

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS – ÁREA DE FINANÇAS**

KAREN WAGNER GOMES

**ANÁLISE DE OPORTUNIDADES DE INVESTIMENTO
EM OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS NO MERCADO DE
CAPITAIS BRASILEIRO**

Porto Alegre, 2007

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS – ÁREA DE FINANÇAS
TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO**

KAREN WAGNER GOMES

**ANÁLISE DE OPORTUNIDADES DE INVESTIMENTO
EM OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS NO MERCADO DE
CAPITAIS BRASILEIRO**

**Trabalho de conclusão do curso de
graduação apresentado ao
Departamento de Ciências
Administrativas da Universidade
Federal do Rio Grande do Sul, como
requisito parcial para a obtenção do
grau de Bacharel em Administração.**

Orientador: Prof. Oscar Claudino Galli

Porto Alegre, 2007

Karen Wagner Gomes

**ANÁLISE DE OPORTUNIDADES DE INVESTIMENTO
EM OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS NO MERCADO DE
CAPITAIS BRASILEIRO**

**Trabalho de conclusão do curso de
graduação apresentado ao
Departamento de Ciências
Administrativas da Universidade
Federal do Rio Grande do Sul, como
requisito parcial para a obtenção do
grau de Bacharel em Administração.**

Conceito Final:
Aprovado em ____ de _____ de

BANCA EXAMINADORA

Orientador –

RESUMO

O propósito deste trabalho é pesquisar o desempenho dos IPOs lançados no Brasil no período compreendido entre janeiro de 2005 até abril de 2006, estabelecendo um paralelo com o desempenho do Ibovespa. Neste sentido, são colocados conceitos relativos ao processo de abertura de capital das empresas e formas de precificação de IPOs, bem como considerações acerca do mercado de capitais brasileiro. O foco do trabalho será a comparação de retornos, no curto prazo, das novas emissões de ações frente as já existentes. Os dados coletados foram extraídos da Bovespa e da base de dados Economática. O trabalho procura ainda quantificar os retornos anormais dos IPOs.

Palavras chave: mercado de capitais, IPOs, capital de risco, ações, Ibovespa, retorno anormal e oportunidades de investimento.

ABSTRACT

The purpose of this analysis is to research the IPOs - Initial Public Offerings, launched in the Brazilian stock market in between 2005's January until 2006's April, establishing comparisons based on the Ibovespa return value index. This study intends to focus on comparing the financial returns on IPOs in a short-period window with the usual offerings from companies already registered in the Brazilian stock market, while exploring the concepts regarding IPO pricing within the context of the Brazilian stock market. The analyzed data was collected from the Bovespa and Economática databases. This study also intends to quantify the abnormal returns of the related IPOs.

Keywords: capital market, IPO, venture capital, stocks, Ibovespa, abnormal return and investment chance.

SUMÁRIO

1. DEFINIÇÃO DO PROBLEMA	10
1.1 A IMPORTÂNCIA DA ABERTURA DE CAPITAL PARA AS EMPRESAS	10
1.2 O CENÁRIO DOS LANÇAMENTOS DE IPOS NO BRASIL	11
1.3 DEFINIÇÃO DA QUESTÃO	12
1.4 JUSTIFICATIVA	12
1.5 OBJETIVOS	13
1.5.1 Objetivo Principal	13
1.5.2 Objetivos Específicos	13
2. MERCADO DE CAPITAIS	14
2.1 A IMPORTÂNCIA DO MERCADO DE CAPITAIS PARA A ECONOMIA	14
2.1.1 Mercado Primário	15
2.1.2 Mercado Secundário	15
2.2 BOLSA DE VALORES	15
2.3 MERCADO DE BALCÃO	16
3 ABERTURA DE CAPITAL	18
3.1 AS CONDIÇÕES DE COMPANHIA ABERTA	18
3.2 FORMAS DE ABERTURA DE CAPITAL	19
3.2.1 <i>Underwriting</i> de ações	19
3.2.2 Block-Trade	20
3.3 RELAÇÃO CUSTO-BENEFÍCIO DA ABERTURA DE CAPITAL	20
3.3.1 Acréscimo dos Custos Administrativos	22
3.3.2 Diminuição do Poder de Decisão da Empresa	22
3.4 DIFERENÇAS ENTRE EMITIR DEBÊNTURES E AÇÕES	23
3.4.1 Vantagens da Emissão de Ações	23

3.4.2 Vantagens na Emissão de Debêntures	23
3.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA	24
3.5.1 Novo Mercado	25
3.5.2 Nível 1	25
3.5.3 Nível 2	26
4. DEFINIÇÃO DE IPO	28
4.1 EXPLICAÇÕES DE DEMANDA E OFERTA PARA CICLOS DE IPO	28
4.2 PRECIFICAÇÃO DA EMISSÃO	29
4.2.1 Book Building	29
4.2.2 Método do Preço Fixo	29
4.3 PRECIFICAÇÃO DE IPOS	30
4.3.1 Causas da subprecificação	31
4.3.2 Causas da superprecificação	31
5. IBOVESPA	32
6. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	35
6.1 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS ADOTADOS	35
6.2 UNIVERSO E AMOSTRA	35
6.3 METODOLOGIA DE APURAÇÃO DOS RESULTADOS	35
6.3.1 Retorno Anormal (AR)	36
6.3.2 Retorno Anormal Capitalizado	36
7. OS LANÇAMENTOS DE IPOS NO PERÍODO DE JANEIRO DE 2005 ATÉ ABRIL DE 2006 NO MERCADO BRASILEIRO	37
7.1 DESCRIÇÃO DAS EMPRESAS	37
7.1.1 Renar Maçãs	37
7.1.2 Submarino	37
7.1.3 Localiza	38

7.1.4 Tam	38
7.1.5 Energias do Brasil	38
7.1.6 Ohl Brasil	39
7.1.7 Nossa Caixa	39
7.1.8 Cosan	39
7.1.9 Uol	40
7.1.10 Vivax	40
7.1.11 Copasa	40
7.1.12 Gafisa	41
7.1.13 Company	41
7.1.14 Totvs	41
7.1.15 Equatorial	42
7.1.16 Abnote	42
7.2. ANÁLISE DOS RESULTADOS POR EMPRESA	43
7.2.1 Renar Maçãs	43
7.2.2 Submarino	44
7.2.3 Localiza	45
7.2.4 Tam	46
7.2.5 Energias Br	47
7.2.6 Ohl	48
7.2.7 Nossa Caixa	49
7.2.8 Cosan	50
7.2.9 Uol	51
7.2.10 Vivax	52
7.2.11 Copasa	53

7.2.12 Gafisa	54
7.2.13 Company	55
7.2.14 Totvs	56
7.2.15 Equatorial	57
7.2.16 Abnote	58
8. ANÁLISE GERAL DOS RESULTADOS OBTIDOS	59
CONSIDERAÇÕES FINAIS	62
REFERÊNCIAS	64

1. DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

O fenômeno da globalização está tornando a decisão de crescimento das empresas praticamente uma obrigação para a sua sobrevivência perante o cenário existente. A concorrência do produto externo é implacável e, caso a necessidade de investimento em tecnologia não seja rapidamente corrigida e suprida, o desfecho poderá ser o fim da empresa.

1.1 A IMPORTÂNCIA DA ABERTURA DE CAPITAL PARA AS EMPRESAS

As empresas brasileiras estão buscando não perder competitividade para organizações estrangeiras por falta de aporte financeiro, frente às exigências do mercado internacional que as empresas decidem abrir o seu capital, principalmente, devido à necessidade de fazer novos investimentos. Para que uma organização possa se candidatar ao processo de abertura, deverá estar constituída na forma jurídica de uma sociedade anônima, de acordo com o que preceitua a Lei nº 6.404, de 15/12/1976.

A nova posição, de companhia aberta, pode gerar elevados gastos e fortes conflitos nas empresas. Abrir o capital envolve despesas para adequação às normas da Comissão de Valores Mobiliários - que regula esse processo no Brasil, além de embates internos entre os antigos proprietários e que, após a abertura, perdem parte de seu poder decisório.

Nas décadas de 60 e 70 ocorreram importantes aberturas de capital no Brasil. Empresas como a Sadia - gigante na área de alimentos; a Marcopolo - uma das principais fabricantes de carrocerias do mundo; a Weg - maior indústria de motores elétricos da América Latina e a Gerdau - que se transformou em uma das principais multinacionais brasileiras, causando profundas alterações no cenário e nas perspectivas das empresas brasileiras no aspecto de captação financeira.

Com base nessa projeção de sucesso por intermédio de oferta pública é que empresas brasileiras têm se voltado para o lançamento de IPOs (*Initial Public Offerings*, sigla em inglês que significa lançamento inicial de ações). Destarte, trata-se da primeira oferta de ações de uma empresa, ou seja, quando ela abre seu capital e passa a vender ações na bolsa de valores. O termo se popularizou no final da década de 90, quando

houve o “boom” da Internet. Os IPOs são freqüentemente lançadas tanto por empresas menores, novas companhias procurando aumento de capital para expandirem, quanto por organizações de maior porte, buscando uma fonte mais acessível de captação de recursos.

1.2 O CENÁRIO DOS LANÇAMENTOS DE IPOS NO BRASIL

Entre as alternativas mais eficientes de financiamento das operações de uma empresa, a captação de recursos via abertura de capital, ou mesmo a emissão de novas ações, se encontra entre as melhores maneiras de capitalização, tanto pela natureza permanente da operação, quanto pelo baixo comprometimento do caixa.

Ademais, os lançamentos de IPOs no Brasil têm proporcionado aos investidores retornos bastante atrativos. Algumas ações chegaram a apresentar ganhos substanciais acima de 150% em menos de um ano.

O ano de 2004 anunciou importantes mudanças no mercado de capitais brasileiro. Entre elas podemos citar: o avanço do Ibovespa, além da progressiva adesão das organizações aos níveis mais altos de governança corporativa. Entretanto, foi a partir do ano de 2005 que podemos observar um número bastante significativo de novas empresas abrindo o seu capital.

O período compreendido entre janeiro de 2005 e abril de 2006 contemplou a oferta pública inicial de dezesseis empresas brasileiras: UOL, Cosan, Banco Nossa Caixa, OHL Brasil, Energias BR, TAM, Localiza, Submarino, Renar Maçãs, Vivax, Copasa, Gafisa, Company, Totvs, Equatorial e ABnote.

Em razão de apresentar um excerto extremamente significativo do fenômeno de crescimento de IPOs no mercado de capitais do país, esse período constitui-se no escopo de análise deste estudo.

1.3 DEFINIÇÃO DA QUESTÃO

A principal motivação para o presente trabalho foi a observação dos retornos obtidos nos IPOs, dentre as recentes aberturas de capital, que apresentaram rentabilidade muito superior a proporcionada pelo Ibovespa.

Este trabalho se justifica pelas expressivas variações percebidas nos preços das ações provenientes de IPOs, principalmente quando enfatizamos o espaço de tempo que foi demandado para tais variações.

O novo ciclo de lançamentos de IPOs iniciado em 2005 determinou um marco histórico na economia brasileira. As possibilidades de captação de recursos por parte das empresas e de aplicação por parte dos investidores sensibilizaram o mercado em níveis cujo impacto alterou o perfil do mercado de capitais do país.

É objeto deste trabalho a análise de todas as empresas que lançaram IPOs no Brasil entre janeiro de 2005 e abril de 2006, a partir das informações disponíveis na base de dados Economatica e no *site* da Bovespa. O período selecionado para análise foi de um ano após a oferta pública.

Avaliando as fontes citadas e os dados de retornos substanciais dos IPOs quando comparados ao desempenho das demais ações já listadas na Bovespa, dentro das prerrogativas de um novo cenário no Mercado de Capitais brasileiro e dos altos retornos dos IPOs, especialmente no curto prazo, que este trabalho tem a intenção de *identificar e contextualizar oportunidades de investimentos em ofertas públicas iniciais no mercado de capitais brasileiro*.

1.4 JUSTIFICATIVA

O Mercado de Capitais tem estado cada vez mais presente no dia-a-dia dos brasileiros, que têm demonstrado interesse em aprender sobre como lucrar investindo em ações. Somado a esse fator, que mais empresas têm recorrido à abertura de capital como forma de obter financiamento para seus projetos. O ano de 2005 registrou um volume de ofertas primárias e secundárias de R\$ 70,8 bilhões, representando um aumento de 142% em relação a 2004. Dentro da mesma tendência, o ano inteiro de 2006 apresentou um volume de emissão de ações 115,4% superior ao ano de 2005.

Tendo esse cenário de crescimento exponencial de recursos sendo direcionados para títulos mobiliários e de companhias oferecendo oportunidades diferenciadas de ganhos, que esta análise tem objetivo de apresentar um panorama dos mais recentes lançamentos no mercado de capitais brasileiro.

O estudo em questão visa contextualizar os lançamentos de IPOs no Brasil do ano de 2005 e dos primeiros quatro meses de 2006, tendo como foco o retorno bastante superior frente às ações já listadas na Bovespa, especialmente nos meses subseqüentes à abertura de capital e em um período de curto prazo. O trabalho abordará a valorização dos IPOs no referido intervalo em relação ao Ibovespa – índice que representa a média do mercado – e será analisado o horizonte temporal de um ano após os lançamentos, quantificando as variações ocorridas nesse espaço de tempo.

1.5 OBJETIVOS

1.5.1 Objetivo Principal

Identificar e contextualizar oportunidades de investimentos existentes no mercado de capitais brasileiro em IPOs.

1.5.2 Objetivos Específicos

Em alinhamento com o objetivo principal deste trabalho serão percorridas as seguintes etapas, que se constituem nos objetivos intermediários, assim identificados:

- analisar todos os lançamentos de IPOs a partir do ano de 2005 até abril de 2006 e identificar a variação das cotações no espaço de até um ano após a abertura de capital;
- quantificar o retorno anormal dos IPO frente ao Ibovespa;
- analisar oportunidades de investimentos em IPOs no Brasil.

2. MERCADO DE CAPITAIS

Conforme Zdanowicz (1990), o Mercado de Capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem o propósito de multiplicar e alocar a riqueza nacional. Pela participação dos investidores ocorrerá uma seleção das melhores empresas, as quais produzirão melhores resultados aos seus acionistas. É constituído por bolsas de valores, sociedades corretoras e instituições financeiras autorizadas. À medida que cresce o nível de poupança, maior é a disponibilidade para investir. A poupança individual, reunida e movimentada através de instituições financeiras, permite o financiamento dos bens de produção onde o interesse do investidor e do empresário são convergentes. O sucesso de tais aplicações permite o aumento da poupança, que por sua vez gera novos investimentos.

2.1 A IMPORTÂNCIA DO MERCADO DE CAPITAIS PARA A ECONOMIA

O Mercado de Capitais é uma das modalidades do mercado financeiro de grande importância no processo de desenvolvimento econômico de uma nação.

Segundo Gitmann (2000), o Mercado de Capitais é uma relação financeira criada por várias instituições e condições que permitem aos fornecedores e tomadores de fundos de longo prazo realizar transações. Incluídos entre fundos de longo prazo estão os títulos emitidos por empresas e governo. A espinha dorsal do mercado de capitais é formada por várias bolsas de valores, as quais provêm o recinto para as transações de instrumentos de dívida e participações acionárias. O bom funcionamento do mercado de capitais, fortalecido pela atuação dos banqueiros de investimento, é importante para o crescimento dos negócios a longo prazo.

Leite (1994) ressalta que do ponto de vista das empresas, o mercado de capitais representa uma instituição fundamental para a captação dos recursos adequados para o financiamento de seus projetos de ampliação e inovação. Sem este mercado, o crescimento das empresas passará a depender inteiramente da reinversão de lucros, uma fonte de fundos nem sempre suficientemente abundante.

No Mercado de Capitais, os principais títulos negociados são os representativos do capital de empresas -as ações- ou de empréstimos tomados, via mercado, por empresas - debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e “*commercial*

papers” -, que permitem a circulação de papel para custear o desenvolvimento econômico.

2.1.1 Mercado Primário

É no mercado primário que ocorre a colocação de ações ou outros títulos, provenientes de novas emissões. As empresas recorrem ao mercado primário para completar os recursos de que necessitam, visando ao financiamento de seus projetos de expansão ou seu emprego em outras atividades.

Sobre Mercado Primário Ross, (2002, p.48) considera:

Em uma transação no mercado primário, a empresa é o vendedor, e a transação levanta recursos para ela. As empresas envolvem-se em dois tipos de transação de mercado primário: ofertas públicas e colocações privadas. Ofertas públicas, como o nome sugere, envolvem a venda de títulos ao público em geral, e uma colocação privada é uma negociação que envolve um comprador específico.

2.1.2 Mercado Secundário

No mercado secundário ocorre a negociação dos títulos adquiridos no mercado primário, proporcionando a liquidez necessária.

Sobre o Mercado Secundário, discorre Ross, (2002, p.49):

As transações de mercado secundário envolvem um proprietário ou credor que vende a outra pessoa. Portanto, é o mercado secundário que fornece os meios para a transferência da propriedade dos títulos de empresas. Embora as sociedades por ações estejam apenas diretamente envolvidas nas transações do mercado primário (quando elas vendem os títulos para levantar recursos), os mercados secundários também são críticos para as empresas. A razão é que os investidores estão muito mais dispostos a comprar títulos no mercado primário quando sabem que esses títulos podem posteriormente serem revendidos, caso assim o desejem.

2.2 BOLSA DE VALORES

Associação civil sem fins lucrativos, cujos objetivos básicos são: manter local ou sistema de negociação eletrônico adequados à realização, entre seus membros, de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários; preservar elevados

padrões éticos de negociação; e divulgar as operações executadas com rapidez, amplitude e detalhes.

É um local onde se negociam títulos emitidos por empresas privadas ou estatais. O título dá ao portador o direito de propriedade sobre uma quantia em dinheiro, pela qual responde o emissor do documento. Tais operações servem para as empresas captarem recursos dos quais não dispõem. Estes mercados organizados podem ser comparados a mercados de leilão, em que agentes dos investidores de diferentes partes do mundo compram e vendem títulos.

Os patrimônios das bolsas são representados por títulos que pertencem às sociedades corretoras membros. Nas bolsas são realizadas as transações com ações. A outra função é a fiscalização de todas as instituições cadastradas, exigindo o cumprimento do regulamento e aplicando as penalidades. Além disso, são utilizadas como instrumentos de fomento do mercado.

Conforme Gitmann, (2000), as Bolsas de Valores são organizações tangíveis que atuam como mercados secundários, nos quais os títulos emitidos são revendidos. As transações realizam-se no pregão da Bolsa de Valores através de um processo de leilão. O objetivo das transações é o de cumprir ordens de compra ao preço mais baixo e cumprir ordens de venda ao preço mais alto. É uma tentativa de relacionar o vendedor com o comprador, tentando assim, realizarem os melhores negócios.

Durante o processo de negociação e após o encerramento, os dados das transações ficam à disposição do público em geral.

2.3 MERCADO DE BALCÃO

É o onde são negociadas ações de empresas que não têm autorização para operar na Bolsa de Valores. As operações de compra e venda são, então, fechadas por telefone ou por um sistema eletrônico de negociação.

Segundo Ross (2002), em termos gerais, os distribuidores no mercado de balcão compram e vendem a seu próprio risco. A maior parte dos negócios de títulos de dívidas acontece no mercado de balcão. A expressão mercado de balcão refere-se aos tempos antigos, quando os títulos eram literalmente comprados e vendidos nos balcões de escritórios em todo o país. Atualmente, uma parte significativa do mercado de ações e

quase todo o mercado de dívidas à longo prazo não tem localização central; os diversos distribuidores estão ligados eletronicamente.

O mercado de balcão brasileiro, organizado ou não, consiste em negociações entre os investidores, por intermédio de instituição financeira autorizada a operar no mercado de capitais brasileiro, registrada junto à CVM. Para se negociar valores mobiliários de companhia aberta no mercado de balcão não-organizado, não se faz necessário nenhum requerimento especial, além do registro junto à CVM. A comissão exige que os respectivos intermediários entreguem aviso acerca de todas as negociações realizadas no mercado de balcão brasileiro.

Segundo Mathur, (1985), o Mercado de Balcão não é organizado formalmente, não impõe exigências mínimas para nele participar, nem estabelece regras de negociação. As ações que não são negociadas nos mercados organizados são chamadas de ações não registradas e são negociadas no Mercado de Balcão. Ele é composto por distribuidoras que “fazem o mercado” de ações não registradas, mantendo um estoque dessas ações. Uma distribuidora pode fazer o mercado de várias ações não registradas. Da mesma forma, dependendo do tamanho da empresa e da atividade com que suas ações são negociadas, vários distribuidores podem fazer o mercado das ações da empresa.

3 ABERTURA DE CAPITAL

A companhia torna-se aberta quando recebe autorização da CVM e posteriormente promove a colocação de valores mobiliários em bolsas de valores ou no mercado de balcão. Valores mobiliários podem ser ações, bônus de subscrição, debêntures, partes beneficiárias e notas promissórias para distribuição pública.

3.1 AS CONDIÇÕES DE COMPANHIA ABERTA

As operações de abertura de capital precisam ter autorização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que fiscaliza o mercado de capitais brasileiro, registra e autoriza a emissão dos valores mobiliários para distribuição pública.

A abertura de capital não se restringe apenas às grandes companhias. O ingresso de empresas de menor porte no mercado não só é possível, como desejável. As exigências legais e as demandas do mercado para com uma companhia aberta não implicam perda da necessária confidencialidade empresarial. Mesmo a obrigatória divulgação imediata de fatos relevantes pode ser temporária e excepcionalmente adiada por decisão do presidente da CVM, tendo em vista a proteção dos interesses da companhia e de seus acionistas. A condição de companhia aberta resulta da colocação de valores mobiliários em negociação nas Bolsas de Valores ou no mercado de Balcão.

A captação de recursos através do lançamento de valores mobiliários é uma alternativa aos financiamentos bancários, abrindo para a companhia um amplo espectro de investidores potenciais, tanto no Brasil quanto no exterior, destacando-se os fundos de investimentos, fundos de pensão e seguradoras, chamados de investidores institucionais.

Tratando especificamente de emissão de ações, estas representam uma interessante opção frente às modalidades de recursos que implicam pagamentos de juros, cujo comportamento decorrente da Política Monetária e foge ao controle da companhia. Adicionalmente, um aumento de capital amplia a alavancagem da empresa emissora, dado o incremento de seu Patrimônio Líquido.

É importante ressaltar que, obviamente, a captação de recursos através do mercado de ações não é uma operação isenta de custos. Estes se referem à distribuição

dos novos títulos e às maiores exigências legais, decorrentes da manutenção da condição de companhia aberta e listada em Bolsa.

Para Grinblatt e Titman (2005, p. 99) o acesso ao mercado de capitais é fundamental para as empresas levantarem capital ou diversificarem seus projetos.

3.2 FORMAS DE ABERTURA DE CAPITAL

A abertura de capital através da emissão de ações poderá ser realizada de duas formas:

- *Underwriting*
- *Block-trade*

3.2.1 *Underwriting* de ações

É um esquema de lançamento de ações mediante subscrição pública, para o qual uma empresa encarrega um intermediário financeiro, que será responsável por sua colocação no mercado.

Para Rudge (1996 p.98) essa operação faz parte do mercado primário, pois ela proporciona uma transferência de recursos diretamente do investidor para o caixa da empresa. Quando um investidor vende suas ações para outro investidor via Bolsa de Valores, ocorre uma operação no mercado secundário, essa transação ocorre entre os investidores, não existindo qualquer efeito no caixa da empresa referente às suas ações.

Tipos de *Underwriting*

- **Garantia Firme:** O intermediário subscreve integralmente a emissão para revendê-la posteriormente ao público. Nesta forma de contrato, a empresa não tem risco algum, pois tem a certeza da entrada de recursos, já que o intermediário subscreve para si o total da emissão. O risco da aceitação ou não do lançamento pelo mercado fica por conta de intermediário financeiro.

- **Melhores Esforços – *Best Efforts*:** A instituição financeira apenas se compromete a realizar "os melhores esforços", no sentido de colocação junto ao mercado das sobras de subscrição. Não há nenhum comprometimento por parte do intermediário para a colocação efetiva de todas as ações do lançamento. Por outro lado, a empresa não tem a certeza de conseguir aumentar seu capital na proporção pretendida, nem no tempo envolvido para a sua concretização, já que assume todos os riscos da aceitação ou não das ações lançadas por parte do mercado.
- ***Stand-By*:** Reúne as características do Melhores Esforços e da Garantia Firme. Neste caso, o intermediário se compromete a colocar as sobras junto ao público em determinado espaço de tempo, após o qual ele próprio subscreve o total das ações não colocadas. Isto significa que, após decorrido o prazo no qual o intermediário se compromete a vender as sobras de subscrição ao público, o *underwriting* se torna do tipo firme.

3.2.2 Block-Trade

É possível abrir o capital de uma empresa lançando ações junto ao público utilizando uma operação de *block-trade*. É uma operação em que um acionista, ou um grupo de acionistas vende quantidade de suas ações no mercado, geralmente um grande volume de ações, na Bolsa de Valores.

Os procedimentos de colocação de ações no mercado são muito semelhantes aos de *underwriting* comum. A diferença consiste no leilão que ocorre no final da operação.

As poupanças dos investidores não são canalizadas para o caixa da empresa, mas sim, para o caixa do acionista. Dessa forma, é uma operação que ocorre no mercado secundário.

3.3 RELAÇÃO CUSTO-BENEFÍCIO DA ABERTURA DE CAPITAL

A abertura de capital realizada pelas empresas envolve elevados custos, alguns deles permanentes. Entre esses custos encontram-se a subprecificação das ações quando

da oferta pública (*underpricing*), as despesas administrativas e a perda da confidencialidade.

A subprecificação é o prêmio exigido pelos investidores na forma de deságio sobre o preço do mercado da ação, para compensá-los pelo risco da desinformação. É um fenômeno comum no mercado de ações, mas há evidências de que, no Brasil, é mais elevado do que a média (Rocca, 2002).

Leal (2000) aborda essa questão de subprecificação e sugere algumas hipóteses e afirma que só existem duas maneiras de haver retornos anormais positivos para o preço de mercado de uma nova ação: (1) porque se comprou barato, ou seja, o preço de mercado terá sofrido um deságio ao se calcular o preço da emissão ou (2) por estar sobre avaliada pelo mercado, não ocorrendo o mesmo no momento da emissão que refletirá corretamente o valor de mercado da empresa.

Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001) afirmam que os investidores demandam um prêmio por se exporem ao risco, isto é, quanto maior o risco de um título, maior deve ser o retorno esperado para induzir os investidores a comprá-lo (ou mantê-lo).

As despesas administrativas referem-se não apenas àquelas decorrentes da abertura e subscrição inicial das ações, mas também às despesas regulares de manutenção das companhias abertas, como despesas com auditores, publicação de demonstrações contábeis, pagamento de taxas à CVM e à Bolsa de Valores, etc. Segundo levantamento da Associação Brasileira de Companhias Abertas, citado por Rocca (2002), os custos de manutenção são relativamente elevados e são apontados pelas empresas como a principal desvantagem das companhias abertas.

Finalmente, a perda de confidencialidade decorre do nível de transparência de informações exigido das empresas abertas, conferindo às empresas concorrentes fechadas uma vantagem. As empresas abertas também vêm reduzindo o seu espaço para planejamento tributário, o que constitui uma desvantagem competitiva importante em vista do nível da carga tributária no país.

Esses custos constituem um obstáculo tanto maior à abertura de capital, quanto menores os benefícios associados à condição de companhia aberta. Um desses benefícios é a liquidez oferecida às participações minoritárias, que proporciona preço maior para as ações e, conseqüentemente, menor custo de capital para a empresa.

A excessiva concentração em algumas empresas restringe a liquidez aos papéis de algumas poucas companhias. Tomando como exemplo o cenário em novembro de 2005, período intermediário do escopo deste estudo, verificamos que os valores de

capitalização de todas as empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo atingiam o montante de aproximadamente um trilhão de reais. As três maiores empresas listadas respondiam por um terço daquele valor, desta forma: Petrobras (R\$ 168,06 bilhões), Vale do Rio Doce (R\$ 110,36 bilhões) e o Banco Itaú (R\$ 58,36 bilhões). Ademais, as 49 empresas que compunham o Ibovespa respondiam por 77% dos valores capitalizados naquele ano.

Depreende-se então que embora todas as empresas incorram nos custos, são poucas aquelas que auferem plenamente os benefícios associados à abertura de capital.

3.3.1 Acréscimo dos Custos Administrativos

A abertura de capital de uma empresa necessariamente incorre em custos para a abertura e para a manutenção da condição de S.A. Após a decisão de abrir o capital, a empresa terá que investir seu capital em uma empresa especializada para a emissão das ações, bem como deverá arcar com custos de *Underwriting*, taxas da CVM e Bolsas de Valores, entre outros. Além disso, a empresa deverá criar um departamento especializado em atender investidores, responsável por direcionar as informações relevantes da empresa ao mercado. Outro custo relacionado à abertura de capital é a contratação de serviço de auditores independentes para níveis mais abrangentes que os demandados pelas companhias de capital fechado.

3.3.2 Diminuição do Poder de Decisão da Empresa

Constitui-se também em fator bastante significativo relativo à abertura de capital o fato de que o processo pode gerar a descentralização de poder, impactando a posição de comando dos antigos donos da empresa. No momento em que acontece uma nova entrada de capital social na organização, aumenta também o número de sócios da mesma, o que ocasiona a descentralização do poder decisório, que, após a abertura, ficará com a Assembléia Geral dos Acionistas.

Esta assembléia também será responsável por indicar os novos executivos que terão cargos decisórios na empresa e isso poderá gerar um conflito interno com o antigo proprietário, que não possuirá mais pleno poder sobre a empresa.

3.4 DIFERENÇAS ENTRE EMITIR DEBÊNTURES E AÇÕES

Percebemos no mercado que algumas empresas optam por emitir ações e outras debêntures. Essa decisão por parte da empresa é tomada ponderando uma quantidade grande de variáveis. Entre elas estão: o prazo disponível para levantar o capital desejado, as mudanças que a empresa está disposta a se submeter, entre outras.

3.4.1 Vantagens da Emissão de Ações

- Ampliação da base de captação de recursos financeiros e de seu potencial de crescimento;
- Melhora da imagem institucional, com o conseqüente aumento de qualidade da exposição no mercado;
- Em ano que a empresa não apure lucros, não terá de pagar dividendos;
- Profissionalização da gestão;
- Empresas que negociam suas ações em bolsa têm maior poder de negociação com as instituições financeiras e, dessa forma, conseguem taxas menores de empréstimo.

3.4.2 Vantagens na Emissão de Debêntures

- Pode ser planejada sob medida para atender às necessidades de cada empreendimento;
- A flexibilidade nos prazos, garantias e condições de pagamento permitem adequar os pagamentos aos investidores;
- Em geral apresenta custos de captação menores, especialmente em relação a empréstimos bancários de curto prazo;
- Não altera o controle acionário da companhia, a menos que haja cláusula de conversão em ações.

3.4.3 Volume de Ações e Debêntures

As emissões primárias no mercado de capitais totalizaram R\$ 101,7 bilhões em 2006, registrando crescimento de 374% em relação a 2004. As emissões primárias de ações somaram R\$ 14,2 bilhões em 2006, com acréscimo de 218% em relação a 2004, destacando-se captações dos setores da construção civil e de energia elétrica que responderam por 40% do volume total.

O volume total de debêntures totalizou R\$ 23,9 bilhões em 2006, representando um acréscimo de 151% em relação a 2004.

Conforme o gráfico 1, abaixo, das emissões primárias de 2006, as ações representaram 26,8% das ofertas, os debêntures 39,2%, os FIDCs 24,1% e as notas promissórias 9,9%.

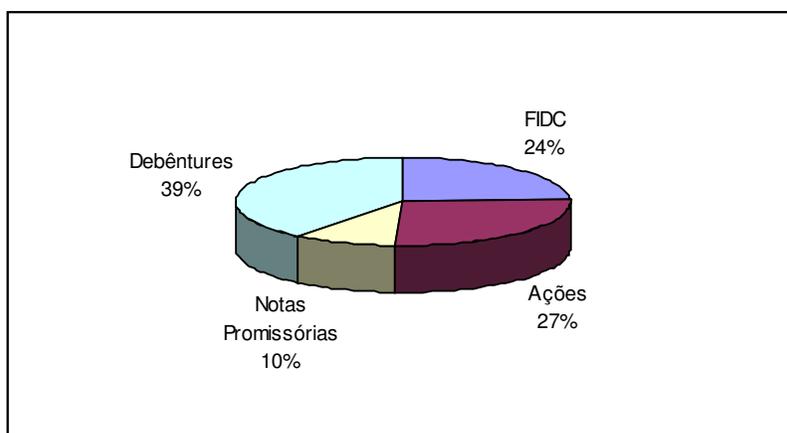


Gráfico 1 - Participação dos principais instrumentos nas emissões consolidadas no mercado de capitais em 2006.

Fonte: Banco Central do Brasil (2007).

3.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve

principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

Para os investidores, a análise das práticas de governança auxilia na decisão de investimento, pois determina o nível e as formas de atuação que estes podem ter na companhia, possibilitando-lhes exercer influência no desempenho da mesma. O objetivo é o aumento do valor da companhia, pois boas práticas de governança corporativa repercutem na redução do custo de capital, o que aumenta a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização.

3.5.1 Novo Mercado

O Novo Mercado é um segmento diferenciado de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela regulamentação da Bovespa.

Sob a ótica dos investidores, o Novo Mercado representará a oportunidade de comprar um "produto ação" diferenciado. No Novo Mercado são negociadas apenas ações com direito a voto, o que permite ao investidor ter uma presença mais ativa. A proposta é oferecer mais garantias para os investidores mediante elevados padrões de governança corporativa e maior grau de transparência, associados à existência de uma Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos.

3.5.2 Nível 1

O Nível 1 é um segmento especial de listagem que foi especificado para proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

Empresas listadas nesse segmento oferecem aos seus acionistas investidores melhorias nas práticas de governança corporativa relacionadas à transparência das companhias, com divulgação de maior volume de informações e de melhor qualidade, facilitando o acompanhamento de sua performance.

A Companhia Nível 1 é aquela que se compromete, principalmente, com a melhoria na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Entre as principais exigências do Nível 1 estão:

- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais – entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa;
- Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano;
- Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas;
- Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores;
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia;
- Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.

3.5.3 Nível 2

A Companhia Nível 2 é aquela que se compromete com a melhoria na prestação de informações ao mercado, com a dispersão acionária e, adicionalmente, com a adoção de um conjunto mais amplo de práticas de governança relativas aos direitos societários. As principais exigências do Nível 2 são:

- Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*);
- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, tais como, transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembléia geral;
- Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes;

- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais – entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa;
- Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP;
- Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores;
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia;
- Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

4. DEFINIÇÃO DE IPO

O processo de abertura de capital pelas empresas voltou a ganhar força em 2004, intensificou-se em 2005 e disparou em 2006, quando vinte e seis novas empresas lançaram ações, número superior à soma dos dez anos anteriores, período em que apenas vinte empresas realizaram esse tipo de operação, sendo dezesseis entre 2004 e 2005.

No total o volume de captações atingiu R\$ 15,2 bilhões em 2006, representando 50,3% do volume total de ofertas, contra R\$ 5,4 bilhões alcançados em 2005, aumento de 181%.

Especialistas destacam que o processo de abertura é positivo, principalmente, porque essas novas empresas buscam os níveis mais altos de governança corporativa (boas práticas e transparência na administração). Entre as vinte e seis companhias que abriram o capital no ano de 2006, vinte foram listadas no Novo Mercado, outras quatro no Nível 2 e duas, com sede em outros países, lançaram Brazilian Depositary Receipts (BDRs).

4.1 EXPLICAÇÕES DE DEMANDA E OFERTA PARA CICLOS DE IPO

Grinblatt e Titman (2005 p. 99) consideram sobre demanda e oferta para ciclos de IPOs:

Existem explicações de ofertas e demandas para a natureza cíclica do mercado de IPO. Do lado da demanda, há períodos em que um número especialmente grande de novas empresas, que são incapazes de obter recursos privados sob condições atraentes, tem projetos que precisam ser financiados. [...]

Uma empresa que está pensando em abrir seu capital estaria interessada em saber se os períodos de aquecimento para as emissões – períodos durante os quais um grande número de empresas decide abrir o capital – são conduzidos por uma grande procura dirigida a fundos de capital aberto que precisa ser investida. Se o período de aquecimento para a emissão é conduzido pela demanda, então os empreendedores podem querer evitar a abertura de capital de suas empresas durante esse tempo, em virtude da competição por fundos que indica que a empresa necessita esperar um pouco mais para obter melhores preços. Entretanto, a explicação do lado da oferta sugere o oposto: as Ipos são observadas freqüentemente em alguns anos e não

em outros, porque os empreendedores são capazes de vincular suas Ipos a um maior fluxo de recursos disponíveis e, assim, fechar melhores operações nos períodos em que há um número elevado de emissões.

4.2 PRECIFICAÇÃO DA EMISSÃO

Uma vez aprovado o certificado de registro, o processo para abrir o capital pode mover-se para o estágio final, que é a precificação da emissão, determinando o número de ações a serem vendidas e distribuídas aos investidores. Em muitos casos, a IPO está subdimensionada. Uma oferta desse tipo significa que os investidores querem comprar mais ações do que o subscritor quer vender. Nas ofertas subdimensionadas, os subscritores fazem uso da prerrogativa de alocar as ações da maneira que acreditam ser mais vantajosa. Desta forma, observa-se que os lotes definidos para a pessoa física, por exemplo, recebem menor atenção por parte do emissor da operação.

4.2.1 *Book Building*

O método do *Book Building* permite que os bancos de investimentos dimensionem a demanda pela emissão e, assim, precifiquem-na mais precisamente. Esse processo é bastante utilizado para as IPOs internacionais que são levadas a mercado em âmbito internacional.

4.2.2 Método do Preço Fixo

No método do preço fixo publicam-se o número de ações e o preço de oferta mediante um prospecto alguns dias antes da aceitação das aplicações dos investidores interessados. Nesse método, o banco de investimentos tem menor capacidade de dimensionar a demanda do investidor. Além disso, aos investidores de ofertas de preços fixos são geralmente alocadas ações em ofertas superdimensionadas usando-se uma fórmula fixa.

Grinblatt e Titman (2005 p. 102) consideram sobre o método do preço fixo:

Por exemplo, se uma empresa oferece um milhão de ações junto aos investidores, e se os investidores, no conjunto, exigem dois milhões de ações, então cada investidor pode receber metade do que havia demandado. Em

outras palavras, as ações podem ser alocadas de maneira *pro rata*. Existem, entretanto, freqüentes desvios dessas ações *pro rata*. Por exemplo, em alguns casos os subscritores podem discriminar em favor dos pequenos investidores, dando-lhes uma parcela maior das ações requeridas.

4.3 PRECIFICAÇÃO DE IPOS

Grinblatt e Titman (2005 p. 104) a respeito da precificação de IPOs:

Na consolidação de um preço de oferta, os subscritores deverão ponderar os custos e os benefícios de elevar ou diminuir os preços das emissões. A precificação de uma emissão feita a níveis de preço muito baixos precisa ser embutida no custo de abertura de capital. Dessa forma, para atrair clientes, os subscritores tentam precificar suas emissões com os preços mais elevados possíveis. Essa tendência, entretanto, é contrabalançada pela possibilidade de a emissão não ser vendida em virtude de seu alto preço, deixando o subscritor com o prejuízo das ações não-vendidas. Já que os custos de detenção de ações não-vendidas recaem diretamente (por compromisso assumido pela empresa) ou indiretamente, com a perda de reputação, sobre o subscritor, eles podem ter uma influência substancial na escolha da precificação, e até mesmo fazer com que o subscritor subprecifique sua emissão.

O conflito em potencial de interesses que costuma ocorrer, com relação à precificação do ativo que será lançado, se dá entre subscritores e empresas emissoras, em razão dos diferentes incentivos e da melhor informação do subscritor sobre as condições de mercado. Dada à posse de um conjunto de informações superiores, o subscritor acaba tendo uma influência maior na decisão de precificação da emissão. Isso não será um problema se ele tiver exatamente os mesmos incentivos que a empresa emissora, mas isso é improvável. O incentivo do subscritor é fixar o preço de oferta baixo o suficiente para assegurar que todas as ações sejam vendidas sem grande esforço e sem sujeitar esse subscritor a um risco excessivo. A subprecificação faz com que o trabalho do subscritor seja mais fácil e menos arriscado.

4.3.1 Causas da subprecificação

Sobre a subprecificação das IPOs, Grinblatt e Titman (2005) destacam que a tendência das IPOs de ser subprecificadas é de interesse por uma enorme gama de razões. Entre elas, a subprecificação das IPOs aumenta os custos de abertura de capital, podendo, assim, impedir que algumas empresas realizem esse processo. Já, para os investidores, as IPOs subprecificadas parecem uma boa oportunidade de aumento fácil de seu capital. Realmente, boas oportunidades são lançadas no mercado e existem casos de diversos investidores que compraram ao preço de oferta, e depois venderam imediatamente suas ações no mercado secundário e mais que duplicaram o dinheiro investido.

Ritter (2002) mostra-se convencido da existência da subprecificação nas novas ofertas públicas, afirmando que não apenas nos Estados Unidos as IPOs são subavaliadas, variando tão somente o grau de subavaliação de cada país.

4.3.2 Causas da superprecificação

A superprecificação das IPOs ocorre quando o valor de lançamento das mesmas é mais alto do que o valor real. Essas distorções ocorrem principalmente com empresas que estão em algum setor de destaque no momento na economia ou em empresas que os investidores acreditam que tenham um grande potencial de crescimento e lucratividade no mercado.

Identificar que uma IPO está superprecificada não é uma tarefa fácil para pessoas que não têm um bom conhecimento no mercado. Corretoras de valores conseguem identificar essas distorções de preços com maior facilidade, por estudarem com maior ênfase o histórico daquela empresa, a situação atual do mercado dentre outros.

5. IBOVESPA

O Índice Bovespa é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. Sua relevância advém do fato do Ibovespa retratar o comportamento dos principais papéis negociados na BOVESPA e também de sua tradição, pois o índice manteve a integridade de sua série histórica e não sofreu modificações metodológicas desde sua implementação em 1968.

Esse índice mede o comportamento das ações mais negociadas e indica o desempenho médio das cotações de uma carteira teórica de ações negociadas no pregão. A carteira considerada possui ações de 55 empresas, selecionadas entre as que representaram 80% do volume negociado no mercado nos últimos 12 meses. Os papéis do Ibovespa também devem ter presença mínima de 80% dos pregões analisados e participação superior a 0,1% do volume financeiro total. Essa carteira teórica é revisada a cada quatro meses para que sua representatividade seja mantida perante o mercado. Esta reavaliação é feita com base nos últimos 12 meses, onde são verificadas alterações na participação de cada ação. O índice é calculado em tempo real, considerando instantaneamente os preços de todos os negócios efetuados no mercado à vista.

Extremamente confiável e com uma metodologia de fácil acompanhamento pelo mercado, o Índice Bovespa representa fielmente o comportamento médio das principais ações transacionadas, e o perfil das negociações à vista observadas nos pregões da Bovespa. Tem como finalidade básica servir como indicador médio do comportamento do mercado. Para tanto, sua composição procura aproximar-se o mais possível da real configuração das negociações à vista (lote-padrão) na Bovespa.

Uma metodologia de cálculo simples, com seus dados à disposição do público investidor, assegura uma grande confiabilidade ao Índice Bovespa. Isto pode ser constatado pela chancela do mercado, traduzida pelo fato do Ibovespa ser o único dos indicadores de performance de ações brasileiras a ter um mercado futuro líquido (um dos maiores mercados de contrato de índice do mundo). A Bovespa é responsável pela gestão, cálculo, difusão e manutenção do Ibovespa. Essa responsabilidade assegura a observância estrita às normas e procedimentos técnicos constantes de sua metodologia.

Deve-se ressaltar que companhias que estiverem sob regime de concordata preventiva, processo falimentar, situação especial ou sujeitas a prolongado período de suspensão de negociação não integrarão o Ibovespa.

Como as ações que fazem parte dessa carteira têm grande representatividade, podemos dizer que se a maioria delas estiver subindo, o mercado, medido pelo Índice Bovespa, está em alta, e se estiver caindo, está em baixa.

Atualmente – período compreendido entre maio a agosto de 2007 - o índice Bovespa é composto por 59 empresas, cuja participação está distribuída de acordo com o disposto no quadro abaixo:

Quadro 1 – Carteira Teórica Ibovespa para o Quadrimestre Mai-Ago 2007 (continua)

Código	Ação	Tipo	Qtde. Teórica (1)	Part.(%) (2)
ACES4	ACESITA	PN ED	1,43498469212	0,213
ALLL11	ALL AMER LAT	UNT N2	34,63754718010	1,678
AMBV4	AMBEV	PN * ES	0,52585313566	1,273
ARCZ6	ARACRUZ	PNB ED N1	41,59375453505	0,935
ARCE3	ARCELOR BR	ON ED N1	12,79614604710	1,305
BBDC4	BRADESCO	PN N1	46,58736140679	4,138
BRAP4	BRADESPAR	PN EDJ N1	10,57069084674	1,450
BBAS3	BRASIL	ON NM	11,94248933622	1,698
BRTP3	BRASIL T PAR	ON * N1	4,89198683420	0,450
BRTP4	BRASIL T PAR	PN * N1	15,08457799672	0,674
BRTO4	BRASIL TELEC	PN * N1	37,82476623195	0,981
BRKM5	BRASKEM	PNA N1	43,35128045794	1,536
CCRO3	CCR RODOVIAS	ON NM	17,25776752343	1,120
CLSC6	CELESC	PNB ED N2	5,41871650017	0,410
CMIG4	CEMIG	PN * EDB N1	12,85987820826	1,883
CESP6	CESP	PNB* N1	12,74030513324	0,797
CGAS5	COMGAS	PNA* EDS	0,30860129227	0,270
CPLE6	COPEL	PNB* EDJ	20,94359974639	1,112
CSAN3	COSAN	ON NM	22,81084187781	1,822
CPFE3	CPFL ENERGIA	ON NM	12,34079254536	0,794
CYRE3	CYRELA REALT	ON ED NM	23,13783062230	1,003
ELET3	ELETROBRAS	ON * N1	14,47547888537	1,348
ELET6	ELETROBRAS	PNB* N1	16,75711079646	1,636
ELPL6	ELETROPAULO	PNB* ED N2	2,87055204877	0,615
EMBR3	EMBRAER	ON NM	21,10707382481	1,035
GGBR4	GERDAU	PN N1	31,06020707602	2,632
GOAU4	GERDAU MET	PN N1	9,20535203171	1,029
GOLL4	GOL	PN N2	11,93763614104	1,409
PTIP4	IPIRANGA PET	PN	7,27722389113	0,387
ITAU4	ITAUBANCO	PN ED N1	19,77497852101	3,158
ITSA4	ITAUSA	PN EBS N1	86,14176135196	1,953
KLBN4	KLABIN S/A	PN N1	45,71945736831	0,585
LIGT3	LIGHT S/A	ON * INT NM	8,45231150528	0,515
LREN3	LOJAS RENNEN	ON NM	12,47927027787	0,733
NATU3	NATURA	ON NM	25,22417068190	1,231
NETC4	NET	PN N2	28,70381451869	1,823
PCAR4	P.ACUCAR-CBD	PN * ED N1	6,24247648784	0,814
PRGA3	PERDIGAO S/A	ON NM	17,87452262155	1,116
PETR3	PETROBRAS	ON	23,29119569258	2,436
PETR4	PETROBRAS	PN	150,01259425040	13,850
SBSP3	SABESP	ON * NM	1,26742883773	0,712
SDIA4	SADIA S/A	PN N1	54,30129513237	0,976
CSNA3	SID NACIONAL	ON EDJ	13,26569417970	2,339
CRUZ3	SOUZA CRUZ	ON EJ	6,01681532842	0,552
SUBA3	SUBMARINO	ON NM	7,88399044743	1,168

Quadro 1 – Carteira Teórica Ibovespa para o Quadrimestre Mai-Ago 2007 (conclusão)

Código	Ação	Tipo	Qtde. Teórica (1)	Part.(%) (2)
TAMM4	TAM S/A	PN N2	14,96684210911	1,590
TNLP3	TELEMAR	ON	11,47893348329	1,583
TNLP4	TELEMAR	PN	43,66023025782	3,037
TMAR5	TELEMAR N L	PNA	5,59682326770	0,544
TMCP4	TELEMIG PART	PN * ED	40,37701424312	0,370
TLPP4	TELESP	PN EJ	3,08005880544	0,336
TCSL3	TIM PART S/A	ON *	26,74297948712	0,576
TCSL4	TIM PART S/A	PN *	81,46115793242	1,215
TRPL4	TRAN PAULIST	PN * N1	6,45959139492	0,406
UBBR11	UNIBANCO	UNT N1	48,48342371260	1,946
USIM5	USIMINAS	PNA	20,29030378119	4,000
VCPA4	V C P	PN N1	10,25392406519	0,848
VALE3	VALE R DOCE	ON N1	15,42982170414	2,648
VALE5	VALE R DOCE	PNA N1	68,15452955989	9,787
VIVO4	VIVO	PN	79,26064709698	1,522
Quantidade Teórica Total			1.486,09846494910	100,000

Fonte: BOVESPA (2007).

6. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para a consecução deste trabalho, serão coletadas e utilizadas informações disponíveis para o público, referentes aos lançamentos de IPOs no mercado brasileiro no período entre janeiro de 2005 e abril de 2006. Tendo em vista que são empresas de capital aberto e estão listadas na bolsa de valores, seus principais indicadores são divulgados de forma obrigatória.

6.1 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS ADOTADOS

Os dados primários utilizados, para a obtenção dos dados financeiros, serão as informações e os valores oficiais listados na Bovespa e na base de dados Económica.

Como dados secundários serão utilizadas informações coletadas através da bibliografia existente sobre o mercado de capitais e lançamentos de IPOs, visitas a sites que façam referência aos assuntos e leitura de periódicos cujos temas estejam relacionados.

6.2 UNIVERSO E AMOSTRA

O universo da pesquisa abrange as ações provenientes da primeira emissão ao público, também conhecido no mercado de capitais com *Initial Public Offerings* – IPO, sendo levantados os dados das empresas que abriram o capital no ano de 2005 e nos quatro primeiros meses de 2006.

Foram analisadas as cotações de fechamento desde o dia da abertura de capital até um ano após a emissão. Também foram calculados os retornos anormais dos IPOs comparados ao Ibovespa, a partir do preço de subscrição em 1, 30, 90, 180, 270 e 360 dias.

6.3 METODOLOGIA DE APURAÇÃO DOS RESULTADOS

Para a apuração dos resultados foi adotada a seguinte metodologia de cálculo, visando verificar a incidência de retorno anormal nas séries analisadas.

6.3.1 Retorno Anormal (AR)

Os retornos anormais são obtidos, simplesmente, pela diferença entre o retorno da ação e o retorno do *portfólio* de mercado do mesmo período. Depois de calcular o retorno esperado pelo Modelo de Mercado, que é o mais largamente utilizado em pesquisa de finanças, encontra-se o retorno anormal da seguinte forma:

$$\boxed{AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}}$$

Onde:

$AR_{i,t}$ = retorno anormal da ação i no período t .

$R_{i,t}$ = retorno da ação i no período t .

$R_{m,t}$ = retorno do *portfólio* de mercado no período t .

6.3.2 Retorno Anormal Capitalizado

O retorno anormal capitalizado de cada ação é calculado a partir da capitalização dos retornos anormais diários apurados até uma determinada data t . Foram calculados os retornos anormais capitalizados para cada ação pelo período de um ano após o dia do lançamento.

7. OS LANÇAMENTOS DE IPOS NO PERÍODO DE JANEIRO DE 2005 ATÉ ABRIL DE 2006 NO MERCADO BRASILEIRO

Segundo a Bovespa, entre janeiro de 2005 e abril de 2006, dezesseis empresas abriram o capital e que passaram a negociar seus papéis na Bolsa de Valores.

Essas aberturas foram estimuladas pelo cenário propício devido aos juros internos em declínio, da queda do risco País, do grande volume de recursos internacionais, entre outros.

As empresas que optaram pelo lançamento de IPOs nesse período acreditaram na onda de otimismo que já estava ocorrendo desde 2003 e mais ainda em 2004, quando as empresas voltaram a obter sucesso com o lançamento de IPOs.

No período analisado, diferentes setores da economia abriram o capital, além de optarem pelos mais altos níveis de governança corporativa.

7.1 DESCRIÇÃO DAS EMPRESAS

7.1.1 Renar Maçãs

A Renar Maçãs foi a primeira empresa a aderir ao Novo Mercado da BOVESPA em 2005. A empresa foi fundada em 1962 e atua na produção e comercialização de maçãs, sendo uma das maiores deste segmento no Brasil. As exportações da Renar merecem destaque: suas maçãs abastecem cerca de 80% do total importado pela Finlândia, e o faturamento proveniente de vendas no mercado externo representou mais da metade da receita da empresa em 2004. Suas ações começaram a ser negociadas na BOVESPA no dia 28 de fevereiro de 2005 e o preço de lançamento do IPO foi de R\$ 1,60.

7.1.2 Submarino

O Submarino iniciou suas operações de comércio eletrônico em 1999. Atualmente, ocupa a liderança no segmento entre as empresas que se dedicam exclusivamente ao varejo pela Internet. São mais de 700 mil itens de 20 categorias diferentes oferecidos no site da empresa, que conta com quase mil fornecedores. A empresa também oferece serviços de *e-commerce* terceirizado para grandes companhias

do setor de bens de consumo. Suas ações aderiram ao Novo Mercado e foram negociadas pela primeira vez na BOVESPA no dia 30 de março de 2005 valendo R\$ 21,62.

7.1.3 Localiza

A Localiza Rent a Car é a maior empresa de aluguel de carros da América Latina em número de agências, e também atua na locação e administração de frotas, venda de veículos seminovos e *franchising* de sua marca. A empresa foi fundada em 1973 na cidade de Belo Horizonte, e hoje possui quase 300 pontos de locação em várias cidades e aeroportos de oito países, com destaque para a Argentina e o Equador. Seus papéis são negociados na BOVESPA desde o dia 23 de maio de 2005, no segmento do Novo Mercado com valor de R\$ 11,50.

7.1.4 Tam

A TAM surgiu no ano de 1961, como uma empresa aérea destinada a transportar passageiros e cargas entre os Estados de São Paulo, Mato Grosso e Paraná. Hoje, mais de 46 anos depois, é líder nacional no setor de aviação civil. Operando através de suas subsidiárias TAM Linhas Aéreas e TAM Mercosul, atua com linhas regulares de transporte para mais de 40 cidades brasileiras, além dos destinos atingidos por meio de alianças e dos vôos internacionais. As ações da TAM passaram a ser negociadas na BOVESPA com Nível 2 de Governança Corporativa no dia 14 de junho de 2005 com valor de R\$ 18,00.

7.1.5 Energias do Brasil

A Energias do Brasil iniciou a negociação de suas ações no Novo Mercado em 13 de julho de 2005. A empresa é controlada pelo Grupo EDP - Energias de Portugal, e atua nos segmentos de geração, distribuição e comercialização de energia elétrica, através de suas subsidiárias Bandeirante Energia, Escelsa, Enersul, entre outras. A atividade de distribuição totalizou aproximadamente 22 mil GWh no ano passado, oferecidos nos estados de São Paulo, Espírito Santo e Mato Grosso do Sul. A

companhia é uma das maiores operadoras elétricas do país. Suas ações foram colocadas dia 13 de julho de 2005 com valor de R\$ 18,00.

7.1.6 Ohl Brasil

A OHL Brasil é a terceira maior empresa do setor de concessões rodoviárias no Brasil. A companhia é controlada pelo grupo espanhol OHL - Obrascon Huarte Lain, uma das maiores empresas de construção e serviços da Espanha. A OHL Brasil administra 907 km de estradas localizadas no Estado de São Paulo, o que corresponde a cerca de 10% do total de quilômetros sob administração privada no país. A empresa opera através das concessionárias Autovias, Centrovias e Intervias. Suas ações passaram a ser negociadas no Novo Mercado em 14 de julho de 2005, com valor de R\$ 18,00.

7.1.7 Nossa Caixa

A Nossa Caixa foi fundada em 1917 com o objetivo de receber pequenos depósitos e estimular a formação de poupanças populares. Hoje, com ativos da ordem de R\$ 32 bilhões, a empresa é a terceira maior instituição bancária pública do Brasil e tem suas atividades concentradas no Estado de São Paulo, onde atua também como agente financeiro exclusivo do governo estadual. A Nossa Caixa é o primeiro banco a aderir ao Novo Mercado, e suas ações passaram a ser negociadas nesse segmento em 27 de outubro de 2005, com o valor de R\$ 31,00.

7.1.8 Cosan

A Cosan iniciou suas atividades em 1936 na cidade de Piracicaba, com a fundação de sua primeira usina de moagem de cana-de-açúcar. A partir da metade da década de 1980, expandiu suas operações através da aquisição de várias usinas dentro do Estado de São Paulo. A companhia figura como uma das maiores produtoras de açúcar e álcool do mundo, responsável pela venda de grande variedade de açúcares como o bruto, orgânico, cristal, refinado, além da produção de álcool combustível, hidratado e anidro. As ações da Cosan estão listadas no Novo Mercado da BOVESPA, e as negociações foram iniciadas no dia 18 de Novembro de 2005 valendo R\$ 48,00.

Um fator que devo destacar sobre a Cosan foi a operação de desdobramento acionário (*Split*), ocorrido em primeiro de setembro de 2006. Portanto, os valores que serão utilizados relacionados a essa empresa, que estão presentes no Economática, serão os mesmos pós desdobramento. Será então utilizado o valor de R\$ 18,00 que equivale os mesmos R\$ 48,00 do IPO, cujo cálculo utilizado foi de um ajuste retroativo para comparação de desempenho.

7.1.9 Uol

O Universo Online iniciou suas atividades em 1996, ano em que consolidou as atividades de provimento de conteúdo e de acesso à Internet, na época desenvolvida pelos Grupos Folha e Abril. Hoje, o UOL é o maior portal de Internet em língua portuguesa, além de atuar como provedor de acesso no Brasil e na Argentina. No final de 2005, foi o primeiro portal do Brasil em tempo de permanência online, com uma média de 1 hora e 22 minutos por visitante único por mês. A empresa passou a ter suas ações negociadas no Nível 2 de Governança Corporativa da BOVESPA no dia 14 de dezembro de 2005, com valor de R\$ 18,00.

7.1.10 Vivax

A Vivax foi constituída em 1996 para operar concessões de TV a cabo. Hoje é a maior empresa de TV por assinatura do Brasil, com mais de 280 mil assinantes. A empresa também é uma das principais provedoras de Internet banda larga no país. Desde a sua criação, a Vivax construiu operações em 20 cidades e no final de 2003 adquiriu a Canbrás, empresa do setor que explorava outros 14 municípios do Estado de São Paulo. Suas ações são negociadas no Nível 2 da BOVESPA desde o dia 8 de fevereiro de 2006. Tenho como preço inicial R\$ 24,50.

7.1.11 Copasa

Criada pelo Governo do Estado de Minas Gerais em 1963, a Copasa presta serviços de abastecimento de água e esgotamento sanitário para aproximadamente 11 milhões de pessoas, sob regime de concessão. Suas atividades são realizadas em quase mil localidades do estado mineiro, o que torna a COPASA a terceira maior companhia

do setor de saneamento básico do país pelo critério de receita líquida. Suas ações passaram a ser negociadas no Novo Mercado em 8 fevereiro de 2006. O preço inicial ofertado no mercado foi de R\$ 23,50.

7.1.12 Gafisa

A Gafisa foi criada em 1954 no Rio de Janeiro com operações em mercados imobiliários do Rio e de São Paulo. No ano de 1997, após uma associação de dois grandes acionistas, a Gafisa S.A. foi constituída. A empresa atua na construção e incorporação de edifícios residenciais, principalmente nos segmentos alto padrão e *premium*, além de loteamentos e residências populares e prestação de serviços de edificação para terceiros. Suas ações estão listadas no Novo Mercado, e as negociações foram iniciadas no dia 17 de fevereiro de 2006. O preço inicial da oferta foi de R\$ 26,00.

7.1.13 Company

A Company S.A. iniciou suas atividades em 1982 e hoje é uma das maiores construtoras e incorporadoras de empreendimentos residenciais de médio e alto padrão na cidade de São Paulo. Já construiu e incorporou aproximadamente 100 empreendimentos, tanto residenciais quanto comerciais, totalizando mais de 7 mil unidades e 2,5 milhões de metros quadrados edificadas. As ações da Company passaram a ser negociadas no Novo Mercado no dia 2 de Março de 2006. O valor inicial foi de R\$ 16,00.

7.1.14 Totvs

A Totvs, resultado de uma fusão de duas empresas do setor de informática - Microsiga e Logocenter - atua desde a década de 80 na atividade de desenvolvimento e comercialização de softwares de gestão empresarial integrada e na prestação de serviços relacionados. Atualmente a Totvs é a maior companhia brasileira no ranking de softwares para gestão. Suas ações estão listadas no Novo Mercado, segmento no qual passaram a ser negociadas em 9 de março de 2006. O preço inicial ofertado foi de R\$32,00.

7.1.15 Equatorial

A Equatorial foi constituída em 1999 como uma holding para atuar no setor de energia elétrica. No mesmo ano, adquiriu em leilão de privatização a CEMAR - Companhia Energética do Maranhão, por meio da qual realiza suas atividades operacionais. A companhia atua com a distribuição de energia elétrica no Maranhão, atendendo a aproximadamente 1,3 milhão de clientes. A Equatorial passou a ter suas ações negociadas no Nível 2 de Governança Corporativa da BOVESPA no dia 3 de abril de 2006. O preço da oferta foi de R\$14,50.

7.1.16 Abnote

A American Banknote foi fundada no ano de 1975, nos Estados Unidos, e passou a operar no Brasil em 1993. Atualmente, é líder no fornecimento de soluções envolvendo cartões plásticos, sistemas de identificação e gestão de serviços gráficos. As ações da ABnote passaram a ser negociadas no Novo Mercado da BOVESPA em 27 de abril de 2006. O preço inicial foi de R\$ 17,00.

7.2. ANÁLISE DOS RESULTADOS POR EMPRESA

7.2.1 Renar Maçãs

O lançamento de IPOs da Renar Maçãs foi a grande exceção das séries analisadas. O retorno capitalizado das ações, com exceção do dia do lançamento, apresentou resultados desfavoráveis em todas as séries analisadas, dentro do primeiro ano após a abertura de capital. Em todos os períodos, os IPOs apresentaram retornos capitalizados abaixo do Ibovespa e retorno anormal capitalizado negativo, com exceção do primeiro dia do lançamento.

Conforme o relatório anual da Renar Maçãs do ano de 2005, o péssimo resultado apresentado foi o pior dos últimos dez anos e foi marcado por uma série de eventos que influenciaram no resultado negativo. Entre esses fatores foram citadas a volatilidade cambial e a baixa qualidade da colheita, entre outros.

Tabela 1 – Retorno Capitalizado Renar X Ibovespa (em%)

	1 Dia	1 Mês	3 Meses	6 Meses	9 Meses	1 Ano
Renar	1,25	-22,50	-36,25	-54,38	-48,75	-55,63
Ibovespa	-1,01	-7,63	-11,15	-4,68	10,31	35,83
Anormal Capitalizado	2,26	-16,45	-28,65	-53,06	-54,64	-68,36

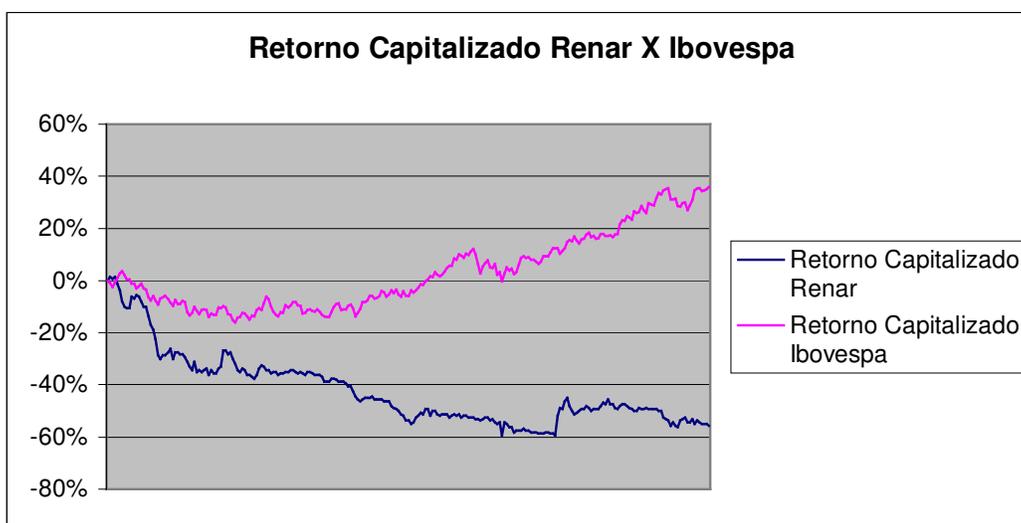


Gráfico 2 – Retorno Capitalizado Renar X Ibovespa

7.2.2 Submarino

O lançamento de IPOs da Submarino apresentou um desempenho um pouco diferenciado das demais ofertas. Quanto ao retorno capitalizado e ao retorno anormal capitalizado, a empresa apresentou um resultado abaixo do Ibovespa até o sexto mês após a oferta pública inicial, sendo que, após esse período, apresentou um desempenho bastante superior ao índice. Portanto, a Submarino mostrou uma característica peculiar em relação aos demais IPOs, onde apresenta resultados positivos a partir dos seis meses do lançamento.

Podemos atribuir algumas causas para o mau desempenho da Submarino nos primeiros meses após o lançamento de IPOs. São elas: um mercado recém saído da “bolha” da *internet*, uma empresa relativamente nova e de menor porte comparando com as demais, além do fato de, um mês após a emissão, ter sido divulgado prejuízo recorde na primeira demonstração trimestral (abril de 2005) – fator que pode ter impactado fortemente no valor das ações – desencadeando até uma suposta superprecificação, constituindo aspectos que permeiam as diversas explicações para o resultado negativo dessa empresa nos primeiros meses após a abertura.

Tabela 2 – Retorno Capitalizado Submarino X Ibovespa (em %)

	1 Dia	1 Mês	3 Meses	6 Meses	9 Meses	1 Ano
Submarino	0	-19,98	-18,80	34,13	91,95	143,41
Ibovespa	2,43	-3,86	-3,06	22,21	29,46	46,18
Anormal Capitalizado	-2,43	-16,98	-16,65	8,41	45,57	62,81

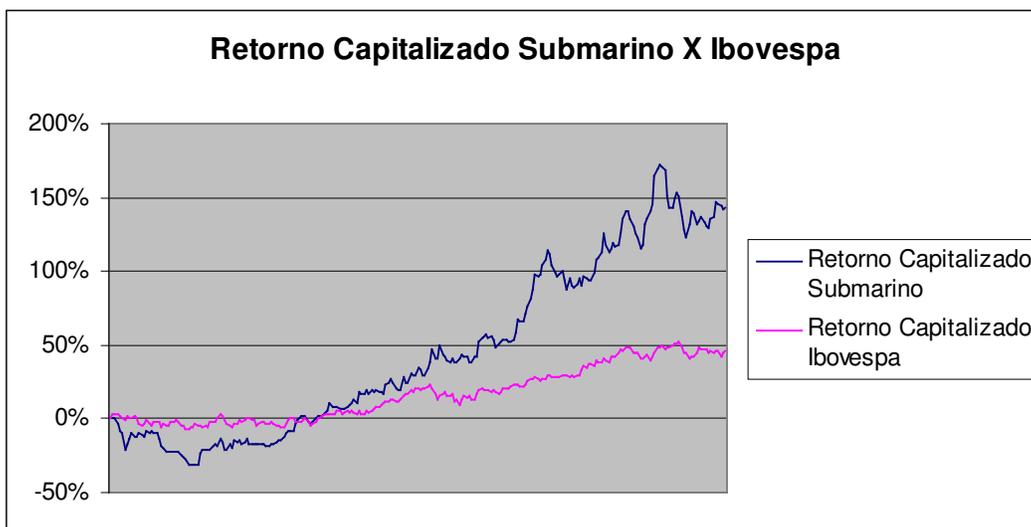


Gráfico 3 – Retorno Capitalizado Submarino X Ibovespa

7.2.3 Localiza

Alinhado com o padrão observado na maioria das ofertas analisadas, a análise do IPO lançado pela Localiza apresentou retornos muito expressivos. O retorno capitalizado desde o primeiro mês já apresentou valorização frente à média das demais ações do mercado e as cotações que se seguiram apresentaram retornos capitalizados muito superiores aos mesmos proporcionados pelo Ibovespa; chegando a em alguns momentos remunerar os investidores com retornos três vezes superior ao valor de compra do IPO. O retorno anormal capitalizado também apresenta resultados positivos em todas as séries analisadas.

Tabela 3 – Retorno Capitalizado Localiza X Ibovespa (em%)

	1 Dia	1 Mês	3 Meses	6 Meses	9 Meses	1 Ano
Localiza	0	3,91	37,75	125,17	220,12	248,00
Ibovespa	-1,25	1,19	9,16	30,26	56,61	47,25
Anormal Capitalizado	1,25	2,11	24,93	69,62	99,71	130,75

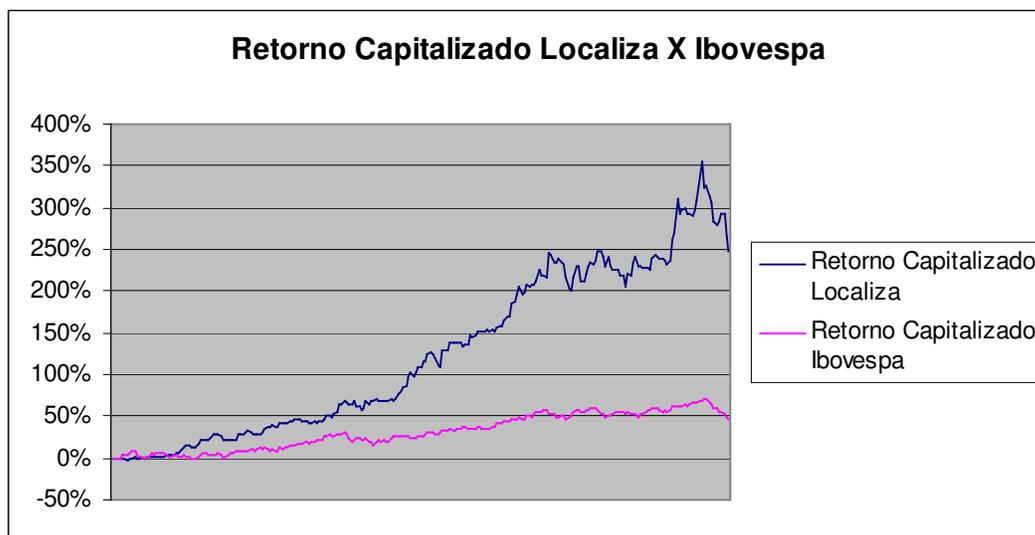


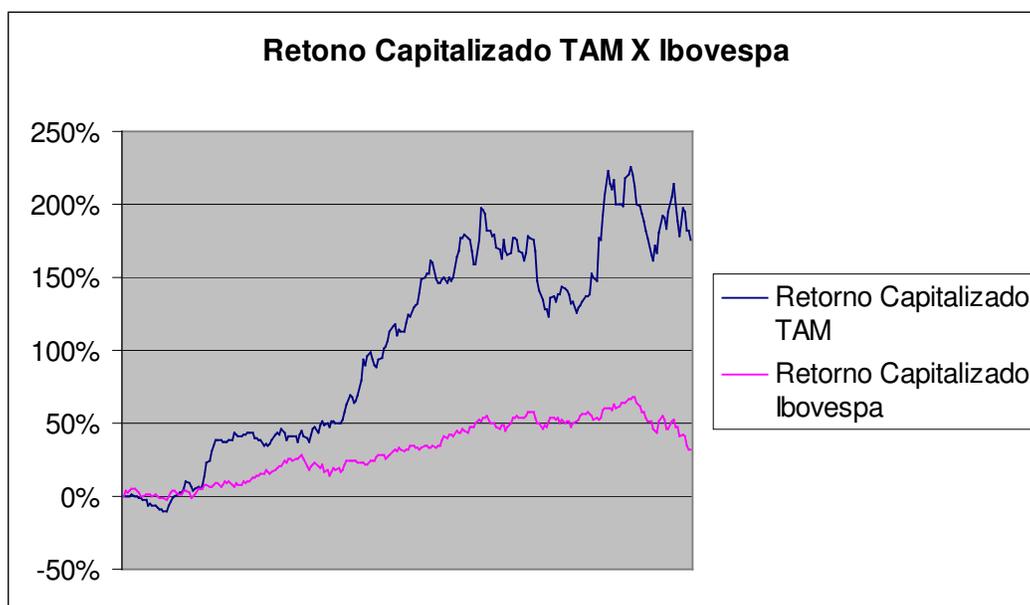
Gráfico 4 – Retorno Capitalizado Localiza X Ibovespa

7.2.4 Tam

A análise do retorno capitalizado do IPO da TAM no primeiro ano após a abertura do capital, nos mostra resultados positivos e muito superiores ao retorno proporcionado pelo Ibovespa, em todas as séries analisadas, com exceção do primeiro mês após o lançamento. O retorno anormal capitalizado, também apresentou resultados positivos em todas as séries observadas, também com exceção do primeiro mês após o lançamento.

Tabela 4 – Retorno Capitalizado TAM X Ibovespa (em%)

	1 Dia	1 Mês	3 Meses	6 Meses	9 Meses	1 Ano
TAM	-0,41	0,58	38,32	129,61	123,06	175,83
Ibovespa	3,38	4,08	16,66	35,05	50,76	32,28
Anormal Capitalizado	-3,79	-3,57	17,67	68,00	45,61	104,63



7.2.5 Energias Br

Quando analisamos o desempenho do IPO da empresa Energias BR, observamos que o retorno capitalizado da ação em um ano é sempre superior ao Ibovespa em todas as séries propostas. Por conseqüência o retorno anormal capitalizado apresenta desempenho bastante superior ao Ibovespa, demonstrando que os resultados da Energias BR seguem os padrões de retorno observados na maioria das empresas analisadas.

Tabela 5 – Retorno Capitalizado Energias BR X Ibovespa (em%)

	1 Dia	1 Mês	3 Meses	6 Meses	9 Meses	1 Ano
Energias BR	11,16	36,06	33,38	74,51	73,86	59,51
Ibovespa	1,25	5,53	17,01	40,57	49,13	38,44
Anormal Capitalizado	9,91	28,76	13,29	22,07	13,86	12,20

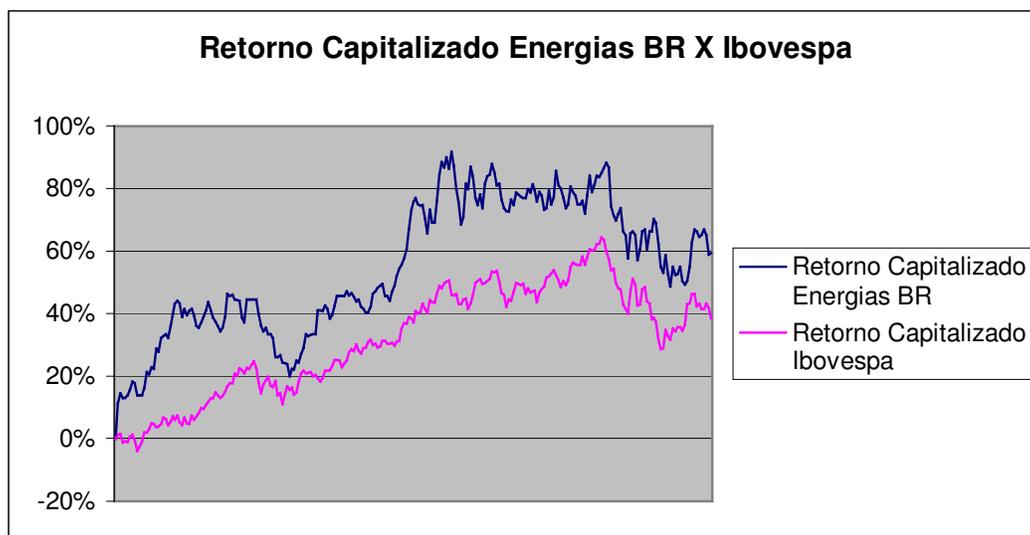


Gráfico 6 – Retorno Capitalizado Energias BR X Ibovespa

7.2.6 OHL

Analisando o retorno capitalizado das ações da OHL frente ao Ibovespa, podemos perceber resultados acima do índice nos primeiros seis meses após a abertura de capital. Após esse período, o papel apresenta queda na cotação e finaliza o período analisado com retorno mais baixo que o Ibovespa. A OHL, portanto, apresentou resultados um pouco acima da média do mercado no período de até seis meses do lançamento. Após esse período, observamos retornos negativos.

Ainda conseguimos observar em toda a série analisada, que o preço da ação da OHL não apresentou significativa discrepância, quando comparado ao Ibovespa, o que indica que não houve evidência de subprecificação e que o preço estipulado estava bem próximo ao preço justo avaliado pelo mercado.

Tabela 6 – Retorno Capitalizado OHL X Ibovespa (em%)

	1 Dia	1 Mês	3 Meses	6 Meses	9 Meses	1 Ano
OHL	1,11	6,33	24,72	56,11	43,89	23,00
Ibovespa	-2,60	4,47	14,05	38,84	46,92	36,38
Anormal Capitalizado	3,08	1,20	7,59	11,24	-3,81	-12,49

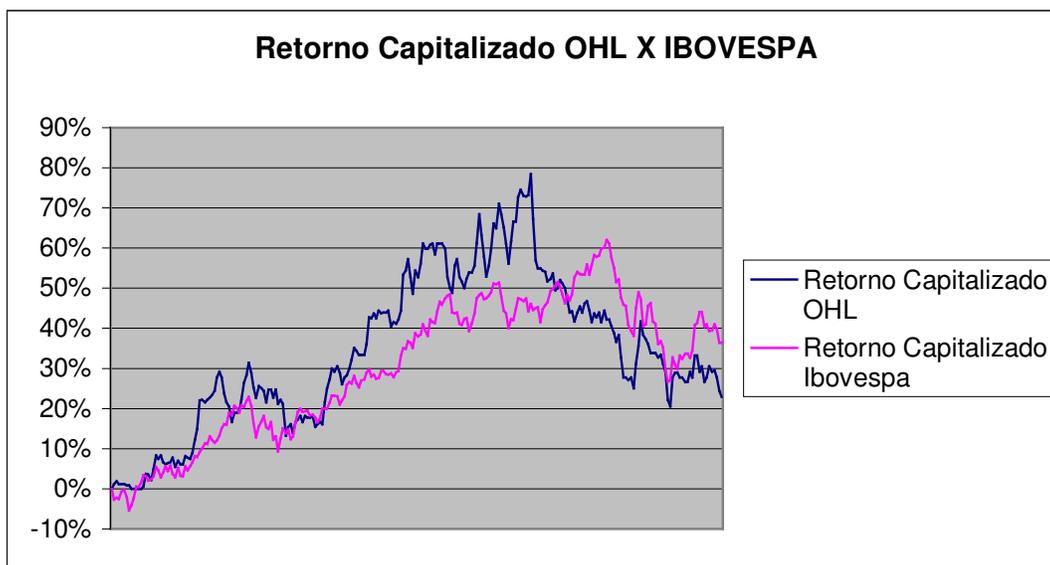


Gráfico 7 – Retorno Capitalizado OHL X Ibovespa

7.2.7 Nossa Caixa

Quando analisamos o primeiro ano após o lançamento do IPO no mercado brasileiro, pela empresa Nossa Caixa, observamos que o retorno capitalizado é sempre superior ao retorno capitalizado proporcionado pelo Ibovespa. Em se tratando de retorno anormal capitalizado, com exceção do dia do lançamento, todo o horizonte temporal analisado apresenta resultado positivo, em consonância com os índices observados na maioria dos lançamentos analisados neste estudo.

Tabela 7 – Retorno Capitalizado Nossa Caixa X Ibovespa (em%)

	1 Dia	1 Mês	3 Meses	6 Meses	9 Meses	1 Ano
Nossa Caixa	7,90	8,05	56,77	45,75	46,13	58,84
Ibovespa	-1,38	7,36	27,22	33,71	24,07	32,28
Anormal Capitalizado	9,66	0,67	22,97	9,00	16,47	18,42

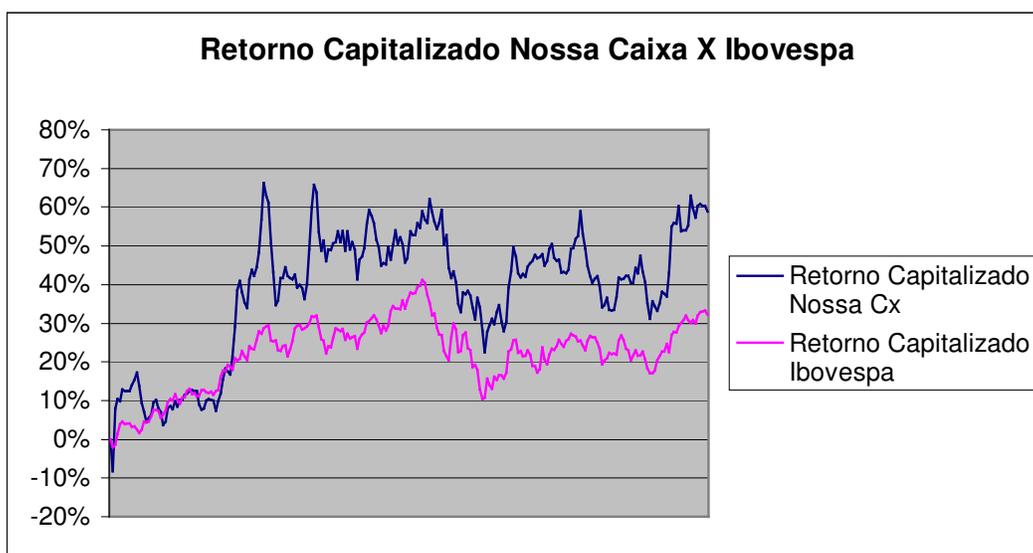


Gráfico 8 – Retorno Capitalizado Nossa Caixa X Ibovespa

7.2.8 Cosan

Quando analisamos os resultados da Cosan, no espaço temporal de um ano, identificamos que o IPO dessa empresa segue a tendência de obtenção de resultados positivos expressivos. Em se tratando do retorno capitalizado proporcionado por essas ações, em todos os espaços de tempo, foi muito acima da média do Ibovespa. A análise do retorno anormal capitalizado também apresenta resultados positivos em todas as séries observadas. No caso dessa empresa, o IPO apresenta características de subprecificação.

Tabela 8 – Retorno Capitalizado Cosan X Ibovespa (em%)

	1 Dia	1 Mês	3 Meses	6 Meses	9 Meses	1 Ano
Cosan	15,83	34,38	120,83	219,79	150,83	132,38
Ibovespa	0,04	7,09	26,04	23,70	20,79	31,98
Anormal Capitalizado	15,79	25,72	78,25	159,49	109,89	78,31

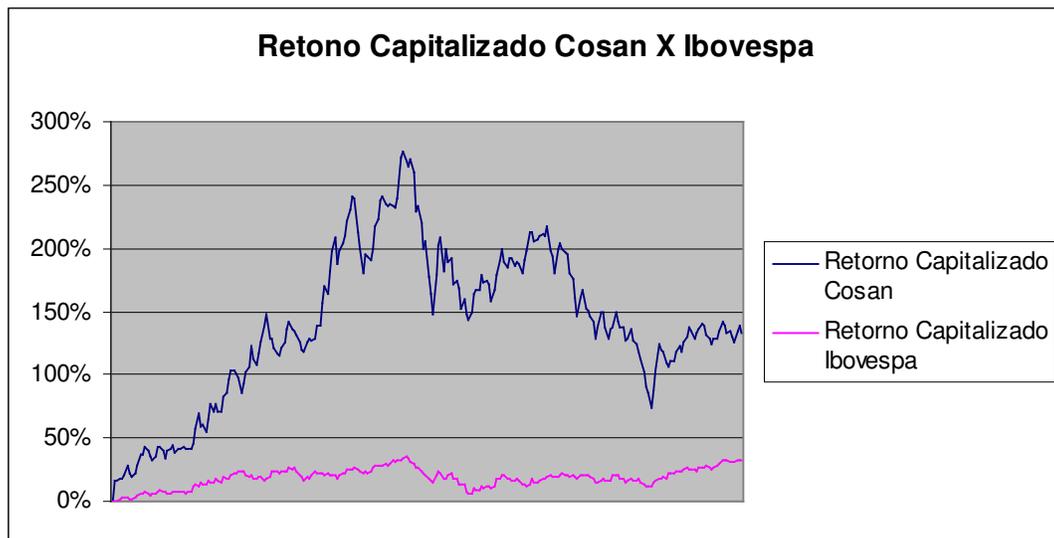


Gráfico 9 – Retorno Capitalizado Cosan X Ibovespa

7.2.9 Uol

Quando analisamos o lançamento do IPO da UOL percebemos um retorno capitalizado das ações positivo no primeiro mês após a abertura de capital, sendo que, posteriormente, observamos séries de resultados negativos. Quanto ao retorno anormal capitalizado constatamos que o mesmo apresenta-se positivo no primeiro mês após a abertura de capital. Portanto, o investidor que adquiriu o IPOs da UOL, conseguiria obter retorno acima do proporcionado pelo Ibovespa caso mantivesse o mesmo por no máximo um mês. O IPO da UOL apresentou retornos positivos no curtíssimo prazo, cuja exploração das causas remete a análise de cenário similar ao caso da oferta da Submarino, relacionada com a “bolha” das empresas “pontocom” e uma certa incredulidade do mercado em relação a potencial rentabilidade deste nicho de mercado.

Tabela 9 – Retorno Capitalizado UOL X Ibovespa (em%)

	1 Dia	1 Mês	3 Meses	6 Meses	9 Meses	1 Ano
UOL	16,67	11,11	-8,55	-40,11	-22,77	-33,61
Ibovespa	-1,30	6,74	13,72	-2,05	7,55	30,10
Anormal Capitalizado	17,88	4,16	-20,08	-38,79	-28,15	-49,13

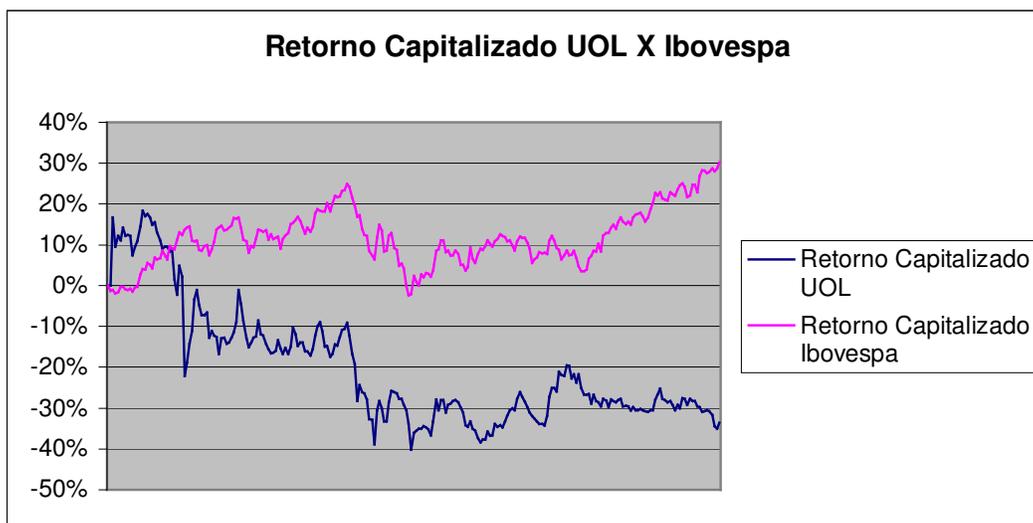


Gráfico 10 – Retorno Capitalizado UOL X Ibovespa

7.2.10 Vivax

Observando as cotações do IPO da Vivax percebemos facilmente que foi uma abertura de capital bem-sucedida. Em todos os períodos analisados, o retorno capitalizado observado é superior ao retorno capitalizado proporcionado pelo Ibovespa, seguindo o comportamento preponderante das análises.

O retorno anormal capitalizado apresenta também resultados positivos em todas as séries analisadas, além de apresentar um retorno positivo bastante significativo.

Tabela 10 – Retorno Capitalizado Vivax X Ibovespa (em%)

	1 Dia	1 Mês	3 Meses	6 Meses	9 Meses	1 Ano
Vivax	10,61	8,57	34,28	32,67	51,02	85,72
Ibovespa	-0,17	1,99	13,55	2,84	13,05	22,78
Anormal Capitalizado	10,79	6,50	17,89	27,46	31,13	47,95

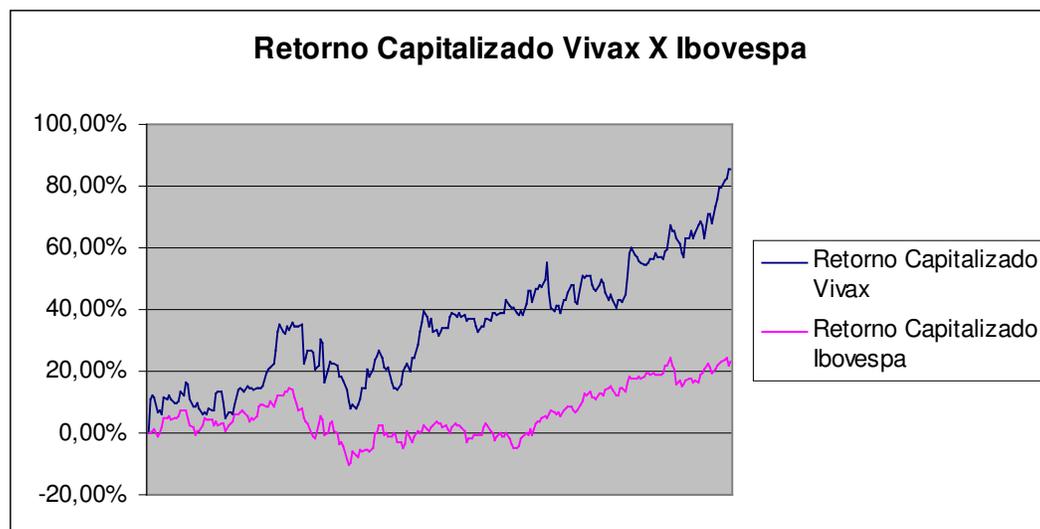


Gráfico 11 – Retorno Capitalizado Vivax X Ibovespa

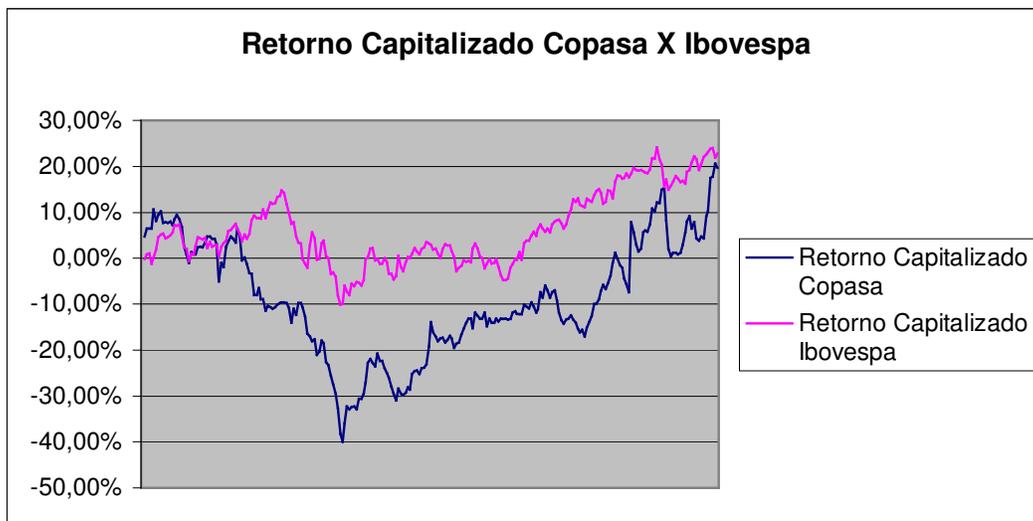
7.2.11 Copasa

O IPO da Copasa apresentou retornos dissonantes em relação ao observado na média dos outros lançamentos. No primeiro dia o retorno acumulado do mesmo foi bastante superior ao Ibovespa, que apresentou resultado negativo. Porém, nas cotações posteriores, o retorno do IPO desde o primeiro até o nono mês foi negativo. Entretanto, após esse período, apresentou uma forte recuperação. O Ibovespa nesse período apresentou fortes variações, onde subiu até o terceiro mês, caiu até o sexto e voltou a subir, onde finalizou apresentando retorno positivo.

No que se refere ao retorno anormal capitalizado, o mesmo mostrou sendo positivo somente no dia do lançamento e, após, o Ibovespa apresentou retornos sempre superiores ao IPO. As variações anômalas observadas teriam origem nas despesas não-recorrentes relacionadas com a abertura de capital, além de custos relacionados com alguns novos empreendimentos que impactaram no preço da ação.

Tabela 11 – Retorno Capitalizado Copasa X Ibovespa (em%)

	1 Dia	1 Mês	3 Meses	6 Meses	9 Meses	1 Ano
Copasa	4,68	0,64	-9,78	-13,93	-15,27	19,68
Ibovespa	-0,17	1,99	13,55	2,84	13,05	22,78
Anormal Capitalizado	4,85	-1,46	-20,82	-17,23	-26,48	-4,95



7.2.12 Gafisa

A abertura de capital da Gafisa integrou o rol das ofertas bem sucedidas. Observando os retornos proporcionados pelo IPO, percebemos que o mesmo apresentou resultados positivos e superiores ao IBOVESPA em todas as séries analisadas.

Além disso, o retorno anormal capitalizado apresentou resultados também positivos no primeiro ano após a abertura do capital, corroborando o alinhamento dos resultados com a maioria das análises.

Tabela 12 – Retorno Capitalizado UOL X Ibovespa (em%)

	1 Dia	1 Mês	3 Meses	6 Meses	9 Meses	1 Ano
Gafisa	29,46	31,09	19,45	38,11	71,90	80,88
Ibovespa	0,43	-0,54	0,08	-1,82	7,24	19,84
Anormal Capitalizado	29,03	31,77	19,28	40,30	59,43	49,50

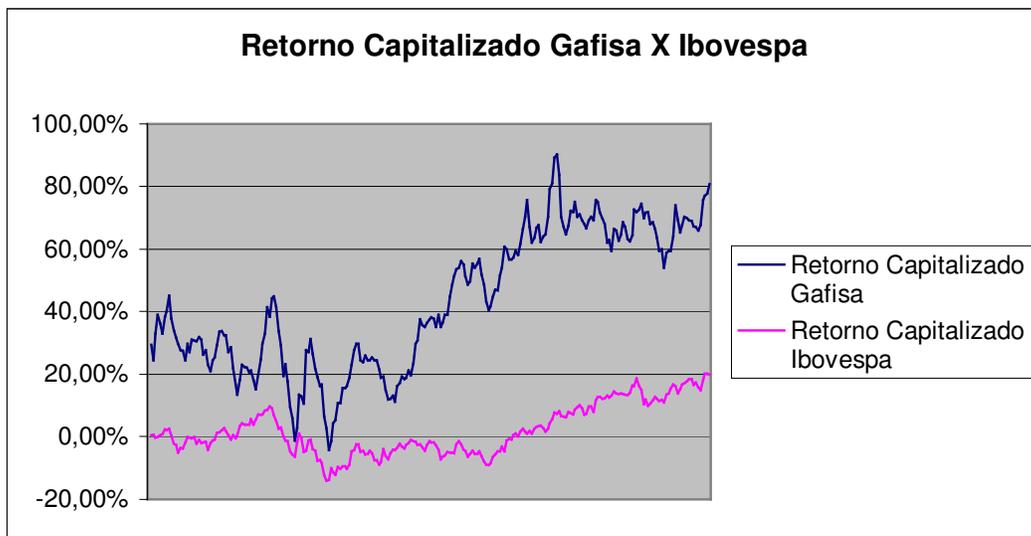


Gráfico 13 – Retorno Capitalizado Gafisa X Ibovespa

7.2.13 Company

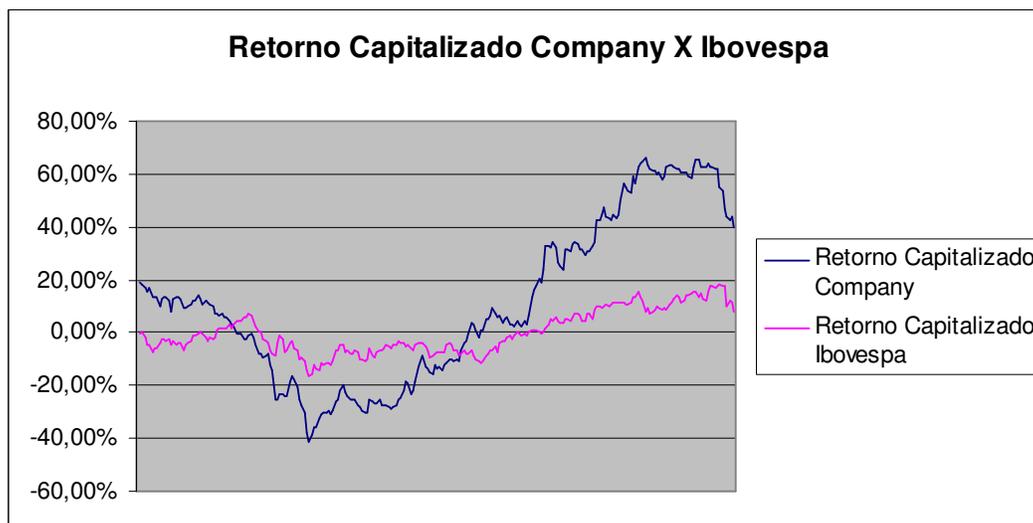
O retorno apresentado pelo IPO lançado pela Company apresentou resultados acumulados expressivos até o primeiro mês após o lançamento. Após esse período, sofreu uma forte queda na cotação até o sexto mês. Depois apresentou recuperação, onde após um ano, resultou um retorno acumulado de 40%. O Ibovespa também apresentou variações, onde caiu até o sexto mês e voltou a ficar valorizado após esse período.

O retorno anormal capitalizado foi positivo até o primeiro mês e, após o nono mês, período no qual o retorno do IPO foi superior ao Ibovespa. O IPO da Company apresenta então comportamento anômalo.

Conforme o relatório anual de 2006, esse queda do valor da ação foi causado pelas despesas extraordinárias e não-recorrentes com o IPO.

Tabela 13 – Retorno Capitalizado UOL X Ibovespa (em%)

	1 Dia	1 Mês	3 Meses	6 Meses	9 Meses	1 Ano
Company	18,75	11,88	-16,25	-11,50	33,13	40,00
Ibovespa	-0,13	-1,17	-3,15	-4,17	5,48	8,14
Anormal Capitalizado	18,89	12,95	-14,22	-7,44	26,66	27,50



7.2.14 Totvs

A abertura de capital da Totvs foi mais um sucesso de lançamento e de bons retornos para os investidores.

Observamos que em todas as séries analisadas, no espaço de um ano, as ações apresentaram retornos positivos e muito acima do Ibovespa. O retorno anormal capitalizado também se mostrou positivo ao longo do período.

Tabela 14 – Retorno Capitalizado Totvs X Ibovespa (em%)

	1 Dia	1 Mês	3 Meses	6 Meses	9 Meses	1 Ano
Totvs	6,25	14,69	8,59	24,96	39,06	75,00
Ibovespa	-2,62	4,39	-5,94	-1,96	15,07	18,35
Anormal Capitalizado	8,87	9,43	13,95	25,11	18,14	43,98

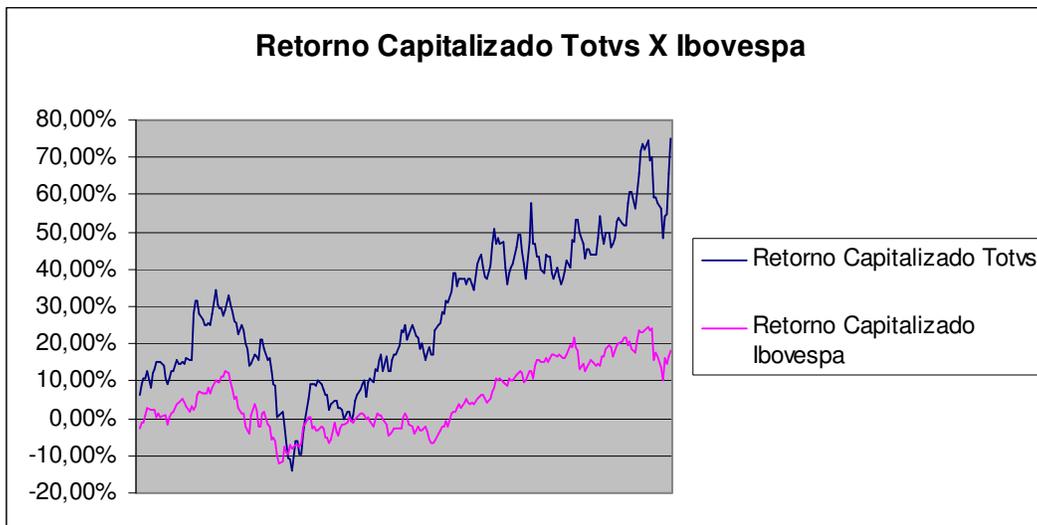


Gráfico 15 – Retorno Capitalizado Totvs X Ibovespa

7.2.15 Equatorial

Analisando as cotações do IPO da Equatorial, percebemos facilmente que foi mais um sucesso a abertura de capital, no esteio do padrão constatado neste trabalho. As cotações apresentaram retornos capitalizados acima do Ibovespa na maioria das séries analisadas, exceção para o primeiro mês, onde há uma pequena queda no valor da ação, mas rapidamente volta a se valorizar. O retorno anormal capitalizado apresentou também resultados positivos, com exceção do primeiro mês, demonstrando que a abertura de capital proporcionou aos investidores retornos significativos e evidenciando a hipótese de subprecificação.

Tabela 15 – Retorno Capitalizado Equatorial X Ibovespa (em%)

	1 Dia	1 Mês	3 Meses	6 Meses	9 Meses	1 Ano
Equatorial	16,97	5,51	8,28	10,35	31,04	30,41
Ibovespa	2,01	7,82	-1,54	-3,99	17,11	21,96
Anormal Capitalizado	14,95	-2,16	9,55	13,40	10,00	3,88

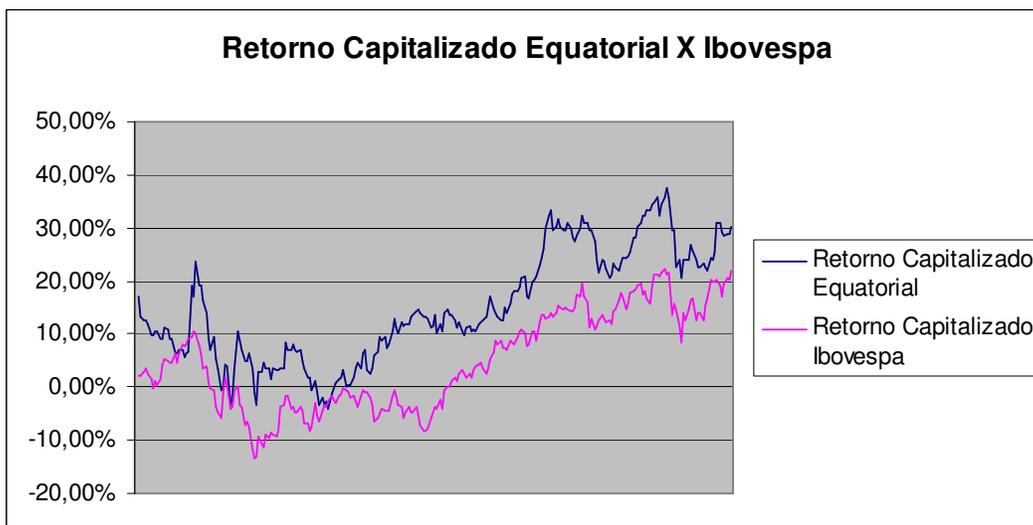


Gráfico 16 – Retorno Capitalizado Equatorial X Ibovespa

7.2.16 Abnote

Observando as cotações da ABnote percebemos que o IPO trouxe retorno expressivo no dia do lançamento, após esse período, até o terceiro mês, o mesmo apresentou retorno negativo. No sexto mês até o final do período analisado, o IPO apresentou resultado positivo. Após um ano, o IPO ficou cotado com retorno positivo, mas não superior ao mesmo proporcionado pelo Ibovespa.

O retorno anormal capitalizado apresentou variações ao longo da série analisada e finalizou cotado negativamente. A oferta caracterizou-se por variações de retorno, a exemplo de alguns lançamentos analisados neste estudo, em razão de custos relacionados com a abertura de capital, conforme o relatório anual de 2006.

Tabela 16 – Retorno Capitalizado ABnote X Ibovespa (em%)

	1 Dia	1 Mês	3 Meses	6 Meses	9 Meses	1 Ano
ABnote	5,88	-8,88	-15,81	6,47	13,93	13,51
Ibovespa	-1,64	-4,41	-8,72	-2,68	9,90	21,82
Anormal Capitalizado	7,52	-4,92	-7,79	8,46	1,90	-9,38

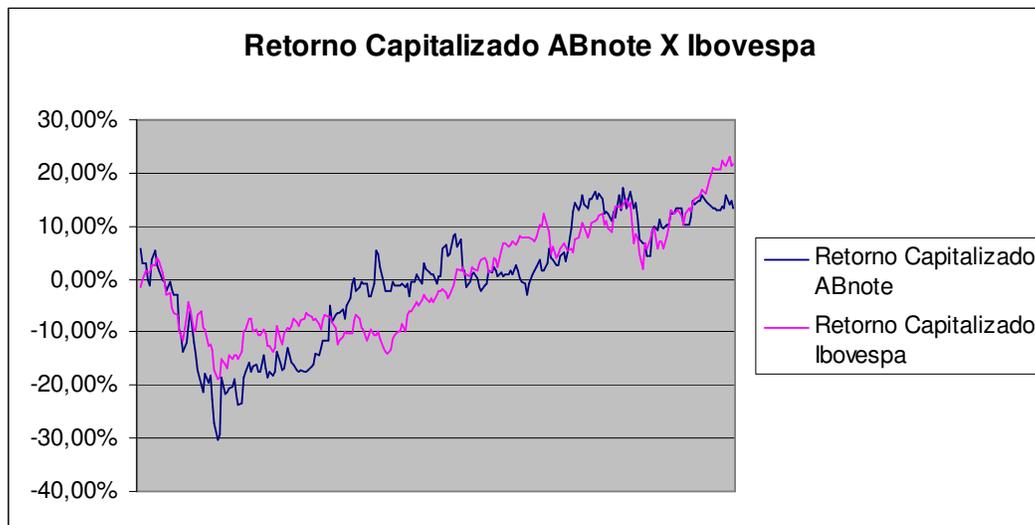


Gráfico 17 – Retorno Capitalizado ABnote X Ibovespa

8. ANÁLISE GERAL DOS RESULTADOS OBTIDOS

Foi elaborada uma tabela com os retornos capitalizados por empresa e com o retorno capitalizado do Ibovespa. O quadro comparativo contém todas as empresas que abriram o capital entre janeiro de 2005 e abril de 2006, segregando os retornos em séries específicas: primeiro dia, um, três, seis, nove e doze meses após os lançamentos das ações. Estão listados, também, os retornos capitalizados proporcionados pelo Ibovespa nas mesmas datas das cotações dos papéis em questão, para efeito de análise comparativa.

Tabela 17 – Retorno Capitalizado IPOs X Retorno Capitalizado Ibovespa

	RETORNO CAPITALIZADO EMPRESAS						RETORNO CAPITALIZADO IBOVESPA					
	1º Dia	1º Mês	3º Meses	6º Meses	9º Meses	1º Ano	1º Dia	1º Mês	3º Meses	6º Meses	9º Meses	1º Ano
Renar	1,2	-22,5	-36,25	-54,3	-48,7	-55,6	-1,0	-7,6	-11,1	-4,6	10,3	35,8
Submarino	0	-19,9	-18,8	34,1	91,9	143,4	2,4	-3,8	-3,0	22,2	29,4	46,1
Localiza	0	3,9	37,7	125,1	220,1	248	-1,2	1,1	9,1	30,2	56,6	47,2
TAM	-0,4	0,5	38,3	129,6	123,1	175,8	3,4	4,0	16,6	35,0	50,7	32,2
Energias BR	11,1	36,1	33,3	74,5	73,8	59,5	1,3	5,5	17,0	40,5	49,4	38,4
OHL	1,1	6,3	24,7	56,1	43,9	23,0	-2,6	4,4	14,0	38,8	46,9	36,3
Nossa Caixa	7,9	8,1	56,7	45,7	46,1	58,8	-1,3	7,3	27,2	33,7	24,0	32,2
Cosan	15,8	34,3	120,8	219,8	150,8	132,4	0	7,0	26,0	23,7	20,7	31,9
UOL	16,6	11,1	-8,5	-40,1	-22,7	-33,6	-1,3	6,7	13,7	-2,0	7,5	30,1
Vivax	10,6	8,5	34,2	32,6	51,0	85,7	-0,1	1,9	13,5	2,8	13,0	22,7
Copasa	4,6	0,6	-9,7	-13,9	-15,2	19,7	-0,1	1,9	13,5	2,8	13,0	22,7
Gafisa	29,4	31,1	19,4	38,1	71,9	80,9	0,4	-0,5	0	-1,8	7,2	19,8
Company	18,7	11,8	-16,3	-11,5	33,1	40,0	-0,1	-1,1	-3,1	-4,1	5,4	8,1
Totvs	6,2	14,6	8,5	24,9	39,6	75,0	-2,6	4,3	-5,9	-1,9	15,0	18,3
Equatorial	16,9	5,5	8,3	10,3	31,0	30,4	2,0	7,2	-1,5	-3,9	17,1	21,9
ABnote	5,8	-8,8	-15,1	6,5	13,9	13,5	-1,6	-4,1	-8,7	-2,6	9,9	21,8
MÉDIA	9,0	7,57	17,3	42,3	56,4	68,5	-0,1	2,13	7,3	13,05	23,48	29,0

A seguir, foi elaborada uma outra tabela que demonstra o retorno anormal capitalizado das dezesseis empresas que abriram o capital no período analisado. Observamos que, com poucas exceções, o retorno anormal capitalizado dos papéis é positivo, sendo que a média dos retornos do grupo também apresenta somente valores positivos.

Tabela 18 – Retorno anormal capitalizado dos IPOs analisados

	RETORNO ANORMAL CAPITALIZADO (em %)					
	1 Dia	1 Mês	3 Meses	6 Meses	9 Meses	1 Ano
Renar	2,26	-16,45	-28,65	-53,06	-54,64	-68,36
Submarino	-2,43	-16,98	-16,65	8,41	45,57	62,81
Localiza	1,25	2,11	24,93	69,62	99,71	130,75
TAM	-3,79	-3,57	17,67	68,00	45,61	104,63
Energias BR	9,91	28,76	13,29	22,00	13,80	12,20
OHL	3,08	1,20	7,59	11,24	-3,81	-12,49
Nossa Caixa	9,66	0,67	22,97	9,00	16,47	18,42
Cosan	15,79	25,72	78,25	159,49	109,89	78,31
UOL	17,88	4,16	-20,08	-38,79	-28,15	-49,13
Vivax	10,79	6,50	17,89	27,46	31,13	47,95
Copasa	4,85	-1,46	-20,82	-17,23	-26,48	-4,95
Gafisa	29,03	31,77	19,28	40,30	59,43	49,50
Company	18,89	12,95	-14,22	-7,44	26,66	27,50
Totvs	8,87	9,43	13,95	25,11	18,44	43,98
Equatorial	14,95	-2,16	9,55	13,40	10,00	3,88
ABnote	7,52	-4,92	-7,79	8,46	1,90	-9,38
MÉDIA	9,28	4,85	7,32	21,62	22,82	27,22

Com base nos retornos proporcionados pelos IPOs, é possível observar nas tabelas acima três principais grupos de empresas.

O primeiro deles inclui duas empresas: a Renar Maçãs e a UOL, empresas que causaram alta perda de capital ao investidor. A origem dos resultados negativos estaria ligada à natureza da atividade das companhias, altamente suscetíveis a fatores externos, tais como intempéries da natureza e volatilidade cambial – situação vivenciada pela Renar Maçãs, bem como no caso da UOL que ficaram evidentes os reflexos do estouro da “bolha” do mercado de tecnologia.

O segundo grupo observado inclui as empresas: Energias do Brasil, OHL, Nossa Caixa, Copasa, Equatorial e ABnote. Em comum, essas empresas caracterizaram-se por retornos aproximados em relação às variações dos retornos proporcionados pelo Ibovespa - que representa o reflexo do mercado. Portanto, essas companhias apresentaram precificação de seus IPOs em índice que podemos considerar alinhados com a realidade de desempenho dos demais papéis transacionados no mercado de capitais brasileiro.

Dentre as causas elencadas nos relatórios de demonstração contábil das organizações dispostas nesse bloco intermediário, evidenciam-se fatores que variam desde os próprios custos relacionados ao lançamento do IPO, até os altos investimentos

na expansão das empresas, consideradas também situações particulares que incluem a natureza dos negócios vinculada ao *portfólio* de consumidores.

O terceiro grupo constitui o padrão identificado nesse estudo: Submarino, Localiza, TAM, Cosan, Vivax, Gafisa, Company e Totvs ratificam a tendência apontada pelos analistas de mercado no sentido dos retornos diferenciados proporcionados pela oferta pública inicial de empresas no mercado de capitais do País. Em comum, apresentam retornos expressivamente superiores ao Ibovespa e com pouca oscilação frente às variações do mercado. A esse grupo podem ser atribuídas características de subprecificação nos IPOs.

É importante ressaltar que as empresas listadas nesse terceiro grupo apresentam diferentes ramos de atividade, o que descaracteriza um suposto diferencial de mercado relativo ao risco não-sistemático. Ou seja, independentemente do setor ao qual a organização está vinculada, uma vez que as empresas componentes do grupo são oriundas das mais diversas atividades econômicas, o sucesso das ofertas iniciais é uma constante do grupo.

Destarte, analisando todos os dezesseis lançamentos que ocorreram no espaço de tempo analisado, é possível observar que na maior parte dos casos, existiram retornos positivos que proporcionaram ganhos substanciais ao investidor.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Foram analisadas neste trabalho as ofertas públicas iniciais ocorridas entre janeiro de 2005 e abril de 2006, tendo como principal objetivo comparar o retorno proporcionado pelos IPOs e pelo Ibovespa, visando a identificação de oportunidades de investimento neste tipo de operação.

No intervalo analisado, dezesseis empresas passaram a ser listadas na Bovespa no período em questão. A análise utilizou como embasamento científico os cálculos referentes aos retornos acumulados e os retornos anormais acumulados das empresas e do Ibovespa, os quais foram postados lado-a-lado para efeito comparativo. Como resultado obtido, constatamos que o retorno proporcionado pelos IPOs, ao longo de um ano após o lançamento, foi, de maneira predominante, superior ao retorno proporcionado pelo Ibovespa.

Esses resultados positivos podem ser atribuídos a diversos fatores, tais como: o momento ímpar do mercado interno e externo, a queda do risco País, a abundância de recursos internacionais, a adesão das companhias emissoras às melhores práticas de governança corporativa, a crescente popularização de investimento em ações, além da hipótese considerada de subprecificação dos IPOs.. Juntas, essas variáveis desenham uma conjunção onde evidenciam-se importantes oportunidades para investimentos com a perspectiva de ganhos substanciais no mercado de capitais brasileiro.

Ademais, o declínio da rentabilidade das aplicações de renda fixa e a tendência de melhora nas classificações de títulos da economia brasileira – que têm sido objeto de sucessivos incrementos de índice pelas agências internacionais de *rating* na classificação de risco – complementam as análises que apontam no sentido de projeções positivas para o mercado do País, potencializando as possibilidades de rendimento em relação ao lançamento de IPOs.

Como conseqüência natural do sucesso dos IPOs, observou-se também um número cada vez maior de empresas que começam a estruturar-se com a intenção de lançar suas ofertas públicas iniciais, percebendo um panorama extremamente favorável para este tipo de operação.

Uma das principais vantagens financeiras buscadas pelas organizações reside no fato de que os custos de captação de recursos pela emissão de ações tornaram-se muito mais atrativos quando comparados às linhas de financiamento existentes no mercado

financeiro. Dentro desse aspecto é que se insere a hipótese de sub-precificação no lançamento dos IPOs, o que aumenta a taxa de atratividade deste tipo de papel para o investidor, compensando o percentual de risco agregado ao fator de “estréia” das companhias na bolsa de valores.

Os dados analisados afirmam esse postulado. Os retornos proporcionados demonstraram que o investimento em IPOs no mercado brasileiro projeta resultados acima de média para o investidor. Obviamente torna-se necessário adotar as práticas referentes ao resguardo das aplicações, tais como a diversificação do *portfólio* de ações visando evitar o risco não-sistêmico. Também é de fundamental importância observar que foram analisadas séries de curto prazo, sendo que as conclusões obtidas são, desta forma, aplicáveis a períodos similares.

Conquanto sejam seguidas tais precauções, o investimento em IPOs no mercado brasileiro de capitais apresenta-se como uma excelente alternativa de investimento, forjada sob a perspectiva de maior interesse dos investidores pelas bolsas de valores e pelo número crescente de empresas que vêm optando pelo lançamento de suas ofertas públicas iniciais visando sua expansão e a captação de recursos. Trata-se de um tipo de aplicação que surge como opção de investimento de risco, com possibilidades excepcionais de retorno - especialmente no curto prazo, sendo indicada como um dos elementos de uma carteira balanceada de investimentos.

REFERÊNCIAS

AMERICAN BANKNOTE S.A. **Relatório Anual de 2006**. Disponível em: <<http://www.abnote.com.br/ri/>>. Acesso em: 14 mai. 2007.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Fontes Alternativas ao Crédito Bancário**. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2007/03/ri200703b3p.pdf>>. Acesso em: 12 Mar.2007.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Como e por que Tornar-se uma Companhia Aberta**. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/pdf/guiaaber.pdf>>. Acesso em: 15 set. 2006.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Dicionário de finanças**. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 18.ago.2006.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Governança Corporativa**. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/Empresas/NovoMercadoNiveis/NovoMercadoFaqR.asp>>. Acesso em: 02 mai. 2007.

BRIGHAM, Eugene F.; GAPENSKI, Louis C.; EHRHARDT, Michael C. **Administração Financeira : Teoria e Prática**. São Paulo : Atlas, 2001.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Abertura de Capital das Empresas**. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/publ_200.asp>. Acesso em: 14 mai. 2007.

COMPANY S.A. **Relatório Anual de 2006**. Disponível em: <<http://www.companyri.com.br/>>. Acesso em: 12 mai. 2007.

COPASA S.A. **Relatório Anual de 2006**. Disponível em: <www.copasa.com.br/ri/>. Acesso em: 12 mai. 2007.

COSAN S.A. **Relatório Anual de 2005 e 2006**. Disponível em <<http://www.cosan.com.br/ri/>> . Acesso em: 12 mai. 2007.

ENERGIAS DO BRASIL S.A.. **Relatório Anual de 2005 e 2006**. Disponível em <http://www.energiasdobrasil.com.br/relacao_investidores/relacao_investidores.asp>. Acesso em: 12 mai. 2007.

EQUATORIAL S.A. **Relatório Anual de 2006**. Disponível em: <<http://www.equatorialenergia.com.br/ri/>>. Acesso em: 12 mai. 2007.

GAFISA S.A. **Relatório Anual de 2006**. Disponível em: <www.gafisa.com.br/ri/>. Acesso em: 14 mai. 2007.

GITMAN, Lawrence; Titman Sheridan **Princípios da Administração Financeira**. 7ª edição. São Paulo: Harbra, 2000.

GRINBLATT, Mark. **Mercados Financeiros & Estratégia Corporativa**. 2ª edição. Porto Alegre: Bookman, 2005.

GUIA BOVESPA. **Abertura de Capital**. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/Empresas/InstInfoEmpresas/AberturaMaterial.asp?tit=6>>. Acesso em: 15 set. 2006.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara. **Finanças Corporativas**. São Paulo: Atlas, 2000.

LEITE, Helio de Paula. **Introdução à Administração Financeira**. 2ª edição. São Paulo: Atlas, 1994.

LOCALIZA S.A. **Relatório Anual de 2005 e 2006**. Disponível em: <<http://www.localiza.com.br/ri/>>. Acesso em: 12 mai. 2007.

MASLOW, James. **Maslow no Gerenciamento**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2001.

MATHUR, Iqbal. **Introdução à Administração Financeira**. LTC, 2º volume. Rio de Janeiro: LTC, 1985.

NORMAS para apresentação de trabalhos acadêmicos da Escola de Administração. Porto Alegre: UFRGS/EA/BIBLIOTECA, 2006. 62 p.

NOSSA CAIXA S.A. **Relatório Anual de 2005 e 2006**. Disponível em <<http://www.nossacaixa.com.br/ri/>>. Acesso em: 12 mai. 2007.

OHL S.A. **Relatório Anual de 2005 e 2006**. Disponível em <<http://www.ohlbrasil.com.br/SITE/NBI/per/INI/default.asp>>. Acesso em: 12 mai. 2007.

RENAR MAÇÃS S.A. **Relatório Anual de 2005 e 2006**. Disponível em <<http://www.renarmacas.com.br/ri/>>. Acesso em: 12 mai. 2007.

RITTER, Jay R.; WELCH, Ivo. **A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations**. Yale International Center for Finance. 2002. Disponível em <<http://www.papers.ssrn.com/>>. Acesso em: 12 mai. 2007.

ROCCA, Carlos Antonio. **Soluções para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro**. 2ª edição. Rio de Janeiro: José Olympio, 2002.

ROSS, Stephen A. **Princípios de Administração Financeira**. 2ª edição. São Paulo: Atlas, 2002.

RUDGE, F. **Mercado de Capitais**. 3ª edição. São Paulo: CNBV, 1996.

SUBMARINO S.A. **Relatório Anual de 2005 e 2006**. Disponível em: <<http://www.submarino.com.br/ri/>>. Acesso em: 12 mai. 2007.

TAM S.A. **Relatório Anual de 2005 e 2006**. Disponível em: <<http://www.tam.com.br/ri/>>. Acesso em: 12 mai. 2007.

TOTVS S.A. Relatório Anual de 2006. Disponível em: < <http://www.totvs.com.br/ri/>>. Acesso em: 12 mai. 2007.

UOL S.A. **Relatório Anual de 2005 e 2006.** Disponível em <http://ri.uol.com.br/uol/admin/default_pt.asp?idioma=0>. Acesso em: 14 mai. 2007.

VIVAX S.A. **Relatório Anual de 2006.** Disponível em: <www.vivax.com.br/ri> . Acesso em: 14 mai. 2007.

ZDANOVICZ, José Eduardo. **Orçamento de Capital: Uma decisão de impacto.** 1ª edição. Porto Alegre: Sagra, 1990.

TRABALHO APRESENTADO EM BANCA E APROVADO POR:

Conceito Final:

Porto Alegre, de de 2007.

Professor Orientador: Oscar Claudino Galli

Disciplina: Estágio Final ADM 01198

Área de Concentração: Finanças