

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Custos de emissão de capital no Brasil

Caroline Becker Lima Hees

Professor Tutor: João Manoel Pinho de Mello

Professor Orientador: Walter Novaes

Novembro de 2006

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Custos de Emissão de Capital no Brasil

Caroline Becker Lima Hees

Nº de matrícula: 0311288

Orientador: Walter Novaes

Novembro de 2006

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor orientador”.

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

Resumo

Este trabalho busca documentar os custos totais de emissão de capitais no Brasil, em paralelo àqueles incorridos no mercado norte americano. Para tanto, os custos totais de emissão são subdivididos em duas partes principais: os custos diretos, relativos as comissões do coordenador, taxas legais, advocatícias e auditorias que a firma contrata para sua abertura de capital; e os custos indiretos, relativos ao retorno inicial de sua ação no mercado secundário. Por fim, são estudados os fatores específicos da oferta e da empresa que podem ter influência sobre os custos incorridos, e é proposto um modelo regressivo de equações simultâneas para análise dos custos totais.

Sumário

1. Introdução	7
2. A base de dados utilizada	9
2.1 Estrutura e organização da base de dados.....	9
2.2 Problemas encontrados e esclarecimentos adicionais	12
3. Características gerais da oferta brasileira em paralelo às ofertas norte-americanas...14	
3.1 Aspectos gerais da emissão de ações no Brasil	14
3.2 Os dois tipos de contrato de oferta de ações no mercado norte-americano ...15	
3.3 Os custos implícitos sob cada tipo de contrato	17
3.4 O formato de contrato “híbrido” praticado no Brasil	19
4. O coordenador líder da oferta	22
4.1 O papel desempenhado pelo coordenador líder da oferta	22
4.2 Os principais coordenadores brasileiros	24
4.3 A estrutura de custos sob cada coordenador	26
5. Os custos diretos da emissão de capitais	29
5.1 Perfil das ofertas brasileiras e estruturas de custos	29
5.2 Custos diretos para empresa de controle público	32
5.3 A comissão de incentivo	35
6. Os custos indiretos da emissão de capitais	37
6.1 Informação assimétrica como causalidade do <i>underpricing</i>	38
6.2 Níveis de governança e os custos indiretos da oferta	39
6.3 A participação estrangeira nas ofertas públicas brasileiras	41
7. Modelos regressivos propostos para os custos totais de emissão de capital	43
7.1. Modelo I: Custos Indiretos x Custos Diretos Totais	43
7.2. Modelo II: Custos Indiretos x Comissão de Coordenação	46
8. Conclusão	53
9. Bibliografia	55

Índice de Tabelas

Tabela 2.A Dados presentes na amostra

Tabela 4.A Evolução das Emissões Primárias de ações no Brasil

Tabela 4.B Perfil de Custos sob cada Coordenador

Tabela 4.C Análise de risco das novas colocações via desvio padrão

Tabela 5.A Perfil médio da empresa que vem a mercado no Brasil

Tabela 5.B Análise de segmentação das ofertas por tamanho

Tabela 5.C Empresas públicas e custos de abertura de capital

Tabela 5.D Casos extremos de custos diretos

Tabela 5.E Características de ofertas com comissões de incentivo

Tabela 6.A Segmentação da amostra por nível de governança

Tabela 6.B Evolução das emissões primárias de ações no Brasil e participação estrangeira

Tabela 6.C Segmentação da participação estrangeira nas ofertas públicas brasileiras

Tabela 7.A Modelo I – Sistema de equações simultâneas

Tabela 7.B Modelo II – Sistema de equações simultâneas

Índice de Gráficos

Gráfico 4.A *Market-Share* dos coordenadores no mercado brasileiro, por total de ofertas

Gráfico 4.B *Market-Share* dos coordenadores no mercado brasileiro, por montante colocado

1. Introdução

Estudos empíricos demonstram que o desenvolvimento do mercado de capitais (sendo este entendido como contínuo aumento da diversidade de ações negociadas, liquidez, e a capitalização total do mercado propriamente dito) pode ser visto como um facilitador do crescimento macroeconômico (Raghuram R., 1998). Na presença de mercados de capitais organizados, afinal, as empresas como um todo obtêm uma alternativa viável de financiamento, primariamente via emissão de ações, sem que seja necessário um endividamento indesejado ou incoerente com o retorno de seus projetos de investimento e expansão.

De fato, o desenvolvimento de mercados de capitais é considerado, além de um fator causal como acima explicitado, também um bom indicador de crescimento projetado para uma economia, dado que, do ponto de vista do investidor em renda variável, a decisão de comprar ou não uma ação será relativa ao seu retorno futuro esperado. Deste modo, entende-se que o preço das ações negociadas em bolsa de valores reflete, em valor presente, as expectativas futuras de crescimento e rentabilidade atribuídos por toda uma gama de investidores às empresas negociadas.

Destacada a importância da constante evolução do mercado de capitais, o principal objetivo do presente trabalho é documentar e analisar os custos de emissão de capital no país nos últimos 10 anos, ou seja, os custos básicos nos quais uma empresa incorre no momento em que decide abrir seu capital, isto é, fazer uma oferta primária de suas ações. O escopo deste trabalho segue uma linha de raciocínio análoga àquela adotada por Ritter (1987) no que tange à subdivisão dos custos gerais envolvidos no processo de emissão de ações em dois custos principais: os custos diretos e os indiretos.

Custos diretos são aqueles relativos aos desembolsos com taxas legais e advocatícias nacionais e internacionais, auditorias independentes, comissões cobradas pelos coordenadores e distribuidores da oferta inicial, entre outras despesas gerais ligadas ao processo de colocação de novas ações no mercado. Os custos indiretos são um tanto mais subjetivos, sendo relativos ao valor adicional da ação que não é capturado pela empresa no processo de precificação inicial de suas ações, isto é, o valor intrínseco que a ação da empresa possui, segundo a avaliação dos participantes do mercado, porém que não é

totalmente mensurado no momento em que o preço da oferta é estipulado. Esse custo indireto é conhecido como *underpricing*, ou seja, o montante financeiro que a empresa deixa de receber por suas ações quando estas são precificadas a um valor mais baixo que aquele que o mercado lhes atribui. Seguindo este raciocínio, pode-se dizer que o preço fixado por ação, em uma emissão primária, não é equivalente, mas menor do que valor que o investidor marginal estaria disposto a pagar pelo papel, dada a quantidade pré-fixada de ações a ser colocada no mercado.

Comparativamente a outros mercados internacionais, o mercado de capitais brasileiro ainda é relativamente pequeno, apesar do enorme número de emissões recentes. Espera-se, desta forma, que o estudo dos custos de emissão de capital no país possa melhor explicar este fato, assim como, à luz das peculiaridades do processo de oferta primária de capitais no Brasil, obter maior detalhamento do cenário atual de desenvolvimento do mercado de capitais no país, bem como de possíveis evoluções e tendências futuras.

2. A Base de Dados Utilizada

Dada a proposição inicial deste trabalho de detalhar os custos de abertura de capital no país e suas potenciais causalidades, foi necessário grande esforço no sentido da formação de um banco de dados consistente e coerente de modo a embasar toda a análise teórica e analítica subsequente. Soma-se a isso, ainda, o rigoroso estudo do prospecto de cada uma das ofertas selecionadas na amostra, bem como a cuidadosa observação da dinâmica do mercado de abertura de capitais em si e de seus participantes, como será abaixo demonstrado.

2.1 Estrutura e Organização da Base de Dados

De maneira análoga à teoria criada por Ritter (1987), no escopo deste trabalho foi feita a opção por dividir os custos totais de emissão de capitais em dois componentes principais: os custos diretos e os custos indiretos. Considerou-se, para tanto, que os custos diretos são aqueles relativos aos desembolsos com taxas legais e advocatícias nacionais e internacionais, auditorias independentes, comissões cobradas pelos coordenadores e distribuidores da oferta inicial, entre outras despesas gerais ligadas ao processo de colocação de novas ações no mercado. Já os custos indiretos são aqui definidos como o valor intrínseco que a ação da empresa possui, segundo a avaliação dos participantes do mercado, porém que não é totalmente mensurado no momento em que o preço da oferta é estipulado, ou seja, o custo indireto para a empresa é percebido quando o preço fixado por ação, em uma emissão primária, é distinto do que valor que o investidor marginal estaria disposto a pagar pelo papel. Esse custo indireto é conhecido como *underpricing*.

Todos os dados relativos aos custos diretos de emissão de capitais foram obtidos através dos prospectos de final de oferta, que contém informações de caráter público e oficial sobre toda e qualquer oferta realizada nacional ou internacionalmente por empresas brasileiras. Tais prospectos estão disponíveis na página virtual do órgão regulador de mercado, a CVM, e foram usados também como fonte primária dos dados contábeis das empresas a qual se referiam. Tais dados contábeis, isto é, dados de lucro líquido, patrimônio líquido e receita líquida foram padronizados para o ano diretamente anterior ao

da colocação, de modo que se refletisse a real informação disponível para análise dos participantes do mercado à época. A receita líquida foi utilizada em detrimento da receita bruta de modo a extinguir eventuais diferenças tributárias na comparação da receita de empresas de diferentes setores.

Por motivos de organização, a base de dados foi subdividida em duas partes principais: uma contendo características em geral relativas a oferta em si; e outra parte contendo informações relevantes e características posteriores ou simultâneas ao início da negociação das novas ações. Abaixo encontra-se uma listagem dos dados contidos na amostra total.

Tabela 2.A Dados presentes na amostra.

Banco de Dados	
Características da oferta	Características da empresa e ação
Empresa	Ano de exercício
Tipo de Mercado / Governança	Patrimônio Líquido (R\$)
Participação Estrangeira (%)	Receita (R\$)
Participação Varejo (%)	Lucro (R\$)
Ticker	Preço Final da oferta
Data Inicial de negociação	Preço fechamento 1o. Dia
Parcela de Emissão Primária (%)	Varição % no 1o. Dia
Preço Final da oferta	Variacao em LN
Número de Ações Inicial	Desvio Padrão Retornos - 30 dias iniciais
Oferta-base total R\$	Liquidez - 30 dias iniciais
Número Ações do Lote Estabilização	Comportamento Ibovespa no dia
Lote Estabilização (R\$)	Comportamento Ibovespa no mês
Oferta Total final (R\$)	Comportamento Ibovespa 15 dias
Oferta Total final (R\$ mn.)	Comportamento Ibovespa 7 dias
Comissão de Coordenação (%)	
Comissão Incentivo (%)	
Custos Diretos Totais (%)	
Comissões (R\$ milhões)	
Coordenador Líder	

Com relação aos dados de negociação das ações, estes foram obtidos junto à consultoria Econômica e ao Bloomberg, dado que ambos possuem bases de dados extensas e confiáveis, e são amplamente utilizados pelo mercado como um todo. Tais dados estão ajustados por dividendos, atos corporativos e outros proventos. Esse ajuste é automático, sendo realizado pela própria BOVESPA, inclusive no principal índice do

mercado, o índice Bovespa. Isso implica que por vezes o preço final de oferta da ação de algumas empresas não é o mesmo apresentado no início da série histórica de preços desta empresa. Portanto, para que fosse mantida a possibilidade de comparabilidade histórica e análise da evolução real do preço de mercado das ações, apesar de ser registrado na base de dados o preço final nominal da oferta, na análise dos dados de negociação foi utilizada a série de preços da ação ajustada pela BOVESPA, desde o preço inicial da oferta inclusive, o que não resulta em prejuízo de qualquer tipo para o desenvolvimento deste trabalho.

Além disso, o desvio padrão dos retornos foi calculado através de logaritmo neperiano dos retornos, para maior consistência estatística. Informações adicionais àquelas existentes nos prospectos e consultores, como por exemplo a participação estrangeira nas distribuições públicas, foram obtidas junto a BOVESPA.

Segundo registros oficiais do site da CVM, que é considerada a fonte primária e oficial de todos os dados utilizados neste trabalho, nenhuma oferta pública primária de ações foi realizada no período de 1996-1998. Uma ressalva deve aqui ser feita. Esse trabalho é focado na oferta de ações de empresas que, anteriormente, possuíam seu capital fechado, ou que possuíam ações em bolsa porém sem negociação, restritas a titularidade de alguns sócios, logo em termos similares aos de uma empresa fechada. Por conseguinte, não foram consideradas na amostra as ofertas secundárias - venda de ações no mercado por parte de acionistas atuais, sem variação do capital total da empresa – ou mesmo primárias – emissão e venda de novas ações, aumentando o capital total da firma – para empresas que já fossem abertas em regime de negociação de ações. Isso ocorre pois, para empresas que já são abertas, boa parte das teorias sobre custos de emissão de capitais é distinta, uma vez que muitas das incertezas decorrentes de desconhecimento prévio das atividades e gestão operacional da empresa são eliminadas.

Por fim, informações oficiais da CVM demonstram que, no ano de 1999 há somente uma oferta registrada, e no período de 2000-2003 outras seis, duas das quais feitas em mercado de balcão não organizado – SOMA. Dado que as características de uma oferta no SOMA são bastante distintas daquelas encontradas na BOVESPA, o que inviabilizaria qualquer tipo de análise comparativa, essas duas ofertas serão desconsideradas na amostra. A amostra final, portanto, compreende 38 empresas, no período de setembro de 1999 a setembro de 2006.

2.2 Problemas encontrados e outros esclarecimentos

Uma vez que este trabalho tinha intenção de reunir um banco de dados de todas as aberturas de capital dos últimos dez anos, isto é, no período de 1996 a setembro de 2006, de modo a detalhar os custos de emissão de capital no país, os quais por sua vez somente são demonstrados nos prospectos finais de oferta pública, o fato de que as ofertas mais antigas não possuíam prospectos disponíveis junto a CVM ou a BOVESPA foi considerado um grande obstáculo à formação de um banco de dados coerente. Tal problema se deu especificamente com relação às informações disponíveis sobre as ofertas anteriores a 2002, para as quais os prospectos não estavam disponíveis e as informações divulgadas eram mais limitadas. Contudo, isso não impossibilitou a reunião do mínimo de dados necessários e essenciais para que se completasse a amostra.

Outro problema encontrado na base de dados diz respeito aos dados de negociação das ações, uma vez que algumas das empresas da amostra fizeram a abertura de capital recentemente e portanto não possuem histórico de negociação de mais de um mês. Para tanto, a análise dos desvios padrões como medida de volatilidade e risco dos papéis será focada no intervalo de um mês, para permitir real comparação entre os dados. Além disso, para métrica do desvio padrão foi utilizado como critério mínimo que a ação fosse negociada em base diária, de modo a manter um mínimo nível de possibilidade comparativa. Para dois papéis de ofertas mais antigas, DCT Direct e Mehir Holdings, por exemplo, não foi possível encontrar dados de negociação iniciais junto ao Bloomberg, Economática, ou a própria CVM. Aparentemente, tais papéis não possuem liquidez alguma e são concentrados nas mãos de poucos acionistas, sendo negociados cerca de uma vez a cada dois meses. A questão da liquidez reduzida também afeta o cálculo do desvio padrão da ação Brasil Agro ON, que a ação que possui a menor liquidez dentre a amostra estudada. Devido a isso, seu desvio padrão era levado a ser o maior da amostra (13.43%). Dadas essas características, a ausência de dados de negociação para tais papéis não diminui a validade deste estudo como um todo, inclusive pois todos os seus outros dados estão incluídos, mas para a análise de desvio padrão especificamente eles foram desconsiderados.

Para os dados de participação estrangeira nas ofertas públicas brasileiras, a fonte utilizada é a BOVESPA, contudo, tais dados não existem anteriormente a 2002. Dado que

apenas 5 ofertas da amostra foram realizadas até 2002, supõe-se que isso não acarreta prejuízo para esta análise.

Um fator bastante problemático para este estudo como um todo foi o período escolhido para análise. Conforme será demonstrado no escopo deste trabalho, as emissões primárias de capital no Brasil parecem se ater aos períodos de estabilidade econômica. Entre 1996 e 1998, nenhuma oferta foi registrada junto a CVM. No final ano de 1999, posteriormente a duas crises econômicas de escala mundial (Crise Asiática em 1997 e Crise Russa em 1998/1999) há apenas uma oferta registrada. Em 2000, há duas ofertas, e em 2001 e 2002, apenas uma. Nota-se que a volatilidade do mercado decorrentes das incertezas políticas em 2002 inibiu qualquer oferta de emissão de capital por dois anos (entre fevereiro de 2002 e maio de 2004), pois, de outra forma, é razoável supor que o retorno inicial que seria exigido dos papéis seria enorme. O problema decorrente da análise nesse período, é, portanto, que se nota uma clara discrepância dentro da amostra entre as ofertas mais antigas (especificamente, três ofertas mais antigas) de valores substancialmente mais baixo que as demais (duas de dois milhões de reais e uma de trinta e três milhões de reais) e custos diretos idem (0.60%, na média). Em algumas das análises feitas, foi notado que tais ofertas claramente causavam viés ao resultado encontrado, o que induziu-me, quando preciso, a desconsiderar tais ofertas para obter resultados comparáveis. Feita essa observação, será tentado, ao longo deste trabalho, manter o máximo de coerência e consistência na análise dos dados e resultados obtidos, na tentativa de normalizar a amostragem estratificada para possíveis discrepâncias existentes em casos específicos, sempre deixando claro possíveis ajustes que tenham sido feitos aos cálculos.

A última e maior ressalva a ser feita no que tange a amostra pesquisada é seu pequeno número de constituintes. Isso, sem dúvida, prejudica a significância estatística dos resultados encontrados. É importante ressaltar, contudo, que este problema se deve exclusivamente a indisponibilidade de um número maior de emissões, o que é coerente com o estágio insipiente de desenvolvimento do mercado de emissões primárias de capital no caso brasileiro.

3. Características gerais das ofertas brasileiras em paralelo às ofertas americanas

3.1. Aspectos gerais da emissão de ações no Brasil

Toda e qualquer distribuição pública de ações no Brasil tem que ser realizada por meio de uma instituição financeira, seja esta uma corretora de valores, distribuidora ou banco de investimentos, a qual atuará como Coordenador-líder da oferta perante o órgão regulador do mercado do mercado, a CVM. As peculiaridades da escolha do coordenador líder e suas implicações serão discutidas um pouco mais adiante. Por ora, é interessante destacar que o coordenador líder é o orientador primário da empresa, o qual elaborará um plano de distribuição de ações, bem como as estratégias relativas a todo o *marketing* da oferta e sua divulgação para o mercado.

O processo brasileiro de abertura de capital da empresa se inicia quando esta protocola um pedido de registro de companhia aberta junto a CVM. Isso obviamente implica na entrega de diversos documentos contábeis e administrativos que serão analisados pelo órgão regulador, de modo a cumprir certas exigências e adequações legais. Nesta questão, desde o primeiro momento a firma estará sendo auxiliada não só pelo coordenador líder escolhido como ainda por firmas de advocacia experientes na questão. Simultaneamente, será emitido um prospecto preliminar de distribuição pública, contendo informações detalhadas sobre as características da empresa e de seu ramo de negócios, seu perfil administrativo, seus fatores de risco, e sobre a estrutura pretendida da oferta, isto é, o tipo de ação que será distribuída (preferenciais ou ordinárias), a forma de distribuição (mercado local, internacional ou ambos), o percentual do capital total da empresa que passará as mãos do mercado, entre outros.

O prospecto de emissão de ações pode ser publicado diversas vezes, sendo modificado de acordo com as exigências feitas pela CVM ou mesmo por adequações sugeridas pelo coordenador a medida que este percebe a postura do mercado em relação a estrutura inicialmente pretendida da oferta. Desta forma, após um período inicial de divulgação da oferta junto ao mercado, é emitido um segundo prospecto, ainda preliminar, porém com a informação adicional do número de ações que se pretende colocar no mercado e do intervalo de preços estipulado para esta. Será sobre as informações contidas nesse

prospecto mais informativo que os participantes do mercado se basearão para tomar suas decisões de investimento.

Em geral, apesar do prospecto preliminar incluir um número base de ações a serem colocadas no mercado, é ainda explicitado um lote adicional de ações, o chamado “lote de estabilização” (ou “*greenshoe*”), que varia entre 10-15% do número de ações base, a ser exercido a critério único do coordenador líder, de modo a equilibrar eventuais excessos de demanda, no espaço de um mês após a colocação do número de ações base. Na amostra utilizada neste trabalho, excluindo-se as 5 emissões mais antigas (entre 1996-2003) para as quais não havia mais prospectos disponíveis, apenas uma das ofertas públicas de ações não contava com a presença de um lote adicional de estabilização passível de ser vendido. Além disso, em todos os casos em que havia um lote adicional de ações disponíveis, este foi colocado no mercado, segundo os prospectos.

Após ser estipulado um intervalo de preços mínimo e máximo para a oferta inicia-se o real *marketing* da oferta, que inclui reuniões privadas entre a alta administração da empresa vendedora e investidores institucionais de grande porte no Brasil e no exterior, além de eventos de coletivos de apresentação da empresa e esforços do coordenador e seus analistas selecionados no sentido de levar aos investidores do mercado a conhecer a empresa e analisa-la através de estudos e projeções. Este é considerado um período de “pré-oferta”.

Segue-se à divulgação acima citada o início de período de coletas de intenções de investimento (“*bookbuilding*”). Tais intenções podem de fato ser encaradas como ordens de compra dadas por investidores ao coordenador, podendo estas ser limitadas a algum nível de preços dentro do intervalo pré-determinado, ou a preços livres (a chamada “ordem a mercado”), isto é, ao preço final da oferta que será definido pelo coordenador após conhecimento da demanda. É importante frisar que muito raramente será o preço final da colocação fixado fora o intervalo inicial (isso inclusive ocorre uma única vez na amostra estudada), sendo contudo possível que isso ocorra. Claramente se percebe que a colocação de ordens com preços livres é um forte indicador da confiança do investidor na empresa e de sua intenção real de se tornar um acionista desta.

Ao final do último dia pré-determinado de coleta de intenções de investimento (que dura em geral 3 semanas) o coordenador e a empresa se reúnem e decidem o preço final da

oferta, dada a curva de demanda sinalizada pelo mercado. Será então publicado um anúncio de início de oferta em um jornal de grande circulação, juntamente a um prospecto definitivo, mas de fato a colocação física de ações se dará no dia seguinte da estipulação final do preço para os investidores que haviam colocado ordens de compra anteriormente.

No desenvolvimento deste trabalho tomaremos o mercado norte-americano como uma *proxy* de um mercado de capitais desenvolvido e não friccional, simplesmente por suas características de enorme porte e variedade de participantes. Nos próximos tópicos desta seção analisarei os dois tipos de contrato existentes, no caso norte-americano, entre a empresa determinada a abrir seu capital e o coordenador da oferta. Nota-se que o processo de abertura de capital em ambos os casos não é muito distinto daquele descrito no caso brasileiro, contudo, o risco assumido por cada parte é bastante variável. A análise que se segue é realizada à luz dos estudos de Ritter (1987).

3.2. Os dois tipos de contrato de oferta de ações no mercado norte-americano

No mercado norte americano há dois tipos principais de contrato existentes entre a firma que deseja abrir seu capital e o coordenador líder da oferta, sendo eles: o contrato de compromisso firme (“Firm Commitment Offers”) e o contrato de melhores esforços (“Best Efforts Contracts”). Apesar do procedimento geral de abertura de capital ser idêntico nos dois casos, percebemos que há uma distinção essencial no que diz respeito ao risco assumido por cada participante em relação à real colocação da oferta, o que, por sua vez, é um fator determinante do tipo de empresa que adota cada modelo contratual.

O contrato de compromisso firme pressupõe que o coordenador se compromete formalmente a colocar um certo número de ações, que aqui denominaremos de número de ações base, no mercado, independentemente do tamanho da demanda pelos papéis. O número de ações base, nesse caso, pode ainda ser acrescido de um lote de estabilização, em geral correspondente a 15% do número de ações ofertadas, a ser exercido a critério do coordenador, caso haja algum desequilíbrio eventual de demanda. O coordenador então segue o procedimento padrão e atua na divulgação da oferta e coleta de intenções de investimento, até que se fixe o preço final da distribuição. Uma vez firmado tal preço, não é permitido ao coordenador que pratique um preço mais alto, independentemente de

quaisquer excessos de demanda. É contudo, possível, que algumas ações sejam vendidas por um preço mais barato, caso isto seja necessário para a colocação da totalidade do lote previamente acordado. A empresa emissora, portanto, não possui visibilidade exata do montante que estará de fato recebendo até o final da oferta, contudo, ela tem a certeza da conclusão do processo.

O contrato de melhores esforços, distintamente do contrato de compromisso firme, não pressupõe um número exato de ações a serem vendidas, e sim um intervalo entre um número mínimo e máximo de ações que a empresa emissora deseja colocar no mercado. Analogamente à sua denominação, o contrato de melhores esforços pressupõe que o coordenador da oferta fará “o melhor possível” para a colocação das ações, isto é, não há um compromisso formal de distribuição assumido por parte do coordenador da oferta. De fato, nesse caso, os investidores interessados em adquirir determinado número de ações deverão depositar certa quantia de dinheiro em uma conta de custódia, e, caso em até 90 dias da data inicial da oferta ainda não haja demanda suficiente para colocação do lote mínimo de ações acordado, a distribuição será cancelada e o dinheiro dos investidores devolvido. A firma então não receberá nenhuma espécie de capital, apesar de ter de arcar com os custos iniciais do processo, isto é, taxas legais e administrativas, comissões de divulgação, etc.

Nota-se que há uma diferença crucial no que diz respeito a adoção de risco em ambos os contratos. No contrato de compromisso firme, apesar de o coordenador possuir razoável conhecimento da demanda ao formalizar sua posição de garantidor da oferta, este ainda assim assume o risco de fatores imprevisíveis afetarem a demanda pelo papel, de modo a obriga-lo a assumir o ônus financeiro da compra das ações. Já no contrato de melhores esforços o risco permanece no âmbito da empresa emissora, que de fato pode não conseguir concluir o processo de abertura de capital, e, por conseguinte, não receber o dinheiro pretendido.

3.3. Os custos implícitos sob cada tipo de contrato

Ritter (1987) acha evidências empíricas de que o contrato de melhores esforços implica em custos totais de emissão da ordem de 32%, enquanto o contrato de

compromisso firme implica em custos totais de cerca de 22%. Sem dúvida há um ponto contra-intuitivo nessa questão: seria razoável supor que, dado que o risco assumido pelo banco é maior sob o contrato de compromisso firme, este exigiria uma taxa maior, em pontos percentuais, do montante levantado no mercado, do que sob o regime de melhores esforços. Da fato, percebe-se que esse contra-senso é gerado por duas decorrências claras sobre o perfil da empresa que adota cada formato de contrato.

Primeiramente, nota-se que firmas de perfil menor, mais especulativo e volátil tendem a levantar menores quantias financeiras no mercado, utilizando-se do regime de melhores esforços (e por conseguinte incorrendo em maiores custos), enquanto firmas maiores, mais estabelecidas em seu ramo de negócios, emitem volume maior de capital no mercado e se utilizam do contrato de compromisso firme, que lhes é menos custoso. Há sem dúvida aqui um componente de escala essencial: quanto maior o tamanho da oferta, mais os custos fixos, isto é, despesas de divulgação e marketing, taxas legais e advocatícias, desembolsos com viagens entre outros, podem ser diluídos sobre o total do montante levantado. Contudo, esse é um aspecto sobre o qual a firma tem pouco ou quase nenhum controle, isto é, ao abrir seu capital esta não tem como mudar seu perfil de negócios drasticamente ou inflacionar artificialmente o montante financeiro que deseja levantar (que em teoria é relativo à ordem de grandeza do capital total integralizado que a empresa já possui) de modo a tentar inserir-se em um ou outro tipo de contrato. Além disso, uma vez que cada formato de contrato tem implicações claras sobre o nível de risco assumido pelo coordenador da oferta, é razoável supor que este tenha influência determinante sobre o tipo de distribuição firmado. Em outras palavras, o coordenador da oferta possui significativo conhecimento *ex-ante* sobre as características específicas da firma e sobre as condições de mercado, de modo que só assumirá o papel de garantidor da oferta caso tenha motivos críveis para supor que isso não lhe trará ônus imprevistos.

Apesar dos argumentos acima citados, facilmente se verifica que, ainda que mantenhamos o tamanho total da oferta constante, o custo total de emissão de capital sobre regime de melhores esforços continuará consistentemente maior. Isso se deve, nesse caso, não às taxas cobradas pelos coordenadores sobre um ou outro tipo de contrato, as quais são bastante similares inclusive, e sim ao *underpricing* praticado sob cada forma contratual. A teoria econômica clássica supõe que, na média, o investidor é avesso ao risco, estando

contudo disposto a aceitá-lo caso isso implique em retornos futuros esperados maiores. O ponto crucial aqui é que, ao se deparar com a possibilidade de investir em duas firmas em processo de abertura de capital, uma de porte maior e mais estável, enquanto outra menor e mais especulativa, o investidor racional tão somente investirá na empresa cujo negócio tem perfil mais volátil caso seus retornos futuros esperados sejam nesse caso maiores. Isso necessariamente implica que o *underpricing* exigido da firma de perfil mais arriscado será maior.

3.4. O formato de contrato “híbrido” praticado no Brasil

Conforme visto anteriormente, a distinção essencial entre os tipos de contrato adotados na abertura de capital de empresas no mercado norte americano se dá no âmbito da distribuição do risco entre a empresa que decide abrir seu capital e o coordenador da oferta. No caso brasileiro, o que se nota é que há sim um contrato formal de colocação da oferta no mercado, o chamado “Contrato de Garantia Firme de Liquidação”. Segundo informações existentes nos prospectos finais de distribuição pública de ações, tal contrato é assinado no dia fixação do preço final da oferta, de modo que o coordenador garante que, ao preço fixado, colocará pelo menos o número base de ações no mercado. No âmbito da amostra estudada neste trabalho, não foi encontrada nenhuma oferta sob o regime de melhores esforços, contudo isso pode ser melhor entendido à luz das peculiaridades da oferta no caso brasileiro.

No Brasil, a partir do momento em que o registro de companhia aberto é concedido pela CVM, a empresa tem um certo período, em geral seis meses, para concluir a oferta. Contudo, esse prazo de seis meses de fato só é válido após o anúncio formal de início de oferta. Conforme mencionado previamente, tal anúncio formal só é realizado a partir da fixação do preço final da emissão e da coleta das intenções de investimento, que em geral já ocorreu nas três semanas anteriores. A coleta das intenções de investimento, na prática, corresponde a coleta de ordens reais de compra (ou reserva de ações, por assim dizer) por parte dos investidores, em caráter oficial e registradas pelo coordenador líder. Não há, contudo, movimentação financeira alguma nesta fase, isto é, não ocorre qualquer forma de depósito em contas de custódia ou utilização de elementos garantidores entre a ordem de

compra colocada por investidores para com o coordenador. Deste modo, o entendimento da CVM pressupõe que a oferta de fato se inicia no dia diretamente seguinte ao da fixação de preço das ações, quando, do ponto de vista do coordenador e da empresa, será nesse dia que a oferta será invariavelmente concluída. Em outras palavras: ao coletar as intenções de investimento previamente o coordenador de fato já tem conhecimento pleno da demanda pelos papéis ao dia final da fixação de preços. Logo, quando este incorre numa “garantia firme de liquidação” o risco implícito assumido é mínimo, relativo tão somente a probabilidade de um dos investidores não honrar a ordem de compra dada (sem qualquer garantia financeira) no dia da liquidação do negócio. Mesmo nesse caso, o coordenador ainda terá a possibilidade de alocar as ações reservadas ao investidor inadimplente à outra instituição, de modo que não seja efetuado nenhum desembolso próprio.

O ponto fundamental implícito nessa questão é que entre o registro da companhia na CVM e o anúncio formal de oferta realizado há um período de tempo legalmente indeterminado no qual forma-se a curva de demanda. Se neste período de tempo, por condições adversas de mercado ou motivos afins, a oferta não for bem recebida, essa pode ser postergada, sem ser definitivamente cancelada, até que o mercado se mostre mais receptivo, sem qualquer ônus ao coordenador da oferta. Do ponto de vista da empresa, contudo, a visibilidade sobre o montante total a ser levantado ou sobre a real efetivação da oferta é relativamente baixa, até o dia da fixação formal de preços. Desse modo, podemos afirmar que o contrato brasileiro de colocação de ações assume um formato de contrato de melhores esforços durante todo o período de divulgação e esforço de vendas da oferta, enquanto a garantia firme de colocação só é assumida de fato quando a demanda já é claramente reconhecida e o risco adotado pelo coordenador, mínimo.

Apesar de haver, portanto, uma clara distinção entre contratos de colocação de ações no caso brasileiro e no caso americano, é razoável supor que a lógica geral desse mercado seja pouco distinta. Em outras palavras, podemos concluir que os coordenadores tem amplo conhecimento anterior à oferta, sobre a empresa cuja abertura de capital vão liderar. Logo, no caso norte americano, de acordo com o perfil da empresa, o coordenador e esta decidem-se, de acordo com o nível de risco que cada um estiver disposto a aceitar, pelo contrato de melhores esforços ou de garantia firme. Como em geral o risco que o coordenador está disposto a aceitar é mínimo, para qualquer firma de perfil mais especulativo, ou cujas

expectativas de lucratividade futura seja mais incerta, o coordenador exigirá um contrato de melhores esforços. Da ótica do investidores participantes do mercado, a lógica é semelhante. O investidor provavelmente não possui as informações sobre a empresa na mesma profundidade que o coordenador, contudo, ele sem dúvida possui amplo acesso a uma vasta quantidade de dados e demonstrativos que obrigatoriamente são divulgados. Logo, a medida que o potencial investidor percebe que há maior risco implícito no fluxo de caixa futuro de determinada companhia, ele exigirá desta um maior retorno inicial, que se traduz num maior custo indireto de emissão de capital, em contrapartida de seu investimento.

Os resultados encontrados por Ritter (1987), portanto, a respeito dos distintos custos sob cada contrato são repercussões da lógica inversamente proporcional entre risco-retorno, e facilmente podem ser estendidos ao caso brasileiro, mesmo que na ausência de dois contratos distintos. Conforme mencionamos, a colocação de novas ações no caso brasileiro segue a um padrão híbrido que acaba minimizando o risco do coordenador e descartando a necessidade de adoção de contratos distintos a cada oferta realizada. O mesmo ocorre quanto ao investidor: mesmo na existência de somente um tipo de contrato, o investidor penalizará mais, em termos de custos indiretos, a empresa cujo perfil for mais arriscado. De modo a testar essas hipóteses, analisaremos, no decorrer deste trabalho, os custos incorridos pelas empresas à luz do tamanho da oferta e da sua receita.

Por fim, é essencial adicionar que, por se tratar de uma abertura de capitais em um mercado emergente, e pela extensa participação de investidores estrangeiros nas ofertas públicas no país, a variabilidade destes custos será maior, especialmente no que diz respeito aos custos indiretos, a medida em que a volatilidade do mercado for maior, em determinados períodos. Nas seções subseqüentes abordaremos a questão dos custos de abertura de capital de maneira empírica, detalhando analiticamente os custos diretos e indiretos das empresas brasileiras, bem como o papel do coordenador líder, dos investidores estrangeiros, do momento de mercado e do perfil da empresa no valor final destes.

4. O coordenador-líder da oferta

A visibilidade dos custos diretos para a firma é quase completa logo no início da oferta. Isso pois os custos diretos compreendem a comissão de coordenação (e, em alguns casos, também uma comissão de incentivo, a qual discutiremos mais adiante), que é acertada com o coordenador no momento de sua contratação, e outras taxas menores, relativas a advogados, auditorias, comissões de liquidação, despesas de divulgação, etc, que, de acordo com a amostra reunida, corresponde a cerca de 0,9% do total da oferta, enquanto os custos diretos totais são, em média, de 4,9%. Para a firma, portanto, quanto menor for a comissão de coordenação, *ceteris paribus*, menores serão os custos diretos totais incorridos.

Não parece razoável afirmar, porém, que a escolha do coordenador pela empresa baseie-se exclusivamente em comissões cobradas. É facilmente notado que, para empresas de perfil semelhante, pertencentes ao mesmo setor, ou ofertas de tamanhos similares, as taxas cobradas pelos coordenadores diferem substancialmente. Por conseguinte, podemos supor que existam outras características, inerentes à figura do coordenador, que justifiquem os distintos custos diretos nos quais a firma decide incorrer, a medida que correspondam a algum outro tipo de benefício esperado para a firma em sua abertura de capital.

4.1. O papel desempenhado pelo coordenador líder da oferta

O principal objetivo do banco de investimentos na oferta será, após ter sido reconhecido como coordenador líder (em detrimento de sua concorrência) realizar a melhor oferta possível (sob a ótica de seu cliente) ou seja, levantar o maior montante financeiro possível dado o intervalo de preços e o número de ações base. Isso implica claramente em fixar o nível de preços mais alto possível. Há dois motivos principais que justificam esse objetivo. Primeiramente, sua comissão. Se em termos percentuais a comissão é fixa, isso indica que, quanto maior o preço por ação fixado pelo banco, maior será o montante total levantado no mercado. Logo, o banco receberá, em valores absolutos, uma maior quantia absoluta a título de comissão. Em segundo lugar, porém não menos importante, está a questão da reputação. O coordenador possui uma clara intenção em firmar uma reputação,

tanto entre as empresas, de ser um bom coordenador, capaz de organizar ofertas que resultam na captação de elevadas quantias de capital, quanto entre os investidores, por endossar empresas de maior valor.

Estudos empíricos demonstram que de fato a reputação do banco é benéfica para a empresa em processo de abertura de capitais. A partir de estudos no mercado norte-americano de emissão de capital, Carter and Manaster (1990) concluíram que bancos de investimento de alta reputação são responsáveis pela maior parte das aberturas de capital de menor risco (sendo “risco” compreendido como visibilidade quanto a potencial geração de caixa futura da empresa), enquanto bancos de menor reputação coordenam aberturas de maior risco. Michaely e Shaw (1994) testam essa hipótese mais profundamente, atribuindo como *proxy* da reputação de um banco o seu patrimônio líquido total. A questão central aqui é que a reputação do banco está ligada a todas as atividades financeiras deste, não somente a coordenação de aberturas de capital. Resultados interessantes são obtidos a partir deste estudo. Em uma amostra de ofertas onde constavam 179 distintos coordenadores, 23 são classificados como sendo de alta reputação. Tais bancos haviam sido responsáveis por 50,05% do total de ofertas analisadas. Além disso, as ofertas nas quais bancos de alta reputação estivessem envolvidos incorriam em retornos iniciais significativamente menores: 4.5%, contra 10,9% relativamente a ofertas de bancos com menos prestígio. Aparentemente, isso ocorre pois, uma vez que bancos de reputação têm mais a perder, há maior esforço de sua parte no sentido de coordenar a abertura de capital de empresas mais estáveis e valiosas, que se mostram mais rentáveis no longo prazo. Os investidores conseguem reconhecer esse fato e isso permite que a figura do coordenador tenha a possibilidade de sensível redução da percepção de risco que os investidores têm da companhia. Dessa forma, além de manter ou até mesmo aumentar seu prestígio no mercado, o banco se torna um coordenador mais atraente, do ponto de vista financeiro, para futuras empresas que desejem abrir seu capital.

Um outro resultado interessante da análise de Michaely e Shaw (1994) foi a constatação de que, quanto maior a oferta, mantendo-se constante a reputação do banco, maior era o *underpricing* praticado. Consequentemente, a conclusão a que pode-se chegar é que, independentemente do coordenador, a medida que o tamanho da oferta se eleva, é

exigido um maior esforço de distribuição entre os investidores, o que acaba por levar a um aumento dos custos indiretos para a empresa.

4.2. Os principais coordenadores brasileiros

A partir da análise dos dados reunidos, percebemos que poucos bancos parecem revezar-se a frente das operações de abertura de capital no Brasil. Durante todo o período analisado, de 1996 a setembro de 2006, há somente dez coordenadores líderes distintos na amostra, sendo que, entre estes, três aparecem uma única vez. Logo, percebemos um certo oligopólio entre sete grandes bancos, que realizam quase a totalidade (no período, 92%) das emissões de capital no Brasil.

De acordo com as regras estabelecidas pela CVM, qualquer corretora, distribuidora, ou banco de investimentos pode assumir o papel de coordenador líder de uma oferta. Contudo, somente uma vez na amostra uma distribuidora desempenhou de fato este papel. Isso demonstra que parece haver uma preferência das empresas no sentido de realizar sua oferta com coordenadores de maior prestígio e especialização, os bancos de investimento como um todo. Em segundo lugar, nota-se que apenas 36,84% das ofertas analisadas foram realizadas por bancos de investimento locais, conforme explicitado abaixo, na análise de market-share dos coordenadores no mercado brasileiro.

Gráfico 4.A Market Share dos Coordenadores do mercado brasileiro, por total de ofertas

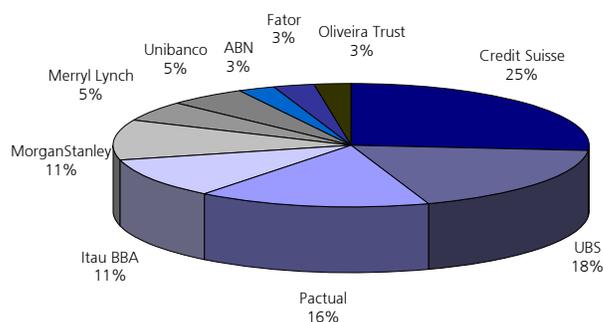
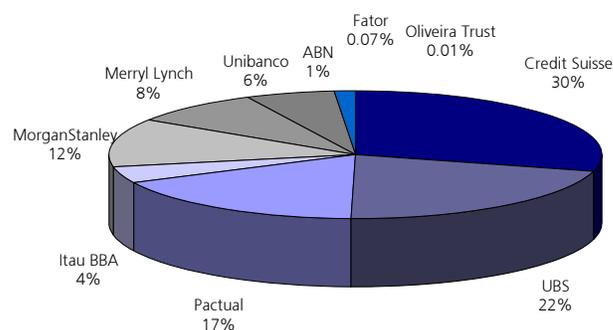


Gráfico 4.B *Market-Share* dos coordenadores do mercado brasileiro, por montante colocado



O gráfico superior demonstra o market-share de cada coordenador nas ofertas públicas de ações brasileiras, considerando toda a amostra. Claramente se nota que não são muitos os participantes deste mercado na figura de coordenador, mas o que de fato chama a atenção é que, se calcularmos o market share de cada banco com base no montante colocado por este no mercado, há um aumento da participação por parte dos bancos internacionais, em detrimento dos locais, que somam, conjuntamente, somente 27,8% de market share. À primeira vista, isso pode ser atribuído a um motivo principal, que é a questão da reputação anteriormente discutida: uma vez que, conforme demonstra a tabela 4.A, o volume de operações de colocação de novas ações no mercado nacional tem se mostrado crescente nos últimos dois anos, em paralelo ao mercado norte americano, onde este *boom* aparentemente surgiu na década de 80, é razoável supor que muitos bancos internacionais já possuíam a *expertise* profissional nesse segmento, dada suas experiências internacionais. Logo, além de já estar presentes no Brasil ao momento que as operações de abertura de capital começam a tomar volume, tais bancos já possuíam considerável reputação nesse segmento.

Um outro fator que sem dúvida pesa a favor da escolha de grandes bancos internacionais como coordenadores é sua rede de distribuição, que amplia a base de potencial investidores da empresa. Isso pode atuar no sentido de diminuir o *undepricing* em que firma incorre a medida em que adicione a base de demanda novos investidores cuja disposição marginal a pagar pelo investimento seja mais alta.

Tabela 4.A Evolução das Emissões Primárias de ações no Brasil

Ano	Total Colocado (R\$ mn)
1996-1998	0.00
1999	389.90
2000	35.90
2001	2.10
2002	351.10
2003	0.00
2004	4,648.50
2005	7,525.20
2006 (até setembro)	9,184.40
Total (2004-2006)	21,358.10

4.3. A estrutura de custos sob cada coordenador

Abaixo encontra-se uma tabela explicativa do perfil de custos sob cada coordenador (desvios-padrões entre parênteses). Os líderes do mercado (Credit Suisse, UBS e Pactual), cobram, em termos percentuais, valores semelhantes, na casa dos 5,5% sobre o total da oferta, provavelmente devido ao aspecto competitivo existente entre os três. Para o banco Credit Suisse, em específico, podemos afirmar que as comissões diretas cobradas são significativamente maiores que 3,7% do total colocado no mercado (estatística t igual a 2.03), e o desvio padrão dos custos diretos é o menor da amostra.

Tabela 4.B Perfil de custos sob cada coordenador

	# Ofertas	Participação Estrangeira (%)	Retorno Inicial (%)	Comissões médias simples (%)	Comissões médias ponderadas (%)	Custos Totais (%)
ABN Amro	1	63.62%	18.80%	4.75%	4.75%	23.55%
Merryl Lynch	2	60.12%	16.99% (0.1762)	4.95% (0.020)	4.96%	21.94%
MorganStanley	4	75.04%	8.2% (0.0717)	6.59% (0.016)	5.95%	14.79%
UBS	7	64.33%	9.1% (0.102)	5.1% (0.014)	4.53%	14.20%
Credit Suisse	10	78.80%	6% (0.0858)	5.53% (0.009)	5.51%	11.53%
Pactual	6	66.45%	5.8% (0.0486)	5.62% (0.019)	6.01%	11.42%
Itau BBA	4	68.63%	5% (0.0447)	2.85% (0.030)	5.35%	7.76%
Unibanco	2	72.02%	2.9% (0.0252)	2.73% (0.025)	2.29%	5.62%
Fator	1	na.	1.30%	4.10%	4.10%	5.40%
Oliveira Trust	1	na.	0.85%	1.00%	1.00%	1.85%

Se ponderarmos as comissões pelo valor colocado no mercado, percebemos que, à exceção dos bancos Credit Suisse e Merryl Lynch, que parecem manter suas comissões em níveis relativamente constantes, Morgan Stanley, Unibanco e UBS tem taxas decrescentes

em relação ao tamanho da emissão. No geral, a hipótese de que os coordenadores cobram menos de ofertas maiores parece plausível, dado que desta forma o volume financeiro recebido por grandes ou pequenas ofertas varia pouco, e o banco ganha competitividade para concorrer pelas operações de empresas de maior valor intrínseco.

Observando na tabela 4.B o custo total de emissão, notamos que não são os custos diretos que tendem a elevar os custos totais, e sim os elevados retornos iniciais – ou *underpricings* praticados, em especial quando desconsideramos os dados relativos aos coordenadores que realizaram apenas uma oferta (o que dificulta o estabelecimento de um real perfil do coordenador). Uma vez que a volatilidade dos retornos é elevada, não podemos alegar que os retornos percentuais sob quaisquer um dos coordenadores seja significativamente diferente de zero.

Excluindo-se as ofertas mais antigas, realizadas pela Fator e Oliveira Trust, que possuem valores muito abaixo da média das emissões (R\$ 33 milhões e R\$ 2 milhões, respectivamente), percebemos que os custos indiretos mais altos, medidos em termos de retornos iniciais da ação, ocorrem sob os coordenadores que menos realizaram ofertas, ABN Amro e Merrill Lynch. Custos indiretos elevados também são percebidos sob a atuação dos bancos UBS e Morgan Stanley. De modo geral, espera-se que bancos que possuam menor histórico de atuação neste mercado, não sejam capazes de diminuir a percepção de risco atribuída pelos investidores quanto às operações que coordenam. Além disso, é também razoável supor que os investidores tomem como medida de risco *ex-ante* as operações passadas feitas por cada coordenador.

Na tentativa de demonstrar possíveis padrões de risco de alguns dos papéis colocados, utilizou-se como *proxy* de risco para determinada oferta o desvio padrão do retorno de trinta dias de cada uma das ações das empresas contidas na amostra. Dessa forma, foi suposto que a volatilidade de um papel no 30 dias posteriores a seu lançamento decorre da maior dispersão das expectativas do mercado quanto ao seu potencial retorno futuro, indicando, por conseguinte, um maior risco. Uma vez que tal risco inerente a não convergência de expectativas para a empresa se demonstra na volatilidade do papel do mercado, podemos assumir que ele é uma *proxy* para um fato que já ocorria quando a demanda pela ação estava sendo inicialmente formada, em um momento anterior a fixação de preço desta. Em outras palavras: a negociação do papel no mercado reflete as mesmas

expectativas difusas do momento da fixação de preços deste, isto é, a dificuldade, por parte dos investidores, na definição do valor real da ação, o que por conseguinte implicaria em maior risco e incertezas inerente à empresa e suas atividades. A Tabela 4.C explicita os resultados encontrados.

Tabela 4.C Análise de risco das novas colocações via desvio padrão

	# Ofertas	Desvio Padrão Retornos - 30 dias	Tamanho médio oferta (R\$)	Retorno Inicial (%)	Comissões médias simples (%)	Custos Totais (%)
Merryl Lynch	2	3.40%	933.8 (9.6)	16.99% (0.1762)	4.95% (0.020)	17.04%
MorganStanley	4	3.62%	677.2 (363.3)	8.2% (0.0717)	6.59% (0.016)	14.79%
UBS	7	2.93%	663.0 (339.1)	9.1% (0.102)	5.1% (0.014)	14.20%
Unibanco	2	1.51%	654.7 (224.5)	2.9% (0.0252)	2.73% (0.025)	5.63%
Credit Suisse	10	2.89%	646.7 (249.6)	6% (0.0858)	5.53% (0.009)	11.30%
Pactual	6	2.33%	644.1 (279.0)	5.8% (0.0486)	5.62% (0.019)	11.42%
Itau BBA	4	2.76%	231.0 (269.9)	5% (0.0447)	2.85% (0.030)	5.03%
ABN Amro	1	3.59%	281.6	18.80%	4.75%	23.55%
Fator	1	2.76%	16.0	1.25%	4.10%	5.35%
Oliveira Trust	1	0.00%	2.9	0.85%	1.00%	1.85%

Observando-se os quatro primeiros bancos da tabela acima, cujas ofertas apresentaram a maior volatilidade no mercado secundário, percebemos claramente que são os mesmos quatro bancos que figuravam na tabela anterior entre aqueles que representavam os maiores custos totais de emissão para a empresa em processo de abertura de capitais. Não obstante, são também esses quatro bancos que fizeram colocações com maior retorno inicial, ou seja, maior custo indireto para a empresa. Esse resultado é bastante coerente com a questão das reputação dos bancos. Se, de fato, as ofertas coordenadas por tais bancos são tidas como de valor incerto, o papel da reputação instituição coordenadora como mitigadora de risco diminui. Por conseguinte, o *underpricing* exigido da empresa cuja oferta o banco coordena, será maior. Por fim, os dados de tamanho médio das ofertas para cada coordenador parecem embasar a teoria de Michaely e Shaw (1994) de que ofertas maiores demandam maior *underpricing*, ainda que sob coordenação de um banco de prestígio, fundamentalmente devido à necessidade de distribuição ainda mais ampla da oferta.

5. Os custos diretos da emissão de capitais

Um dos fatores de maior relevância na estrutura de custos diretos da abertura de capital de determinada empresa é o seu perfil de negócios, dado que o principal componente do custo direto de abertura de capital da firma é a comissão paga aos coordenadores. O motivo disto é que, ao aceitar uma oferta, o coordenador equilibra duas questões fundamentais: a sua reputação presente, e a sua expectativa de reputação futura condicionada a conclusão da oferta. Logo, se o perfil de uma empresa é mais especulativo, o banco sabe que, além do maior esforço de colocação, o risco de que sua reputação seja diminuída futuramente é maior – logo, ele exige comissões maiores.

Não obstante, deve-se levar em consideração que, conforme demonstrado no escopo deste trabalho, as taxas cobradas pelos bancos coordenadores das empresas que abrem seu capital são públicas. Logo, se um banco não oferece taxas competitivas a empresas cujas ofertas são reconhecidamente mais valorizadas pelo mercado, ele corre o enorme risco de perder a coordenação da oferta para um concorrente. Por conseguinte, para empresas de mesmo porte ou perfil de risco, as comissões cobradas não deveriam ser acentuadamente dispersas. De fato, estendendo esta análise para o mercado americano, esta hipótese parece se confirmar.

Ritter (1987) demonstrou que, para ofertas de tamanho aproximadamente semelhantes, os custos diretos para empresas sob contrato de compromisso firme ou de melhores esforços são bastante similares. Contudo, as empresas que se utilizam de cada um destes tipos de contrato parecem ser diametralmente diferentes: firmas menores e mais especulativas tendem a usar contratos de melhores esforços; enquanto firmas maiores e mais estabelecidas dão preferência ao contrato de compromisso firme.

5.1. Perfil das ofertas brasileiras e estrutura de custos

A tabela 5.A detalha o perfil da empresa que vem a mercado no Brasil (desvios padrões em parênteses). Na primeira coluna, são demonstradas as características médias de tal empresa, levando-se em consideração a totalidade dos componentes da amostra. Na

segunda e terceira coluna são explicitados o perfil médio das dez maiores e dez menores ofertas já realizadas no mercado.

Tabela 5.A Perfil médio da empresa que vem a mercado no Brasil

	Amostra Total	10 Maiores Ofertas	10 Menores Ofertas
Valor Médio da Oferta Bruta	R\$ 581.9 (325.3)	R\$ 1,000 (113.9)	R\$ 190.1 (161.2)
Receita Líquida Média no ano diretamente anterior à oferta	R\$ 953.8 (1,584.2)	R\$ 1,986.4 (2,529.5)	R\$ 198.9 (300.4)
Lucro Líquido Médio no ano diretamente anterior à oferta	R\$ 52.10 (116.1)	R\$ 42.8 (159.5)	R\$ 14.9 (70.2)
Patrimônio Líquido Médio no ano diretamente anterior à oferta	R\$ 375.1 (723.5)	R\$ 824.6 (1,139.8)	R\$ 90.8 (222.7)
Retorno Inicial Médio (%)	7.1% (0.08134)	10.96% (0.1038)	2.6% (0.0677)
Custo Direto Total Médio (%)	4.92% (0.01998)	5.28% (0.01578)	4.32% (0.02964)

A informação que inicialmente chama a atenção na tabela abaixo é o fato que as empresas que realizaram as 10 maiores ofertas de abertura de capital tiveram, para tanto, custos diretos extremamente próximos daqueles incorridos pela empresa média na totalidade da amostra. Na verdade, se excluíssemos da amostra as 3 ofertas mais antigas, realizadas em 2000 e 2001, cujos valores são extremamente baixos (de R\$2 a R\$33 milhões de reais), esse resultado seria ainda mais similar, uma vez que a média amostral dos custos diretos seria de 5.29% e a média das dez maiores ofertas, 5.28%, bastante acima da média de 5.74% que seria obtida para as dez menores ofertas. Esse fato tem duas implicações importantes sobre os custos totais de emissão de capitais. Primeiramente, isso é coerente com a hipótese de que os coordenadores estariam dispostos a receber, em unidades monetárias, um valor razoavelmente estável para cada oferta coordenada, em especial as maiores. Logo, as taxas cobradas das empresas de ofertas maiores deveriam ser percentualmente próximas ou menores que a média, enquanto as taxas cobradas das empresas cujas ofertas fossem menores deveria ser mais alta, ou próxima a média. Para que essa hipótese seja aceita, contudo, precisamos também aceitar que há substanciais ganhos

de escala quando o tamanho da oferta aumenta, o que não se reflete, necessariamente, em aumento dos custos do serviço do coordenador (caso contrário este teria incentivo para aumentar sua comissão a medida que a oferta aumentasse).

A hipótese de ganhos de escala com o aumento da oferta de capital é bastante lógica e difundida. Isso pois, ao abrir capital, a firma necessariamente deve incorrer numa série de custos fixos, tais como taxa de registro junto a CVM, advogados, auditorias, viagens, material explicativo da oferta, etc, que necessariamente são diluídos a medida que o montante total levantado pela empresa aumenta. Obviamente, isso não implica que a empresa deveria aumentar artificialmente a oferta para capturar ganhos de escala, dado que, aparentemente (entraremos mais a fundo nessa questão no futuro) os custos indiretos nos quais a empresa incorre, para ofertas maiores, são sensíveis, conforme demonstrado no quadro acima.

Ao separar a amostra por tamanho de oferta, os desvios padrão dos dados contábeis médios das empresas (patrimônio líquido, lucro líquido, receita líquida) se mostram, por vezes, maiores que até mesmo a média da amostra completa. Isso pois de fato há uma enorme discrepância entre as tais firmas, ainda que o capital emitido seja da mesma ordem de grandeza. Entre as dez maiores ofertas, por exemplo, há empresas com prejuízos acumulados e em fase pré operacional (ou seja, com receita nula e patrimônio líquido simbólico, como demonstraremos adiante.

Tabela 5.B Análise de segmentação das ofertas por tamanho

Oferta Total (valores em R\$ mn.)	Observações	Valor médio oferta (R\$ mn)	Comissões Pagas (%)	Retorno Inicial (%)	Custo Total (%)
Até R\$100.000	4	13.5 (14.5)	1.41% (0.0181)	2.07% (0.0270)	3.48%
R\$100.000 - R\$ 400.000	8	328.6 (71.6)	5.86% (0.01576)	2.23% (0.0773)	8.09%
R\$400.000 - R\$ 700.000	14	555.2 (68.7)	5.34% (0.01284)	8.67% (0.0680)	14.01%
R\$700.000 - R\$ 900.000	4	862.1 (35.3)	4.48% (0.02361)	6.84% (0.0605)	11.32%
Acima R\$900.000	8	1029.1 (110.1)	5.28% (0.01777)	11.22% (0.1133)	16.41%

A tabela acima demonstra que, com exceção das ofertas muito pequenas, abaixo de cem mil reais, que não possuem ganhos de escala e teriam portanto maior dificuldade de desembolsar comissões elevadas, o custo direto parece se reduzir a medida que a oferta aumenta, contudo, ao atingir um montante consideravelmente alto, o custo direto novamente se eleva. Além disso, notamos que os custos totais aumentam fortemente a

medida que o montante total colocado aumenta. De fato, os custos totais incorridos pelas empresas que emitiram valores superiores a novecentos mil reais são mais que o dobro daquelas que emitiram entre cem e quatrocentos mil reais, ainda que os custos diretos incorridos neste último caso sejam maiores. A alta dos custos totais por meio do custo direto, no caso das maiores ofertas, pode sustentar duas hipóteses: ou o tamanho da oferta, acima da média, requereu um *underpricing* maior, ou as empresas cujas ofertas foram maiores possuíam um perfil de risco maior que as demais. Neste caso específico, entre as oito empresas responsáveis por emissões acima de novecentos milhões de reais na amostra, o maior custo direto, de 8.55%, foi pago pela empresa MMX. Esse custo é consideravelmente acima da média para esse porte de emissão e para a totalidade da amostra (inclusive elevando a média total, que deveria ser de 4.71% para esse segmento, para 5.18%) contudo, isso parece razoável e coerente com a teoria de que o coordenador exige taxas mais altas para empresas cujo fluxo de caixa futuro seja mais duvidoso. A MMX, de fato, era uma empresa em fase pré-operacional, com receita nula, prejuízos acumulados e patrimônio líquido oitenta e quatro vezes menor do que a oferta realizada.

5.2. Custos diretos para empresas de controle público

Conforme mencionado anteriormente, parece haver uma relação entre o volume da oferta de uma empresa e os custos diretos a ela relacionados. Contudo, não se pode argumentar que o tamanho da oferta é o único, ou mesmo o maior, fator determinante dos custos diretos em que esta incorre. De fato, a partir da análise da amostra encontrada, percebe-se um alto desvio padrão de custos para empresas cujas ofertas tiveram volumes aproximadamente iguais, o que indica que existem outros fatores influenciando a estrutura de custos diretos de cada oferta, fatores esses que são inerentes as peculiaridades de cada firma.

Um primeiro resultado que deve ser mencionado é a discrepância nas taxas pagas por empresas públicas fechadas que se tornaram empresas de economia mista (isto é, venderam participações minoritárias ao mercado) em relação as demais. Entre os dados analisados, somente duas empresas possuem esse perfil, o Banco Nossa Caixa e Companhia de Saneamento de Minas Gerais (Copasa), conforme demonstrado abaixo.

Tabela 5.C Empresas públicas e custos de abertura de capital

	Oferta (R\$)	Custos Diretos (%)	Custo Médio Ofertas Comparáveis* (%)	Custos Totais (%)
Nossa Caixa	1,072.70	2.99%	5.28% (0.01777)	20.60%
Copasa	813.5	0.94%	4.48% (0.02361)	5.60%

Como se pode perceber, os custos diretos que as empresas públicas supra-citadas assumiram foi significativamente abaixo da média (média para emissões de aproximadamente o mesmo tamanho), embora seu custo total seja muito discrepante. O motivo deste fato não é tão surpreendente. Segundo participantes do mercado, empresas públicas, de uma forma geral, parecem levar em consideração muito mais o custo de comissão cobrado pelo coordenador do que outros aspectos gerais ligados a este, sendo portanto mais sensíveis a preços (representados na forma de comissões). Logo, a concorrência entre os bancos coordenadores para liderar tais ofertas se torna muito mais acirrada, dado que suas vantagens competitivas como market-share, rede de distribuição nacional e internacional, *expertise* no mercado, histórico de atuação, etc, se tornam muito menos valiosas.

A questão que se coloca é se de fato essa postura é a mais adequada, isto é, se as características do coordenador deveriam ser menos consideradas ao momento de escolha do líder da oferta. A resposta, aparentemente, é incerta. Apesar da pequena amostra com apenas duas empresas, a argumentação dos custos diretos é bastante coerente com o aspecto público da empresa – de racionalização de recursos – especialmente pois a suposta “qualidade” dos serviços prestados pelo coordenador é de mensuração extremamente difícil, se desconsiderarmos as comissões cobradas. Logo, é razoável assumir que o mesmo ocorra, em termos de baixas comissões cobradas, para a maioria das empresas públicas que desejam vender participações ao mercado. Porém, o mesmo não se pode dizer pelo lado dos custos indiretos. Como se nota na tabela 5.C, os custos totais incorridos por cada uma das empresas é significativamente distinto. Uma vez que só possuímos dois exemplos da estrutura de custos de empresas públicas que abrem capital, não é possível comprovar que a melhor estratégia a ser adotada em termos de contenção de custos seja aquela que prioriza as comissões mais baixas, independentemente do tipo de coordenador. O índice de

correlação entre os custos diretos e indiretos das ofertas presentes na amostra é de -35.64% se excluirmos as três menores e mais antigas ofertas.

Este índice ainda não é suficientemente alto, contudo, parece indicar na direção de uma relação sensível entre o custo direto admitido pela empresa e o retorno inicial de sua ação, como mostra a tabela 5D.

Tabela 5.D Casos extremos de custos diretos

5 Menores Custos Diretos			
Empresa	Custos Diretos (%)	Custos Indiretos (%)	Custos Totais (%)
Gafisa	3.50%	29.50%	33.00%
Natura	3.30%	17.00%	20.30%
Grendene	3.20%	12.10%	15.30%
Nossa Caixa	2.99%	17.60%	20.60%
Copasa	0.94%	4.70%	2.60%
5 Maiores Custos Diretos			
Empresa	Custos Diretos (%)	Custos Indiretos (%)	Custos Totais (%)
Abyara	8.99%	0.00%	8.99%
MMX	8.55%	-0.10%	8.45%
Submarino	7.31%	0.00%	7.31%
Datasul	6.80%	-6.70%	0.10%
Porto Seguro	6.78%	6.40%	13.18%

Tomando como exemplo a tabela acima, percebemos que não necessariamente as empresas que incorreram nos maiores custos diretos tiveram também os maiores custos totais. Na verdade, as empresas cujo custo direto foi menor parecem ter sido mais subprecificadas que as demais. A melhor hipótese para explicar este fato seria relativa ao risco implícito da ação. Empresas de perfil mais incerto ou arriscado, como já mencionado anteriormente, parecem incorrer em custos diretos mais altos, dado que o coordenador exige uma remuneração maior para compensar pelo risco de perder sua reputação no mercado. Dessa forma, o coordenador, frente a uma comissão mais elevada, tem incentivo para estabelecer o preço por ação em níveis mais altos, diminuindo o underpricing do papel. Por fim, apesar de estudos empíricos de Michaely e Shaw (1994) demonstrarem que a figura do coordenador líder pode ter um peso significativo na diminuição dos custos indiretos, não parece correto, nem embasado nos fatos, afirmar que sempre ocorra uma compensação real entre os custos diretos e indiretos.

5.3. A comissão de incentivo

A partir do detalhamento de custos diretos existente em cada prospecto, nota-se a presença de uma comissão denominada “comissão de incentivo”. Essa comissão, que é incluída no montante total da comissão do coordenador (e por conseguinte nos custos diretos da empresa), aparece em quinze das trinta e oito ofertas contidas na amostra, e em nenhum dos prospectos havia maiores detalhes quanto ao que essa comissão se refere. Segundo informações de participantes do mercado, porém, essa comissão tem critérios bastante subjetivos, como por exemplo qualidade da demanda que o coordenador pelo papel, preço fixado por ação, esforço de divulgação da oferta, etc.

Aparentemente, a comissão de incentivo é acordada, em um momento inicial, entre a empresa e o coordenador, e cabe a empresa, no momento da fixação de preços, decidir-se pelo pagamento ou não desta. Além disso, o fato de que essa comissão não estava detalhada em alguns prospectos analisados não quer dizer necessariamente que ela não existia *a priori*, podendo também indicar um descontentamento da empresa para com o serviço prestado pelo coordenador, de modo que a comissão existisse, porém não tenha sido paga. A tabela 5.E detalha as características das empresas que optaram por ter a comissão de incentivo, e sua estrutura de custos decorrente.

Tabela 5.E Características das ofertas com comissões de incentivo

	Ofertas c/ comissão incentivo	Ofertas S/ comissão incentivo
Comissão Incentivo Média (%)	1.1% (0.0068)	0.00%
Oferta Média (R\$)	R\$ 557.1 (224.6)	R\$ 599.1 (381.0)
Patrimônio Líquido Médio (R\$mn)	R\$ 86.4 (177.7)	R\$ 563.4 (875.4)
Custo Direto Médio (%)	5.98% (0.0121)	4.22% (0.0212)
Retornos Iniciais (%)	5.67% (0.0775)	8.11% (0.0841)
Custos Totais Médio (%)	11.65% (0.0739)	12.33% (0.0865)
Número Empresas	15	23

O primeiro dado que chama a atenção na tabela é que os custos totais médios de emissão de capital parecem ter sido, em média, menores para empresas que efetivamente pagaram uma comissão de incentivo. Como já era esperado, tais empresas também tiveram

custos diretos maiores, o que não é estranho, uma vez que a comissão de incentivo é detalhada nos prospectos como sendo um dos componentes dos custos diretos de emissão.

Um problema presente na análise da comissão de incentivo é o fato de que esta se dá num momento anterior ao reconhecimento do custo indireto no qual a empresa incorreu. Em outras palavras, a decisão de pagar ou não a comissão de incentivo ao coordenador é feita no momento da precificação do papel, quando a demanda já é reconhecida, mas o retorno inicial da ação, não. Por conseguinte, a firma pode ficar satisfeita com o nível de preços estabelecido pelo coordenador e pagá-lo por isso, sem saber que de fato a demanda por suas ações era excepcionalmente acima do esperado ainda que num preço mais alto, o que acabará por influenciar o retorno inicial da ação positivamente, gerando um custo indireto maior.

Por fim, a correlação entre os custos indiretos da oferta e a comissão de incentivo aparentemente é baixa, de cerca de -0.1813 , porém não há como saber até que ponto esse dado é significativo, uma vez que não é possível detalhar quais empresas deliberadamente optaram por não desembolsar a comissão de incentivo devido a alguma insatisfação, e quais de fato nunca nem tiveram tal acordo anteriormente à oferta. De qualquer forma, parece razoável supor que algumas empresas optem por ter um custo direto maior, desde que isso se reflita em possíveis custos indiretos menores.

6. Os custos indiretos da emissão de capitais

O custo indireto no qual uma empresa incorre quando da abertura de seu capital é relativo ao montante financeiro que a empresa deixa de receber por suas ações quando estas são precificadas a um valor mais baixo que aquele que o mercado lhes atribui. Este custo, também conhecido como *underpricing*, é relativo ao valor monetário por ação que não é capturado no processo de precificação inicial, sendo portanto relativo ao montante financeiro que a empresa deixa de receber por suas ações quando estas são precificadas a um valor mais baixo que aquele que o mercado lhes atribui. Ritter (1987) demonstra que os custos indiretos de emissão de capital para a empresa são de 14.2%, em média, para ofertas sob contrato de compromisso firme, enquanto para contrato de melhores esforços, chegam a 24.9%.

Na média, os retornos iniciais das ações recém colocadas no mercado brasileiro chega a 7,14% da quantia total colocada no mercado. O desvio padrão deste dado, contudo, é alto – 8,13% - de modo que não se pode afirmar que este retorno é significativamente diferente de zero, como no mercado americano. Além disso, no caso brasileiro, a dispersão dos retornos iniciais das ações recém colocadas parece indicar que os custos indiretos podem estar muito mais ligados à estrutura total da oferta e a determinadas condições de mercado do que ao perfil da empresa propriamente dito.

Por fim, é importante ressaltar que, ainda que se afirme que o preço fixado por ação, em uma emissão primária, não é equivalente ao que valor que o investidor marginal estaria disposto a pagar pelo papel, dada a quantidade pré-fixada de ações a ser colocada no mercado, isso não indica necessariamente que a firma incorre em custos indiretos. Uma análise superficial dos dados demonstra que, na verdade, várias ofertas presentes na amostra foram sobre-precificadas, o que resultou em um ganho adicional para a empresa, e não ônus. O intervalo de retornos encontrados na amostra, afinal, varia entre -6,7% a 29,5%.

6.1. Informação assimétrica como causalidade do *underpricing*

Uma das teorias mais aceitas quanto a causa da sub-precificação de ações em ofertas de abertura de capital é o modelo de informação assimétrica de Rock (1986). Segundo ele, existem no mercado dois tipos básicos de investidores: os informados, que possuem maior informação sobre o fluxo futuro de caixa da empresa, e os não informados, que possuem pouca ou nenhuma informação quando às perspectivas futuras da empresa que abre seu capital.

Uma vez que a informação é assimétrica entre os participantes do mercado, os investidores informados saberão melhor distinguir uma oferta sobre-precificada de uma oferta sub-precificada, e por conseguinte, submetem ordens mais volumosas para ofertas sub-precificadas. Isso acaba por que reduzir o volume final da oferta que é alocado aos investidores desinformados, de modo que lhes é imposto um custo de seleção adversa, decorrente do fato que seu retorno esperado condicionado a receber ações é menor do que seu retorno esperado condicionado a colocação da ordem. Em outras palavras, os investidores menos informados acabam sendo alocados parcelas desproporcionalmente grandes de ofertas menos bem sucedidas, e parcelas baixas em ofertas de sucesso.

Uma vez que os participantes do mercado são racionais, os investidores menos informados acabam por exigir um prêmio, que se traduz em um maior retorno inicial das ações (ou seja, o *underpricing*) para compensá-los por suas desvantagens de informação. No limite, este modelo propõe que, em um caso de difusão perfeita da informação, a empresa não incorra em custo indireto algum. De modo a testar essa hipótese, Michaely e Shaw (1994) propõe que sejam utilizadas as razões entre colocação da oferta no varejo e entre investidores institucionais.

No caso brasileiro, uma vez que não há legislação formal¹ que obrigue as empresas a destinar uma parte de sua oferta para o varejo notamos que a maior parcela das aberturas de capital realizadas acaba sendo alocado junto aos investidores institucionais.

1. Segundo regras da CVM, a alocação de uma Oferta Pública Primária não precisa ser matematicamente correta entre os investidores institucionais, uma vez que a firma deve poder optar por quem serão seus acionistas em um momento inicial. Porém, como a firma tem pouco conhecimento sobre os participantes do mercado, em geral as alocações são definidas em conjunto com o coordenador.

Logo, na amostra estudada, foi encontrada pouca correlação entre a participação de investidores não institucionais e o custo indireto para empresas (índice de correlação de 0.002), o que aparenta estar ligado à baixa parcela atribuída ao varejo nas ofertas públicas no Brasil (na média amostral, 8,53%, com desvio padrão de 4,36%).

A questão da pouca influência da alocação do varejo sobre o *underpricing* exigido da ação invalida a adequação da realidade brasileira ao teste proposto por Michaely e Shaw (1994) para a hipótese da informação assimétrica como causadora do custo indireto que a empresa ocorre, contudo não descarta tal teoria em si. Na verdade, Rock (1986) já havia proposto que a informação assimétrica pode ser existente até mesmo entre os distintos investidores intitucionais, a medida que vez que as alocações de uma oferta inicial não precisam ser matemáticas², podendo portanto haver um viés ainda maior a favor dos investidores informados caso estes sejam favorecidos pelo coordenador, devido a algum tipo de relacionamento maior entre tais partes.

6.2. Níveis de governança e custos indiretos da oferta

Um dos avanços recentes que têm sido notados no mercado de capitais brasileiros é a adoção de níveis de governança diferenciados. Os objetivos desse movimento são diversos, devendo ser ressaltada, porém, sua finalidade essencial de proteção ao acionista minoritário, de maneira semelhante ao que ocorre em mercados de capitais mais avançados.

A BOVESPA reconhece quatro níveis de governança corporativa de acordo com os direitos aos acionistas e a transparência na gestão da empresa, sendo eles, do menos para o mais elevado, respectivamente: Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. É importante notar que empresa alguma é obrigada a assumir determinado nível de governança. Elas o fazem por livre e espontânea vontade, a partir do momento em que se percebe que firmas mais transparentes diminuem a percepção de risco de investidor e são, portanto, mais valorizadas no mercado.

2. A única exigência de alocação para varejo em ofertas iniciais de ações se dá quando a empresa deseja adotar níveis mais elevados de governança corporativa da Bovespa. Nestes casos, 10% da oferta deve ser destinado a investidores não institucionais, contudo, tal percentual se restringe a oferta base, sem incluir o lote suplementar de ações.

A importância da governança corporativa se torna ainda maior para empresas em processo de abertura de capital no Brasil, a medida que os direitos adicionais garantidos ao investidor, relativamente às empresas de governança tradicional, adiciona valor ao papel. Dentre a amostra de 38 empresas estudadas neste trabalho, 28 espontaneamente optaram por aderir ao Novo Mercado. Outras 6 empresas optaram por adotar o Nível 2 da Bovespa, enquanto 1 empresa adotou o Nível 1 e outras 3, o nível tradicional.

Tabela 6.A Segmentação da amostra por nível de governança

	Número ofertas	Comissões Pagas	Retorno Inicial	Custo Total
Tradicional	3	0.52% (0.0032)	2.35% (0.0324)	2.87%
Nível 1	1	4.1% (0)	3.4% (0)	7.50%
Nível 2	6	5.54% (0.00886)	8.95% (0.0608)	5.63%
Novo Mercado	28	5.28% (0.01707)	7.16% (0.0903)	12.44%

É importante notar, porém, que as empresas que adotaram os níveis mais baixos de governança corporativa (especificamente o nível 1 e tradicional) abriram seu capital entre 1999 e 2001. Em 2002, a CCR será a primeira empresa a adotar os padrões de governança mais rígidos pressupostos pelo Novo Mercado. Além disso, todas as empresas que abriram seu capital posteriormente a 2002 e adotaram o Nível 2 de governança da Bovespa o fizeram por restrições legais às exigências estatutárias do Novo Mercado, que admite somente a emissão de ações ordinárias e demanda pulverização de um mínimo de 25% do capital total da companhia no mercado, entre outras diversas regras que visam proteger o acionista.

Empresas detentoras de concessões públicas são obrigadas por lei a ter um controlador definido. Logo, caso a abertura de capital de tais empresas se desse as regras do Novo Mercado, que exige a emissão de uma classe única de ações ordinárias votantes, o montante financeiro que a empresa pode levantar seria restrito ao limite de diluição do controlador: em 50% mais uma ação votante. Além disso, legislações específicas de certos setores, como por exemplo aviação civil e mídia, restringem legalmente a participação de estrangeiros entre o capital votante da firma, o que impede a existência de classes únicas de ações no mercado.

A maior conclusão a que se chega neste caso, portanto, é de que desde 2002 já houve uma conscientização de todas as firmas no sentido de que a adoção de elevados

padrões de governança corporativa pode ser agregadora de valor. Além disso, com exceção das empresas para as quais há algum tipo de restrição legal, não há dúvidas que a adoção das práticas do Novo Mercado é uma tendência consolidada.

6.3. A participação estrangeira nas ofertas públicas brasileiras

A maior estabilidade econômica brasileira, as grandes expectativas com relação ao crescimento do país, e o excesso de liquidez internacional dos últimos anos parecem ter impulsionado o volume do investimento estrangeiro no BOVESPA como um todo. Com relação às ofertas de abertura de capital no país, esse fator parece ainda mais substancial, conforme demonstra a tabela 6.2. Na amostra, o intervalo de participação estrangeira em ofertas públicas de ações no Brasil varia entre 5.21%, no mínimo, a 91.85%, no máximo.

Tabela 6.B Evolução das Emissões Primárias de ações no Brasil e participação estrangeira

Ano	Participação Estrangeira (%)	Montante Financeiro R\$ mn	Total Colocado (R\$ mn)
2004	58.43%	2,716.12	4,648.50
2005	64.53%	4,856.01	7,525.20
2006 (até setembro)	77.04%	7,075.66	9,184.40
Total (2004-2006)	68.58%	14,647.79	21,358.10

A priori, para qualquer empresa que esteja decidida a abrir capital, quanto maior for a demanda por suas ações, menor será seu custo indireto – a demanda, por via de regra, eleva o preço do papel. Ao mesmo tempo, quanto maior for o universo de potenciais investidores, maior será a demanda esperada dos papéis. Por si só, isso já leva boa parte das empresas a optar por uma distribuição nacional e internacional, conforme citado na totalidade dos prospectos, apesar de alguns dos papéis serem negociados somente no mercado local. Poderia-se supor, inclusive, que o caráter multinacional da maior parte dos coordenadores apresentados na amostra, tem forte influência com relação à alocação estrangeira nas ofertas.

Pelas regras da CVM, no Brasil, a empresa que abre capital tem o direito de determinar, para uma data demanda, a quem serão alocados os seus papéis, isto é, decidir sobre quem serão os seus acionistas iniciais. Aparentemente, não há benefício intrínseco

para as empresas em priorizar as alocações a estrangeiros, a menos que estes estejam dispostos a pagar mais pelas ações do que os investidores locais. A tabela 6.C demonstra as participações estrangeiras, em termos de percentual da oferta alocado, ao passar do tempo.

Tabela 6.C Segmentação da participação estrangeira nas ofertas públicas brasileiras

Participação Estrangeira	Retorno Inicial (%)	Estatística t	Custo Total
Até 20%	1.30%	-	5.40%
20 - 50%	9.26% (0.0413)	2.24	13.94%
50 - 80%	10.35% (0.0904)	1.14	15.49%
Acima 80%	1.98% (0.0429)	0.46	8.21%

Segundo dados da amostra, portanto, o aumento da participação estrangeira até um determinado ponto ocorre simultaneamente ao aumento do retorno inicial, porém, para participações acima de 80%, o retorno dos papéis se reduz drasticamente, implicando num *underpricing* menor. De fato, apenas para participações estrangeiras entre 20 e 50% do total da oferta notamos retornos iniciais significativamente diferentes de 0, conforme demonstra a tabela 6.C

7. Modelos regressivos propostos para os custos totais de emissão de capital

7.1. Modelo I: Custos Indiretos x Custos Diretos Totais

A partir das questões levantadas ao longo deste trabalho, é proposto um modelo regressivo que busque explicitar os efeitos das diversas variáveis mencionadas sobre os custos de emissão de capital no país. O modelo mantém a subdivisão dos custos totais de emissão em duas partes principais, os custos diretos e os indiretos de emissão de capitais, proposta ao longo deste trabalho. Uma vez que, a partir da análise estratificada da amostra recolhida, levantou-se suspeitas quanto a uma possível interdependência entre as duas parcelas componentes dos custos totais, optou-se por especificar essa regressão como um sistema de equações simultâneas, estimado através do método dos mínimos quadrados em três estágios. O modelo proposto é especificado da seguinte forma:

Modelo I:

$$CD = c_1 + \beta_1 OT + \beta_2 DP + \beta_3 RP + \beta_4 CI + \beta_5 CI*EP + \varepsilon_1$$

$$CI = c_2 + \beta_6 OT + \beta_7 RP + \beta_8 PV + \beta_9 DP + \beta_{10} CD + \beta_{11} PE + \beta_{12} NM + \beta_{13} RE + \varepsilon_2$$

Onde:

CD = Custo direto Total

OT = Oferta Total em reais

DP = Desvio Padrão do Papel em 30 dias de negociação após a colocação

RP = Reputação do coordenador líder medida em termos de *market-share*

CI = Custo Indireto (como retorno percentual do primeiro dia de negociação da ação)

EP = Dummy para controle da empresa. Assume valor “1” para empresas cujo controle é público e “0” para empresas cujo controle é privado.

PV = Participação do varejo em termos de percentual alocado da oferta total

PE = Participação do estrangeira em termos de percentual alocado da oferta total

NM = Dummy que assume valor “1” caso a empresa adote os padrões do Novo Mercado e “0”, do contrário

RC = Receita líquida da empresa no ano diretamente anterior ao da abertura de capital

Além disso, c_1 e c_2 representam as constantes das equações, ou seu intercepto, enquanto ε_1 e ε_2 representam os respectivos erros.

O modelo propõe que os custos indiretos e diretos de emissão de capital estão de alguma forma relacionados, como de fato parece ocorrer quando analisamos a similaridade entre os custos totais de emissão para as empresas que incorreram nos cinco maiores e menores custos diretos. Além disso, pretende-se analisar o efeito ambíguo que o tamanho da oferta tem para com os custos diretos, isto é, um efeito positivo de escala, que se reflete a medida que a oferta aumenta e os custos fixos (registros, advogados, auditorias, etc) se diluem, e outro possível efeito negativo, a medida que o coordenador pode tentar elevar suas comissões para ofertas maiores, sob a justificativa de que seu esforço de vendas e distribuição deverá ser mais amplo. Com relação aos custos indiretos, pretende-se verificar a hipótese levantada por Michaely e Shaw (1994) de que a medida que a oferta se eleva, os custos indiretos são mais altos, em reflexo do retorno exigido pelos investidores marginais adicionais. Em adicional, o desvio padrão de 30 dias de negociação será utilizado como medida de risco.

Como citado anteriormente, a reputação do banco será medida em termos de *market share* neste mercado para que testemos sua possível influência sobre ambos os custos. Foi incluída ainda uma dummy para empresa pública, conjuntamente com os custos indiretos, para que se demonstrasse se há de fato uma estrutura de custos diretos mais favorável para empresas que priorizassem a minimização das comissões cobradas, o que se refletiria num custo indireto distinto para estas.

Adicionalmente, o modelo testa a influência da participação de varejo e de nos custos indiretos que a empresa incorre, apesar de, conforme já mencionado anteriormente, não ser esperado que esta variável seja de substancial importância dado o caso brasileiro. Também é levado em consideração o tamanho da alocação, em termos percentuais, que é destinado a investidores estrangeiros, de modo a demonstrar se há de fato benefício marginal para a empresa na fixação de preços de suas ações quando a participação de estrangeiros na oferta é mais elevada. É incluída ainda uma dummy de Novo Mercado, de modo a esclarecer melhor possíveis efeitos que a adoção das práticas de governança corporativa elevadas tenham sobre os custos indiretos para a firma. Por fim, a inclusão da variável “receita” como instrumento para cálculo dos custos indiretos busca verificar se,

ainda que na ausência de distintos formatos de contrato de colocação de novas ações no mercado, existe alguma influência do tamanho da firma, medido em termos de receita, e o custo indireto desta. As tabelas abaixo exibem os resultados encontrados, com covariância residual do determinante de 0.0000003.

Tabela 7.A Modelo I - Sistema de equações simultâneas

Equação 1 - Variável Dependente: Custos Diretos Totais					
Parâmetro		Coefficiente	Desvio Padrão	Estatística t	P-valor
c_1	Constante	0.0402	0.0097	4.1504	0.0001
β_1	Oferta Total	0.00001	0.0000	1.0901	0.2807
β_2	Desvio Padrão	0.1544	0.2891	0.5342	0.5955
β_3	Reputação	0.0418	0.0267	1.5642	0.1238
β_4	Custo Indireto sob Empresa Pública	-0.2897	0.1050	-2.7596	0.0080
β_5	Custo Indireto	-0.0615	0.0409	-1.5009	0.1394
Equação 2 - Variável dependente: Custos Indiretos					
Parâmetro		Coefficiente	Desvio Padrão	Estatística t	P-valor
c_2	Constante	0.0416	0.0987	0.4219	0.6748
β_6	Oferta Total	0.0001	0.0000	1.5926	0.1173
β_7	Reputação	-0.0833	0.1235	-0.6740	0.5033
β_8	Participação Varejo	-0.0178	0.3100	-0.0575	0.9544
β_9	Desvio Padrão	3.9792	1.0160	3.9164	0.0003
β_{10}	Custos Diretos Totais	-1.2463	0.7648	-1.6297	0.1092
β_{11}	Participação Estrangeira	-0.0579	0.0768	-0.7535	0.4545
β_{12}	Dummy de Novo Mercado	0.0012	0.0287	0.0401	0.9682
β_{13}	Receita	-0.000003	0.0000	-0.3293	0.7433
		Equação 1	Equação 2		
Variável dependente		Custos Diretos Totais	Custos Indiretos		
Número de Observações		35	32		
Soma do Quadrado dos Resíduos		0.00817	0.118137		
R_2		0.233686	0.474465		
R_2 ajustado		0.101563	0.291671		

De acordo com os dados analisados, percebemos que, ao nível de significância de 90%, aceitamos a hipótese de que a oferta total tem efeitos sobre o custo direto em que a empresa incorre, apesar de seu coeficiente nesse caso ser muito pequeno, praticamente insignificante. Poderíamos entender esse coeficiente como um resultado dos dois efeitos ambíguos mencionados. Por outro lado, a hipótese de que a oferta total influencia o *underpricing* no qual a empresa incorre não parece aceitável, segundo as equações estimadas. É encontrado um efeito significativo entre os custos diretos e a reputação do

coordenador, porém não entre esta e os custos indiretos, implicando que a teoria de Michaely e Shaw (1994) de que a imagem do coordenador pode influenciar o *underpricing* esperado da empresa parece não se adequar à amostra estudada. Por fim, todas as demais hipóteses relativas aos custos diretos totais de emissão de capital não devem ser aceitas. Com relação aos custos indiretos, a única teoria que se provou significativa estatisticamente foi a influência do risco da ação, medido via desvio padrão dos retornos no mercado secundário. De fato, o elevado valor do coeficiente β_9 sugere que o maior fator gerador do custo indireto seria a percepção de risco que os investidores possuem do papel. Quanto maior o risco, maior o *underpricing* exigido pelo mercado.

7.2. Modelo II : Custo Indiretos x Comissão de Coordenação

Notamos pelo modelo I que o p-valor dos custos diretos totais de emissão ficam bem próximos a 0.1, valor com o qual aceitaríamos o coeficiente a 90% de significância. Isso sugere uma possível nova especificação para o modelo. Uma vez que o motivo da utilização de um sistema de equação simultâneas é a existência de possível correlação entre os custos diretos e indiretos de emissão de capitais, para que não haja viés na especificação da equação, um segundo modelo será estimado a partir da divisão dos custos diretos totais em componentes menores. Dado que custo direto é composto de duas parcelas principais: uma fixa, que é a comissão do coordenador, e outra variável, que são as taxas de abertura de capital, gastos com auditorias e advogados, etc., pode-se levantar a hipótese de que a parcela dos custos fixos sob a qual o coordenador tem real controle é a comissão acertada antecipadamente com a empresa. Logo, será desconsiderado dos custos totais todas as parcelas variáveis nas quais a firma incorre – que na média da amostra correspondem a 0.9% do total levantado no mercado, e considerada somente a comissão de coordenação.

O principal objetivo da mudança de abordagem neste segundo modelo proposto é a inclusão da comissão de incentivo como um dos fatores causais de determinado custo indireto. Uma vez que a comissão de incentivo é parte componente dos custos indiretos totais, não poderíamos incluí-la na regressão anterior sob risco de atribuir viés ao coeficiente dos custos diretos totais em relação aos custos indiretos. Logo, é necessária uma decomposição dos custos diretos totais, ainda que isso implique em desconsiderar a

pequena parcela de custos diretos que a firma incorre com taxas legais, auditorias e outros, em prol de uma melhor especificação do sistema. Segue abaixo o novo modelo proposto.

Modelo II:

$$CC = c_1 + \beta_1 OT + \beta_2 DP + \beta_3 RP + \beta_4 CI + \beta_5 CI*EP + \varepsilon_1$$

$$CI = c_2 + \beta_6 OT + \beta_7 RP + \beta_8 PV + \beta_9 DP + \beta_{10} CC + \beta_{11} IN + \beta_{12} PE + \beta_{13} NM + \beta_{14} RC + \varepsilon_2 ;$$

Onde:

CC = Custo de coordenação/ Comissão de coordenação

OT = Oferta Total em reais

DP = Desvio Padrão do Papel em 30 dias de negociação após a colocação

RP = Reputação do coordenador líder medida em termos de *market-share*

CI = Custo Indireto (como retorno percentual do primeiro dia de negociação da ação)

EP = Dummy para controle da empresa. Assume valor “1” para empresas cujo controle é público e “0” para empresas cujo controle é privado.

PV = Participação do varejo em termos de percentual alocado da oferta total

IN = Comissão de incentivo, medida em termos percentuais

PE = Participação do estrangeira em termos de percentual alocado da oferta total

NM = Dummy que assume valor “1” caso a empresa adote os padrões do Novo Mercado e “0”, do contrário

RC = Receita líquida da empresa no ano diretamente anterior ao da abertura de capital

Além disso, c_1 e c_2 representam as constantes das equações, ou seu intercepto, enquanto ε_1 e ε_2 representam os respectivos erros.

O modelo II mantém a totalidade das hipóteses levantadas no modelo inicial, porém sob uma distinta abordagem. O que esse modelo busca, é de fato definir se há benefício para a empresa que incorre em uma comissão de incentivo adicionalmente a comissão de coordenação, bem como expurgar o efeito de outros gastos nos quais a firma incorre daquele que é o seu principal custo direto: a comissão cobrada pelo coordenador. A medida que analisamos tal comissão em sua forma pura, a especificação da sistema por si só já é melhor, uma vez que fatores ali incluídos, como por exemplo a reputação do coordenador e o desvio padrão das ações no mercado, devem afetar a estrutura de custos direto por meio da comissão da coordenação, e não de taxas registro, advogados e afins, cujo efeito é agora

retirado. Nas tabelas abaixo são demonstrados os resultados encontrados para o segundo modelo, cuja covariância residual é de 0.00000004.

Tabela 7.B Modelo II - Sistema de equações simultâneas

Equação 1 - Variável Dependente: Comissão de Coordenação					
Parâmetro		Coefficiente	Desvio Padrão	Estatística t	P-valor
c_1	Constante	0.0249	0.0068	3.6362	0.0006
β_1	Oferta Total	0.00001	0.0000	1.4369	0.1569
β_2	Desvio Padrão	0.3766	0.2045	1.8417	0.0713
β_3	Reputação	0.0363	0.0189	1.9185	0.0606
β_4	Custo Indireto sob Empresa Pública	-0.2213	0.0743	-2.9800	0.0044
β_5	Custo Indireto	-0.0670	0.0290	-2.3139	0.0247

Equação 2 - Variável dependente: Custos Indiretos					
Parâmetro		Coefficiente	Desvio Padrão	Estatística t	P-valor
c_2	Constante	-0.0301	0.0869	-0.3464	0.7305
β_6	Oferta Total	0.0001	0.0000	1.4759	0.1461
β_7	Reputação	-0.0145	0.1096	-0.1324	0.8952
β_8	Participação Varejo	0.0772	0.2660	0.2903	0.7728
β_9	Desvio Padrão	5.2679	0.9449	5.5750	0.0000
β_{10}	Comissão de Coordenação	-1.0011	1.0236	-0.9780	0.3327
β_{11}	Comissão de Incentivo	-4.9628	1.8485	-2.6847	0.0098
β_{12}	Participação Estrangeira	-0.0086	0.0685	-0.1248	0.9012
β_{13}	Dummy de Novo Mercado	-0.0084	0.0250	-0.3361	0.7382
β_{14}	Receita	0.0000	0.0000	-0.5708	0.5707

	Equação 1	Equação 2
Variável dependente	Custos Diretos Totais	Custos Indiretos
Número de Observações	35	32
Soma do Quadrado dos Resíduos	0.004087	0.088493
R_2	0.340058	0.606339
R_2 ajustado	0.226275	0.445296

O R_2 e o R_2 ajustado do novo modelo são substancialmente mais altos que no modelo anterior, em relação a ambas as equações estimadas, o que implica numa melhor especificação do sistema proposto. O mesmo é indicado pela soma dos quadrados dos resíduos menor.

Segundo o modelo, todas as hipóteses propostas para explicação da comissão de coordenação podem ser aceitas a 90% de significância, com exceção do total da oferta

O sistema de equações ainda demonstra a importante influência do desvio padrão das ações, como medida de risco, sobre as comissões de coordenações cobradas e os custos

indiretos em que a empresa incorre. Tal resultado corrobora a hipótese inicial de que o coordenador exigirá taxas mais altas para realizar ofertas de empresas cujo perfil é mais incerto, como que para remunerá-lo pelo risco de denegrir sua reputação, caso futuramente a empresa não tenha um bom desempenho econômico. O mesmo vale para os investidores: para empresas mais voláteis, o prêmio exigido, na forma de retorno inicial, será maior quanto maior a percepção de risco do papel. É interessante notar, inclusive, que a variável “desvio padrão” possui o coeficiente mais alto de ambas as equações, com sinal positivo.

Ainda com relação a comissão de coordenação, notamos que empresas públicas de fato incorrem em comissões menos elevadas, com efeitos inclusive sobre os custos indiretos. Isso demonstra que, uma vez que comparemos os coordenadores simplesmente com base em comissões cobradas, estes conseguem ser competitivos e oferecer taxas mais baixas, e, em segundo lugar, que as empresas privadas, ao escolherem o coordenador para sua oferta de abertura de capital, levam em consideração não somente o valor percentual da comissão cobrada pelo coordenador, mas ainda a qualidade do serviço que se julga típica de cada coordenador.

Com relação a reputação do coordenador, notamos que, como era esperado, essa influencia positivamente a comissão de coordenação cobrada, isto é, *ceteris paribus*, firmas que optarem por abrir seu capital com auxílio de coordenadores mais renomados incorrerão em uma comissão um pouco mais alta. Este resultado nos leva de volta a realidade do mercado, representada pela amostra: apesar de ser possível que a firma em processo de abertura de capital escolha como coordenador uma corretora ou distribuidora de valores, somente uma firma na base de dados o fez, enquanto todas as demais ofertas, mais recentes inclusive, optaram por um banco de investimentos. Por si só, tal fato já indica uma predisposição de escolha de agentes coordenadores mais especializados, que possuam ampla base de distribuição, nacional e internacional. Contudo, apesar de sabermos que isso influencia positivamente a comissão cobrada, não sabemos, por ausência de exemplos em tamanho suficiente, qual seria a contrapartida, em termos de custos totais, caso a opção por agentes coordenadores menos especializados fosse feita.

Sob outra ótica, a reputação do coordenador não influencia, à luz dos resultados do modelo II, os custos indiretos nos quais a empresa incorre. Podemos entender que, sendo o

mercado de abertura de capitais no Brasil pouco pulverizado e bastante ativo, não há uma percepção por parte dos investidores no sentido de atribuir menor parcela de risco à operação que um determinado coordenador lidere. Isso também pode ser entendido como uma decorrência da enorme variabilidade de retornos iniciais dos diversos papéis da amostra, sob qualquer coordenador, e o pequeno espaço temporal que abrange muitas das recentes emissões de capital e ainda não possibilitam uma visão de longo prazo sobre a performance dos papéis colocados.

O modelo estimado também não atribui nenhuma relação estatisticamente significativa entre participação estrangeira ou de varejo, tamanho da receita ou adoção do Novo Mercado com o *underpricing* exigido da empresa. A esse respeito, podemos formular algumas hipóteses principais. Quanto a adoção de níveis elevados de governança corporativa, é difícil imaginar que isso não represente valor adicional para a ação. Contudo, uma vez que o tamanho da amostra é reduzido, é provável que alguns fatores específicos inerentes a cada oferta tenham impossibilitado a mensuração deste efeito.

Com relação a participação do varejo nas ofertas públicas, notamos que, conforme mencionado anteriormente, este não parece determinante de algum nível de *underpricing* significativo. Dado que no Brasil as alocações de investidores não institucionais são limitadas a um valor máximo inicialmente, a inclusão do varejo como proxy de investidor não informado parece de fato inócua. A participação estrangeira também não apresentou coeficiente significativo estatisticamente. Isso não necessariamente desmente a hipótese de que os investidores estrangeiros podem ser uma forma adicional de demanda que diminua o *underpricing* do papel. Contudo, o que provavelmente ocorre é que a métrica utilizada causa viés ao resultado, ou seja, como demanda adicional, a participação estrangeira tende a elevar o preço inicial do papel, porém, se a demanda estrangeira se dá em contrapartida a uma menor participação local, não há o efeito de aumento da demanda final, e possíveis benefícios em termos de menores custos indiretos não serão notados. A métrica utilizada neste trabalho, de alocação total dos estrangeiros nas ofertas públicas brasileiras, é uma exclusivamente *ex-post*: ela não demonstra quanto foi a demanda estrangeira inicialmente. De fato, não há dados disponíveis sobre demanda pelo papel em base oficial em um momento anterior a oferta.

Com relação a receita e a oferta total, também não foi encontrada relação significativa para com o custo indireto incorrido pela firma. Foram duas as hipóteses que motivaram a inclusão dessas variáveis neste estudo. Primeiramente, a demonstração de Ritter (1987) de que empresas maiores em termos de receita, e mais estáveis, se utilizam de contratos de compromisso firme de colocação e são menos sub-precificadas em relação as firmas mais especulativas que se utilizam de contrato de melhores esforços. Em segundo lugar, Michaely e Shaw (1994) propõe que, tudo mais constante, ofertas maiores tendem a demandar *underpricings* mais elevados, uma vez que é necessário atingir maiores níveis de demanda.

Dados os resultados encontrados para o caso brasileiro, percebemos que a hipótese da receita ter influencia sobre os custos indiretos é de fato bastante frágil. Espera-se que, ao tomar uma decisão de investimento com relação a uma empresa, o investidor priorize não o tamanho de sua receita, mas outras medidas como talvez o crescimento da receita ao longo do tempo. A receita não é capaz de medir a eficiência operacional da firma ou seus índices de lucratividade, o que reduz sua importância como métrica de análise do risco de uma empresa. Algo semelhante pode ser dito em termos de tamanho da oferta. Pelo modelo II, duas hipóteses são rejeitadas quanto à oferta: que os coordenadores fixam suas comissões com influência no tamanho da oferta, e que quanto maior a oferta maior o *underpricing* exigido da empresa. Isso implica que, de fato, certas características próprias da empresa podem se sobrepor às características da oferta quando da abertura de capital, gerando menores custos totais. Empresas lucrativas provavelmente poderão ofertas montantes maiores sem que isso necessariamente afete seu *underpricing* esperado. Empresas menos lucrativas, contudo, tendem a ter maior dificuldade de achar mais investidores dispostos a demandar o papel a medida que a oferta aumenta, e podem ser portanto dirigidas a fixar preços por ação mais baixos. De toda forma, espera-se que haja um certo efeito marginal do tamanho da oferta sobre os custos indiretos, contudo, a realidade da empresa pode minimizar ou até mesmo expurgar tais efeitos, dado que o p-valor da variável “oferta total” fica bem próximo de níveis aceitáveis em ambos os casos, o que pode sugerir que, fosse a amostra maior, poderia ser encontrada alguma relação entre os custos diretos e indiretos da abertura de capital da empresa e o tamanho da oferta realizada.

A partir do segundo modelo estimado, é importante notar que a relação que induziu a escolha de uma estimação por meio de equações simultâneas, isto é, uma possível influência do custo indireto sobre o custo direto incorrido pela firma se mostra significativa estatisticamente, quando os custos diretos são decompostos em partes menores. Isso ocorre pois, uma vez desconsiderada a parcela dos custos diretos para a firma sobre a qual o banco coordenador não possui qualquer influência, como os gastos com auditorias, viagens e advogados, o que resta é a parcela “pura” sobre as quais as hipóteses formuladas no escopo deste trabalho têm maior influência. Neste sentido, a comissão de coordenação por si só parece não afetar o nível de underpricing que será exigido da firma (seu p-valor demonstra que sua não significância estatística), porém, a existência de uma comissão de incentivo, sim. Isso aponta que, ao fixar o preço dos papéis, caso haja uma remuneração adicional para o banco acordada inicialmente, este possui forte motivação para não subprecificar os papéis, isto é, desempenhar maior esforço no sentido de garantir um custo indireto menor para a firma, e com isso garantir uma maior comissão sobre o total colocado no mercado.

Por fim, a influência do custo indireto sobre o custo direto parece indicar para uma certa visibilidade *ex-ante* do coordenador sobre a demanda. Uma vez que os custos de coordenação são fixados no início da oferta, quando os custos indiretos ainda são desconhecidos, uma possível influência destes sobre as comissões cobradas somente se justifica caso o coordenador, ao preparar a oferta e analisar a empresa em um momento inicial, pressupor qual será a dificuldade de colocação do papel, e ajuste sua comissão com base nisso. Isso explica por que as empresas presentes na amostra que tiveram poucos custos indiretos incorreram em elevados custos diretos, e vice versa.

8. Conclusão

Aparentemente, os custos totais nos quais a empresa que abre capital no Brasil incorre são sensivelmente menores que aqueles existentes no mercado americano. De fato, a amostra estudada demonstra que, na média, os custos diretos de emissão de capital no Brasil correspondem a 4.9% do total levantado no mercado, enquanto os custos indiretos correspondem a cerca de 7,1%. Apesar de inexistência de distintos tipos de contratos que permitam uma distribuição pré determinada do risco da emissão, como se nota no caso norte-americano, a existência de características inerentes a empresa parece ainda assim ser determinante dos custos nos quais esta incorrerá. Conforme demonstrado estatisticamente, um dos elementos de maior influência sobre as comissões diretas cobradas é justamente o perfil de risco inerente às atividades da empresa.

A escolha do coordenador líder é sem dúvida o ponto crucial da formação de uma estrutura de custos diretos da oferta a ser realizada. De fato, não se descarta aqui a importância da reputação do coordenador para com o sucesso da oferta, em especial no que se refere aos esforços de divulgação desta e pela busca por uma demanda de qualidade. Contudo, os resultados empíricos encontrados não apontam na direção de uma conclusão definitiva a esse respeito, principalmente devido ao pouco tempo de negociação em bolsa de grande parte das empresas de capital recém aberto, e ao seleto grupo de bancos de investimento participantes deste mercado. Além disso, apesar do pequeno oligopólio entre os coordenadores participantes do mercado brasileiro, isso parece se refletir em termos de custos diretos de emissão mais caros para empresas locais do que no caso norte-americano.

O caso brasileiro demonstrou ainda que as diferenças de postura entre empresas públicas e privadas no que tange à estrutura de custos diretos. Empresas públicas dão prioridade à taxas menores, enquanto empresas privadas, na margem, parecem atribuir valor a características outras o coordenador e demais contratados. Aparentemente, em um mercado pouco pulverizado em termos de coordenadores, isto é, onde as características relativas a reputação e qualidade do serviço prestado são similares, não há motivo pelo qual uma empresa deva aceitar incorrer em comissões mais elevadas. Nesse sentido, este trabalho demonstra que a postura mais adequada para qualquer firma que busque minimizar custos inclui não só a negociação de comissões de coordenação mais baixas, como ainda a

adoção, com antecedência, de uma possível comissão variável que remunere em adicional o coordenador caso a o papel não seja extremamente sub-precificado.

Da mesma maneira que apontado por Ritter (1987) foi percebido que no caso brasileiro também o maior custo que as firmas em geral incorrem é o custo indireto, relativo ao *underpricing* de seus papéis. Este custo, porém, tem uma volatilidade tão grande que não se mostra, em termos estatísticos, significativamente diferente de 0, no caso brasileiro. Uma vez que a mensuração *ex ante* dos custos indiretos é pouco factível, este trabalho demonstrou serem válidas a utilização de comissões diretas de incentivo, que na média assume o valor de 1.1%, como meio de motivação do coordenador no sentido de uma diminuição dos custos indiretos em que a firma incorre, em especial se considerados os valores extremos a que o *underpricing* pode chegar (29,5% foi o número mais elevado para uma empresa brasileira).

Essencialmente, a questão do custo indireto para a firma é nada menos que uma de demanda. Firms cujas perspectivas futuras de crescimento e lucratividade forem mais altas tenderão a obter preços melhores para suas ações simplesmente pois haverá mais procura por elas. Obviamente, toda e qualquer projeção futura para uma empresa nada mais é que mera suposição, ainda que embasada em premissas realistas. Essa incerteza com relação as expectativas futuras, somada a informação assimétrica dos participantes do mercado, é de onde decorre o *underpricing* das empresas em geral, durante suas aberturas de capital.

De fato, em oposição ao que era esperado, não foi encontrado nenhum fator de caráter estrutural da oferta ou do mercado que tivesse influência sobre os custos incorridos pela firma. Ao contrário, aparentemente são características as próprias da empresa que exercem real influência sobre os custos totais incorridos por esta. Isso sem dúvida é um fator favorável a empresa, não por que essa possa se desfazer de todos os riscos inerentes a seus negócios, e sim pois ela tem a possibilidade de minimizar sua estrutura de custos caso esteja disposta a atuar no sentido de esclarecer possíveis dúvidas e questionamentos dos investidores, difundindo informações e reduzindo a provável dispersão de expectativas futuras do mercado. Em suma, o relacionamento claro e transparente de uma empresa com seus investidores desde o momento de sua abertura de capital parece ter muito a acrescentar, não somente pelo aspecto do valor da governança corporativa, mas ainda em termos monetários, via custos totais de emissão mais reduzidos.

9. Bibliografia

- Ritter, Jay; 1998, “The costs of going public”, Journal of Financial Economics 19, p. 269 – 281
- Michaely, Roni e Shaw, Wayne H., 1994, “The pricing of Initial Public Offerings: Tests of adverse selection and signaling theories”, The Review of Financial Studies 7 (2), p. 279 - 319
- Raghuram G, Rajan e Luigi Zingales, 1998, “Financial Dependence and Growth”, The American economic Review 88 (3), p 559 – 586
- Rock , K; 1986, “Why new issues are underpriced”, Journal of Financial Economics 19, p269 – 282
- Carter, R. e S. Manaster, 1990, “Initial Public Offering and Underwriter Reputation”, Journal of Finance, 45, p.1045 – 1067.
- “Como e por que tornar-se uma companhia aberta”, São Paulo, BOVESPA, disponível em <http://www.bovespa.com.br>
- Bruner, Robert; Chaplinsky, Susan and Ramchand, Latha, 2006, “Coming to America: IPOs from emerging markets issuers”, Emerging Market Review
- Prospectos de Ofertas Públicas disponíveis em <http://www.cvm.gov.br>