um sinal muito negativo no IPO.</p>
Ter o respaldo de um capitalista de risco (Megginson e Weiss (1991) e Barry et al (1990))	<p>Brasil - Moderado sinal positivo: os executivos não concordaram fortemente com essa premissa, apenas 42,5% concordaram ser um sinal positivo.</p> <p>Estados Unidos - Moderado sinal positivo: cerca de 40% dos CFOs responderam ser esse um sinal positivo no IPO.</p>
Vender ações de investidores internos na Oferta Pública Inicial (Leland e Pyle (1977))	<p>Brasil - Forte sinal negativo: os respondentes identificaram como sinal negativo ou muito negativo no IPO, com quase 70% de concordância.</p> <p>Estados Unidos - Forte sinal negativo: esse sinal é visto como negativo pelos CFOs do estudo norte-americano.</p>
<i>Aspectos do processo de IPO</i>	
A opção de lote suplementar para estabilização do mercado por parte do coordenador-líder (Aggarwal (2000) e Zhang (2004). Aggarwal (2000))	<p>Brasil - Forte suporte: com média de 4,07, a maioria dos respondentes concordou com essa teoria.</p> <p>Estados Unidos - Moderado suporte: esse aspecto foi indicado como importante por cerca de 44% dos respondentes.</p>
O período de restrição de negociação de ações para alinhar os interesses da administração com os dos futuros acionistas (Brav e Gompers (2003))	Brasil - Forte suporte: 78,7% dos respondentes concordaram com essa teoria.

Continua na próxima página



Tabela A.1 – continuação

	<p>Estados Unidos - Forte suporte: mais de 63% dos CFOs indicaram que esse aspecto é importante no processo do IPO.</p> <p>Brasil - Forte suporte: 63,7% dos respondentes concordaram com essa teoria.</p> <p>Estados Unidos - Forte suporte: esse aspecto foi indicado como o mais importante pelos CFOs.</p> <p>Brasil - Fraco suporte: apenas uma pequena parte dos executivos financeiros concordaram com essa teoria (22,2%).</p> <p>Estados Unidos - Fraco suporte: apenas 8% dos respondentes afirmaram que esse aspecto é importante no processo do IPO.</p> <p>Brasil - Fraco suporte: apenas 19,5% dos executivos financeiros concordaram com essa teoria.</p> <p>Estados Unidos - Fraco suporte: apenas cerca de 36% dos executivos financeiros concordaram ser esse um aspecto importante no processo de IPO.</p>
<p>Uma subscrição por compromisso firme em oposição a uma subscrição por melhores esforços (Mandelker e Raviv (1977), Ritter (1987), Sherman (1992), e Cho (1992))</p> <p>Uma oferta de bônus de subscrição juntamente com cada ação negociada, como opção de subscrição de novas ações no futuro (Barry, Muscarella e Vetsuypens (1991) e Schultz (1993))</p> <p>A ameaça de acusações relativas à “maquiagem” no prospecto (Teoh, Welch e Wong (1998))</p>	
<i>Preocupações com o processo de IPO</i>	
Desejo de manter o controle das decisões	<p>Brasil - Forte suporte: esse foi o aspecto que mostrou maior preocupação entre os respondentes (76,1%).</p> <p>Estados Unidos - Forte suporte: essa foi a maior preocupação indicada pelos executivos financeiros.</p>
Más condições de mercado/setor de atividade	<p>Brasil - Forte suporte: esse foi segundo aspecto que mostrou maior preocupação entre os respondentes.</p> <p>Estados Unidos - Moderado suporte: essa não foi uma preocupação tão forte indicada pelos respondentes, com apenas 48% dos CFOs indicando ser uma preocupação no IPO.</p>
Baixo preço das ações da empresa	<p>Brasil - Forte suporte: 74,3% dos executivos financeiros mostraram preocupação com esse aspecto.</p> <p>Estados Unidos - Fraco suporte: apenas 19% dos respondentes afirmaram ser essa uma preocupação no IPO.</p>
Evitar a diluição da propriedade	<p>Brasil - Forte suporte: esse aspecto mostrou preocupação entre 60,2% dos respondentes.</p> <p>Estados Unidos - Moderado suporte: cerca de 47% dos respondentes apresentaram preocupação com esse aspecto.</p>
Abrir informações internas aos competidores	<p>Brasil - Moderado suporte: 58,4% dos executivos mostraram preocupação com relação a esse aspecto.</p> <p>Estados Unidos - Fraco suporte: os respondentes não perceberam esse aspecto como uma preocupação no IPO.</p>
As exigências de relatórios da CVM (Comissão de Valores Mobiliários)	<p>Brasil - Moderado suporte: os executivos financeiros mostraram-se mais indiferentes em relação a esse aspecto.</p> <p>Estados Unidos - Fraco suporte: apenas 31% dos respondentes indicaram que esse aspecto preocupa a empresa no IPO.</p>
Evitar a diluição do Lucro Por Ação	<p>Brasil - Moderado suporte: houve pouca preocupação por parte dos executivos com relação a esse aspecto.</p> <p>Estados Unidos - Fraco suporte: esse aspecto apresentou concordância de apenas 9% dos respondentes.</p>
Custos/comissões de uma Oferta Pública Inicial	<p>Brasil - Fraco suporte: houve média baixa de preocupação por parte dos executivos com relação a esse aspecto.</p> <p>Estados Unidos - Fraco suporte: os respondentes não indicaram que essa é uma preocupação com o IPO.</p>
Preferência por ser adquirida por outra empresa	<p>Brasil - Fraco suporte: baixa preocupação por parte dos executivos com relação a esse aspecto.</p> <p>Estados Unidos - Fraco suporte: essa não foi uma preocupação apontada pelos respondentes.</p>
Responsabilidade legal dos executivos (por exemplo, Lei Sarbanes-Oxley)	<p>Brasil - Fraco suporte: os executivos não mostraram preocupação relevante com relação a esse aspecto.</p> <p>Estados Unidos - Fraco suporte: os respondentes não mostraram preocupação com esse aspecto.</p>

Continua na próxima página



Tabela A.1 – continuação

Já dispor de capital suficiente	<p>Brasil - Fraco suporte: baixa preocupação por parte dos executivos com relação a esse aspecto.</p> <p>Estados Unidos - Fraco suporte: apenas cerca de 30% dos respondentes afirmaram ser essa uma preocupação com o IPO.</p>
---------------------------------	---