



Oferta Publica Inicial (IPO): O caso Facebook

por

Águeda Sofia Carneiro Neto

Dissertação de Master in Finance

Orientada por:

Professor Doutor Miguel Sousa

2015

Nota Bibliográfica

Águeda Sofia Carneiro Neto, nasceu a 13 de Julho de 1987 em Paços de Ferreira, cidade onde vive atualmente. Ingressou no ano de 2005 na Universidade de Trás-os-Montes e Alto Douro, onde se licenciou em Economia em 2008. Desde 2009, exerce a função de Técnica Oficial de Contas numa empresa de prestação de serviços da área da contabilidade e consultoria, dando apoio a diversas empresas. Em 2011, prosseguiu os seus estudos ingressando no mestrado em Finanças na Faculdade de Economia do Porto.

Dedicatória e Agradecimentos

Início com a dedicatória desta dissertação ao meu pai que este ano partiu, e que seria a pessoa que mais se orgulharia de me ver a terminar esta etapa do meu percurso académico.

Gostaria de agradecer ao meu orientador, o professor Miguel Sousa pela pronta disponibilidade com que sempre me recebeu e apoio ao longo de todo processo.

Gostaria também de agradecer a todos os meus colegas, amigos em especial à Cláudia e à Célia e ao meu namorado Paulo que me ajudaram de forma direta ou indireta.

Por fim, deixo o maior agradecimento à minha mãe e ao meu pai, que sempre me apoiaram nas minhas decisões e me incentivaram e ensinaram que desistir nunca é a melhor solução, pois uma vez iniciado um novo ciclo no nosso percurso devemos sempre ter em mente terminá-lo com o melhor resultado.

Resumo

A abertura de capital, ou seja, a primeira vez que uma empresa passa a estar cotada na bolsa de valores, vendendo pela primeira vez o seu capital ao público em geral, é designada de Oferta Pública Inicial ou IPO (*Initial Public Offering*). Todo este processo de venda de unidades participações de capital em bolsa é um processo demasiado vasto. O presente trabalho tem como objetivo estudar alguns dos pontos iniciais na operação de um processo de IPO, desde os custos diretos e indiretos incorridos, os intermediários, especialmente o banco subscritor, o método utilizado na fixação do preço e a quantidade de ações a oferecer. Alguns dos acontecimentos pós-IPO, também serão analisados nomeadamente o fenómeno de *underpricing* e o *greenshoe*. Com a inclusão de um caso de estudo, pretende-se averiguar de que forma os resultados obtidos por diversos autores e as mais diversas teses defendidas nos últimos anos sobre esta matéria se aplicam ao caso do *Facebook*, e até que ponto o que se tem escrito não se aplica aos resultados obtidos, dando abertura a novas questões a serem investigadas. Alguns dos resultados obtidos não vão de encontro ao sustentado pelas teorias da literatura, nomeadamente fixação do preço de venda, resultando num *underpricing* quase inexistente, que acabou por condicionar as expectativas dos investidores e a performance da empresa na bolsa no curto prazo, onde nem mesmo o utilização do *greenshoe* como mecanismo estabilizador de preço, não conseguiu suportar a baixa cotação das ações.

Palavras-Chave: Oferta Pública Inicial; *underpricing*; bancos de investimento; *greenshoe*

Códigos JEL: G12; G24; G32

Abstrat

The first time a company will be listed on the stock exchange, selling for the first time its capital to the general public, is called the Initial Public Offering or IPO (Initial Public Offering). This whole process of selling units of capital shares on the stock exchange is a very extensive process. This work aims to study some of the thresholds in the operation of an IPO process from the direct to a indirect incurred costs, the intermediaries, especially the subscriber database, the method used in pricing and the number of shares to offer. Some of the post-IPO events, will also be particularly analyzed, like the phenomenon of underpricing and the greenshoe. With the inclusion of a case study is intended to determine how the results obtained by various authors and the diverse views put forward in recent years in this regard apply to the case of Facebook, and to what extent what has been written does not apply to the results obtained, giving openness to new issues to be investigated. Some of the results will not meet the sustained by the theories of literature, including fixing the selling price, resulting in an almost nonexistent underpricing, which turned out to condition the expectations of investors and the company's performance in the stock market in the short term, where even the captive use of the greenshoe as mechanism price stabilizer, could not bear the low share price.

Keywords: Initial Public Offering; underpricing; investment banks; greenshoe

JEL-codes: G12; G24; G32

Índice Geral

Nota Bibliográfica	i
Dedicatória e Agradecimentos	ii
Resumo	iii
Abstrat.....	iv
1. Introdução	1
2. Revisão da Literatura	3
2.1 Tomada de Decisão.....	3
2.1.1 Decisão de abertura de capital	3
2.1.2 Custos.....	8
2.1.3 Intermediários	12
2.1.4 Montante a Oferecer	17
2.2 Métodos de Venda	19
2.3 O Fenómeno do <i>Underpricing</i>	22
2.4 <i>Greenshoe</i> – Lote suplementar	26
2.5 Mercado de capitais no curto prazo	27
3. Metodologia	29
4. Análise do Caso <i>Facebook</i>	34
4.1 Apresentação da Empresa e decisão de abertura de capital.....	34

4.1.2 Custos.....	39
4.1.3 Intermediários	43
4.1.4 Montante a Oferecer	47
4.2 Métodos de Venda	48
4.3 O Fenómeno do <i>Underpricing</i>	49
4.4 <i>Greenshoe</i> – Lote suplementar	53
4.5 Mercado de capitais no curto prazo	54
5. Conclusões	60
Referências Bibliográficas	63

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Bancos subscritores e respectivas ações atribuídas (adaptado do prospeto do <i>Facebook</i>)	43
--	----

Índice de Gráficos

Gráfico 1 - Cotação diária da <i>Nasdaq</i> do período de 1 de janeiro de 2012 a 31 de maio de 2012 (fonte Yahoo Finance)	52
Gráfico 2 - Cotação diária das ações do <i>Facebook</i> do período de 18 de maio de 2012 a 18 de maio de 2013 (fonte Yahoo Finance).....	55
Gráfico 3 - Cotação diária da <i>Nasdaq</i> do período de 18 de maio de 2012 a 18 de maio de 2013 (fonte Yahoo Finance)	58

1. Introdução

Desde a década de 70 que diversos autores da área financeira e agentes económicos (investidores, emitentes, e bancos de investimento) aprofundam o estudo do fenómeno das Ofertas Públicas Iniciais (IPO). Entenda-se IPOs como a admissão inicial de ações representativas de capital de uma empresa em bolsa, podendo assim ser adquiridas pelo público em geral.

Nos últimos anos tem-se verificado à escala mundial um forte crescimento da entrada em bolsa de várias empresas, onde estas arrecadaram receitas astronómicas, como foi o caso da *Telstra*, *France Telecom*, *General Motors*, *Visa*, *Kraft Foods*, entre outras.¹ As empresas que têm realizado os seus IPOs são dos mais diversos sectores de atividade. Destas empresas destacam-se as do setor das tecnologias que nos últimos anos tem aberto o seu capital, como por exemplo a *LinkedIn*, *Pandora*, *Renren*, *Groupon*, *Google*, *Amazon*, *Homeaway*, *Netflix* e o *Facebook*.²

Segundo Jain e Kini (2006), tem-se verificado um *cluster* de IPOs no setor das tecnologias, visto que numerosas empresas de tecnologia da informação decidiram abrir o capital durante esses últimos anos.

Com o presente trabalho pretende-se estudar o fenómeno dos IPOs, perceber os passos necessários para a sua concretização e entender as razões de tomada de decisão por este tipo de financiamento. Consequentemente, torna-se pertinente avaliar os efeitos após a concretização da admissão da sociedade em bolsa. Justifica-se assim a inclusão de um estudo de caso recente, com a perspetiva de compreender se as conclusões da revisão da literatura conseguem ou não explicar os acontecimentos do caso concreto do *Facebook*.

¹ “Top 10 maiores IPO de todos os tempos”, Top 10 mais, 7 de novembro de 2014 (consultado em 16 de outubro de 2014)

² “Tech IPO Valuations on LinkedIn, Pandora, Groupon, Zynga, Homeaway, RenRen, Facebook and more”, Clark Schultz's Blog, 4 de julho de 2011 (consultado em 2 de outubro de 2014)

Neste sentido, tendo em consideração que a realização de IPO é um processo bastante complexo, numa fase inicial será efetuada uma revisão literária que terá por base quatro temáticas. A primeira será a tomada de decisão, onde serão analisadas as razões para uma sociedade abrir o seu capital, os principais custos associados à realização de um IPO, os principais intervenientes e que quantidade a oferecer. A temática seguinte incidirá sobre a determinação do preço, onde se estudarão as principais teorias relativas à determinação do preço de venda e métodos de venda das ações. O *underpricing*³, entendido como a análise dos retornos anormais das ações no primeiro dia de transação, será o terceiro ponto. Os principais acontecimentos pós IPO, com a análise do curto prazo e o *greenshoe*⁴ serão as últimas temáticas da revisão da literatura.

A segunda parte da dissertação terá por base a análise do estudo de caso do IPO do *Facebook*. Pretende-se assim verificar de que forma as teorias, modelos e métodos analisados na revisão da literatura se aplicam e explicam os acontecimentos e decisões tomadas neste caso em concreto e se as mesmas vão de encontro as afirmações observadas pelos diversos autores.

No último ponto serão apresentadas as principais conclusões sobre a temática das ofertas públicas iniciais e a sua correlação com o caso. Serão também enumeradas possíveis investigações relacionadas com o tema que não foram incluídas neste estudo mas poderão ser pertinentes no futuro, bem como questões que a teoria atual ainda não consegue dar resposta.

De uma forma geral, o fundamento deste trabalho pretende ser uma compilação da literatura existente e explorada nos últimos tempos de modo a permitir futuras pesquisas relacionadas com este tema, bem como servir de base de estudo para potenciais IPOs, como pode ser o caso de um futuro IPO do *IKEA*.

³ *Underpricing* é a designação dada quando as ações de uma empresa no final do primeiro dia de transações em bolsa (IPO) apresenta um cotação superior ao preço de oferta.

⁴ *Greenshoe* consiste numa opção dada ao subscritor (ou *underwriter*) de comprar um lote suplementar de ações, numa data posterior à da oferta. A existência desta opção permite ao vender ao investidores um número superior de ações do que as inicialmente planeadas na oferta.

2. Revisão da Literatura

2.1 Tomada de Decisão

Uma sociedade quando pretende efetuar um IPO e desta forma entrar em bolsa, pode fazê-lo através da emissão de novas ações, aumentando assim o capital da empresa; da venda de ações por parte dos acionistas iniciais; ou ainda através da junção destas duas formas, em que a sociedade emite novas ações e os acionistas iniciais oferecem as suas próprias ações ao público em geral.

Contudo, a tomada de decisão de abertura do capital de uma sociedade depende sempre das decisões dos acionistas iniciais.

Segundo Ritter (1998), uma Oferta Pública Inicial (IPO) acontece quando são vendidas pela primeira vez ao público em geral ações de uma sociedade, com a perspectiva do desenvolvimento de um mercado líquido.

Os motivos para a realização de um IPO são vários, entre os quais, i) outra forma de financiamento, por meio de capitais próprios, ii) diversificação dos investimentos, iii) acesso menos dispendioso ao mercado de capitais, iv) obtenção de notoriedade, v) obtenção de uma avaliação da sociedade pelo mercado. (Miguel Sousa, 2005)

2.1.1 Decisão de abertura de capital

A decisão de abertura de capital de uma empresa pode ser explicada por duas teorias. Estas duas teorias explicam qual o melhor momento a que uma empresa deve efetuar o seu IPO: i) a teoria do ciclo da vida, que defende que as sociedades abrem seu capital para fazer face a necessidade que surgem, como por exemplo financiar novos projetos; ii) “as janelas de oportunidade” que sustenta que os acionistas aproveitam o facto de o mercado estar a sobreavaliar a sociedade para entrar em bolsa.

Teoria do ciclo da vida

De acordo com a teoria do ciclo de vida as empresas devem abrir o seu capital ao público geral em determinado momento dos seus ciclos de crescimento.

No desenvolvimento da sua Teoria de *Pecking Order*, Myers (1984) argumentou que a ordem dos financiamentos de uma empresa deve ser primeiramente a utilização dos recursos internos, de seguida a retenção de parte dos lucros e a emissão de dívida e só depois o recurso a capital externo. Esta teoria defende que a decisão de uma sociedade ir a público é então a última etapa no processo de crescimento de uma sociedade, na qual a empresa recorre ao financiamento através de um IPO somente esgotadas todas as outras alternativas de financiamento, anteriormente referidas.

Zingales (1995) apresentou pela primeira vez uma teoria formal acerca da tomada de decisão de realizar um IPO. No seu estudo o autor analisou de que forma, através da realização de um IPO, os acionistas iniciais ao venderem parte do seu capital a acionista dispersos conseguem obter benefício financeiro com a criação de valor proveniente da valorização dos fluxos de caixa futuros.

Em primeiro lugar, os acionistas iniciais irão vender parte dos seus direitos sobre os fluxos de caixa, continuando a deter os seus direitos de controlo, uma vez que se a participação no capital da sociedade for pequena eles não terão benefício numa futura negociação de venda de ações, porque já eliminaram o seu excedente dos fluxos de caixa de participação e diminuíram um possível excedente de uma negociação direta com novos compradores, reduzindo assim o valor da sociedade.

Posteriormente, uma vez que a sociedade está cotada em bolsa e consequentemente exposta à avaliação efetuada pelo mercado, os acionistas iniciais poderão mais facilmente vender os seus direitos de controlo a (poucos) grandes investidores, tornando-se assim alvo de uma potencial aquisição.

O autor acrescenta que quando a administração (acionistas iniciais) obtém benefícios privados de controlo, esta pode pressionar os preços-alvo e assim facilitar a aquisição da empresa por um valor maior quando comparado com uma venda direta.

Contudo, a teoria de Zingales só é possível se existirem expectativas de uma venda futura de ações da sociedade por parte dos acionistas iniciais de forma a conseguirem obter um acréscimo do valor dos direitos de fluxos de caixa. Por outras palavras, através

do IPO os acionistas iniciais têm expectativas em conseguirem a venda ações por um valor superior ao que conseguiriam com uma venda direta.

Black e Gilson (1998), afirmam na sua análise que os empresários muitas vezes ganham o controlo dos *venture capitalists*⁵ nos IPOs porque o número de acionistas foi aumentado, e os *venture capitalists* perdem assim o controlo expressivo da empresa.

No mesmo sentido, Chemmanur e Fulghieri (1999) desenvolveram um modelo de decisão de abertura de capital de uma sociedade, analisando qual seria a melhor fase da vida uma empresa ir a público, por oposição a financiar os seus projetos através de investimentos de capital próprio privados, como por exemplo *venture capital*. O momento de ir a público está diretamente relacionado com o ciclo de vida da empresa e os custos associados à entrada em bolsa.

Os autores comprovam que em equilíbrio as sociedades devem ir a público apenas quando estas possuam uma quantidade suficiente de informações acumulada de domínio público, de modo que os custos para os potenciais investidores na obtenção de informação sobre verdadeiro valor da sociedade se tornem suficientemente pequeno. Contudo, empresas mais jovens que implicam um maior custo na aquisição de informação devem optar por outras fontes de financiamento (por exemplo, *venture capital*).

Por outro lado, Maksimovic e Pichler (2001), analisaram a forma como os riscos tanto tecnológicos como competitivos podem afetar o momento da oferta inicial, quer pública quer privada em indústrias emergentes. Apresentam que uma empresa que decide abrir o seu capital ao mercado pode ganhar vantagem competitiva e obter um maior prestígio no mercado; as sociedades aumentam seu valor de mercado, fomentando a confiança dos outros investidores, clientes e credores. Os autores afirmam ainda que devido às consequências do pareceres dos mercados financeiro, o valor da informação dos investidores é maior em ofertas privadas do que em ofertas públicas iniciais. A alteração

⁵ Designação utilizada para definir a classe de investimentos de risco, em que o seu objetivo é ajudar as empresas a crescerem de forma a realizarem potenciais operações de venda, fusões ou entradas em bolsa no futuro.

de uma sociedade de capitais privados para uma empresa pública demonstra informações positivas sobre a sociedade e sobre a sua performance no mercado, melhorando assim favoravelmente a percepção que os investidores têm da mesma.

De acordo com Ritter e Welch (2002), existem razões teóricas para as empresas quererem ir a público. Os autores argumentam que as condições de mercado são o fator mais importante na decisão de ir a público, e que o estágio da empresa no seu ciclo de vida é o segundo fator mais importante.

Por sua vez, Brau, Ryan, e DeGraw (2006) argumentam que o crescimento e a liquidez são o principal motivo para uma sociedade realizar o seu IPO. Neste estudo, os autores também concluem que através de um IPO os proprietários da sociedade conseguem facilmente retirar o seu capital investido na sociedade.

Segundo Deangelo, Deangelo e Stulz (2010), o motivo fundamental que leva as empresas a realizarem um IPO é fazer face às necessidades de financiamento de curto prazo, deixando de lado a oportunidade de negociar ações a preços elevados e não tendo em conta o estágio do ciclo de vida em que a empresa se encontra.

Market Timing e Janelas de Oportunidade

A teoria do *market timing*⁶ sugere que as empresas devem realizar IPOs analisando as condições económicas do mercado, identificando a existência de janelas de oportunidade, de modo que as sociedades aumentem seu valor de mercado, e assim, os acionistas possam tirar proveitos da sobreavaliação das ações.

Ritter (1991) no seu estudo conclui que no longo prazo o preço das ações apresentou-se sobrevalorizado no momento do IPO. O autor constata que os investidores aproveitam as “janelas de oportunidades” no momento em que as ações estão sobrevalorizadas, o que permite um custo de capital mais reduzido no financiamento de novos investimentos.

⁶ Estratégia de tomar decisões de compra ou venda de ativos financeiros tentando prever os movimentos futuros dos preços de mercado.

Loughran e Ritter (1995) observam que as empresas que realizam IPO apresentam uma performance menos favorável do que as empresas que não realizam. Os autores também concluem que as empresas aproveitam as “janelas de oportunidade” emitindo ações (IPO) em momentos em que os mercados apresentam uma boa performance e consequentemente o preço das ações está sobrevalorizado, havendo assim melhores oportunidades de fortes retornos.

Para Pagano, Panetta e Zingales (1998) os mercados ineficientes (em desequilíbrio) podem sobrevalorizar algumas ações. Os autores no estudo concluem que a probabilidade de uma determinada sociedade realizar um IPO está relacionada diretamente com fatores de avaliação das sociedades da mesma indústria. Assim, as sociedades têm mais tendência a efetuar IPO, quando as sociedades do mesmo setor apresentam as suas ações sobreavaliadas, aproveitando assim as “janelas de oportunidade”.

Da mesma forma, Ritter e Welch (2002) fazem notar que o sentimento do investidor quando está mais favorável pode levar a avaliações mais elevadas. Quando os investidores estão demasiado otimistas, as empresas respondem através da emissão de capital próprio.

Baker e Wurgler (2002) concluem que as empresas com menores níveis de alavancagem são aqueles que emitiram ações quando o seu valor de mercado está em alta, enquanto que as empresas com maiores níveis de alavancagem emitem capital quando o seu valor de mercado se encontra em baixo.

Segundo Brau *et al.* (2006), quando as sociedades sabem que o valor das suas ações está subavaliado, elas vão adiar o momento de realização do IPO até que o mercado esteja mais “*hot*”, assim permita melhores cotações.

Paralelamente, Alti (2006) no seu estudo tem como objetivo separar os mercados em momentos de *hot* e *cold*, com o intuito de averiguar de que forma o *market timing* pode influenciar o número de ações emitidas num IPO e medir o impacto na estrutura de capitais. O autor conclui que as sociedades decidem ir a público quando o mercado está *hot*, emitindo substancialmente mais capital nestas alturas. No entanto, o autor constata

que as empresas que decidem ir a público quando o mercado está *hot*, apresentam no curto prazo níveis de alavancagem demasiado baixos, fazendo com que estas empresas após o IPO comecem a emitir significativamente mais dívida e menos capital.

De acordo com Brigham e Ehrhardt (2012), as empresas que apresentam expectativas bastante positivas evitam vender ações, financiando-se através de outros meios nomeadamente com a emissão de dívida (acima do valor da estrutura ótima de capitais). Se a empresa apresentar expectativas negativas, ela irá vender ações, de maneira a poder partilhar os prejuízos com os novos investidores.

2.1.2 Custos

Além dos custos inerentes aos especialistas intervenientes, entre os quais os intermediários financeiros e auditores, a empresa tem uma série de outros custos que não deveriam ser esquecidos no processo de colocação das ações em bolsa.

Comissões e custos administrativos

As comissões a pagar ao banco de investimento subscritor, ao auditor e aos consultores jurídicos são fundamentais no processo de IPO.

Segundo Fang (2005), a reputação e a qualidade dos subscritores são uma fonte de poder de negociação, o que faz aumentar o valor das comissões a pagar.

De acordo com Chen e Ritter (2000), nos IPOs de tamanho médio dos EUA as taxas aplicadas pelos bancos de investimento, normalmente designadas de *spread*⁷ bruto, são quase sempre 7% do valor das receitas.

No entanto, de acordo com Jenkison e Jones (2009) as comissões totais (ou *spread* bruto) variam consideravelmente. Nos EUA estes rondam normalmente os 7% para IPOs até US\$ 100 milhões, podendo diminuir para os de 4% para grandes IPOs. Na

⁷ Valor percentual aplicado pelos bancos a uma taxa de referência, podendo também ser considerado como a margem de lucro do banco.

Europa, as comissões de IPOs médios rondamos os 4%, sendo que para IPOs de maiores estas comissões podem ser de cerca de 2%.

Torstila (2003) confirma que existe uma diferença de 3% nas comissões pagas nos EUA (7%) e na Europa (4%), apontando que um das principais razões para esta diferença é justificada pela maior qualidade de serviços de subscrição nos EUA. No período de 1998 e 2007, Abrahamson *et al.* (2011), constataram que os *spreads* pagos nos IPOs dos EUA estão agrupados em torno dos 7%. Na Europa a taxa é de cerca de 4%, no entanto, não há um padrão de agrupamento. Os autores tentaram explicar esta desigualdade de 3% através de diferenças entre os custos legais, as ofertas pequenas (*retail offerings*), o risco de litígio, os analistas do lado da venda (*sell-side*) e o *underpricing*, contudo, não encontram evidências que suportem estas possíveis explicações sugeridas.

Perda de confidencialidade

Quando uma empresa decide abrir o seu capital, ela adquire novas obrigações relacionadas com a transparência e requisitos de divulgação da informação, tornando-se responsável perante um grupo maior de acionistas externos que irão utilizar o seu direito de voto para acompanhar a empresa. Com a realização de um IPO as empresas vêm-se de certa forma obrigadas a relevar informações que até ao momento eram confidenciais, tendo assim a desvantagem de divulgar informações confidenciais para as empresas concorrentes.

Campbell (1979) foi o primeiro autor que apontou a confidencialidade como um impedimento para as empresas irem a público. Campbell (1979) e Yosha (1995) afirmam que os custos incorridos com a divulgação de informações confidenciais pode ter efeitos sobre as escolhas das fontes de financiamento em I & D, sendo um obstáculo numa eventual abertura de capital.

Yosha (1995) e Maksimovic e Pichler (2001) argumentam que a potencial perda de confidencialidade pode impedir empresas de alta tecnologia na escolha pela realização de um potencial IPO. Para eles, as empresas inovadoras e de alta qualidade, com

informações sensíveis são travadas de realizar um IPO, preferindo usar fonte privada de financiamento, de modo a evitar a fuga de informação para os concorrentes.

Para Pagano *et al.* (1998), quando uma empresa realiza um IPO, esta reduz a sua margem de manobra à gestão fiscal, uma vez que, aumenta a fiscalização por parte da administração fiscal.

A teoria de divulgação de informações confidenciais foi testada empiricamente por Chemmanur *et al.* (2005), onde esperavam verificar que as empresas que atuam em sectores em que o valor da confidencialidade é maior são menos propensas a ir a público. Contudo, os resultados empíricos mostraram que a probabilidade de vir a público é significativamente maior nas empresas que atuam em sectores de alta tecnologia.

Perda de controlo e autonomia

As potencialidade de uma aquisição por parte de accionistas opostos á gestão existente pode também ser considerado um custo para a sociedade.

Brennan e Franks (1997) argumentam que os gestores oportunistas implementam a defesa de potenciais aquisições, pois querem manter os seus benefícios privados do controle mesmo depois de a empresa ir a pública. Os autores também consideram que os gestores desencorajam a formação de grandes participações em bloco (*blockholdings*) externos que têm um maior incentivo para acompanhar a gestão da empresa.

Segundo Field (1998), 50% das empresas optam por medidas *antitakeover* antes de efetuar um IPO, o que demonstra que as considerações relativamente ao controlo são tidas em conta quando se pretende realizar um IPO.

Para Boot *et al.* (2005), a escolha da estrutura acionista é uma questão de dilema entre o custo de capital e o seu grau de autonomia para tomar decisões com o objetivo de maximizar o valor da empresa. A propriedade privada dá um empresário uma maior "margem de manobra", mas requer um maior custo de capital. Por sua vez, quando uma empresa realiza um IPO, ela obtém uma maior liquidez e menores custos de capital, mas

enfrenta riscos de desentendimentos entre os investidores e as decisões tomadas pelos empresários.

Para muitos empresários, a realização de um IPO traz consigo a possibilidade de perda do controlo da empresa e dos benefícios privados associados com o controlo. Boulton *et al.* (2010) mostraram que o risco de perda do controlo é particularmente elevado quando os empreendedores realizam o IPO durante um período ativo em termos de aquisições (*active corporate control market*). Isto faz com que muitos empresários com preocupações relativas à perda de controlo tomem medidas extraordinárias para reforçar o controlo pós-IPO.

Informação

Para Chemmanur e Fulghieri (1999), as empresas privadas que apresentam uma menor assimetria de informação ou apresentam já uma quantidade adequada de informação acumulada no domínio público bem como as que operam em indústrias caracterizadas por um custo de avaliação mais baixa são mais propensas a ir a público. Por conseguinte, as empresas com um histórico mais longo terão um menor custo de aquisição de informação para os potenciais investidores (*outsiders*).

Custos de agência

Após um IPO a sociedade passa a ter um maior número de acionistas, o que pode gerar conflitos de agência entre estes e os gestores. Jensen e Meckling (1976), através do seu modelo de conflito de interesses entre gestores e acionistas, evidenciaram que se torna necessário um maior controlo sobre os gestores para que estes não maximizem os seus interesses pessoais, em vez do maximizarem a riqueza dos acionistas.

Insucesso da oferta

Nem sempre nas aberturas ao público as sociedades conseguem atingir os objectivos planeados, podendo assim a oferta não ser bem sucedida.

Dunbar (1998) considera que em caso de insucesso numa oferta, este está relacionada com erros de *marketing* por parte do banco de investimento, ou pelo facto dos

investidores estarem um pouco reticentes quanto às perspectivas futuras da empresa emitente.

Assim, a escolha de um coordenador competente, geralmente o banco de investimento, pode ajudar a garantir o sucesso da oferta de IPO. (Deloitte, 2012)

Underpricing

Os investidores podem obter aumentos de preços elevados e assim obterem lucro com o IPO. Contudo estes altos retornos são normalmente causados pelo fato da oferta ser feita a um preço artificialmente baixo. Assim, este *underpricing* (quando a cotação no final do primeiro dia de transações de uma empresa é superior ao preço de oferta) é considerado um custo de oportunidade para a empresa emissora, uma vez que esta vendeu as ações por um preço mais barato (Ursel, 2000).

Segundo Loughran e Ritter (2002) e Ritter (2011), a existência de *underpricing* é considerada um custo de oportunidade quando uma empresa decide ir a público, pois muitos acionistas “deixam demasiado dinheiro sobre a mesa”.

Goldstein *et al.* (2011) argumentam no seu estudo que os subscritores capturam 45% do “dinheiro deixado sobre a mesa”. Assim, se um subscritor pode capturar parte do dinheiro deixado sobre a mesa, este irá recomendar um preço de oferta inferior ao que seria o ideal à empresa emissora, levando assim maior *underpricing*.

2.1.3 Intermediários

Uma Oferta Pública Inicial requer uma estreita colaboração da empresa emitente com os subscritores (bancos de investimentos), consultores jurídicos e auditores. A preparação e execução de um IPO exige que a empresa trabalhe de perto com estes intervenientes para identificar, analisar e resolver uma infinidade de questões de cariz legal, contabilístico e relacionadas com o próprio negócio (Allison *et al.*, 2008).

Bancos de Investimentos / Subscritores

A escolha do banco de investimento é num passo importante no processo de um IPO. Os banco de investimento irão desempenhar um papel essencial, uma vez que se presume que o mercado possui informação assimétrica, será o banco de investimento que irá analisar o verdadeiro valor da empresa definindo (em conjunto com a preço) o preço da oferta, i.e., o preço ao qual as ações devem ser vendidas. Perante este facto, a informação e a análise incorreta da empresa poderá fazer com que o mercado penalize este comportamento, podendo até o banco de investimento sofrer perdas resultante de sanções aplicadas pelo regulador do mercado.

Custo

As comissões cobradas pelos bancos de investimento diferem com a área geográfica onde o IPO se dá, sendo superiores nos Estados Unidos.

Chen e Ritter (2000), demonstram que entre 1995 e 1998, 90% os IPOs dos EUA entre US\$20 milhões e US\$80 milhões apresentam *spreads* brutos de exatamente 7%, tal como referido anteriormente.

Por sua vez, Torstilla (2003), argumenta que existe uma diferença entre as comissões verificadas nos EUA e na Europa, de 7% e 4% em média, respetivamente.

Abrahamson *et al.* (2011) reabrem o estudo dos 7% de *spread* bruto nos IPOs dos EUA, analisando os IPOs ocorridos entre 1998 e 2007, comprovando que esta taxa tem-se de verificado ao longo dos tempos.

Hansen (2001) analisa diversos motivos que podem explicar o porque das taxas de *spread* nos IPOs dos EUA tenderem para os 7%. Hansen afirma que no mercado de IPOs dos EUA não é demasiadamente concentrado, havendo baixas barreiras à entrada. O autor justifica que a razão para tal explicação não é o “conluio” entre os bancos de investimento nos EUA mas sim a existência de um mercado competitivo, onde os bancos de investimento competem com base na reputação, na capacidade de colocação das ações no mercado e no *underpricing*.

Prestígio e Reputação

Na escolha do banco de investimento o prestígio e a reputação terão um grande peso, uma vez que, uma elevada reputação irá garantir uma melhor qualidade de informação.

Carter e Manaster (1990) evidenciam a existência de uma relação negativa entre o prestígio dos subscritores e *underpricing* dos IPOs. Segundo estes autores, os subscritores com maior reputação estão associados a IPOs com retornos mais baixos e ofertas de menor risco. Para este estudo, os investidores menos informados vão investir em IPOs menos arriscados, justificado pela associação deste IPO a um banco de investimento reputado.

Segundo Benveniste *et al.* (2003), entre 1999 e 2000 quando os mercados se encontravam em alta (*hot*), verificou-se a existência de uma relação positiva entre o *underpricing* e o prestígio do subscritor.

Por sua vez, Fang (2005) considera que a reputação do subscritor é uma fonte de poder negocial, o que faz aumentar as comissões pagas pelo emitente.

Fernando *et al.* (2005) afirmam que os subscritores prestigiados normalmente estão associados a grandes empresas emissoras e a empresas de menor risco. Assim, os bancos subscritores procuram empresas emissoras de qualidade, e estas procuram subscritores com certas competências (reputação).

Enquanto que Lui e Ritter (2011) desenvolveram a teoria do *underpricing* baseada nos serviços de subscrições diferenciadas e concorrência localizada dos subscritores. Os autores concluem que a indústria dos subscritores é caracterizada por uma série de oligopólios locais, que são proporcionadas pelo *underpricing*. Outra das conclusões dos autores é a de que os IPOs com um maior *underpricing* são aqueles que têm a cobertura de um analista reputados (*all-star*), subscritores de maior qualidade ou experiência no sector e que se deparam com um mercado de subscrição mais concentrada.

A obtenção de informação privada por parte de um banco de investimento sugere que a relação entre os subscritores e as empresas (emissora de ações) pode ser valiosa

(Fernando *et al.* 2012). Contudo, não há evidências que confirmem que as empresas clientes recebam uma quota de valor criado proveniente desta relação. O que se tem evidenciado, segundo os autores, é que as empresas mudam frequentemente de bancos subscritores, em especial para os bancos de investimento de maior reputação, levantando assim questões relativamente até que ponto este relacionamento (empresa e subscritor) pode estar associado a qualquer criação de valor para a empresa.

Audidores

Qualidade e Reputação

A qualidadae e a reputação do auditores são outro ponto fulcral na decisao de entrda em bolsade uma empresa. Alguns dos estudos demonstram por vezes que reputação do auditor está diretamente interligada com a qualidade da auditoria.

DeAngelo (1981) defende que a qualidade do auditor define-se pela sua capacidade em descobrir e denunciar as violações verificadas nas demonstrações financeiras do seu cliente, medindo assim a qualidade em termos de competência e independência do auditor. Outro dos argumentos do autor é que as empresas de auditoria maiores produzem auditorias de qualidade superior de forma a garantir a sua reputação.

Por sua vez, Titman e Trueman (1986) no seu estudo observam que as empresas mais alavancadas estavam propensas a escolher os auditores de baixa qualidade. Isto porque os custos de agência tendem a ser mais elevados em empresas altamente alavancadas, tornando-se mais provável a não contratação de auditores de alta qualidade, de maneira a poderem ter a possibilidade de manipulação de resultados da empresa.

Chi *et al.* (2010) afirmam que a qualidade das demonstrações financeiras é superior nas empresas que estão sujeitas à rotatividade dos auditores.

Francis e Wang (2008) e Kanagaretnam *et al.* (2010) concluem que as empresas que são auditadas por auditoras Big4, sendo elas as auditoras, *PricewaterhouseCoopers*, *KPMG*, *Ernst & Young* e *Deloitte Touche Tohmatsu*, mostram uma maior qualidade nas suas demonstrações financeiras, comparativamente com as que são auditadas por não-Big4.

Por outro lado, a qualidade da informação financeira aumenta quando uma empresa de uma dada indústria é auditada por um auditor especializado nessa indústria (Kwon *et al.*, 2007).

Segundo Wan-Abdullah *et al.* (2008), nas auditorias financeiras efetuadas por auditores independentes a qualidade da auditoria é considerada um elemento importante, na medida em que permite garantir a credibilidade do governo das sociedades (*corporate governance*) e da informação financeira.

Custo

Entenda-se como custo os honorários dos auditores. Segundo Beatty (1993), os auditores tendem a aumentar os honorários quando as empresas que pretendem efetuar um IPO apresentam um maior risco, de forma a compensar o risco associado às suas responsabilidades caso as coisas não correrem bem.

Para Chaney *et al.* (2004) e Hay *et al.* (2006), os clientes das empresas de auditoria Big 4 pagam honorários mais elevados que os das auditorias não-Big4. Por sua vez, Francis (2004) confirma esta ideia, dizendo que as auditorias Big4 apresentam maior qualidade e honorários de auditoria mais elevados do que as não-Big4.

Numan e Willekens (2012) argumentam que nos mercados de auditoria menos competitivos, ou seja, mais concentrados, os honorários pagos são inferiores. Nesta linha de raciocínio, Lobo e Zhou (2013) referem que as comissões pagas aos auditores são um sinal de qualidade da auditoria. Assim, os auditores que cobram taxas mais baixas em mercados mais competitivos pode significar que tem menor qualidade nesse mercado.

Por último, Keune e Johnston (2012) afirmam que existe uma menor probabilidade de distorções materialmente relevantes das demonstrações financeiras para os clientes que pagam honorários de auditoria mais elevados.

Consultores Jurídicos

Os consultores jurídicos têm como função ajudar a empresa no processo de divulgação da informação, nos registos subjacentes ao processo de um IPO e nas diversas questões fiscais (Beatty e Welch, 1996). Outra questão inerente aos consultores jurídicos é a relação entre a qualidade dos mesmos e o valor das comissões a pagar, sendo que os consultores de maior qualidade cobram comissões mais elevadas.

Segundo Allison *et al.* (2008), os consultores jurídicos devem ter uma forte compreensão da legislação relativa ao mercado de valores mobiliários e de todo o processo de IPO no intuito de orientar a empresa na sua oferta. Os consultores jurídicos têm como função a preparação da declaração de registo da oferta e aconselhar a empresa a cumprir com as conformidades e requisitos de divulgação. Para os autores, os consultores jurídicos com experiência irão ajudar a empresa a tomar decisões antes e durante o IPO, bem como ajudar a empresa a definir a sua estratégia legal para que possa continuar a criar valor após o IPO - seja por meio de fusões e aquisições, financiamentos adicionais ou crescimento orgânico.

2.1.4 Montante a Oferecer

Teoria da sinalização

A empresa que pretende realizar o seu IPO, nunca deve oferecer uma quantidade reduzida de ações se tem em vista sinalizar a sua empresa no mercado como uma empresa de boa qualidade. Assim, uma sociedade quando tem como objetivo entrar em bolsa deve oferecer uma quantidade de ações elevado de modo a garantir a sua boa qualidade através da sinalização.

Leland e Pyle (1977) argumentam que a vontade de um investidor com informação privilegiada em investir num IPO de uma determinada empresa é um bom sinal relativamente à qualidade das ações dessa empresa. Assim, a escolha ótima da percentagem retida de ações por esses investidores é uma função estritamente crescente com a qualidade da informação privilegiada.

Neste seguimento, Grinblatt e Hwang (1989) defendem que além da percentagem retida pelo emitente, o preço de emissão também deve sinalizar o verdadeiro valor da empresa.

Por sua vez, Welch (1989), apresenta um modelo de sinalização em que as empresas emitentes comunicam as suas informações privadas sobre o valor da empresa através do fenómeno de *underpricing* do seu IPO. Segundo Welch, as empresas de alta qualidade que optam por uma estratégia de “deixar mais dinheiro na mesa” aquando do seu IPO têm como objetivo sinalizar a sua verdadeira qualidade. Estas empresas de alta qualidade o que pretendem realmente é aumentar o seu capital externo, através da emissão de novas ações no futuro, podendo aplicar uma estratégia de sinalização para diminuir o máximo possível o custo total de capital. Este argumento é consistente com Ibbotson (1975) que considera que novas questões podem ser subestimados porque os emissores querem deixar um "bom gosto na boca dos investidores".

Pereira e Sousa (2015), usando uma amostra de 555 IPOs ocorridos na Europa entre 1995 e 2006 sugerem que o *underpricing* tem um poder explicativo muito baixo no desempenho operacional pós-IPO, ao contrário do sugerido pela hipótese de sinalização de *underpricing*.

Hipótese de entrincheiramento

Uma outra visão relativamente à quantidade a oferecer num IPO é a hipótese de entrincheiramento, na qual, segundo Morck *et al.* (1988) ocorre quando uma oferta em por base um número bastante reduzida de ações num IPO, esta torna-se indicadora da existência de uma gestão entrincheirada, uma vez que os gestores iniciais seriam ainda detentores de uma quantidade bastante significativa de ações dessa sociedade. Assim, os maiores acionistas tenderão a levar a cabo ações do seu próprio interesse em detrimento interesses dos restantes acionistas (minoritários). Este tipo de comportamento por parte dos gestores (acionistas maioritários) pode, por vezes, não maximizar o valor da empresa - nomeadamente a resistência a um *takeover*, uma vez que, com uma aquisição destas estes poderão ser afastados da gestão e controlo da empresa. A hipótese de entrincheiramento de Morck *et al.*, concluiu desde modo que o valor de mercado de

uma empresa pode ser afetado negativamente quando existe uma elevada concentração de ações na posse dos gestores.

2.2 Métodos de Venda

A venda de ações de um IPO pode ser efetuada por um dos seguintes métodos: Preço Fixo, *Bookbuilding* e Leilão.

Preço Fixo

No método de preço fixo, o preço e o montante de ações a oferecer são definidos no momento do registo da oferta sem que sejam observadas as intenções de compra e interesses dos potenciais investidores, não existindo ajuste entre a oferta e a procura. Quando a quantidade procurada é superior à quantidade oferecida, a base de atribuição das ações é resultante de um rateio proporcional ao número de ações que o investidor solicitou.

Bookbuilding

O *bookbuilding* consiste num outro método de venda de ações. No seu procedimento é estabelecido um intervalo preliminar de preço no momento de registo da oferta, definindo-se um preço mínimo e um preço máximo. De seguida, o intermediário financeiro irá apresentar a sociedade aos vários investidores institucionais, solicitando informação relativamente à quantidade de ações que estão dispostas a comprar e a que preço que estão dispostos a adquiri-las. Após a recolha da informação dos investidores, o banco de investimento constrói a curva da procura determinando o preço e a quantidade a oferecer.

Leilão

Numa oferta efetuada através de leilão, a quantidade a oferecer é definida no momento de registo da oferta. Contudo o preço não é definido no momento do registo, pode apenas haver a determinação de um preço mínimo de licitação. De seguida, os investidores efetuam as suas ordens de compra, estabelecendo o preço e a quantidade que estão dispostos a adquirir. Os intermediários financeiros, após conhecerem as

intenções dos investidores, irão traçar a curva da procura e determinar o preço de equilíbrio (o preço para o qual a oferta e a procura coincidem). Neste método, os investidores que licitarão ordens a preço superior ao de equilíbrio irão receber as ações que pretendem, uma vez que avaliaram corretamente o valor da sociedade.

Considerações e comparações entre os métodos de venda

Segundo Benveniste e Busaba (1997) o método do preço fixo pode desenvolver o efeito de cascata (Welch, 1992), uma vez que a decisão de compra de ações pelos primeiros investidores irá influenciar a decisão de compra dos restantes investidores. Segundo estes autores, a vantagem deste método seria emitir ações ao preço de cascata em que o preço baixo irá aliciar os primeiros investidores e criará uma ilusão de compra. Para Benveniste e Busaba, as empresas avessas ao risco optam pelo método de preço fixo, mesmo que alcancem preços menores do que os que obtinham com *bookbuilding*.

Por sua vez, Peres (2003) defende que o custo de uma oferta através do método de preço fixo é menor que no *bookbuilding*, uma vez que não existe a necessidade de procurar investidores potenciais (*road-show*), sendo que pequenas emissões optem pelo método de preço fixo.

Busaba e Chang (2010) sugerem que no mercado secundário o preço fixo apresenta superioridade em relação ao *bookbuilding*.

Benveniste e Wilhelm (1997), Ljungqvist e Wilhelm (2002) e Sherman (2005) apontam como principais características do *bookbuilding*, a capacidade dos subscritores em recompensar os investidores que revelem a sua opinião sobre o verdadeiro valor da empresa. Isto vai de encontro com o que é sugerido por Jagannathan e Sherman (2005) em que os investidores que incorporam mais informações na sua intenção de compra (como por exemplo a quantidade que pretendem adquirir e o preço que estão dispostos a pagar) recebem maior número de ações. Assim, o *bookbuilding* permite ao banco subscritor definir o preço de oferta e quantidade de ações a atribuir aos investidores.

Mais ainda, Benveniste e Wilhelm (1990), Cornelli e Goldreich (2003), Bubna e Prabhala (2007) e Ljungqvist (2007) consideram o *bookbuilding* como o melhor método

de venda de ações num IPOs, uma vez que é um método que recolhe mais informação sobre as intenções dos investidores, logo possui informação mais eficaz. Quanto mais informações se consegue obter dos investidores, melhor será o processo de determinação do preço. Contudo, Jenkinson e Jones (2004), na sua análise sobre IPOs na Europa, refutam esta ideia, uma vez que não verificam qualquer relação entre a quantidade de informações recolhida perante os investidores e a quantidade de ações atribuídas ao investidor.

Biais e Faugeron-Crouzet (2002) e Sherman (2005) consideram o *bookbuilding* como uma espécie de leilão dinâmico, com melhores possibilidades de divulgação de informações e uma atribuição de ações mais eficiente.

Para Pereira (2005), o que diferencia o *bookbuilding* dos procedimentos tradicionais de leilão e preço fixo é o poder discricionário do intermediário financeiro na formação do preço de oferta e na atribuição das ações entre os investidores.

Degeorge *et al.* (2007) afirmam que a procura por um subscritor que preste melhores serviços pode explicar a decisão da empresa na escolha do método de *bookbuilding* em vez do método de leilão - apesar de existirem comissões mais elevadas no *underpricing* associado ao *bookbuilding*.

Segundo Wilson (1979), o problema do leilão de ativos está relacionado com o possível conluio entre os investidores e consequente *underpricing*, conduzindo a um retorno inicial mais elevado.

Enquanto que Derrien e Womack (2003) e Derrien (2005), nas suas análises de IPOs em França, apoiam o método de venda de ações através de leilão, por comparação ao preço fixo ou *bookbuilding*.

Mais ainda, Derrien e Womack (2003) no seu estudo de IPOs franceses afirmam que os leilões de IPOs manifestam um *underpricing* inferior ao do *bookbuilding*. O que vai de encontro com o que é observado por Benveniste e Busaba (2001), onde o leilão apresenta uma diminuição do retorno inicial quando comparado com os outros métodos.

Jagannathan e Sherman (2005 e 2006) argumentam que os leilões têm vindo a ser abandonados em vários mercados, não só pelas vantagens reconhecidas do *bookbuilding* mas também pela falta de transparência que os leilões apresentam. Os autores também descrevem que a flutuação do número de participantes nas ofertas é outro dos grandes problemas dos leilões, desincentivando gradualmente a participação dos investidores.

Jagannathan e Sherman (2006) apontam ainda que o problema fundamental do leilão é o facto de o seu único critério para a distribuição de ações ser o preço, não encontrando evidências de que o preço do leilão é mais eficiente do que nos outros métodos.

Por último, Jagannathan *et al.* (2009) argumentam que quase todos os países que têm permitido aos seus emissores usarem leilões têm abandonado esse método. Esta ideia está em conformidade com o que foi apresentado por Jagannathan e Sherman (2006), cujos resultados sugerem que o leilão foi abandonado em diversos mercados.

2.3 O Fenómeno do *Underpricing*

A cotação no final do primeiro dia de transação em bolsa de uma empresa pode ser superior ao preço da oferta, originando assim um *underpricing*. Contudo pode acontecer o contrário, em que a cotação do primeiro dia é inferior ao preço da oferta, originando um *overpricing*. Assim, a cotação do primeiro dia de transação de uma empresa que realiza um IPO consiste na primeira avaliação que o mercado faz da sociedade.

Vários autores se tem debruçado sobre o estudo do *underpricing* ao longo dos anos, defendendo várias explicações para este fenómeno.

Winner's Curse (Maldição do Vencedor)

Rock (1986) desenvolveu um modelo teórico de *underpricing*, fazendo uma divisão entre os investidores informados, com informação perfeita do valor das ações a serem oferecidas, e os investidores desinformados, com informação imperfeita.

Segundo o autor, os investidores informados só irão adquirir ações de uma empresa quando estas estão subavaliadas, incorrendo em custos para receber esta informação. No que respeita aos investidores desinformados, estes irão adquirir ações

indiscriminadamente em todos os IPOs, uma vez que não conseguem fazer distinção entre IPOs subavaliados e sobreavaliados.

Resultante das decisões tomadas por ambos os investidores, as emissões subvalorizadas serão subscritas acima da oferta e as emissões sobrevalorizadas serão subscritas abaixo da oferta. O que faz com que o rateio nas ofertas subavaliadas seja maior que o rateio nas ofertas sobreavaliadas.

Assim, os investidores desinformados estão perante o problema da Maldição do Vencedor: se ficarem com uma grande parte das ações, indica que os investidores informados não tiveram intenção de as adquirir, pois sabiam que não iria ocorrer *underpricing*.

Teoria da Sinalização

A sinalização pode ser outra das teorias que permite explicar o fenómeno do *underpricing*. A sinalização ocorre quando os acionistas sabem o verdadeiro valor da empresa e os potenciais investidores não sabem. A assimetria de informação entre acionistas e investidores faz com que os investidores iniciais não consigam distinguir entre dois tipos de empresas, as de alta qualidade e as de baixa qualidade.

Se as empresas têm melhores informações do que os investidores sobre o seu valor presente ou sobre os riscos dos seus fluxos de caixa futuros, o *underpricing* pode ser utilizado para sinalizar o "verdadeiro" valor da empresa.

No entanto, sinalizar a qualidade de uma empresa é um processo custoso, pelo que só é efetuado por “boas” empresas (empresas de qualidade).

Neste sentido, Allen e Faulhaber (1989), Grinblatt e Hwang (1989), Welch (1989) e Chemmanur (1993) consideram o *underpricing* com um bom sinal de qualidade, uma vez que as empresas de alta qualidade irão fixar o preço de venda abaixo do valor de mercado, recuperando posteriormente com novas emissões de ações.

No entanto, existem alguns autores que contrariam esta ideia: Jegadeesh et al (1993) encontraram uma fraca associação entre o *underpricing* de um IPO e as ofertas de ações

subsequentes nos EUA; Garfinkel (1993) considera que um maior *underpricing* não aumenta a probabilidade de novas ofertas; Elston e Yang (2010) não encontraram nenhuma evidência de sinalização nas empresas alemãs. Estes últimos argumentam ainda que os acionistas com mais informação (*insiders*) continuam a ser os acionistas majoritários após um IPO.

Efeito cascata

Para Welch (1992), o efeito cascata verifica-se quando um investidor na sua tomada de decisão de um investimento tem em consideração as decisões tomadas pelos investidores iniciais. Assim, o investidor mesmo que possua uma avaliação favorável de uma empresa poderá não adquirir ações dessa empresa, se os investidores precedentes (iniciais) não manifestarem receptividade à oferta.

Com o intuito de inverter esta situação, o emitente irá subavaliar as ações do IPO, ou seja, irá definir o preço abaixo do verdadeiro valor da empresa (*underpricing*), com o objetivo de criar uma sucessão (“cascata”) de reações positivas noutros investidores.

Este efeito também é analisado por Benveniste e Busaba (1997), em que os autores consideram que o *underpricing* é vantajoso para angariar potenciais investidores e fomentar o efeito cascata noutros investidores.

Assimetria informacional e seleção adversa

Baron (1982) argumenta que existe assimetria de informação entre o banco de investimento e a empresa emissora, uma vez que o primeiro possui informações superiores sobre o mercado de capitais, originado um problema de agência, no qual a autonomia para a existência de *underpricing* é exigida pelo banco de investimento.

Por outro lado, Muscarella e Vetsuypens (1989) tentam contestar a evidência de Baron, analisando os IPOs dos próprios bancos de investimento, onde a assimetria de informação é nula. Contudo, os autores constataam que mesmo não existindo assimetria de informações o *underpricing* verificou-se, provando que a assimetria de informação não é a única causa para o fenómeno de *underpricing*.

Ljungqvist (2004) referencia que a assimetria de informações entre os participantes do IPO e os problemas de agência são as causas essenciais para a ocorrência de *underpricing*. Isto porque no processo de um IPO existem alguns participantes que usufruem de mais informações que outros.

Segundo Leone *et al.* (2007), os emissores possuem informações superiores aos investidores. Para os autores, os investidores apresentam comportamentos de racionalidade e aversão ao risco, preocupando-se com o período de silêncio das empresas emissoras, aumentando assim a assimetria de informação e proporcionando condições para a ocorrência de *underpricing*.

Possibilidade de processos judiciais

Segundo Tinic (1988), o banco de investimento responsável pela venda das ações, empenha-se na ocorrência de *underpricing* no IPO, uma vez que considera o *underpricing* um meio de proteção contra eventuais processos judiciais (um seguro contra uma ação legal, que podem ser ocasionados por clientes insatisfeitos), deteriorando a reputação da empresa.

Lowry e Shu (2002) afirmam a existência de uma relação direta entre o risco de litígio e *underpricing*, na qual as empresas emissoras escolhem um nível de *underpricing* para diminuir o risco de litígio. No entanto, o nível de *underpricing* depende da probabilidade de futuras ações legais. Assim, os autores concluem que um maior nível de *underpricing* reduz o risco de litígio, uma vez que diminui a probabilidade da empresa ser processada.

Contudo, Drake e Vetsuypens (1993) rejeitam esta hipótese das empresas se acautelarem ações judiciais. Segundo os resultados dos autores, as empresas processadas apresentam o mesmo *underpricing* que as empresas não sofreram qualquer autuação.

2.4 *Greenshoe* – Lote suplementar

Quando uma empresa pretende vender as suas ações ao público em geral, iniciando assim o seu processo de IPO, pode usar varias técnicas para a estabilização dos preços iniciais das ações, entre elas o *greenshoe*.

Segundo Aggarwal (2000), o *greenshoe* apresenta-se como o mecanismo de estabilização de preço mais comum, o qual permite aos subscritores comprar um lote extra até 15% mais de ações do que o número inicialmente determinado pelo emissor, isto é, do valor total da oferta. Assim, o *greenshoe* é uma cláusula incluída no contrato de subscrição de um IPO, que dá ao subscritor o direito de comprar mais ações do que as que estavam inicialmente definidas. O *greenshoe* é também designado por “opção de lote suplementar”, uma vez que, além das ações inicialmente oferecidos, existem ações que estão reservadas aos subscritores.

Desta forma, o papel do agente estabilizador representa uma elevada importância na evolução do preço depois da entrada em bolsa. Neste cenário, será o banco de investimento envolvido na emissão da oferta que terá a função de evitar a queda da cotação das ações do IPO e nos dias subsequentes à oferta.

Aqui, caso o preço da ação caia, o agente estabilizador - o banco subscritor - irá atuar no mercado secundário recomprando ações de modo a evitar que a cotação das ações caia em demasia.

Para Aggarwal (2000), o fator reputação está relacionado com o empenho por parte do banco subscritor em estabilizar o preço, uma vez que garantindo que o valor de emissão não é sobreavaliado, garante também que a sua reputação não irá baixar.

Hanley et al. (1993) constatarem que os retornos das ações até o trigésimo dia de negociação foram menores para IPOs de ações estabilizadas do que para IPOs de ações não estabilizadas. Isto significa que à medida que o subscritor tem a capacidade para aumentar a oferta, caso a procura seja superior à esperada, a opção de lote suplementar pode garantir a estabilidade dos preços durante um IPO, podendo proporcionar assim lucros superiores tanto para a empresa emissora como para a empresa subscritora.

Portanto, a opção de lote suplementar pode facilitar a estabilidade do preço da ação, uma vez que, o subscritor tem a aptidão de aumentar a oferta e diminuir as oscilações do preço se a procura aumentar.

Na análise de Chung et al. (2001) a 463 IPOs no Canadá entre 1984 e 1993, verifica-se a existência de uma relação positiva entre o exercício da opção de *greenshoe* e as comissões recebidas pelos subscritores. Os autores expõem também que, em sentido oposto ao que se verificada no Canadá, onde apenas 31% dos IPOs possuíam a cláusula de *greenshoe*, nos Estados Unidos 92% dos IPOs realizados possuíam esta cláusula.

Segundo Muscarella et al. (1992), a *National Association of Securities Dealers* (NASD) desde Agosto de 1983 nos EUA estabelece que, no caso de existência de *greenshoe*, o lote de ações adicionais deve ir até o máximo de 15% do número total de ações da oferta do IPO, e que o prazo para exercício desta opção normalmente é 30 dias. Contudo, de acordo com Aggarwal (2000), tal período não se encontra estabelecido por lei ou por outras regras formais.

O termo *greenshoe* está associado á empresa *Green Shoe Manufacturing Company*, uma vez que esta foi a primeira empresa a conceder este tipo de opção.

2.5 Mercado de capitais no curto prazo

Na análise de curto prazo dos mercados financeiros, utiliza-se normalmente o retorno obtido no primeiro dia, calculando a diferença em percentagem do preço de encerramento no primeiro dia e o preço da oferta.

Ibbotson (1975) desenvolveu o primeiro estudo relativo aos retornos obtidos no primeiro dia. No seu estudo, o autor concluiu que o retorno médio positivo foi de 11,4% para os IPOs realizados na bolsa de Nova Iorque entre 1960 e 1969. Outra das conclusões obtidas deste estudo foi a existência de uma relação negativa entre retornos iniciais (positivos) e evolução da cotação no longo prazo (negativos).

Ao longo das últimas décadas diversos autores têm vindo a estudar o retorno positivo alcançado do primeiro dia de cotações de uma empresa (*underpricing*), observado este fenómeno em diversas partes do mundo.

No artigo de Loughran e Ritter (2004), os autores afirmaram que o retorno médio do primeiro dia verificado nos IPOs dos EUA duplicou de 7% durante a década de 1980, para 15% entre 1990 e 1998.

Tian e Megginson (2007) verificaram que o retorno médio inicial no mercado de ações da China foi de 247%. Os autores consideram que principal causa para este elevado *underpricing* na China era a regulamentação governamental verificada. Segundo Chan et al. (2004) e Larry et al. (2008), nos mercados emergentes, nomeadamente na China, têm-se verificado os maiores retornos iniciais do mundo, observando-se *underpricing* entre os 100% e os 300%. Para Ritter (2011) o *underpricing* médio verificado nos IPOs da China tem sido extremo, sendo que este nível elevado é provocado pelas restrições regulamentares que foram recentemente removidas.

Numa análise efetuada por Adjasi *et al.* (2011) a 125 IPOs da Nigéria entre 1990 e 2006, conclui-se que os retornos iniciais eram de 43,1%, em média. Os autores consideraram que o tamanho da empresa e qualidade da auditoria são fatores essenciais na explicação do *underpricing* de um IPO na Nigéria.

Ritter e Welch (2002) e Ljungqvist (2007) concluíram que a ocorrência de *underpricing* tem por base a assimetria de informação verificada entre os diversos agentes envolvidos num IPO.

Segundo Peter (2007), algumas empresas no momento de realização do IPO subavaliavam as suas ações de forma a aumentar a sua credibilidade perante os investidores e garantir retornos de curto prazo elevados.

3. Metodologia

O estudo de caso é um método qualitativo que consiste, geralmente, numa forma de aprofundar uma unidade individual de pesquisa. Serve para responder a questões a que o investigador não tem muito controlo sobre o fenómeno estudado.

O estudo de caso contribui para compreender melhor os fenómenos individuais, os processos organizacionais e políticos da sociedade. É uma ferramenta utilizada para entender a forma e os motivos que levaram a determinada decisão. Conforme Yin (2005), o estudo de caso é uma estratégia de pesquisa que compreende um método que abrange tudo em abordagens específicas de colheita e análise de dados.

Ponte (2006) define estudo de caso como *“uma investigação que se assume como particularística, isto é, que se debruça deliberadamente sobre uma situação específica que se supõe ser única ou especial, pelo menos em certos aspetos, procurando descobrir a que há nela de mais essencial e característico e, desse modo, contribuir para a compreensão global de um certo fenómeno de interesse.”*

O caso de estudo escolhido para análise no presente trabalho será o o estudo de caso do IPO do *Facebook*, descrevendo sistematicamente e analisando diversos domínios do IPO em questão, tentando compreender melhor o fenómeno do IPO num caso individual.

Neste estudo irei debruçar-me sobre uma situação específica e particular, de forma a entender este IPO, e se se encontra ou não de acordo com as teorias defendidas por diversos autores que estudaram alguns pontos chave no processo de um IPO.

O objetivo de um estudo de caso consiste em explorar, descrever ou explicar o fenómeno de análise, segundo Yin (1994). Por sua vez, Guba & Lincoln (1994) defendem que o objetivo é relatar os factos tal como eles ocorreram, descrever situações ou factos, facilitar conhecimento acerca do fenómeno de estudo e comprovar ou contrastar resultados e relações observadas no caso. Nas Ciências Sociais, o caso de estudo é uma metodologia de pesquisa utilizada com bastante regularidade. De acordo com Yin (1994), o estudo de caso é a estratégia mais utilizada quando se pretende

conhecer o “como?” e “porquê?” de um fenómeno, quando o investigador detém pouco controlo dos acontecimentos reais, ou até quando este é inexistente, e ainda quando o fenómeno de investigação se centra num fenómeno natural dentro de um contexto da vida real.

A inserção de um estudo de caso no presente trabalho tem assim como objetivo dar resposta a algumas questões, nomeadamente:

- Quais os principais custos diretos e indiretos incorridos com o IPO? Relativamente aos custos indiretos, de que forma irão afetar a empresa e os acionistas?
- Qual o método de venda usado, que quantidade vendida e o preço de venda definido pelo *Facebook* em consonância com os bancos de investimentos? Foi ou não o mais adequado? A avaliação da empresa por parte do banco de investimento foi favorável?
- Qual o valor observado de *underpring* atingido pela empresa? Qual a relação do *underpring* com o *greenshoe*?
- O que influenciou positiva e/ou negativamente o *underpricing* do *Facebook*?
- De que forma a utilização da opção do *greenshoe* serviu como mecanismo estabilizador do preço?
- Qual o comportamento das ações do *Facebook* no primeiro ano após o IPO? De que forma os principais acontecimentos na empresa durante o primeiro ano, nomeadamente as publicações de resultados obtidos pela empresa, influenciaram as cotações.

O presente trabalho de pesquisa relativo ao estudo de caso o IPO do *Facebook* irá ter por base três fases distintas, tal como referido por Yin (1994) e Yin (2005):

- 1) Escolha do referencial teórico sobre o qual se pretende trabalhar. A seleção dos casos e o desenvolvimento de protocolos para a coleta de dados;
- 2) Condução do estudo de caso, com a coleta e análise de dados, culminando com o relatório do caso;

3) Análise dos dados obtidos à luz da teoria selecionada, interpretando os resultados.

A opção por este tipo de metodologia incorpora consigo vantagens e desvantagens. Para Yin (1994) e Dias (2000) existem várias vantagens subjacentes a esta metodologia:

- Estímulo a novas descobertas: em virtude da flexibilidade do planeamento do estudo de caso, o pesquisador, ao longo do seu processo, mantém-se atento a novas descobertas. Muitas vezes, o estudo de outros aspetos torna-se mais relevante para a solução do problema do que os considerados inicialmente. Assim, o estudo de caso é altamente recomendado para a realização de estudos exploratórios.

- A ênfase na totalidade: o pesquisador volta-se para a multiplicidade de dimensões de um problema, focalizando-o como um todo. Desta forma os relatórios dos estudos de caso caracterizam pela utilização de uma linguagem e de uma forma mais acessível do que outros relatórios de pesquisa.

- O estudo de caso é um método amplo que permite ser aplicado a uma grande variedade de problemas. Em todas as áreas, os estudos de casos são desenvolvidos para proporcionar um maior conhecimento e envolvimento do profissional, aluno ou pesquisador, numa situação (real) observada. O objetivo é descrever, entender, avaliar e explorar essa situação, e, a partir daí, determinar os fatores causais e estabelecer ações.

- A grande vantagem do estudo de caso é permitir ao pesquisador concentrar-se num aspeto ou situação específica e identificar, ou tentar identificar, os diversos processos que interagem no contexto estudado. Esses processos podem permanecer ocultos em pesquisas de larga escala (utilizando questionários), porém são cruciais para o sucesso ou fracasso de sistemas ou organizações.

Estas vantagens defendidas pelos dois autores aplicam-se ao caso de estudo em análise, o IPO do *Facebook*. Neste estudo de caso, o IPO do *Facebook*, pretende-se estimular para outros estudos de caso na área das Finanças, propondo a análise de outros IPOs, ou de certas temáticas relacionadas com o IPOs que não serão abordadas neste trabalho. Contudo este trabalho tem a vantagem relacionar uma multiplicidade de dimensões de subjacentes ao processo da entrada em bolsa de uma empresa.

O presente trabalho tem a vantagem de transportar consigo um método de análise amplo, que permite entender uma grande variedade de problemas de um caso em concreto. O objetivo é descrever, entender, avaliar e explorar a situação de um único IPO, neste caso da entrada em bolsa do Facebook, e ver de que forma ele se desenvolveu ou não de acordo com as teses sustentadas por diversos autores nos últimos anos.

Apesar da metodologia de caso de estudo ter varias vantagens, também apresenta algumas limitações, entre elas a dificuldade de generalização dos resultados obtidos. Pode ocorrer que a unidade escolhida para a investigação seja bastante anormal em relação às muitas de sua espécie. Tornando assim, os resultados da pesquisa bastante equivocados. Desta forma, embora o estudo de caso se processe de forma relativamente simples, pode exigir do pesquisador um nível de capacidade mais elevada que o requerido para outros tipos de pesquisa (Dias, 2000 e Yin, 1994).

Um método só por si não é bom ou mau. A decisão de um método numa determinada pesquisa depende de dois fatores, o relacionamento entre a teoria e o método, e a forma como o pesquisador lida com as potenciais falhas do método (Dias, 2000 e Yin, 1994).

O estudo de caso, enquanto plano de investigação, apresenta falta de rigor, segundo Yin (1994). No entanto, existem maneiras de evidenciar a validade e confiabilidade do estudo. Outro argumento comum relaciona-se com a influência do investigador que pode “contaminar” o estudo através de falsas evidências ou visões distorcidas da realidade que se observa.

Yin (1994) afirma ainda que planos de investigação como o estudo de caso são muito extensos e demoram muito tempo a serem concluídos, contudo, nem sempre é necessário recorrer a técnicas de recolha de dados que são mais demoradas.

Para Hamel et al. (1993), a existência os problemas de escrita são realçados quando se recorre ao estudo de caso. De facto, ao usar materiais de diferentes origens e dada a análise em profundidade que o processo implica, o estudo de caso apresenta claramente problemas na literatura e de uma forma mais geral na linguagem.

O principal contra do estudo de caso deste trabalho prende-se com o facto de estar “fora” da empresa e de desta forma, toda a informação recolhida ter de ser feita através de notícias, relatórios e de mais documentos pesquisados através do motor de busca *google*, de modo a sustentar os factos e acontecimentos deste IPO. Uma outra desvantagem deste estudo de caso em específico relaciona-se com o facto de ser uma análise extensa e com uma pesquisa e recolha de informação demorada.

Existem três qualidades de rigor associadas à escrita do estudo de caso, segundo Hamel *et al.* (1993), onde a escrita deve ser livre de processos estilísticos, deve incluir a demonstração de conhecimentos (como por exemplo fórmulas ou equações), e a linguagem deve ser irreduzível, de forma a facilitar a sua compreensão, como se procederá na análise do caso do IPO do *Facebook*.

As fontes de obtenção de dados utilizada num estudo de caso normalmente pode ser efetuada de três tipos: através de entrevistas, análise e recolha de documentos vários e/ou através da observação (Tuckman, 2000). A utilização de múltiplas fontes de dados na construção de um estudo de caso, de acordo com a teoria de Yin (1994), permite-nos considerar um conjunto mais diversificado de tópicos de análise e em simultâneo permite reforçar o mesmo fenómeno.

A pesquisa de elementos que iram servir de suporte para redigir os factos e acontecimentos do IPO do *Facebook*, será efetuada apenas através do motor de busca *Google*, com análise de notícias, artigos, prospeto do *Facebook* e relatório de contas da empresa. Esta pesquisa foi realizada entre o ano de 2013 a 2015, tendo por base publicações ocorridas entre 2010 e 2015.

No final de cada ponto de análise dos acontecimentos, ocorrências e dos dados observados no caso do *Facebook* será feita uma comparação com a revisão da literatura de forma a entender se estes se encontram ou não de acordo com as diversas teorias e artigos dos autores.

4. Análise do Caso *Facebook*

4.1 Apresentação da Empresa e decisão de abertura de capital

O *Facebook* foi criado em 2004 por Mark Zuckerberg, Dustin Moskovitz, Eduardo Saverin e Chris Hughes, todos alunos de Harvard.

Os então estudantes desenvolveram o *Facebook* inicialmente somente para os alunos da Universidade de *Harvard*, um pouco por influência da onda de *blogs* que se verificava na altura.⁸ Inicialmente a plataforma tinha como objetivo a partilha de informação entre e sobre os estudantes desta universidade.

No início, apenas tinham acesso à rede os alunos de Harvard. Meses depois o *Facebook* foi expandido ao Instituto de Tecnologia de Massachusetts (MIT), à Universidade de Boston, ao *Boston College* e a todas as escolas *Ivy League*^{9, 10}.

Após o início do projeto *Facebook*, os quatro jovens decidiram mudar-se para Palo Alto, na Califórnia, onde se juntaram a Adam D'Angelo e Sean Parker, cofundador do *Napster*^{11, 12}.

⁸ “A história do Facebook | Mark Zuckerberg”, RS Web Marketing Digital, 25 de fevereiro de 2014 (consultado em 26 de novembro de 2014)

⁹ A Ivy League é um grupo constituído pelas oito universidades de maior prestígio científico dos Estados Unidos da América. Em 1954, quando foi constituída, a Ivy League tinha o intuito de ser um grupo que reunia os grupos desportivos das universidades.

¹⁰ “Facebook – uma história”, Magic Web Design, 3 de fevereiro de 2012 (consultado em 7 de outubro de 2014)

¹¹ A *Napster* foi criada em 1999 como uma plataforma multimédia que permitia partilhar álbuns de músicas e fazer *downloads* de arquivos de música em formato MP3 diretamente de computadores dos outros usuários.

¹² “Facebook – uma história”, Magic Web Design, 3 de fevereiro de 2012 (consultado em 7 de outubro de 2014)

Desde então e até 2006, o *Facebook* passa a estar aberto não só a várias universidades dos Estados Unidos da América como a vários países espalhados pelo mundo. Sendo que em setembro deste mesmo ano a rede passa a estar aberta para todo o público.

O *Facebook* tornou-se assim na plataforma que hoje se conhece, apesar de ter sofrido alguns ajustes gradualmente. Nessa mesma altura, várias empresas passaram a fazer parte da rede social, através de publicidade e marketing, onde lhes era permitido a promoção dos seus produtos aos utilizadores.

Desta forma, a empresa passa a ser considerada” *uma rede social que trouxe uma nova forma de comunicação, pondo as pessoas em contacto umas com as outras, por vezes sem intenção das mesmas, permitindo-lhes partilhar experiências, interesses, problemas ou causas comuns.*”¹³

Em Fevereiro de 2012 o *Facebook* anunciou o seu IPO, que se esperava fosse o “*maior IPO da história da internet*”¹⁴. O *Facebook* apresentava-se como a maior e mais influente rede social, com cerca de 850 milhões de membros, sendo considerado como um termómetro para a viabilidade do negócio das redes sociais. Assim, o lançamento do IPO do *Facebook* bem-sucedido era visto na altura como um IPO que poderia gerar interesse para outras empresas de redes sociais, como o *Twitter*^{15 16}.

A entrada do *Facebook* em bolsa torna-se inevitável, uma vez que os investidores pretendem liquidez e acesso ao mercado, tal como se pode verificar numa publicação de Rui Barroso no Económico:

¹³ “O Facebook faz hoje 11 anos! Relembre a história da rede social!”, PPL Ware, 4 de fevereiro de 2015 (consultado em 16 de abril de 2015)

¹⁴ “Facebook – uma história”, Magic Web Design, 3 de fevereiro de 2012 (consultado em 7 de outubro de 2014)

¹⁵ O *Twitter* é uma rede social que permite aos usuários enviar e receber atualizações pessoais de outros contatos, através de *website*, SMS ou softwares específicos de partilha de informação.

¹⁶ “Billions of reasons to use social media in business”, The Finanser, 7 de maio de 2012 (consultado em 7 outubro de 2014)

*“O fundador do Napster e participante no processo de desenvolvimento do Facebook, Sean Parker, referiu hoje em Davos que a entrada em bolsa da rede social é uma “inevitabilidade”. Em entrevista à Bloomberg, Parker explicou que a maior parte dos acionistas “quer liquidez e acesso ao mercado”. Outro fator a indiciar que a entrada em bolsa do Facebook estar iminente é o facto da empresa ter suspenso, na quarta-feira, a negociação de ações da empresa fora de mercados regulados. Apesar de não estar cotada em bolsa, têm existido transações em mercados privados de ações entre investidores institucionais e colaboradores da empresa.”*¹⁷

Traduzindo esta necessidade em números, no início de 2012 o Facebook anunciou que o seu lucro referente ao ano de 2011 tinha aumentado 65% (para 1 bilião de dólares), informando que a principal fonte de receita era a publicidade.¹⁸ Esta fonte de receita obteve um aumento de 90%, atingindo os 3,71 biliões de dólares. Uma grande parte destas receitas publicitárias da empresa, cerca de 56%, vem dos EUA.¹⁹ Os jogos produzidos pela Zynga tiveram acréscimos bastante relevantes, gerando 12% da receita da empresa.²⁰

Outro dos aumentos registados, de 106 para 557 milhões de dólares está associado à infraestrutura de pagamentos *online*, onde a empresa recebe taxas pelas operações efetuadas.²¹

Por outro lado, os gastos com pesquisa e desenvolvimento têm apresentados aumentos muito significativos, passando de 144 milhões de dólares em 2010, para 388 milhões de

¹⁷ “Facebook inicia entrada em bolsa na quarta-feira”, Económico, 27 de janeiro de 2012 (consultado em 13 de junho de 2013)

¹⁸ “Facebook’s Profits: \$1 Billion, On \$3.7 Billion In Revenues”, Tech Crunch, 1 de fevereiro de 2012 (consultado em 31 de maio de 2013)

¹⁹ “Google + Facebook = 70 percent of all mobile ad revenues worldwide”, Venture Beat, 13 de junho de 2013 (consultado em 16 de maio de 2014)

²⁰ Zynga accounted for \$445M, or 12 percent of Facebook’s revenue, in 2011, Venture Beat, 1 de fevereiro de 2012 (consultado em 5 de outubro de 2014)

²¹ “Facebook Files To Go Public, The S-1 Is Live”, Marketing Land, 1 de fevereiro de 2012 (consultado em 6 de dezembro de 2014)

dólares em 2011. Exemplo deste investimento são as patentes, que tem vindo a assumir alguma proporção na empresa em termos de investigação e desenvolvimento (I&D). Em 31 de Março de 2012, a empresa possuía 774 patentes registradas e 546 pedidos de patentes relacionados com redes sociais, tecnologias de web e outras tecnologias nos Estados Unidos. No que respeita a países estrangeiros, o número era de 96 registos e 194 pedidos de patentes.²²

Em Abril de 2012, o *Facebook* anunciou a aquisição do *Instagram*, o criador de uma aplicação de partilha de fotos, por 1 bilião de dólares.²³

Ainda no final de Abril, a empresa comprometeu-se a comprar 650 patentes por 550 milhões de dólares à Microsoft, patentes estas que tinham sido adquiridas à AOL por pouco mais de 400 milhões de euros.²⁴

No dia 17 de Maio de 2012, a empresa publica o seu prospeto onde se pode verificar que o *Facebook*, iria oferecer 180.000.000 ações ordinárias da classe A e os acionistas atuais iriam vender 241.233.615 ações ordinárias também da classe A.²⁵

A empresa possuía duas classes de ações ordinárias: ações ordinárias da classe A e ações ordinárias da classe B. Os direitos dos detentores destas duas classes são idênticos, exceto no direito de voto e na conversão direitos. Cada ação ordinária da Classe A dá direito a um voto ao seu detentor. Por sua vez, cada ação ordinária da classe B dá ao seu detentor o direito a dez votos, e é convertível a qualquer momento numa ação ordinária da classe A.²⁶

²² Prospeto do *Facebook* p.104

²³ “Facebook anuncia a compra do Instagram”, G1 Globo, 16 de abril de 2012 (consultado em 13 de dezembro de 2014)

²⁴ Prospeto do *Facebook* p.F-36

²⁵ Prospeto do *Facebook* p.7

²⁶ Prospeto do *Facebook* capa

De acordo com o prospeto, após o IPO os detentores das ações ordinárias da Classe B irão deter aproximadamente 96% do poder de voto do total do capital da empresa em circulação.²⁷ Após a oferta, o fundador, presidente e CEO, Mark Zuckerberg, irá continuar com a capacidade de controlar aproximadamente 55,9% do poder de voto do capital social em circulação.²⁸

No dia 18 de Maio de 2014, as ações do *Facebook* começam a ser transacionadas em bolsa, na *NASDAQ Global*, sob o símbolo "FB".²⁹

A manutenção do controlo pelo CEO do Facebook, pode ser justificado pelo defendido por Zingales (1995), em que os acionistas iniciais ao venderem parte do seu capital a acionista dispersos conseguem assim obter benefício financeiro com a criação de valor proveniente da valorização dos fluxos de caixa futuros. No entanto, tal como Zingales sugere, os acionistas iniciais vendem parte dos seus direitos sobre os fluxos de caixa, mas continuam a deter os seus direitos de controlo, uma vez que se a participação no capital da sociedade for reduzida eles não irão beneficiar com uma futura negociação de venda de ações, porque já eliminaram o seu excedente dos fluxos de caixa.

Ainda dentro desta linha de pensamento, e de acordo com Brau *et al.* (2006), os acionistas iniciais, nomeadamente o CEO do *Facebook* utilizaram a realização do IPO como o mecanismo fácil para recuperar parte do seu capital investido na sociedade até então.

O momento da realização do IPO do *Facebook* poderá estar diretamente relacionado com o ciclo de vida da empresa e os custos associados à sua entrada em bolsa, como sustentado por Chemmanur e Fulghieri (1999), uma vez que a empresa atravessava uma fase de crescimento favorável nos últimos anos, e que os custos da sua entrada em bolsa já não eram demasiado elevados, como se poderá observar no sub-tema “custos”.

²⁷ Prospeto do *Facebook* p.96

²⁸ Prospeto do *Facebook* p.6

²⁹ Prospeto do *Facebook* p.8

Sendo o *Facebook* uma empresa tecnologica, podendo considerar uma empresa inserida numa industria emergente potencialmente competitiva, e ainda tendo em conta que os potenciais investidores tinham expectativas elevadas relativamente a empresa, a decisão de abrir o seu capital ao mercado podia assim trazer vantagens e tais como um maior prestígio no mercado para a sociedade, aumentando gradualmente o seu valor de mercado e paralelamente ampliando a confiança de outros investidores, clientes e credores, como sustentado por Maksimovic e Pichler (2001).

Esta entrada em bolsa tambem pode ser justificada como uma ferrementa de financiamento para fazer face face às necessidades de financiamento de curto prazo (Deangelo *et al.* 2010), uma vez que a empresa tinha em mente varios projetos, nomeadamente o desenvolvimento da plataforma para *smartphones*.³⁰

A teoria do *market timing* pode também justificar a entrada em bolsa do *Facebook*, uma vez que aponta para que as empresas realizem os seus IPOs tendo em atenção as condições económicas do mercado, identificando a existência de janelas de oportunidade, de modo a queos acionistas possam tirar proveitos da sobreavaliação das ações, como defendido por diversos autores como Ritter (1991), Loughran e Ritter (1995), Ritter e Welch (2002).

Na análise do *underpricing* do *Facebook*, poderemos ver se as ações se encontravam subavaliadas e assim entender se empresa deveria ou não adiar o momento de realização do IPO tendo em conta a situação dos mercados (até que o mercado esteja mais “hot”), permitindo assim melhores cotações, como analisado por Brau *et al.* (2006) e Altı (2006).

4.1.2 Custos

Neste ponto serão analisados alguns dos custos indiretos associados ao IPO do *Facebook*. Os custos diretos tais como os custos com bancos de investimentos, com

³⁰ Prospeto do *Facebook* p.4

auditores e com consultores jurídicos serão analisados num ponto posterior, bem com o fenómeno de *underpricing*.

Perda de confidencialidade

De acordo com o que estava referenciado no prospeto do *Facebook*, as exigências de uma empresa pública podem prejudicar os recursos da empresa e desviar a atenção da administração.

Passando a ser uma empresa pública, o *Facebook* estaria sujeito aos requisitos da *Securities Exchange Act* de 1934, à lei *Sarbanes-Oxley*, à lei *Dodd-Frank*, e aos requisitos impostos pela *NASDAQ Global Select Market*, entre outras regras do mercado de valores mobiliários e regulamentos aplicáveis, bem como das administrações fiscais³¹, subscrevendo assim a tese de Pagano *et al.* (1998), que defende que a realização do IPO, faz com que a empresa veja a sua margem de manobra da gestão fiscal mais reduzida.

Para cumprir tais regras e regulamentos, a empresa teve de aumentar os seus custos para fazer face à conformidade legal e financeira exigida. A empresa passou a ser obrigada, entre outras coisas, a ter arquivo de relatórios anuais, trimestrais e atuais relativamente à sua atividade e resultados operacionais.³²

Esta nova realidade para empresa, de publicações financeiras e outras obrigações, de um modo mais constante, poderia ser um entrave para a empresa realizar o IPO, segundo Chemmanur *et al.* (2005), uma vez que, em setores onde a confidencialidade é maior as empresas estão menos propensas a realizarem o seu IPO.

Com a divulgação da informação nos documentos exigidos a uma empresa pública, o *Facebook* passava a ter o negócio e a sua condição financeira mais exposta, podendo resultar numa ameaça por parte dos concorrentes e outros terceiros, estando de acordo

³¹ Prospeto do *Facebook* p.32

³² Prospeto do *Facebook* p.32

com a teoria defendida por Yosha (1995) e por Maksimovic e Pichler (2001). Este autores argumentam que uma potencial perda de confidencialidade e fuga de informação para os concorrentes podem impedir empresas de alta tecnologia, como é o caso do *Facebook*, muitas vezes de realizarem o seu IPO.

Desde meados de fevereiro de 2012, quando se dava quase como certa a entrada do *Facebook* em bolsa, que se tornaram ainda mais evidentes as diversas curiosidades que existiam em conhecer algumas informações antes divulgadas, nomeadamente, no que respeita às demonstrações financeiras, como por exemplo o lucro e a constituição das suas fontes de receita.³³

Perda de controlo e autonomia

Segundo as regras de *corporate governance* da *NASDAQ*, após a entrada em bolsa do *Facebook*, a empresa continuaria a ser considerada uma “empresa controlada”, uma vez que, *Zuckerberg* controla uma maioria do poder de voto.³⁴ Este aspecto confirma assim a explicação de Brennan e Franks (1997) de que os gestores querem manter os benefícios privados do controlo mesmo depois da empresa ir a público.

Depois do IPO, *Zuckerberg* ficou com o controlo de cerca de 55,9% do poder de voto, tendo assim a capacidade de controlar o resultado das questões apresentadas aos acionistas para aprovação, incluindo a eleição dos conselheiros, bem como a gestão global e a direção da empresa.³⁵ Tal facto vai de encontro com as conclusões de Field (1998) e Boulton *et al.* (2010), que defendem que vários empresários na realização de um IPO tomam em conta várias considerações relativamente ao controlo da empresa.

³³“Facebook entra na Bolsa mas Zuckerberg continua a liderar”, Jornal de Noticias, 2 de fevereiro de 2012 (consultado em 18 de setembro de 2014)

³⁴ Prospeto do *Facebook* p.33

³⁵ Prospeto do *Facebook* p.22

Informação

Como referenciado anteriormente, apesar do *Facebook* não estar cotado em bolsa, até à data do IPO existiam transações em mercados privados entre investidores institucionais e colaboradores da empresa, subsistindo uma informação de caráter privado não acessível ao público geral. Assim, os potenciais investidores que não tinham acesso a esta informação de caráter privado acabaram por ter um maior custo de aquisição de informação, o que é consistente com Chemmaanur e Fulghieri (1996).

No dia 22 de Maio de 2012, alguns reguladores, nomeadamente os do *Wall Street's Financial Industry Regulatory Authority*, informaram que iriam iniciar uma investigação para verificar se os bancos subscritores, entre os quais o *Morgan Stanley*, teriam fornecido informações privilegiada a alguns investidores específicos, e não ao público em geral. A potencialidade de tal facto gerou uma revolta em vários investidores que decidiram dar entrada a vários processos judiciais, reivindicando as perdas atingidas no IPO. Para os pequenos investidores estima-se que as perdas tenham sido de cerca de 630 milhões de dólares nos quatro dias seguintes ao IPO.³⁶

Insucesso da oferta

A escolha do bancos subscritores é um ponto fulcral num IPO. No caso do IPO do *Facebook*, o banco subscritor foi o *Morgan Stanley* e que, segundo a uma notícia da Reuters:

*“O Morgan Stanley foi o maior coordenador de ofertas de ações do setor de tecnologia norte-americano no ano passado, subcrevendo 16 dos 37 IPOs realizados, segundo a Thomson Reuters, e vem mantendo a primeira posição até agora este ano.”*³⁷

³⁶ “Oh, Zuck: Facebook's bumpy start just got a little worse”, CNN, 23 de maio de 2012 (consultado em 1 de setembro de 2014)

³⁷ “Caso Facebook: Vale do Silício não rejeitará Morgan Stanley”, Reuters Brasil, 25 de maio de 2012 (consultado em 16 de novembro de 2014)

Assim, pode-se verificar que a opção por um banco subscritor reconhecido e competente pode ajudar a garantir o sucesso da oferta, como mencionado num relatório da Deloitte (2012).

4.1.3 Intermediários

Bancos de Investimentos / Subscritores

O IPO do *Facebook* teve diversos bancos subscritores associados à operação de entrada em bolsa.

Na tabela 1 pode-se verificar que o *Morgan Stanley & Co. LLC* foi o principal banco subscritor, atuando como representante da operação, com uma percentagem de 38% das ações. No topo da tabela encontram-se também dois outros subscritores que tiveram uma percentagem bastante relevante na comercialização das ações do *Facebook*, o *JP Morgam* e o *Goldman Sachs*, com uma percentagem de 20 e 15%, respetivamente.

Tabela 1 - Bancos subscritores e respetivas ações atribuídas (adaptado do prospeto do *Facebook*)

Banco de Investimento	Número de Ações	Percentagem
Morgan Stanley & Co. LLC	162 174 942	38,50%
J.P. Morgan Securities LLC	84 878 573	20,15%
Goldman, Sachs & Co.	63 185 042	15,00%
Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated	27 380 185	6,50%
Barclays Capital Inc.	27 380 185	6,50%
Allen & Company LLC	8 424 672	2,00%
Citigroup Global Markets Inc.	9 477 755	2,25%
Credit Suisse Securities (USA) LLC	9 477 755	2,25%
Deutsche Bank Securities Inc.	9 477 755	2,25%
Restantes Bancos de Investimento	19 376 751	4,60%
Total	421 233 615	100%

Numa notícia publicada pela *Reuters*, pode-se verificar que os bancos de investimentos escolhidos para o lançamento do IPO do *Facebook* foram os que apresentaram as maiores receitas no ano de 2011 em IPOs dentro do setor das altas tecnologias.

*“Morgan Stanley was the top bookrunner for global high-tech IPOs last year, with \$2.2 billion in global proceeds and 10.9 percent market share. It also led the pack in U.S. high-tech IPOs, according to Thomson Reuters data. Goldman Sachs was the runner up with \$1.9 billion in global fees and 9.2 percent market share, and ranked No. 3 in U.S. high-tech IPOs behind JPMorgan Chase & Co.”*³⁸

Na mesma notícia também se pode ler que o *Morgan Stanley* e o *Goldman Sachs* estariam dispostos a praticarem comissões demasiados baixas, em cerca de 1% das receitas brutas do IPO, de maneira a ganharem este grande negócio, prescindindo assim das comissões de 2 a 3% praticadas nos IPOs de elevado volume.

*“It will be one of the biggest U.S. market debuts ever, and a prized trophy for the investment bankers seeking to win lead advisory roles. That has set up a fierce competition on Wall Street, particularly between the presumed front-runners Morgan Stanley and Goldman Sachs Group Inc, which may offer their underwriting services for as little as 1 percent of gross proceeds, bankers and industry observers said. That would be far less than the 7 percent fee that smaller deals typically fetch, or the 2 or 3 percent that large deals tend to command.”*³⁹

Esta taxa assim tão baixa foi praticamente insólita nos bancos de investimentos, como se pode verificar no excerto da publicação infra.

“But for extremely large offerings the fee drops, and it drops even further when it’s “hot” and everyone wants to be involved. So Facebook is only paying bankers a 1.1% fee on its offering, which will still equal \$176 million when all is said and done. For bankers, being involved in the largest tech IPO ever is worth far more than even a

³⁸ “In Facebook IPO, bankers seek prestige over fees”, Reuters, 27 de janeiro de 2012 (consultado em 2 de maio de 2015)

³⁹ “In Facebook IPO, bankers seek prestige over fees”, Reuters, 27 de janeiro de 2012 (consultado em 2 de maio de 2015)

*substantial increase in fees because they market themselves based on their track records.”*⁴⁰

Segundo o prospeto do *Facebook*, o total de despesas a pagar pelo *Facebook* relativamente ao seu IPO rondaria os 7 milhões de dólares.

*“The estimated offering expenses payable by us, exclusive of the underwriting discounts and commissions, are approximately \$7 million, which includes legal, accounting, and printing costs and various other fees associated with the registration and listing of our Class A common stock.”*⁴¹

Mediante a notícia seguinte, pode verificar-se que a *Morgan Stanley*, principal subscritor do IPO, recebeu a maioria das comissões pagas pelo *Facebook* e pelos seus acionistas.

*“Morgan Stanley (NYSE:MS) and other underwriters for Facebook’s (NASDAQ:FB) initial public offering have made a profit of about \$100 million on stabilizing the price of the new stock since trading began on Friday, according to the Wall Street Journal. This is in addition to the underwriting fees of approximately \$176 million, which the investment banks, which also include Goldman Sachs (NYSE:GS) and JPMorgan (NYSE:JPM), received for conducting the IPO. (...)Morgan Stanley, the main underwriter, will receive a majority of these profits, as well more than \$100 million in fees on the IPO.”*⁴²

Este valor de 1% sobre o valor global do IPO, ficou muito abaixo dos valores documentados para o mercado norte-americano que rondava em média os 7% segundo

⁴⁰ “The Initial Public Offering (IPO) Process: Got Facebook Shares?”, *Mergers & Inquisitions*, (consultado em 3 de maio de 2015)

⁴¹ Prospeto do *Facebook* p.163

⁴² “Did These Banks Profit From Facebook’s IPO?”, *The Cheat Sheet*, 23 de maio de 2012 (consultado em 2 de março de 2015)

Chen e Ritter (2000), Torstila (2003), Jenkison e Jones (2009) e Abrahansom *et al.* (2011).

Embora Jenkison e Jones (2009) defendam que para IPOs nos EUA superiores a 100 milhões de dólares as comissões possam diminuir para os 4%, mesmo assim o IPO do *Facebook* apresentou custos muito inferiores a esta média.

No que respeita ao prestígio e reputação dos bancos subscritores, constata-se a teoria de Carter e Manaster (1990) e de Fernando *et al.* (2005) em que subscritores de maior reputação estão associados a ofertas de menor risco (embora posteriormente ver-se-á que o risco foi bastante elevado, uma vez que a cotação no primeiro dia e no primeiros tempos apresentou fortes quedas, como se irá ver no ponto 4.3).

A escolha de bancos subscritores bastante reputados, como foi o caso, esteve relacionado com o facto de tal associação conseguir gerar valor para a empresa, indo de encontro com o referenciado por Fernando *et al.* (2012), em que bancos de investimento mais reputados podem criar valor para a empresa.

Por outro lado, os bancos de investimentos prestigiados poderem proporcionar um maior *underpricing*, segundo a teoria de Benveniste *et al.* (2003) e Lui e Ritter (2011), contudo tal facto não se verificou, uma vez que o *underpricing* verificado foi bastante reduzido, como se verificará posteriormente.

Audidores

A *Ernst & Young LLP* foi a empresa de auditoria independente que auditou as demonstrações financeiras consolidadas em 31 de Dezembro de 2010 e 2011, e que prestou os serviços de autoridade subjacentes ao IPO em questão como especialista em contabilidade e auditor independente, conforme documentado no prospecto. A opção por uma Big-4 vai de encontro do sugerido por Francis e Wang (2008) e Kanagaretnam *et al.* (2010), que afirmam que empresas auditadas por Big-4 apresentam uma maior qualidade nas suas demonstrações financeiras – justificando assim a escolha do *Facebook* de uma auditora reputada e de qualidade.

Relativamente às comissões pagas, não existem informações.

Consultores Jurídicos

Não existem dados relativamente aos consultores jurídicos associados ao IPO, nem dados relativos a comissões pagas.

4.1.4 Montante a Oferecer

Inicialmente a empresa tinha decidido, juntamente com os seus subscritores, que iriam vender 337,4 milhões de ações classe A no IPO. Contudo, a empresa e os seus subscritores aumentaram posteriormente o número de ações oferecidas para 421,2 milhões, das quais 180 milhões seriam novas ações emitidas pela empresa e 241,2 milhões seriam ações já existente e na posse dos acionistas.⁴³ No que respeita às ações já existentes e na posse dos acionistas estas seriam convertidas em ações publicas e não poderiam ser comercializadas nos 90 dias após o IPO.⁴⁴

Mark Zuckerberg após o IPO terá cerca de 55,9% do poder de voto das ações em circulação, mantendo em sua posse 31% das ações da empresa.⁴⁵ Verificando-se deste modo que após o IPO, uma grande parte das ações continuam sobre a posse dos acionistas iniciais, funcionando assim como um bom sinal da qualidade da sociedade, uma vez que, e como defendido por Leland e Pyde (1977), esta continuidade de posse por parte destes acionistas que têm informação privilegiada resulta como um indicador positivo referente à qualidade das ações.

Relativamente ao valor pelo qual as ações seriam vendidas, este também sofreu alterações. Inicialmente, tinha sido projetado que o valor de venda das suas ações seria

⁴³ Prospeto do *Facebook* p.7

⁴⁴ Prospeto do *Facebook* p.156

⁴⁵ Prospeto do *Facebook* p.146

entre o intervalo de 28 e 35 dólares, sendo posteriormente alterado para o intervalo entre 34 e 38 dólares.⁴⁶

Contudo, quando se analisa a cotação do primeiro dia, pode deparar-se que o preço fixado de venda, 38 dólares, ficou demasiado próximo do valor de fecho desse dia, 38,23 dólares, existindo um *underpricing* quase nulo, não conseguindo assim “deixar um sabor doce na boca” dos investidores como sugerido por Ibbotson (1975) e Welch (1989) com um sinal boa qualidade da empresa.

Contudo, o *Facebook* está em parte de acordo com a teoria de Grinblatt e Hwan (1989), uma vez que o facto de os acionistas iniciais e a empresa ficarem com um percentagem retida de ações sinalizando o verdadeiro valor da empresa, por outro lado esta teoria é refutada pois preço de emissão não conseguiu sinalizar o verdadeiro valor da empresa, sendo necessárias inúmeras intervenções por parte dos bancos de investimento para não deixar o valor ficar a baixo dos 38 dólares, como será analisado no ponto 4.3.

Os principais gestores da empresa detêm uma fatia elevada de participação no capital da empresa, proporcionando assim a hipótese de entrincheiramento apontada por Morck *et al.* (1988), em que os gestores permanecem com um número elevado de ações, provocando assim uma “gestão entrincheirada”, e em que neste caso só Mark Zuckerberg, que após o IPO, continuará ainda a controlar cerca de 55,9% do poder de voto das ações em circulação, mantendo em sua posse 31% das ações da empresa.⁴⁷

4.2 Métodos de Venda

No IPO do *Facebook*, o *bookbuilding* foi o método usado para determinar quanto as ações valiam antes de serem vendidas ao público. Tal como mencionado anteriormente o *Morgan Stanley* foi o principal subscritor no IPO do *Facebook*. Inicialmente, o preço das ações foi determinado no intervalo entre 28 dólares e 35 dólares por ação. Contudo,

⁴⁶ “Facebook Increases IPO Price Range To \$34 To \$38 Per Share, Adds More Than 50M Shares”, Social Times, 15 de maio de 2012 (consultado em 18 de outubro de 2014)

⁴⁷ Prospeco do *Facebook* p.22 e p.141

na semana antes da realização do IPO, o *Facebook* fixou o preço de entrada em bolsa entre 34 dólares e 38 dólares por ação. O aumento do preço refletiu a confiança na procura pelas ações do *Facebook* e atribuiu à empresa um valor entre 93 e 104 biliões dólares.⁴⁸

Este aumento de confiança e uma melhor recolha das intenções dos investidores, permitiu um melhor processo de determinação do preço das ações do *Facebook*. Assim, a opção pelo método de venda *bookbuilding* por parte do *Facebook* e dos seus bancos subscritores, e de acordo com esta linha de pensamento, quanto mais informações se consegue obter dos investidores, melhor será o processo de determinação do preço, como sugerido por Benveniste e Wilhelm (1990), Cornelli e Goldreich (2003), Bubna e Prabhala (2007) e Ljungqvist (2007). Estes autores consideram o *bookbuilding* como um método de informação mais eficaz, pois compacta mais informação sobre as intenções dos investidores.

4.3 O Fenómeno do *Underpricing*

A negociação das ações do *Facebook*, aquando da sua entrada em bolsa no dia 18 de Maio de 2012, atrasou-se devido a problemas com o sistema da *Nasdaq*. Nos primeiros 30 minutos após a abertura da *Nasdaq*, 82 milhões de ações já se encontravam negociadas a um preço de dólares.⁴⁹ Passados 50 minutos, este valor já teria aumentado para uma negociação na ordem dos 110 milhões de ações negociadas. No entanto, o seu valor já se encontrava em queda para os 39 dólares. Para fazer face a esta situação de queda na cotação das ações, tornaram-se necessárias diversas intervenções de forma a manter a cotação acima dos 38 dólares. Este facto estava em desajuste com as expectativas de diversos analistas e da imprensa em geral, que sustentava a hipótese de

⁴⁸“Facebook's valuation put at \$104 billion: Report”, Business Today In, 15 de maio de 2012, (consultado em 19 de janeiro de 2015)

⁴⁹ “Ação do Facebook sobe menos que o esperado e fecha em US\$ 38”, O Globo, 18 de maio de 2012 (consultado em 5 de abril de 2015)

uma valorização imediata de no mínimo 50%, uma vez que consideravam a entrada em bolsa do *Facebook* como um investimento atrativo.⁵⁰

Sendo considerado um investimento atrativo, resultou em que os novos investidores manifestassem recetividade à compra de ações, advinda não só das expectativas favoráveis dos bancos emissores mas também dos investidores iniciais. Welch (1992) dá a este acontecimento o nome de *efeito cascata*, em que o banco emissor teria como intenção definir um preço abaixo do verdadeiro valor da empresa, originando *underpricing* desenvolvendo assim uma cascata/sucessão de reações positivas nos novos investidores. Contudo, o *underpricing* quase fracassou, existindo apenas uma valorização de 23 cêntimos.

Para colmatar esta tendência de queda, os subscritores tentaram recomprar ações de modo a garantir que o preço não ficasse abaixo do preço do IPO por diversas vezes ao longo do primeiro dia de cotação em bolsa. O fecho do dia da entrada em bolsa do *Facebook* foi considerado uma decepção, observando-se um encerramento no valor dos 38,23 dólares, apenas 23 cêntimos acima do valor do IPO.

Esta realidade foi evidenciada numa notícia do *ABC News*:

*"Facebook closed up only a few cents but likely would have fared even worse if not for underwriters' buying every time the stock touched \$38," Jim Krapfel, IPO analyst with investment firm Morningstar, said. "Facebook debuted at an inopportune time, as overall stock market weakness clearly pressured the shares. Had the company gone public a couple of weeks earlier, first day performance would likely have been much better."*⁵¹

O banco de investimento na sua atuação num IPO tem sempre em conta a sua reputação, nunca fixando o preço da oferta superior à avaliação que tinha feito da empresa, de

⁵⁰ "Presidente da Nasdaq perdeu contato durante o caos do IPO da Facebook", the Wall Street Journal, 14 de junho de 2012 (consultado em 2 de fevereiro de 2015)

⁵¹ "Facebook IPO: 'FB' Stock Closes Close to IPO Price But Still Biggest U.S. Tech IPO", ABC News, 18 de maio de 2012 (consultado em 18 de março de 2015)

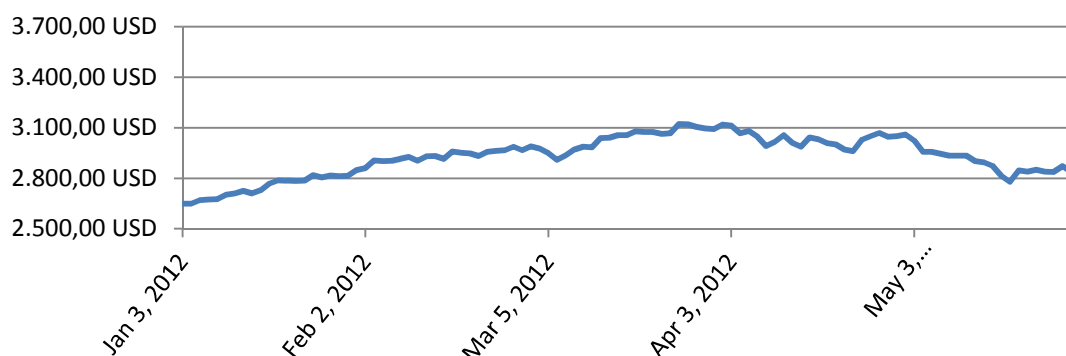
modo a não correr o risco de afetar a sua reputação, fazendo com que o preço das ações nunca fosse inferior ao preço da oferta. Como, segundo Baron (1987), a reputação de que o banco de investimento tem mais informação sobre o mercado (*assimetria de informação*), fará com que a empresa e os seus acionistas aceitem o preço por ele fixado, preço este que na visão do subscritor deve proporcionar *underpricing*.

Outra das conclusões a tirar relaciona-se com o facto da existência de assimetria de informação entre a emissora e os potenciais investidores. No caso do Facebook os novos investidores incorporavam pouca informação comparativamente com a empresa emissora. De acordo com a teoria de Leone *et al.* (2007), os investidores têm comportamentos de racionalidade e aversão ao risco, tornando-se estes preocupados com o silêncio das empresas emissoras, o que fez aumentar ainda mais a assimetria de informação entre estes dois intervenientes, devendo assim originar ocorrência de *underpricing*, o que pouco ou nada se proporcionou no caso do *Facebook*.

Um dos fatores que também contribuiu para o fecho desapontante do *Facebook*, foi o registo do mercado ter apresentado a sua pior semana do ano de 2012 até à data, como se pode constatar no gráfico 1. Embora o mercado de ações do sector das tecnologias tenha sido o mais negociado na *Nasdaq*.

De acordo com Ritter e Welch (2002), as condições de mercado são o fator mais importante na decisão de ir a público, sendo o estágio da empresa no seu ciclo de vida é o segundo fator mais importante. Dito isto, a queda das cotações do *Nasdaq*, também contribuiu para o fecho desapontante do primeiro dia de transação.

Gráfico 1 - Cotação diária da Nasdaq do período de 1 de janeiro de 2012 a 31 de maio de 2012 (fonte Yahoo Finance)



Contudo, no que concerne ao volume de negociação, este IPO alcançou recordes ao nível de volume de negociação, como já antes visto.

Como consequência do mau desempenho no primeiro dia de cotação outros problemas se levantaram tais como as ações judiciais impostas pelos investidores, bem como as investigações efetuadas pelo regulador de mercado norte-americano (SEC)⁵² com vista à averiguação se o *Facebook* e os subscritores já detentores de ações dispunham de informação seletiva, e ainda inquéritos para perceber se a *Nasdaq* teve ou não culpa quanto os problemas técnicos no primeiro dia de negociação.⁵³ Segundo Tinic (1988), o banco de investimento responsável pela operação tem como objeto a ocorrência de *underpricing*, para que posteriormente não possam existir vários processos judiciais. A inexistência de *underpricing* no caso do IPO do *Facebook* e os consequentes processos judiciais confirmaram esta situação, colocando em causa a reputação da empresas e dos subscritores.

O nível reduzido ou quase nulo de *underpricing* verificado na operação em causa fez assim aumentar o risco de litígio, aumentando por conseguinte a probabilidade da

⁵² “Entrada do Facebook em bolsa sob investigação”, *Publico*, 23 de maio de 2012 (consultado em 24 de fevereiro de 2015)

⁵³ “Problemas persistentes no Nasdaq em dia de estreia do Facebook”, *Jornal de Negócios*, 18 de maio de 2012 (consultado 23 de agosto de 2014)

empresa ser processada, ficando sujeita a diversas investigações, tal como afirma Lowry e Shu (2002).

4.4 Greenshoe – Lote suplementar

O *Facebook* e os accionistas detentores de capital antes do IPO, tal como mencionado no prospecto, concederam aos bancos subscritores uma opção exercível até aos 30 dias após a oferta, que lhes permitia comprarem 63.185.042 ações adicionais ao preço inicial da oferta, i.e. 38 dólares.⁵⁴ A esta opção de lote extra dá-se o nome de *Greenshoe*.

Relativamente à percentagem de ações oferecidas, esta também se encontra dentro do observado por Muscarella et al. (1992), onde a mesma não excedeu os 15% do número total de ações.

Segundo o que se pode ler no prospecto do IPO do *Facebook*, os subscritores podem exercer esta opção somente com o propósito de cobrir o excesso de procura. Uma vez exercida a opção, cada subscritor seria obrigado e estaria sujeito a determinadas condições para ter o direito de comprar aproximadamente a mesma proporção do número de ações que lhe foram atribuídas para venda.

Foram vários os subscritores que puderam adquirir essas ações adicionais a um preço mais reduzido, entre eles *Morgan Stanley*, *Goldman Sachs* e *JPMorgan*.

Existem informações reduzidas acerca do número de ações adicionais (lote adicional – *greenshoe*) associado a cada banco subscritor que beneficiou desta opção. Contudo, o número de ações na estreia foi de 421.233.615 ações, mas no final venderam-se no total 484.418.657 ações. O subscritor *Morgan Stanley* o maior beneficiário, com o maior lote número de ações adicionais.⁵⁵

⁵⁴ “Facebook’s IPO: What We Know Now”, CNBC, 23 de maio de 2012 (consultado em 23 de novembro de 2014)

⁵⁵ “Bancos e Morgan Stanley lucram US\$ 100 milhões com estreia de ação do Facebook na Nasdaq”, o Globo, 24 de maio de 2012 (consultado em 16 de Fevereiro de 2015)

O *greenshoe* teve um papel fundamental na estabilização do preço das ações do *Facebook*. A estabilização e o suporte do preço – segundo Aggarwal (2000), importante para a reputação dos bancos subscritores e da empresa – só foi possível porque os bancos subscritores sabiam que podiam adquirir mais ações no futuro. Assim, no dia/momento da oferta, venderam mais ações do que aquelas que foram emitidas pela empresa. Caso fosse necessário, posteriormente exerceriam a opção de *greenshoe* para compensar tal falha.

Quando o preço começou a descer abaixo do preço da oferta, dos 38 dólares, os bancos subscritores começaram a comprar aquelas ações que tinham vendido (ao preço da oferta). Assim, não só exerceram uma pressão compradora no título, evitando que ele fechasse abaixo do preço da oferta, como ainda lucraram bastante com a estratégia, pois compraram ações abaixo do preço a que tinham vendido (preço da oferta).

Tal facto não se verificou apenas no primeiro dia de transação em bolsa, mas também nos dias seguintes. Quando esgotaram as ações associadas ao lote suplementar, o preço caiu significativamente.

Contudo, a elevada intervenção dos bancos de investimento ao longo do primeiro dia e seguintes de cotação não conseguiu contrariar a baixa performance em bolsa apresentada pelo *Facebook* e o reduzido *underpricing* verificado, justificando a teoria defendida por Hanley *et al.* (1993) em que, mesmo utilizando um mecanismo estabilizador, a empresa obteve baixos retornos.

4.5 Mercado de capitais no curto prazo

A Oferta Pública Inicial do *Facebook* foi uma das mais aguardadas até então, sendo mesmo denominado como o maior IPO de tecnologia.⁵⁶ Contudo, a entrada em bolsa da empresa foi marcada por diversas anomalias técnicas e várias afirmações sobre a existência de informação privilegiada para os subscritores, fatores que contribuíram

⁵⁶ “Facebook faz maior IPO tecnológico da história em Nova York hoje”, InfoMoney, 18 d maio de 2012 (consultado em 4 de abril de 2015).

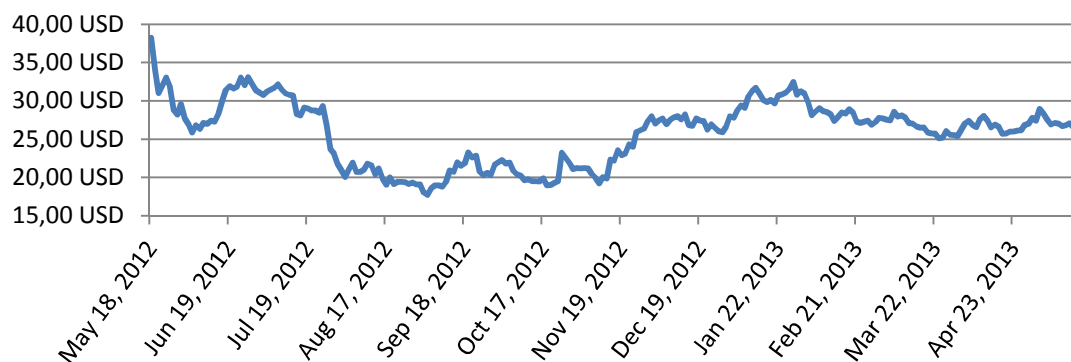
para que o encerramento do dia de lançamento ficasse pouco além do seu preço inicial de 38 dólares por ação, com um ganho de apenas de 23 centavos no primeiro dia de negociação.

Este retorno médio do primeiro dia refuta assim a tese de que a existência de *underpricing* no dia da entrada em bolsa tem por base a assimetria de informação dos diversos agentes (Ritter e Welch, 2002), uma vez que neste caso de estudo verificou-se por um lado uma elevada assimetria de informação, mas por outro um *underpricing* pouco significativo.

Dias antes, um outro facto não menos importante esteve relacionado com as preocupações advindas de um anúncio da *General Motors* onde informava o fim das publicidades no site do *Facebook*, provocando uma diminuição na receita da empresa.⁵⁷

No gráfico 2 podem-se verificar as principais oscilações na cotação das ações da empresa no seu primeiro ano em bolsa.

**Gráfico 2 - Cotação diária das ações do Facebook do período de 18 de maio de 2012 a 18 de maio de 2013
(fonte Yahoo Finance)**



No dia 26 de Julho de 2012 a empresa publica o seu primeiro relatório de contas como empresa pública, onde apresenta ganhos que estão de acordo com as expectativas do *Wall*

⁵⁷ “Facebook IPO: A Look Back One Year After Going Public”, Huff Post, 17 de maio de 2013 (consultado em 21 de maio de 2015)

Street. No entanto, tal divulgação não provoca expectativas alicientes aos investidores, tendo o preço das ações baixado no dia 27 em 12% comparativamente com o dia anterior.⁵⁸

Outro momento marcado pela queda na cotação do *Facebook* está relacionado com o fim do primeiro período de *lockup*, que envolvia o desbloqueio de 271 milhões de ações⁵⁹, datado a 16 de Agosto de 2012.⁶⁰

No dia 4 de Setembro do mesmo ano as ações apresentam um mínimo histórico de 17,55 dólares.

Desde então e até ao dia 27 de Setembro de 2012, a cotação em bolsa apresenta uma pequena subida, marcada pela introdução de *ofertas*, que permitem aos utilizadores da rede enviar presentes reais para os seus amigos. Este acontecimento é visto pelos investidores como favorável e um potencial de comércio eletrónico do *Facebook*.⁶¹

No dia 23 de Outubro de 2012 a empresa divulga que 14% dos ganhos de publicidade são provenientes das receitas com publicidade do móvel. Tal facto apresenta-se como o primeiro indicador significativo de que a empresa seria capaz de construir um negócio móvel resistente e rentável.⁶²

O fim de um segundo período de *lock-up* que levou ao desbloqueio de mais 229 milhões de ações provoca novamente uma baixa na cotação a 31 de Outubro de 2012.⁶³

Finalmente, a 14 de Novembro de 2012 mais de 800 milhões de ações são desbloqueadas (fim de um novo período de *lock-up*). No entanto, ao contrário dos

⁵⁸ “Facebook's IPO turns one”, Market Watch (consultado em 22 de janeiro de 2015)

⁵⁹ A cláusula de *lockup* estabelecia que durante determinado período de tempo fosse vedada a actividade de venda de ações.

⁶⁰ Prospecção do *Facebook* p.155

⁶¹ “Facebook's IPO turns one”, Market Watch (consultado em 22 de janeiro de 2015)

⁶² “Facebook's IPO turns one”, Market Watch (consultado em 22 de janeiro de 2015)

⁶³ Prospecção do *Facebook* p.155

outros períodos de *lock-up*, o impacto no valor das ações foi positivo. Esta foi a maior onda de novas ações disponibilizadas para venda em mercado aberto do *Facebook* e que provocou opiniões mais otimistas por parte dos investidores.⁶⁴

Esta fase favorável manteve-se até meados do mês de Janeiro de 2013, fazendo com que as ações se mantivessem acima dos 30 dólares.

No final do mês de Janeiro de 2013 é apresentada a situação financeira da empresa referente ao quarto trimestre do ano anterior. A empresa comunica grandes ganhos em vendas e nos lucros. O *Facebook* anuncia também o forte crescimento que tem ocorrido na área da publicidade móvel. Quanto à sua estratégia futura, a empresa afirmava que iria aumentar os seus gastos no que respeita a investimento.

No início de Abril de 2013 o *Facebook* lança uma página da *internet* para *smartphones*. A empresa inicia assim uma série de parcerias com prestadores de serviços de redes móveis e com os produtores de telemóveis.⁶⁵

Quase um ano pós-IPO, o comércio movél atingiu 30% do total das receitas de publicidade no *Facebook*, afirmando um grande salto na receita no resultado do primeiro trimestre.⁶⁶ Apesar do desfavorável desempenho em bolsa, a empresa atingiu fortes resultados financeiros. O resultado líquido aumentou positivamente em 7% no primeiro trimestre de 2013, quando comparado com o ano anterior. No que respeita à receita total, esta subiu 38% para os \$ 1,46 biliões de dólares.⁶⁷ Outro dado importante foi o crescimento do número de utilizadores para 1,1 biliões de .⁶⁸

⁶⁴ “Facebook's IPO turns one”, Market Watch (consultado em 22 de janeiro de 2015)

⁶⁵ “Facebook lança aplicativos e frustra mercado de smartphones”, Convergência Digital, 4 de abril de 2013 (consultado em 30 de novembro de 2014)

⁶⁶ “Facebook's IPO turns one”, Market Watch (consultado em 22 de janeiro de 2015)

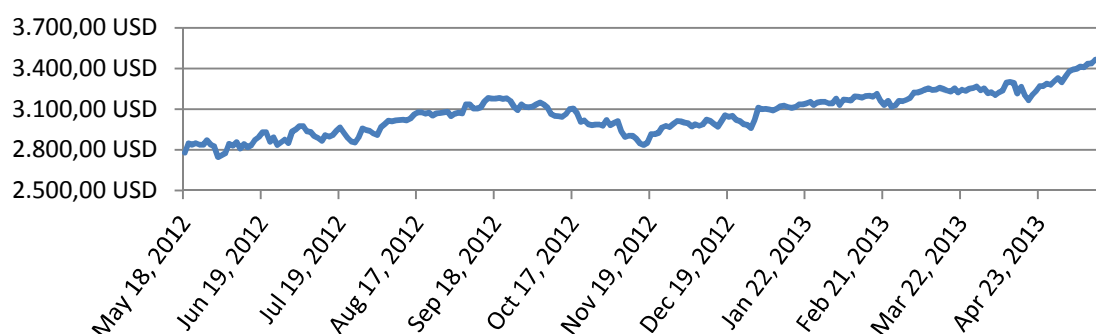
⁶⁷ “Investors look back on Facebook's timeline one year after IPO”, Proactive Investors, 17 de maio de 2013 (consultado em 30 de novembro de 2014)

⁶⁸ “After The IPO: Facebook Survives Its “Year Of Living Dangerously””, Marketing Land, 19 de maio de 2013 (consultado em 7 de agosto de 2015)

Apesar da evolução positiva ao nível financeiro e do crescimento e desenvolvimento da empresa, a evolução da cotação em bolsa do primeiro ano não foi favorável, contrariamente às conclusões do estudo de Peter (2007), uma vez que apesar da quase subavaliação das ações verificada – fixando o preço de venda nos 38 dólares e atingindo no final do primeiro dia de transação os 38,23 dólares – poder provocar um aumento da credibilidade do *Facebook* perante os investidores, os retornos de curto prazo não se verificaram elevados – apresentando uma cotação de 26,25 dólares no dia 17 de maio de 2013, isto é, um retorno negativo.

Durante, este mesmo período (18 de maio de 2012 e 18 de maio de 2013) o índice *Nasdaq* manteve uma tendência positiva (gráfico 3), não existindo assim relação entre a baixa performance das ações do *Facebook* e a performance positiva deste índice.

Gráfico 3 - Cotação diária da *Nasdaq* do período de 18 de maio de 2012 a 18 de maio de 2013 (fonte Yahoo Finance)



Um ano após o IPO, o *Facebook* anunciou várias iniciativas lucrativas. Todavia, as ocorrências adjacentes ao seu lançamento ainda estavam sob investigação pela *SEC*, e alguns investidores ainda apresentavam receios.

Durante este primeiro ano, seguiram-se diversas ações judiciais impostas pelos investidores e por parte da agência *SEC*, com vista à determinação se o *Facebook* e os subscritores já detentores de ações antes do IPO dispuseram de informação seletiva divulgada antes da entrada em bolsa, bem como analisar se a *Nasdaq* teve ou não responsabilidade relativas aos problemas técnicos que devastaram a negociação no seu primeiro dia em bolsa, como já fererenciado anteriormente.

O *Facebook* concentrava-se à data no desenvolvimento de plataforma móvel, aumentou também o seu negócio de publicidade, através da publicação de anúncios em dispositivos móveis, *feeds* de notícias e *widgets* especiais para dispositivos móveis, o que proporcionou um aumento na receita neste campo.⁶⁹ Até mesmo a *General Motor* voltou a publicitar novamente no *site*.⁷⁰

Em suma, observa-se que a menor performance atingida no primeiro dia de negociação em bolsa do *Facebook*, prolongou-se e agravou-se ao longo do primeiro ano após o IPO.

Estes factos não estão de acordo com a maior parte das teorias desenvolvidas por diversos autores, onde os mesmos verificam que os retornos obtidos no primeiro dia da negociação são de por exemplo 11,4% no Estados Unidos (ano de 1960 a 1969), como verificado por Ibbotson (1975) e de 7% (década de 1980) e 15% (ano de 1990 a 1998), ainda nos Estados Unidos, como analisado por Loughran e Ritter (2004).

Se compararmos estes retornos de curto prazo, com as conclusões de outros autores relativas a retornos que não os verificados dos EUA, nomeadamente nos mercados emergentes onde se tem verificado os maiores retornos iniciais do mundo, observando-se *underpricing* entre os 100% e os 300% (Chan et al., 2004 e Larry et al., 2008), constata-se que o *underpricing* observado no *Facebook* não tem comparação possível. com por exemplo o observado na China de 247% (Tian e Megginson, 2007) ou na Nigéria de 43,1% (Adjasi et al., 2011).

⁶⁹ “After IPO, Facebook Gets Serious About Making Money”, The Wall Street Journal, 16 de maio de 2013 (consultado em 17 de dezembro de 2014)

⁷⁰ “Facebook IPO: A Look Back One Year After Going Public”, Huff Post, 17 de maio de 2013 (consultado em 21 de maio de 2015)

5. Conclusões

A decisão de entrada em bolsa de uma empresa acarreta inúmeras análises em vários domínios uma vez que é um processo complexo e de elevada dimensão.

A 18 de maio de 2012 dá-se a entrada em bolsa do Facebook, onde foram vendidas 180.000.000 novas ações e 241.233.615 ações pertencentes ao acionistas iniciais, ao preço de 38 dólares, passando assim a estar cotada na *Nasdaq*, com o símbolo "FB".

Após a oferta, a empresa iria continuar a ser controlada pelo seu CEO, Mark Zuckerberg, pois continuou na posse de 31% das ações da empresa, que lhe permitiam controlar aproximadamente 55,9% do poder de voto. Suportando assim as teses de Field (1998) e Boulton *et al.* (2010) e Brennan e Franks (1997) que sugerem que os acionistas iniciais tendem a manter o controlo da empresa pós-IPO.

A escolha dos intermediários foi outro dos pontos fundamentais no IPO em questão em que o principal, nomeadamente no que respeita ao intermediário financeiro. Neste caso existiram três bancos de investimento escolhidos como principais intermediários da operação, entre eles *Morgan Standley*, *J.P. Morgan* e *Goldman Sach &Co.*, todos eles bancos prestigiados e que pretendiam que a operação fosse bem sucedida, de modo a não afetar a sua reputação.

A escolha de intermediários financeiros prestigiados deveria ter como consequência um *underpricing* elevado, segundo a teoria de Benvieste *et al.* (2003) e Lui e Ritter (2011). Contudo, tal facto não se verificou, uma vez que a empresa teve um *underpricing* demasiado reduzido, quase inexistente, de 23 cêntimos.

Foram inúmeras as razões apontadas para este reduzido *underpricing*, entre elas o atraso da *Nasdaq* no primeiro dia de cotações, a assimetria de informação entre a empresa/acionistas iniciais e os potenciais acionistas e a avaliação efetuada pelo banco de investimento relativamente à empresa, o que acabou por provocar posteriormente inúmeros processos judiciais.

A tese de Chemmanur e Fulghieri (1999) é de certa forma refutada, no que respeita ao fato da sociedade dever ir a público apenas quando esta possui uma quantidade suficiente de informações acumulada de domínio público, de modo a que os custos para os potenciais investidores na obtenção de informação sobre verdadeiro valor da sociedade sejam reduzidos. No caso do *Facebook* a informação de domínio público era demasiado reduzida.

Durante o primeiro dia de negociações o *greenshoe* teve um papel fundamental na estabilização do preço das ações suporte do preço, de forma a não deixar o preço das ações se fixar abaixo dos 38 dólares, uma vez que seria importante para a reputação não só da empresa, mas também do banco de investimento, seguindo assim a linha de raciocínio de Aggarwal (2000).

No que respeita às comissões pagas pela empresa, estas alcançaram um valor bastante reduzido, cerca de 1% do valor total do IPO, comparativamente com a média verificada nos IPOs dos EUA, em que normalmente ronda os 7% para IPOs até 100 milhões de dólares e 4% para IPOs de valor superior segundo Jenkison e Jones (2009).

Segundo a teoria do *Market Timing* e das janelas de oportunidade, o facto do IPO do Facebook ter ocorrido durante uma fase positiva do mercado permitiu proporcionar aos acionistas iniciais proveitos resultantes da sobreavaliação das ações, como defendido por diversos autores como Ritter (1991), Loughran e Ritter (1995), Ritter e Welch (2002). Tal facto é comprovado pela revisão em alta, antes do IPO, do intervalo de preços possíveis e pela quase inexistência de *underpricing* que fez com que os investidores iniciais não “tenham deixado dinheiro debaixo da mesa”.

De uma forma geral as teorias basicamente não conseguem suportar os acontecimentos verificados no caso do IPO do *Facebook*, conforme se pode verificar nas conclusões tiradas ao longo do trabalho.

Existem várias limitações a este caso de estudo, como o fato de o *Facebook* não ter publicado grande informação própria relativamente aos resultados do IPO. Outra limitação poderá estar adjacente ao fato de que toda a informação recolhida ter sido

através de notícias e artigos publicados no *Google*, uma vez que o contacto com a empresa seria impossível.

Uma última limitação do estudo do IPO do *Facebook* prende-se com o fato de este ser um dos maiores IPOs dos últimos tempos e não terem havendo muitos IPOs da mesma dimensão ou artigos que constatem IPOs esta dimensão, e assim permitam analisar IPOs à mesma escala, podendo assim se fazer uma análise comparativa mais correta.

Para finalizar torna-se importante referenciar que o presente estudo pode ter sido limitado na abordagem de algumas temáticas e em alguns domínios. Sendo por exemplo importante a análise de outras áreas como nomeadamente as alterações verificadas na estrutura de capitais do *Facebook* pós-IPO.

Referências Bibliográficas

Abrahamson, M., T. Jenkinson e H. Jones (2011), “Why Don't U.S. Issuers Demand European Fees for IPOs?”, *Journal of Finance*, Vol. 66, pp. 2055-2082.

Adjasi, C., K. Osei e E. Fiawoyife (2011), “Explaining underpricing of IPOs in frontier markets: Evidence from the Nigeria Stock Exchange”, *Research in International Business and Finance*, Vol. 25, pp. 255-265.

Aggarwal, R. (2000) “Stabilization activities by underwriters after new offerings. *Journal of Finance*, Vol. 55, pp. 1075-1104.

Allen, F., e G. R. Faulhaber (1989), “Signaling by underpricing in the IPO market”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 23, pp. 303-324.

Allison, S., C. Hall e D. McShea (2008), *Initial Public Offering Handbook*, St. Paul: Merrill Corporation.

Almeida, V. S. (2010), “O papel do intermediário financeiro em aberturas de capital no brasil”, Tese de Doutorado em Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, instituto COPPEAD de Administração.

Almeida, V. S. e R. P. Leal (2010), “A joint experimental analysis of the dutch auction, book building and competitive IPO pricing methods”, Rio de Janeiro: UFRJ /COPPEAD.

Alti, A. (2006), “How Persistent in the Impact of Market Timing on Capital Structure.” *Journal of Finance*, Vol. 61, pp. 1681-1710.

Araújo, C., Pinto, E., Lopes J., Nogueira, L. e Pinto, R. (2008), “Estudo de Caso”, Mestrado em Educação, Instituto de Educação e Psicologia, Universidade do Minho.

Baker, M. e J. Wurgler (2002), “Market timing and capital structure”, *Journal of Finance*, Vol. 57, pp. 1-32.

Barbosa, A. M. (2012), “A Relação e a Comunicação Interpessoais entre o Supervisor Pedagógico e o Aluno Estagiário”, Mestrado em Ciências da Educação: especialidade em Supervisão Pedagógica, Escola Superior de educação João de Deus.

Baron, D. (1982), “A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues”, *Journal of Finance*, Vol. 37, pp. 955-976.

Beatty, R. (1993), " The Economic Determinants of Auditor Compensation in the Initial Public Offerings Market." *Journal of Accounting Research* (Autumn), pp. 294-302.

Beatty, R. e I. Welch (1996), "Issuer Expenses and Legal Liability in Initial Public Offerings", *Journal of Law and Economics*, Vol. 39, Nº 2, pp. 545-601.

Benveniste, L., e W. Wilhelm (1990), “A Comparative Analysis of IPO Proceeds under Alternative Regulatory Environments”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 28, pp. 173-207.

Benveniste, L. e W. Busaba (1997), “Bookbuilding vs. Fixed Price: An Analysis of Competing Strategies for Marketing IPOs”, *Journal of Financial and Quantitative AnalysisI*, Vol. 32, pp. 383-403.

Benveniste, L., W. Busaba e W. Wilhelm (2002) "Information Externalities and the Role of Underwriters in Primary Equity Markets", *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 11, pp. 61-80.

Benveniste, L., A. Ljungqvist, W. J. Wilhelm, e X. Yu (2003), “Evidence of information spillovers in the production of investment banking services”, *Journal of Finance*, Vol. 58, Nº2, pp. 577-608.

Biais, B. e A. M. Faugeron-Crouzet (2002), “IPO Auctions: English, Dutch, ... French, and Internet”, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 11, pp. 9-36.

Black, B. e R. Gilson (1998), “Venture Capital and the Structure of Financial Markets: Banks versus Stock Markets”, *Journal of Financial Economics*, 47, Nº 1, pp. 243-277.

Boot, W., Gopalan, R. e A. Thakor (2005), “Go Public or Stay Private: A Theory of Entrepreneurial Choice”, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=442460,
acedido em 22 de Outubro de 2013.

Boulton, T., S. Smart e C. Zutter (2010), "Acquisition Activity and IPO Underpricing," *Financial Management*, Vol. 39, Nº 4, pp. 1521-1546.

Brau, J., P. Ryan, e I. DeGraw (2006), “Initial public offerings: CFO perceptions”, *The Financial Review*, Vol. 41, pp. 483-511.

Brennan, M. e J. Franks (1997) “Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the U.K.”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 45, pp. 391-413

Brigham, E. e M. Ehrhardt (2012), *Administração Financeira: teoria e prática*, Cengage Learning.

Bubna, A. e N. Prabhala (2007), “When bookbuilding meets IPOs”, <http://ssrn.com/abstract=972757>,
acedido em 10 de Outubro de 2013.

Busaba, W. e C. Chang (2010), “Book building vs. fixed price revisited: the effect of aftermarket trading”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 16, Nº 3, pp. 370-381.

Campbell, T. (1979), “Optimal investment financing decisions and the value of confidentiality”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 14, pp. 913-924.

Carter, R., e S. Manaster (1990), "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation", *Journal of Finance*, Vol. 45, Nº 4, pp. 1045- 1067.

Carvalho, A. G. e D. B. Pinheiro (2010), “Determinantes da Estabilização de Preços em Ofertas Públicas Iniciais de Ações”, *Revista Brasileira de Finanças*, Vol. 8, Nº 4, pp. 443–468.

Chan, K., K. Wei e J. Wang (2004), “Underpricing and long-term performance of IPO’s in China”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10, pp. 409-430.

Chaney, P., D. Jeter, e L. Shivakumar (2004), “Self-selection of auditors and audit pricing in private firms”, *The Accounting Review*, Vol. 79, pp. 51-72.

Chemmanur, T. (1993), “The pricing of initial public offers: A dynamic model with information production”, *Journal of Finance*, Vol. 48, pp. 285-304.

Chemmanur, T. e P. Fulghieri (1999), “A Theory of the Going-Public Decision”, *Review of Financial Studies*, Vol. 12, Nº 2, pp. 249-279.

Chemmanur, T., S. He, e D. Nandy (2005), “The Going Public Decision and the Product Market”, http://www.edegan.com/pdfs/ERBC/Ljungqvist,%205.17.11/Chemmanur_He_Nandy_2010.pdf , acedido em 11 de Novembro de 2013.

Chen, H. e J. Ritter (2000), “The seven percent solution”, *Journal of Finance*, Vol. 55, Nº 3, pp. 1105-1131

Chi, W., L. Myers, T. Omer e H. Xie (2010), “The Effects of Auditors’ Pre-Client and Client-Specific Experience on Earnings Quality and Perceptions of Earnings Quality: Evidence from Private and Public Companies in Taiwan”, <http://www.capana.net/download/2010papers/CMOX.pdf>, acedido em 23 de Novembro de 2013.

Chung, R., Lawrence, K., e Rakita, I (2001), “ Relative importance of the price stabilization role of overallotment options in Canadian IPOs”, *Financial Management Association Conference*.

Coelho, A. (2006), “Método do Estudo de Caso (Case Studies) ou Método do Caso (Teaching Cases)? Uma análise dos dois métodos no Ensino e Pesquisa em Administração.”, http://www.mackenzie.br/fileadmin/Graduacao/CCSA/remac/jul_dez_05/06.pdf, acedido em 9 de maio de 2014.

Cornelli, F. e D. Goldreich (2003), “Bookbuilding: How Informative is the Order Book?”, *Journal of Finance*, Vol. 58, pp. 1415-1444.

Deangelo, L. (1981), “Auditor Size and Audit Quality”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 3, pp. 183-199.

Deangelo, H., Deangelo, L. e Stulz, R. M. (2010), “Seasoned Equity Offerings, Market Timing, and the Corporate Lifecycle”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 95, pp. 275-295.

Degeorge, F., F. Derrien e K. Womack, 2007, “Analyst Hype in IPOs: Explaining the Popularity of Book-Building”, *Review of Financial Studies*, Vol. 20, pp. 1021-1058.

Deloitte Touche Tohmatsu (2012), “Custos de Abertura de Capital no Brasil”, <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Guia-Custos-para-abertura-de-capital-BMFBOVESPA-Deloitte.pdf>, acessado em 29 de Outubro de 2013.

Derrien, F. e K. Womack (2003), “Auction vs. Bookbuilding and the Control of Underpricing in Hot IPO Markets”, *Review of Financial Studies*, Vol. 16, pp. 31-61.

Derrien, F. (2005), “IPO pricing in “hot” market conditions: who leaves money on the table?”, *The Journal of Finance*, Vol. 60, Nº 1, pp. 487-521.

Dias, C. (2000), *Estudo de caso: ideias importantes e referências, Dimensões formativas de disciplinas do ensino básico: HISTÓRIA*. Lisboa: Instituto de Inovação Educacional.

Drake P. e M. Vetsuypens (1993), “IPO underpricing and insurance against legal liability”, *Financial Management*, Vol. 22, Nº 1, pp. 64-73.

Dunbar, C. (1998), “The Choice between Firm-Commitment and Best-Efforts Offering Methods in IPOs: The Effect of Unsuccessful Offers”, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 7, Nº1, pp. 60-90.

Elston J. e J. Yang (2010), “Venture Capital, Ownership Structure, Accounting Standards and IPO Underpricing: Evidence from Germany”, *Journal of Economics and Business*, Vol. 62, pp. 517-536.

Fang, L. H. (2005), “Investment bank reputation and the price and quality of underwriting services”, *Journal of Finance*, Vol. 60, pp. 2729-2761.

Fernando, C., V. Gatchev e P. Spindt (2005) Wanna Dance? How Firms and Underwriters Choose Each Other. *Journal of Finance*, Vol. 60, pp. 2437-2469.

Fernando, C., A. May e W. Megginson (2012) “The value of investment banking relationships: Evidence from the collapse of Lehman Brothers”, *Journal of Finance*, Vol. 67, pp. 235-270.

Field, L. (1998), “The IPO as the First Stage in the Sale of the Firm”, Working Paper, Penn State University.

Francis, J. R. e D. Wang (2008), “The joint effect of investor protection and BIG4 audits on earnings quality around the world”, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 25, Nº 1, pp.157-191.

Garfinkel, J. (1993), “IPO Underpricing, Insider Selling and Subsequent Equity Offerings: Is Underpricing a Signal of Quality?”, *Financial Management*, Vol. 22, pp. 74-83.

Gil, A. (2002), *Como elaborar projetos de pesquisa*, Editora Atlas, 4ª edição, São Paulo.

Goldstein, M., P. Irvine e A. Puckett, (2011), “Purchasing IPOs with Commissions”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 46, Nº 5, pp. 1193-1225.

Grinblatt, M. e C. Hwang (1989), “Signaling and the Pricing of New Issues”, *Journal of Finance*, Vol. 44, pp. 393-420.

Guba, E. G. e Lincoln, Y. S. (1989), “Fourth generation evaluation”, Newbury Park: Sage.

Hansen, R. (2001), “Do Investment Banks Compete in IPOs? The Advent of the ‘7% Plus Contract’”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 59, pp. 313-346.

Hanley, K., Kumar, A. e Seguin, P. (1993), “Price Stabilization in the Market of New Issues”, *Journal of Financial Economics*, Vol.34, pp.177-197.

Hay, D., W. Knechel, e N. Wong (2006), “Audit fees: A meta-analysis of the effect of supply and demand attributes”, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 23, Nº 1, pp. 141-191.

Hamel, J., Dufour, S., & Fortin, D.(1993), “Case study methods”, Newbury Park, CA: Sage.

Ibbotson, R. (1975), “Price Performance of Common Stock New Issues”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 2(3), pp. 235-272.

Jagannathan, R. e A. Sherman (2005), “Reforming the bookbuilding process for IPOs”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 17, pp. 67-72.

Jagannathan, R. e A. Sherman (2006), “Why Do IPO Auctions Fail?”, <http://cid.bcrp.gob.pe/biblio/Papers/NBER/2006/Marzo/w12151.pdf>, acedido em 25 de Novembro de 2013.

Jagannathan, R., A. Jirnyi e A. Sherman (2009), “Why Don’t Issuers Choose IPO Auctions? The Complexity of Indirect Mechanisms”, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1330691, acedido em 17 de Outubro de 2013.

Jain, B. e O. Kini (1994), “The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms”, *Journal of Finance*, Vol. 49, pp. 1699-1726.

Jain, B. e O. Kini (2006), “Industry Clustering of Initial Public Offerings”, *Managerial and Decision Economics*, Vol. 27, No. 1, pp. 1-20.

Jegadeesh, N., M. Weinstein e I. Welch (1993), “An empirical investigation of IPO returns and subsequent equity offerings”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 34, pp. 153-175.

Jenkinson, T. e H. Jones (2004), “Bids and allocations in European IPO bookbuilding”, *Journal of Finance*, Vol. 59, N° 5, pp. 2309-2338.

Jenkinson, T. e H. Jones (2009), “Competitive IPOs”, *European Financial Management*, Vol. 15, pp. 733-756.

Jensen, M. e W. Meckling (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, N°4, pp. 305-360.

Kanagaretnam, K., C. Lim e G. Lobo (2010), “Auditor reputation and earnings management: International evidence from the banking industry”, *Journal of Banking and Finance*, Vol.34, pp. 2318-2327.

Keune, M. e K. Johnstone (2012), “Materiality judgments and the resolution of detect misstatements: The role of managers, auditors, and audit committees”, *The Accounting Review*, Vol. 87, pp. 1641-1677.

Krigman, L., H. Shaw e K. Womack (1999), “The persistence of IPO mispricing and the predictive power of flipping”, *Journal of Finance*, Vol. 54, N° 3, pp. 1015-1044.

Kwon, S. Y., C. Y. Lim e P. Mui-Siang Tan (2007), “Legal Systems and Earnings Quality: The Role of Auditor Industry Specialization”, *Auditing a Journal of Practice and Theory*, Vol.26, N°2.

Larry, L. , J. Fowler e T. Naughton (2008), “ Short Term Equity Returns of Chinese IPOs, 1999 to 2004 Excess Demand, Social Policy and Wealth Effects”, *Journal of Emerging Market Finance*, Vol. 7, N° 2, pp. 197-214.

Leland, H. e D. Pyle (1977), “Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation”, *Journal of Finance*, Vol. 32, pp. 371-387.

Leone, A., S. Rock e M. Willenborg (2007), “Disclosure of intended use of proceeds and underpricing in initial public offerings”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 45, N° 1, pp. 111-153.

Lima, J., Antunes, M., Neto O. e Peleias, I. (2012), “Estudos de caso e sua aplicação: proposta de um esquema teórico para pesquisas no campo da contabilidade”, *Revista de Contabilidade e Organizações*, Vol. 6, Nº 14, pp. 127-144.

Liu, X. e J. Ritter (2011) “Local Underwriter Oligopolies and IPO Underpricing”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 102, pp. 579-601.

Lobo, G. e Y. Zhao (2013), Relation between Audit Effort and Financial Report Misstatements: Evidence from Quarterly and Annual Restatements. *The Accounting Review*, Vol. 88, Nº 4, pp. 1385-1412.

Loughran, T. e J. Ritter (1995), “The new issues puzzle”, *Journal of Finance*, Vol. 50, pp. 23-51.

Loughran, T. e J. Ritter (2002), “ Why don’t issuers get upset about leaving money on the table in IPOs?”, *Review of Financial Studies*, Vol. 15, Nº 2, pp. 413-443.

Loughran, T. e J. Ritter (2004), “Why Has IPO Underpricing Changed Over Time?”, *Financial Management*, Vol. 33, Nº 3, pp. 5-37.

Lowry, M. e S. Shu (2002), “Litigation risk and IPO underpricing”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, pp. 309-335.

Lowry, M., M. S. Officer e G. W. SCHWERT (2010), “The Variability of IPO Initial Returns”, *The Journal Of Finance*, Vol. LXV, Nº 2, pp. 425-466.

Ljungqvist, A. (2004), “IPO underpricing”. Salomon Center Stern School of Business New York University and CEPR. Handbook in Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, pp. 01 -76.

Ljungqvist, A. (2007), IPO underpricing: a survey. In E. Eckbo (ed) Handbook in Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, North Holland, pp. 375-422.

Ljungqvist, A. e W. Wilhelm (2002), “IPO allocations: discriminatory or discretionary?” *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, pp. 167-201.

Maksimovic, V. e P. Pichler (2001), “Technological innovation and initial public offerings”, *Review of Financial Studies*, Vol. 14, Nº 2, pp. 459-494.

Martins, V. M. (2006), “Avaliação do valor educativo de um software de elaboração de partituras: um estudo de caso com o programa Finale no 1º ciclo”, Mestrado em Educação, Área de especialização em Tecnologia Educativa, Universidade do Minho.

Mekjian, J. (2012), “Auctions as an Alternative to Book Building in the IPO Process: An Examination of Underpricing for Large Firms in France”, Duke University, http://econ.duke.edu/uploads/media_items/john-mekjian-final-draft-thesis.original.pdf,
acedido em 3 de fevereiro de 2014.

Morck, R., A. Schleifer e R. Vishny (1988), “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 293-315.

Myers, S. C. (1984), “The capital structure puzzle”, *Journal of Finance*, Vol. 39, Nº 3, pp. 575-592.

Muscarella, C. J. e M. Vetsuypens (1989), “A simple test of Barons model of IPO underpricing”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, pp. 125-136.

Muscarella, C., Peavy, J. e Vetsuypens, M. (1992), “Optimal Exercise of the Over-Allotment Option in IPOs”, *Financial Analysts Journal*, Vol. 38, pp. 76- 80.

Numan, W. e M. Willekens (2012), “An empirical test of spatial competition in the audit market”, *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 53, pp.450-465.

Pagano, M., F. Panetta e L. Zingales (1998), “Why Companies Go Public? An Empirical Analysis”, *Journal of Finance*, Vol. 53, pp. 27-64.

Paulo, I., P. Cavalcante e E. Paulo (2013), “Relação entre Qualidade da Auditoria e Conservadorismo Contábil nas Empresas Brasileiras”, *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, Brasília, Vol. 7, Nº 3, Art. 6, pp. 305-327.

Peter, S. (2007), “Performance of Initial Public Offerings and Privatized Offers, evidence from a developing country”, *Managerial Finance*, Vol. 33, pp. 798-809.

Pereira, J. (2005), “*Bookbuilding e Alocação Estratégica*”, <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/2248>, acessado em 18 de Outubro de 2013.

Pereira, T. e Sousa M., (2015), “Is There Still a Berlin Wall in the Post-Issue Operating Performance of European IPOs?”, <http://ssrn.com/abstract=2347535>, acessado em 7 de agosto de 2015.

Peres, M. A.(2003), “Bookbuilding como Instrumento de Precificação e Alocação Estratégica nas Emissões de Acções de Empresas Brasileiras”, <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/2212>, acessado em 1 de Outubro de 2013.

Ponte, J. (2006), “Estudos de caso em educação matemática”, *Bolema*, 25, pp. 105-132.

PricewaterhouseCoopers (2010), "Roadmap for an IPO - A guide to going public", <http://www.pwc.com/us/en/transaction-services/assets/roadmap-for-an-ipo-a-guide-to-going-public.pdf>, acessado em 28 de Outubro de 2012.

Ritter, J. (1984), “The "hot issue" market of 1980”, *Journal of Business*, Vol. 57, pp. 215-240.

Ritter, J. (1991), “The Long-Run Performance of Initial Public Offerings”, *Journal of Finance*, Vol. 46, Nº 1, pp. 3-27.

Ritter, J. (1998), “Initial Public Offering”, *Contemporary Finance Digest*, Vol. 2, Nº1, pp. 5-30.

Ritter, J. e I. Welch (2002), “A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations”, *Journal of Finance*, Vol. 57, Nº 4, pp. 1795-1828.

Ritter, J. (2011), "Equilibrium in the IPO Market", *Annual Review of Finance Economics*, Vol. 3, pp. 347-374.

Rock, K. (1986), "Why new issues are underpriced", *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, pp. 187-212.

Sherman, A. E. (2005), "Global trends in IPO methods: book building versus auctions with endogenous entry", *Journal of Financial Economics*, Vol. 78, Nº 3, pp. 615-649.

Sousa, M. (2005), "Ofertas Publicas Iniciais: O Caso COFINA", Faculdade de Economia do Porto.

Tian, L. e W. Megginson (2007), "Extreme Underpricing: Determinants of Chinese Ipo Initial Returns", http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=891042, acedido em 29 de Setembro de 2013.

Tinic, S. M. (1988), "Anatomy of initial public offerings of common stock", *Journal of Finance*, Vol. 43, pp. 789-822.

Titman, S. e B. Trueman (1986) "Information quality and the valuation of new issues", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 8, pp. 159-172.

Toniato, J. (2007), "Hot issue no Mercado de IPO e suas consequências para as empresas emitentes e investidores: o mercado do Reino Unido em 2000", *Brazilian Business Review*.

Torstila, S. (2003) "The Clustering of IPO Gross Spreads: International Evidence", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, pp. 673-694.

Ursel, N. (2001), "Priced to sell: The evolution of underpricing in Canadian initial public offerings", *Canadian Business Economics*, Vol. 8, pp. 15-20.

Wan Abdullah, W. Z., S. Ismail e N. Jamaluddin (2008), "The impact of board composition, ownership and ceo duality on audit quality: the Malaysian evidence", *Malaysian Accounting Review*, Vol. 7, Nº 2, pp. 17-28.

Welch, I. (1989), “Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings”, *Journal of Finance*, Vol. 44, pp. 421-449.

Welch, I. (1992), “Sequential sales, learning, and cascades”, *Journal of Finance*, Vol. 47, pp. 695-732.

Wilhelm, W. J. (2005), “Bookbuilding, Auctions, and the Future of the IPO Process”, *Journal of Applied Corporate Finance*, A Morgan Stanley Publication, Vol. 17, Nº 1.

Wilson, R. (1979), “Auctions of shares”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 93, Nº 4, pp. 675- 689.

Yin, R. (1994). “Case study research: Design and method” (2nd). Beverly Hills, CA: Sage.

Yin, R. (2005). “Estudo de Caso. Planejamento e Métodos”, Porto Alegre, Bookman.

Yosha, O. (1995), “Information disclosure costs and the choice of financing source”, *Journal of Financial Intermediation* Vol. 4, pp. 3-20.

Zigales, L. (1995), “Insider Ownership and the Decision to Go Public”, *Review of Economic Studies*, Vol. 62, pp. 425-448.

Notícias/artigos consultados:

“Tech IPO Valuations on LinkedIn, Pandora, Groupon, Zynga, Homeaway, RenRen, Facebook and more”, Clark Schultz's Blog, 4 de julho de 2011, <http://clarkschultz.com/tech-ipo-valuations-on-linkedin-pandora-group/>, consultado em 2 de outubro de 2014.

“Facebook inicia entrada em bolsa na quarta-feira”, Económico, 27 de janeiro de 2012, http://economico.sapo.pt/noticias/facebook-inicia-entrada-em-bolsa-na-quartafeira_136891.html, consultado em 13 de junho de 2013.

“In Facebook IPO, bankers seek prestige over fees”, Reuters, 27 de janeiro de 2012, <http://www.reuters.com/article/2012/01/27/us-facebook-ipoview-idUSTRE80Q21920120127>, consultado em 2 de maio de 2015.

“Facebook’s Profits: \$1 Billion, On \$3.7 Billion In Revenues”, Tech Crunch, 1 de fevereiro de 2012, <http://techcrunch.com/2012/02/01/facebook-1-billion-profit/>, consultado em 31 de maio de 2013.

“Zynga accounted for \$445M, or 12 percent of Facebook’s revenue”, Venture Beat, 1 de fevereiro de 2012, <http://venturebeat.com/2012/02/01/zynga-accounted-for-12-percent-of-facebooks-revenue-in-2011/>, consultado em 5 de outubro de 2014.

“Facebook Files To Go Public, The S-1 Is Live”, Marketing Land, 1 de fevereiro de 2012, <http://marketingland.com/facebook-files-to-go-public-the-s-1-is-live-5037>, consultado em 6 de dezembro de 2014.

“Facebook entra na Bolsa mas Zuckerberg continua a liderar”, Jornal de Noticias, 2 de fevereiro de 2012, <http://www.jn.pt/blogs/nosnarede/archive/2012/02/02/facebook-entrada-na-bolsa-pode-valer-milh-245-es-de-euros.aspx>, consultado em 18 de setembro de 2014.

“Facebook – uma história”, Magic Web Design, 3 de fevereiro de 2012, <http://www.magicwebdesign.com.br/blog/redes-sociais/facebook-uma-historia/>, consultado em 7 de outubro de 2014.

“Facebook anuncia a compra do Instagram”, G1 Globo, 16 de abril de 2012, <http://g1.globo.com/tecnologia/noticia/2012/04/facebook-anuncia-compra-do-instagram.html>, consultado em 13 de dezembro de 2014.

“Billions of reasons to use social media in business”, The Finanser, 7 de maio de 2012, <http://thefinanser.co.uk/fsclub/2012/05/billions-of-reasons-to-use-social-media-in-business.html>, consultado em 7 outubro de 2014.

“Facebook's valuation put at \$104 billion: Report”, Business Today In, 15 de maio de 2012, <http://www.businesstoday.in/topics/current/corporate/facebook-valuation-put-at-104-billion/story/184554.html>, consultado em 19 de janeiro de 2015.

“Facebook Increases IPO Price Range To \$34 To \$38 Per Share, Adds More Than 50M Shares”, Social Times, 15 de maio de 2012, <http://www.adweek.com/socialtimes/ipo-amendment-7/392112>, consultado em 18 de outubro de 2014.

“Facebook fixa preço de ação para IPO entre US\$ 34 e US\$ 38”, O Globo, 15 de maio de 2012, <http://oglobo.globo.com/sociedade/tecnologia/facebook-fixa-preco-de-acao-para-ipo-entre-us-34-us-38-4902043#ixzz3iQdbdNPJ>, consultado em 17 de julho de 2015.

“Ação do Facebook sobe menos que o esperado e fecha em US\$ 38”, O Globo, 18 de maio de 2012, <http://oglobo.globo.com/sociedade/tecnologia/acao-do-facebook-sobe-menos-que-esperado-fecha-em-us-38-4933140>, consultado em 5 de abril de 2015.

“Facebook faz maior IPO tecnológico da história em Nova York hoje”, InfoMoney, 18 de maio de 2012, <http://www.infomoney.com.br/mercados/noticia/2440177/facebook-faz-maior-ipo-tecnologico-historia-nova-york-hoje>, consultado em 4 de abril de 2015.

“Facebook IPO: 'FB' Stock Closes Close to IPO Price But Still Biggest U.S. Tech IPO”, ABC News, 18 de maio de 2012, <http://abcnews.go.com/Business/facebook-ipo-nasdaq-fb-stock-closes-ipo-price/story?id=16376373>, consultado em 18 de março de 2015.

“Problemas persistentes no Nasdaq em dia de estreia do Facebook”, Jornal de Negócios, 18 de maio de 2012, http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/detalhe/problemas_persistentes_no_nasdaq_e_m_dia_de_estreia_do_facebook.html, consultado 23 de agosto de 2014.

“Entrada do Facebook em bolsa sob investigação”, Publico, 23 de maio de 2012, <http://www.publico.pt/tecnologia/noticia/investidor-americano-esta-a-processar-o-nasdaq-por-negligencia-com-as-accoes-do-facebook-1547285>, consultado em 24 de fevereiro de 2015.

“Facebook’s IPO: What We Know Now”, CNBC, 23 de maio de 2012, <http://www.cnbc.com/id/47043815>, consultado em 23 de novembro de 2014.

“Oh, Zuck: Facebook's bumpy start just got a little worse”, CNN, 23 de maio de 2012, <http://news.blogs.cnn.com/2012/05/23/oh-zuck-facebooks-bumpy-start-just-got-a-little-worse/>, consultado em 1 de setembro de 2014.

“Did These Banks Profit From Facebook’s IPO?”, The Cheat Sheet, 23 de maio de 2012, <http://www.cheatsheet.com/technology/was-facebooks-ipo-a-profit-windfall-for-banks.html/>, consultado em 2 de março de 2015.

“Bancos e Morgan Stanley lucram US\$ 100 milhões com estreia de ação do Facebook na Nasdaq”, o Globo, 24 de maio de 2012, <http://oglobo.globo.com/sociedade/tecnologia/bancos-morgan-stanley-lucram-us-100-milhoes-com-estreia-de-acao-do-facebook-na-nasdaq-5005607>, consultado em 16 de Fevereiro de 2015.

“Caso Facebook: Vale do Silício não rejeitará Morgan Stanley”, Reuters Brasil, 25 de maio de 2012, <http://br.reuters.com/article/businessNews/idBRSPE84O05A20120525?pageNumber=2&virtualBrandChannel=0&sp=true>, consultado em 16 de novembro de 2014.

“Presidente da Nasdaq perdeu contato durante o caos do IPO da Facebook”, the Wall Street Journal, 14 de junho de 2012, <http://br.wsj.com/articles/SB10001424052702303734204577466412589678218>, consultado em 2 de fevereiro de 2015.

“Facebook lança aplicativos e frustra mercado de smartphones”, Convergência Digital, 4 de abril de 2013, <http://convergenciadigital.uol.com.br/cgi/cgilua.exe/sys/start.htm?infoid=33411&sid=3>, consultado em 30 de novembro de 2014.

“After IPO, Facebook Gets Serious About Making Money”, The Wall Street Journal, 16 de maio de 2013,

<http://www.wsj.com/articles/SB10001424127887323582904578487103239166448>,
consultado em 17 de dezembro de 2014.

“Investors look back on Facebook's timeline one year after IPO”, Proactive Investors,
17 de maio de 2013,
<http://www.proactiveinvestors.com/companies/news/44027/investors-look-back-on-facebooks-timeline-one-year-after-ipo-44027.html>, consultado em 30 de novembro de 2014.

“Facebook IPO: A Look Back One Year After Going Public”, Huff Post, 17 de maio de 2013 , http://www.huffingtonpost.com/2013/05/18/facebook-ipo_n_3294518.html, consultado em 21 de maio de 2015.

“After The IPO: Facebook Survives Its “Year Of Living Dangerously””, Marketing Land, 19 de maio de 2013, <http://marketingland.com/facebook-survives-its-year-of-living-dangerously-44468>, consultado em 7 de agosto de 2015.

“Google + Facebook = 70 percent of all mobile ad revenues worldwide”, Venture Beat, 13 de junho de 2013, <http://venturebeat.com/2013/06/13/google-facebook-70-of-all-mobile-ad-revenues-worldwide/>, consultado em 16 de maio de 2014.

“A história do Facebook | Mark Zuckerberg”, RS Web Marketing Digital, 25 de fevereiro de 2014, <http://rswebmarketingdigital.com.br/blog/historia-do-facebook-mark-zuckerberg/>, consultado em 26 de novembro de 2014.

“Top 10 maiores IPO de todos os tempos”, Top 10 mais, 7 de novembro de 2014, <http://top10mais.org/top-10-maiores-ipo-de-todos-os-tempos/>, consultado em 16 de outubro de 2014.

“O Facebook faz hoje 11 anos! Relembre a história da rede social!”, PPL Ware, 4 de fevereiro de 2015, http://pplware.sapo.pt/redes_sociais/o-facebook-faz-hoje-11-anos/, consultado em 16 de abril de 2015.

“The Initial Public Offering (IPO) Process: Got Facebook Shares?”, Mergens and Inquisitions, <http://www.mergersandinquisitions.com/initial-public-offering-process-ipo/>, consultado em 18 de julho de 2015.

“Facebook's IPO turns one”, Market Watch, <http://projects.marketwatch.com/facebook-ipo-anniversary-timeline/#>, consultado em 22 de janeiro de 2015.