3

Descrição da Amostra

3.1

Base de Dados e Seleção da Amostra

Nosso ponto de partida são todas as 54 ofertas públicas iniciais (IPOs) realizadas no Brasil da implantação do Plano Real em 1994 até dezembro de 2006. Esses 54 IPOs estão descritos no Apêndice 8.2.

Para comparar os IPOs no Novo Mercado com os demais segmentos da BOVESPA, coletamos dados sobre as emissões (data, preço e percentagem vendida) na CVM e no próprio prospecto das empresas, sobre as firmas emissoras (contas dos demonstrativos financeiros na Economática e setor de atuação na BOVESPA), sobre as instituições financeiras participantes (*underwriters*) na CVM e o tipo de entidade que estava vendendo participação (pessoa física ou jurídica) também na CVM. Entre esses, os dados das emissões foram os de coleta mais trabalhosa, exigindo o manuseio de três bancos de dados distintos – Economática, CVM e Bloomberg – além de consultas às empresas emissoras.⁵

Por exemplo, dados específicos sobre as emissões (prospectos, volume das ofertas e *underwriters* participantes) foram obtidos junto ao *website* da CVM, enquanto que, da Bloomberg, obtivemos as participações de mercado dos *underwriters* envolvidos nos IPOs. A partir dessas participações, dividimos os 13 *underwriters* envolvidos nos IPOs da amostra em dois grupos. No grupo A estão os de maior reputação: Credit Suisse, UBS e Pactual, sendo que os dois últimos agora são a mesma entidade, UBS Pactual. No grupo B estão as demais instituições: Banco Fator, Itaú-BBA, Bradesco, Unibanco, Merrill Lynch, Elite CCVM, Morgan Stanley Dean Witter, ABN AMRO Real, ING e Deutsche Bank.

⁵ Para os dados obtidos junto à CVM, consultamos o *website* da instituição e, para alguns dados, os arquivos físicos localizados na sede do Rio de Janeiro. Por sua vez, os dados obtidos junto às empresas emissoras vieram dos seus sites e, em vários casos, através de contatos telefônicos e por e-mail.

O dado mais difícil de obter foi o percentual da empresa vendido no IPO. Apesar de nosso intuito inicial ser trabalhar com todas as 54 transações feitas entre 1994 e 2006, não conseguimos dados relativos ao percentual de venda para seis empresas – entre parênteses o ano do IPO: Bradespar (2000), Centrais Telefônicas de Ribeirão Preto (1996), Equatorial Energia (2006), Inepar Energia (1998), Latasa (1997), Mehira Holdings (2001). Excluimos, então, esses IPOs da nossa amostra. Além dessas exclusões, o IPO do Banco Nossa Caixa (2005) também foi retirado da amostra por se tratar de uma empresa estatal. E, apesar de a própria empresa considerar sua oferta pública de 2005 como inicial, nós também retiramos da amostra o IPO da TAM, por se tratar de uma empresa que já era negociada (com pouca liquidez) em bolsa. A amostra final, portanto, consiste de 46 dos 54 IPOs ocorridos entre 1994 e 2006. Como a Tabela 2 mostra, não há concentração setorial nos IPOs de nossa amostra.

Ainda sobre o percentual vendido, vale ressaltar que apesar de os níveis especiais de governança corporativa exigirem um *free-float* mínimo de 25%, é dado um prazo de ao menos 6 meses para que a empresa atinja esse percentual. Além disso, na amostra analisada, não há concentração de ofertas em torno do limite de 25%: das 46 empresas apenas 3 venderam um percentual de 25% de seu capital no IPO.

Por fim, utilizamos o Bloomberg, as séries históricas da BOVESPA e a Economática para obter as cotações dos preços das ações que nos permitem calcular os descontos iniciais dos IPOs. Utilizamos três fontes de dados para termos certeza da exatidão das cotações utilizadas no cálculo do desconto inicial. O cálculo da variação do Ibovespa foi feito com base nos dados do Bloomberg.

3.2

Estatística Descritiva

A Tabela 3 apresenta o desconto inicial e a percentagem de ações vendidas nas ofertas públicas iniciais da nossa amostra. Como discutimos na introdução, o desconto inicial (i.e., a razão do preço da ação no final do primeiro dia de negociação da ação sobre o preço de prospecto) é um custo indireto do IPO; um desconto inicial elevado sugere que o preço de abertura de capital foi abaixo de seu valor de mercado. Por sua vez, a percentagem vendida no IPO deve ser positivamente relacionada com os custos totais do IPO. Ao compararmos o desconto inicial e a participação vendida dos IPOs dentro e fora do Novo Mercado, obtemos uma indicação da relevância de práticas mais rígidas de governança para a redução dos custos da abertura de capital.

Os resultados na Tabela 3 sugerem que o Novo Mercado reduz os custos de abertura do capital. A primeira coluna da tabela mostra que enquanto os IPOs no Novo Mercado levam a uma venda média de 44,36% do capital da empresa, os IPOs dos demais segmentos implicam uma venda de 28,84%; uma diferença que, além de economicamente relevante, é estatisticamente significativa (p-valor de 0,01). Essa diferença na fração vendida das empresas nos IPOs também aparece se considerarmos os montantes vendidos: R\$ 588 milhões no Novo Mercado e R\$ 267 milhões nos demais segmentos, com p-valor de 0,003 para o teste de diferenças de médias.

Esse aumento no percentual das ofertas que é vendido ao mercado também se verifica em termos da origem das ações: novas e existentes. A terceira coluna da Tabela 3 mostra que, em média, a fração de ações antigas – secundárias – vendidas no Novo Mercado é significativamente maior do que a dos demais segmentos da BOVESPA, respectivamente 19,93% e 12,57%, com um p-valor de 0,11. Parece haver evidência, portanto, de que o Novo Mercado estimula a diversificação de riqueza dos empreendedores. E que, adicionalmente, facilita o financiamento das empresas: como a segunda coluna da tabela mostra, a percentagem da companhia vendida através de emissões primárias é de 23,09% no

Novo Mercado contra 16,27% nos outros segmentos especiais, uma diferença estatisticamente significativa, com p-valor de 0,11.

Finalmente, a última coluna da Tabela 3 procura evidência mais direta de que o Novo Mercado reduz os custos de abertura de capital. Enquanto o desconto inicial médio no Novo Mercado é de 6,24%, ele é de 16,47% nos demais segmentos da BOVESPA. Contudo, tal diferença não é evidência forte de redução de custo porque a diferença de médias não é estatisticamente significativa (p-valor de 0,17).

Em resumo, os testes uni-variados sugerem que as regras de governança do Novo Mercado aumentam os incentivos para redução do custo de abertura do capital, estimulando, assim, a diversificação de riqueza e o uso do mercado de ações como fonte de financiamento das empresas. Os testes uni-variados, entretanto, têm limitações. Eles, por exemplo, não controlam variáveis que influenciam tanto o desconto inicial como a decisão de venda de ações nos mercados primários e secundários. Em tese, essas variáveis omitidas podem gerar relações espúrias entre nossas variáveis de interesse (i.e., a participação vendida e o desconto inicial) e a decisão de abrir capital no Novo Mercado. Questões como essas serão discutidas na próxima seção.