

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO (EA)
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (PPGA)**

Ricardo de Campos Ludwig

**ANÁLISE DO DESEMPENHO DE IPO'S ANTES, DURANTE E
DEPOIS DA CRISE FINANCEIRA DE 2008**

ORIENTADOR: PROF. DR. GILBERTO DE OLIVEIRA KLOECKNER

**PORTO ALEGRE
2010**

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, pelo amor, carinho e suporte sempre presentes. À Mirella, meu grande amor, pelo companheirismo inigualável ontem, hoje e sempre. Aos meus demais familiares, amigos e colegas, pela agradável e enriquecedora convivência. E ao professor e amigo Gilberto de Oliveira Kloeckner, pela orientação neste trabalho.

RESUMO

O presente estudo tem por objetivo fazer uma análise sobre o comportamento dos preços de ações dos IPO's (realizados no primeiro semestre de 2007) antes, durante e depois da crise imobiliária americana de 2008. Através de pesquisas em dados secundários, pretendeu-se verificar se o desempenho das companhias recentemente listadas na BM&FBovespa apresentou comportamento semelhante ao Ibovespa e ao seu *benchmark*. Para isso, foi calculado a média e o desvio-padrão dos retornos não só dos IPO's, mas também do Ibovespa e do *benchmark* de cada companhia. Adicionalmente, calculou-se a correlação entre essas três variáveis. O período sob análise vai desde a primeira negociação em Bolsa de cada IPO até os dias de hoje (31/03/2010). Após todas as análises de dados, chegou-se à conclusão de que as ofertas públicas iniciais apresentaram performance consistentemente inferior em comparação com o Ibovespa e com os seus *benchmarks*. Além disso, foi encontrado um nível de correlação positivo entre as variáveis (IPO's e Ibovespa, e IPO's e *benchmarks*), mas num nível relativamente baixo.

Palavras-chave: IPO's. Ofertas Públicas Iniciais. Retorno. Média. Volatilidade. Correlação. Ibovespa. *Benchmark*. Mercado de Capitais. Crise Imobiliária Americana.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Estatísticas das Aberturas de Capital na BM&FBovespa 1º Sem. 2007.....	8
Tabela 2 – Retornos Iniciais Médios de IPO's em diversos países.....	24
Tabela 3 – IPO's: seus setores e <i>benchmarks</i>	28
Tabela 4 – IPO's x IBOV (1º pregão a 20/05/2008).....	29
Tabela 5 – IPO's x IBOV (20/05/2008 a 27/10/2008).....	30
Tabela 6 – IPO's x IBOV (27/10/2008 a 31/03/2010).....	32
Tabela 7 – IPO's x IBOV (1º pregão a 31/03/2010).....	33
Tabela 8 – IPO's x <i>Benchmark</i> (1º pregão a 20/05/2008).....	35
Tabela 9 – IPO's x <i>Benchmark</i> (20/05/2008 a 27/10/2008).....	36
Tabela 10 – IPO's x <i>Benchmark</i> (27/10/2008 a 31/03/2010).....	37
Tabela 11 – IPO's x <i>Benchmark</i> (1º pregão a 31/03/2010).....	38

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	6
DEFINIÇÃO DO PROBLEMA.....	9
JUSTIFICATIVA.....	9
OBJETIVOS.....	10
OBJETIVO GERAL.....	10
OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	10
1 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL E MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL. 12	
1.1 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL.....	12
1.2 MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL.....	13
2 OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS (IPO'S).....	15
2.1 ESTRUTURA DE CAPITAL.....	15
2.2 PROCESSO DE ABERTURA DE CAPITAL.....	17
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	26
4 ANÁLISE DE DADOS.....	29
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	40
REFERÊNCIAS.....	42
ANEXOS.....	44
ANEXO A – CARTEIRA TEÓRICA DO IBOVESPA (MAI. A AGO./2010).....	45

INTRODUÇÃO

O mercado de capitais brasileiro nunca esteve num processo de crescimento tão acelerado como nos últimos anos. Mesmo tendo sofrido o impacto da crise dos *subprime* em 2008, a recuperação apresentada pela Bolsa brasileira no ano seguinte impressionou positivamente até os mais otimistas. O mercado de capitais voltou a crescer em número de investidores e em rentabilidade.

Na verdade, o investimento em ações sempre foi considerado arriscado no Brasil. De fato, não é de se estranhar que poucas pessoas se interessem pelo mercado acionário quando investimentos tidos como conservadores remuneram bem acima da inflação. O Brasil ainda tem hoje uma das maiores taxas de juro real (taxa de juro nominal descontada a inflação) do mundo, em cerca de 4,5% ao ano. No entanto, com a manutenção do cenário de queda de juros no país (ainda que com alguns períodos de alta no caminho), a busca por ativos de maior risco, que dão maior retorno ao investidor, vem aumentando significativamente. O volume financeiro médio diário transacionado na BM&FBovespa passou de cerca de R\$ 600 milhões, em março de 2002, para aproximadamente R\$ 6 bilhões, em março de 2010, um crescimento de 900% em apenas oito anos.

A crise financeira internacional afetou fortemente o mercado acionário brasileiro. No entanto, à medida que o país mostrava que era forte o suficiente para continuar crescendo mesmo com a crise (ou ao menos não decrescendo como a maioria das economias desenvolvidas e até de algumas emergentes), o reconhecimento da comunidade internacional foi aumentando, trazendo a Bolsa de volta aos patamares pré-crise (vide gráfico abaixo). A alta de 145%, em dólares, do Ibovespa em 2009 foi a maior já experienciada pela Bolsa brasileira desde 1991.



Gráfico 1 – Desempenho do Ibovespa 1994-2010

Fonte: BM&FBovespa (2010)

Esse desenvolvimento recente do mercado de capitais brasileiro fez com que mais empresas se interessassem em abrir seu capital e ter suas ações negociadas na Bolsa. O número de IPO's¹ alcançou seu auge no primeiro semestre de 2007, antes da eclosão da crise hipotecária americana. A tabela abaixo mostra as ofertas públicas iniciais ocorridas durante este período. Apenas nestes seis meses, 30 empresas tiveram suas ações negociadas na BM&FBovespa pela primeira vez. Durante todo o ano de 2005, por exemplo, houve apenas nove IPO's.

¹ Do inglês *Initial Public Offering* (Oferta Pública Inicial)

Tabela 1 – Estatísticas das Aberturas de Capital na BM&FBovespa 1º Sem. 2007

ESTATÍSTICAS DAS ABERTURAS DE CAPITAL NA BM&FBovespa 1º Sem. 2007						
ANO	EMPRESA	SEGMENTO DE LISTAGEM	NATUREZA DA OFERTA	VOLUME R\$ MILHÕES ¹	Nº DE CORRETORAS ²	Nº DE INVESTIDORES ³
2007	MARFRIG	NOVO MERCADO	PRIMÁRIA	1.021	62	4.933
	DAYCOVAL	NÍVEL 1	MISTA	1.092	62	7.585
	CRUZEIRO SUL	NÍVEL 1	MISTA	574	61	4.221
	EZTEC	NOVO MERCADO	PRIMÁRIA	542	62	5.553
	LOG-IN	NOVO MERCADO	MISTA	848	67	26.898
	SLC AGRÍCOLA	NOVO MERCADO	MISTA	490	64	9.750
	PARANA	NÍVEL 1	PRIMÁRIA	529	50	8.586
	INPAR S/A	NOVO MERCADO	PRIMÁRIA	756	60	9.614
	TARPON	BDR	PRIMÁRIA	444	56	10.714
	SOFISA	NÍVEL 1	MISTA	439	61	7.269
	WILSON SONS	BDR	SECUNDÁRIA	706	57	11.915
	CREMER	NOVO MERCADO	MISTA	508	58	9.419
	AGRA INCORP	NOVO MERCADO	MISTA	786	62	5.375
	CR2	NOVO MERCADO	PRIMÁRIA	308	58	2.810
	BEMATECH	NOVO MERCADO	MISTA	407	60	8.718
	METALFRIO	NOVO MERCADO	MISTA	453	65	9.672
	JHSF PART	NOVO MERCADO	PRIMÁRIA	432	66	4.561
	FER HERINGER	NOVO MERCADO	MISTA	304	64	9.275
	BR MALLS PAR	NOVO MERCADO	MISTA	657	66	13.909
	EVEN	NOVO MERCADO	PRIMÁRIA	460	65	11.366
	PINE	NÍVEL 1	MISTA	517	55	20.251
	JBS	NOVO MERCADO	MISTA	1.617	61	22.984
	ANHANGUERA	NÍVEL 2	MISTA	512	60	13.742
	GVT HOLDING	NOVO MERCADO	PRIMÁRIA	1.076	59	14.597
	SAO MARTINHO	NOVO MERCADO	MISTA	424	64	24.686
	IGUATEMI	NOVO MERCADO	PRIMÁRIA	549	64	16.889
	TECNISA	NOVO MERCADO	MISTA	791	66	17.436
CC DES IMOB	NOVO MERCADO	MISTA	522	63	22.294	
RODOBENSIMOB	NOVO MERCADO	PRIMÁRIA	449	62	14.181	
PDG REALT	NOVO MERCADO	MISTA	648	62	12.018	

Legenda:

1. VOLUME FINANCEIRO TOTAL DA OPERAÇÃO
2. NÚMERO DE CORRETORAS QUE PARTICIPARAM DO CONSÓRCIO DE DISTRIBUIÇÃO
3. NÚMERO DE INVESTIDORES PARTICIPANTES DO VAREJO (PESSOAS FÍSICAS + CLUBES DE INVESTIMENTO)

Fonte: BM&FBovespa (2010)

DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

Após o *boom* das ofertas públicas iniciais no ano de 2007, em que várias empresas apresentavam expressivos ganhos logo no primeiro dia de negociação em Bolsa, procurou-se analisar até que ponto este bom desempenho se manteve em períodos mais longos, como nos meses que antecederam à crise imobiliária americana, durante o auge da turbulência e, finalmente, no pós-crise. Além disso, procurou-se verificar se a volatilidade dos IPO's se deve por fatores sistêmicos e/ou setoriais, através de comparações com o Ibovespa e o *benchmark* de cada um deles.

Diante do exposto, fica a seguinte dúvida: é possível que o preço da ação de uma empresa nova na Bolsa apresente consistentemente retorno superior ao do Ibovespa e ao de seu *benchmark*? Adicionalmente, existe uma relação entre a cotação de um IPO, do Ibovespa e do seu *benchmark*? Observar-se-á o período que abrange desde a abertura do 1º pregão em que a ação foi negociada em Bolsa até os dias de hoje (31/03/2010).

JUSTIFICATIVA

O tema do presente estudo foi escolhido devido à importância cada vez maior do mercado de capitais na economia brasileira, aliado ao aumento expressivo do número de IPO's na BM&FBovespa nos últimos anos. Com este trabalho, pretende-se encontrar algumas razões que permitam explicar o desempenho das ações de empresas que abriram capital recentemente. As informações encontradas servirão como guia para qualquer pessoa que invista, ou pretenda investir, no mercado acionário, e também para profissionais da área financeira, como gestores e analistas de bancos e corretoras, por exemplo.

Acredita-se que à medida que um número maior de pessoas passa a conhecer melhor o mercado e tomar decisões de investimento mais racionais, o

mercado de capitais brasileiro tende a se desenvolver ainda mais. Assim, com o amadurecimento deste mercado, mais investidores (internos e externos) estarão dispostos a alocar seus recursos no país, contribuindo para o desenvolvimento da economia e da sociedade como um todo.

OBJETIVOS

Com base no que já foi apresentado, estabeleceu-se objetivos geral e específicos a serem alcançados com a realização do presente trabalho.

OBJETIVO GERAL

- Analisar o comportamento de médio e longo prazo dos preços das ações de empresas que abriram capital recentemente na BM&FBovespa.

OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Calcular a média e a volatilidade dos preços das ações de empresas que abriram capital na BM&FBovespa no primeiro semestre de 2007, desde sua oferta pública inicial até atualmente (31/03/2010).
- Comparar a média e a volatilidade dos preços destas ações com o desempenho do Ibovespa no mesmo período.
- Comparar a média e a volatilidade dos preços destas ações com o desempenho do *benchmark* do seu setor no mesmo período.

Neste trabalho será apresentada primeiramente uma revisão teórica acerca de aspectos relevantes para o tema em análise. Em seguida, apresentar-se-á os procedimentos metodológicos utilizados e os resultados encontrados. Por último, serão feitas as considerações finais sobre o estudo.

1 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL E MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL

Serão estudados neste e no próximo capítulo os principais conceitos e blocos teóricos referentes ao tema de análise, IPO's. Vale ressaltar que é preciso entender, num primeiro momento, como funciona o sistema financeiro do Brasil, para depois aprofundar conceitos mais específicos e práticos. Com esse objetivo, serão retomados conceitos importantes sobre a área.

1.1 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

O Sistema Financeiro Nacional (SFN) é composto por diversas entidades que, conjuntamente, atuam na canalização de recursos de quem poupa e no posterior repasse destes recursos para quem necessita investir. Fazem parte do SFN o Conselho Monetário Nacional (CMN), o Banco Central do Brasil (Bacen), a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entre tantas outras entidades.

O CMN é um órgão normativo, sendo o principal responsável pelo bom funcionamento do SFN. Ele é composto pelo Ministro da Fazenda (Presidente), pelo Ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão e pelo Presidente do Bacen. O Banco Central, também conhecido como o “banco dos bancos”, desempenha um papel fundamental neste sistema, atuando como entidade fiscalizadora dos bancos comerciais. Dentre suas inúmeras funções, pode-se citar a fixação da taxa SELIC (taxa básica de juros da economia), a manutenção da inflação sob controle (através do sistema de metas), a regulação do mercado cambial e a emissão de papel-moeda. Já a CVM foi criada para fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no país. Com a recente “popularização” da bolsa de valores, a CVM passou a ter importância maior ainda, pois é a instituição responsável pela fiscalização das empresas de capital aberto, dos investidores, das sociedades corretoras, dos agentes autônomos de investimentos, enfim, de todos os participantes do mercado de valores mobiliários. Uma das principais funções da CVM é a de

proteger os investidores contra irregularidades e/ou fraudes que venham a alterar as condições normais de mercado.

1.2 MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL

Todas as negociações do mercado de capitais no Brasil se dão através da BM&FBovespa, que foi formada em 2008 a partir da integração da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) com a Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F). No entanto, o Brasil chegou a ter nove bolsas de valores no passado, espalhadas pelo país, com o objetivo de difundir regionalmente o mercado acionário.

A BM&FBovespa é a maior bolsa de valores da América Latina e uma das maiores do mundo. Nela são negociadas ações das companhias abertas, títulos privados de renda fixa, derivativos (contratos a termo, de opções e de futuros), entre outros valores mobiliários. Antes de se juntarem, tanto a Bovespa como a BM&F passaram pelo processo de desmutualização e posterior abertura de capital, seguindo o exemplo de dezenas de bolsas de valores ao redor do mundo.

Quanto à importância do mercado de capitais no desenvolvimento econômico, Pinheiro (2005) apontou que o mesmo é fundamental porque:

- ✓ aumenta as alternativas de financiamento para as empresas;
- ✓ reduz o custo global de financiamento;
- ✓ diversifica e distribui risco entre os aplicadores;
- ✓ democratiza o acesso ao capital.

Deve-se ressaltar o papel das instituições que compõem o mercado acionário brasileiro pelas reivindicações feitas ao Governo Federal com o objetivo de fortalecer e estimular o desenvolvimento deste mercado nos últimos anos. Dentre os inúmeros avanços, pode-se citar a redução da alíquota de Imposto de Renda de 20% para 15% nas operações realizadas por investidores individuais.

Além disso, a própria BM&FBovespa possui diversas atividades tendo em vista a popularização do mercado de ações, como os programas Turma da Bolsa e Desafio BM&FBovespa, ambos voltados aos jovens e às crianças.

2 OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS (IPO'S)

2.1 ESTRUTURA DE CAPITAL

A decisão de uma empresa em lançar ou não ações no mercado está intimamente ligada com as estratégias de financiamento da mesma. Optar pela utilização de capitais próprios ou de terceiros na estratégia de crescimento de uma empresa é uma dúvida que acomete muitos gerentes e diretores financeiros, e a resposta a este questionamento depende muito do perfil de cada companhia.

A escolha da estrutura de capital a ser utilizada envolve um balanço entre risco e retorno. Quanto maior for o uso de capitais de terceiros, maior é o risco da empresa não conseguir pagar posteriormente todas as suas obrigações financeiras, causando certo desconforto aos acionistas. Contudo, uma maior alavancagem pode gerar taxas de retorno maiores, o que acabaria compensando o risco adicional tomado.

Segundo Brigham & Houston (2004), existem quatro fatores básicos influenciando as decisões de estrutura de capital:

- ✓ o risco do negócio, ou seja, o risco inerente às operações da empresa sem a utilização de capitais de terceiros. Quanto maior for o risco do negócio, menor será a taxa ótima de utilização de dívida.
- ✓ a estrutura tributária da empresa. A maior razão para se utilizar capitais de terceiros é o fato de se poderem deduzir as despesas financeiras do Imposto de Renda, o que diminui o seu custo efetivo de captação. Entretanto, se grande parte das receitas da companhia já é livre de imposto, um uso adicional de capital de terceiros não será tão vantajoso quanto seria para uma empresa com uma taxa de imposto mais alta.
- ✓ flexibilidade financeira, ou seja, a facilidade de levantar capital sobre condições adversas. Tesoureiros de empresas sabem que um suprimento constante de capital é necessário para as atividades operacionais, o que é

vital para o sucesso a longo prazo. Eles também estão cientes de que quando o dinheiro está escasso na economia, ou quando a empresa está enfrentando dificuldades operacionais, os financiadores de capital preferem emprestar recursos para companhias com demonstrativos financeiros sólidos.

- ✓ conservadorismo ou agressividade gerencial. Alguns gestores são mais agressivos do que outros, portanto algumas empresas ficam mais inclinadas a utilizar capitais de terceiros num esforço de alavancar lucros.

Tomar dinheiro emprestado em instituições financeiras é um bom exemplo de utilização de capitais de terceiros, sendo uma alternativa por vezes interessante devido ao benefício tributário que esta operação gera, afinal, as despesas financeiras são deduzidas para fins de Imposto de Renda. No entanto, os juros cobrados em empréstimos são geralmente muito altos, principalmente num país como o Brasil, desestimulando o uso deste tipo de recurso.

Portanto, abrir o capital da empresa passa a ser uma opção cada vez mais considerada entre os gestores. Com o lançamento de ações, a companhia admite novos sócios e aumenta o capital próprio, tornando possível assim o investimento em máquinas e equipamentos, novas instalações e até em publicidade e marketing, além de auxiliar na liquidez da companhia. Segundo Casagrande Neto (2000, p. 40), “o aprimoramento da imagem institucional da empresa, junto aos meios financeiros, clientes e fornecedores, com conseqüente aumento da capacidade de negociação, é outro aspecto positivo de uma abertura de capital bem elaborada”.

Entretanto, toda empresa listada em bolsa passa a ter que se adequar a uma série de regras, as quais acarretam em custos e obrigações às mesmas. Uma das despesas mais onerosas neste processo é a obrigatoriedade de prestar informações econômico-financeiras, auditadas externamente, ao mercado. Adicionalmente, de acordo com a legislação, toda companhia aberta deve constituir um Conselho de Administração e um Conselho Fiscal. Todas estas obrigações devem ser levadas em conta no momento de se tomar a decisão de lançar ações na bolsa, e acabam não deixando viável às pequenas e médias empresas utilizarem esse tipo de estratégia de financiamento.

Segundo a legislação brasileira, uma companhia ou sociedade anônima é considerada aberta quando os valores mobiliários de sua emissão são admitidos à negociação em bolsa ou mercado de balcão. São considerados valores mobiliários de emissão de companhias abertas as ações, as debêntures, os bônus de subscrição, as notas promissórias para a distribuição pública e contratos de investimento coletivo. A distribuição pública de valores mobiliários, nos termos da Lei n. 6.385/76, pressupõe prévio registro na CVM, a ser solicitado pela companhia emissora (BRASIL, 1976a).

2.2 PROCESSO DE ABERTURA DE CAPITAL

A abertura de capital pode ocorrer de duas maneiras, através de uma emissão primária ou secundária. A emissão primária é a colocação de novas ações através de bancos e sociedades corretoras junto aos investidores (*underwriting*), ocorrendo aumento de capital à empresa. Já a emissão secundária é feita através de leilões de ações antigas, em posse da própria companhia ou de outro acionista (*block-trade*).

Independente de a emissão ser primária ou secundária, o processo de abertura de capital é demorado e consiste de diversas etapas. A primeira delas pode ser considerada a preparação da empresa até esta ficar pronta para tornar-se pública. Segundo Casagrande Neto (2000, p. 56-58), devem ser discutidos e levados a efeito itens como:

- ✓ as razões da abertura do capital, de acordo com o já discutido anteriormente, e as alternativas adequadas;
- ✓ necessidade de mudança nos estatutos sociais, para que se adaptem à condição de companhia aberta, de acordo com as leis e instruções da CVM e também com as melhores práticas do mercado. Assim, os estatutos devem, por exemplo, obrigatoriamente, prever o Conselho de Administração, sendo por outro lado recomendável eliminar privilégios para certas classes de ações ou dispositivos que acarretem desvantagens para os acionistas minoritários;

- ✓ reordenamento do quadro do controle acionário, quando se tratar de um grupo de empresas. Nesse caso, para que a companhia seja aceita pelo mercado, o quadro do controle acionário deverá ter uma conformação tal que não dê margem ao “desvio de lucros” por parte do controlador;
- ✓ promoção de cisões e incorporações de forma a adequar as empresas à abertura. Por exemplo: uma empresa pode ter uma série de subsidiárias pequenas, dificultando o entendimento de suas atividades pelo investidor. Nesse caso, recomenda-se que seja feita uma fusão dessas empresas, a não ser que haja vantagens fiscais para que se mantenha a estrutura;
- ✓ criação do Conselho de Administração e eleição de seus membros;
- ✓ designação do Diretor de Relações com Investidores, que será a pessoa autorizada a falar pela empresa diante do mercado, e montagem de uma estrutura de Relacionamento com Investidores (RI);
- ✓ acerto de pendências fiscais, trabalhistas ou débitos de qualquer natureza que possam denegrir a imagem da companhia junto ao público;
- ✓ estabelecimento ou cancelamento de acordo de acionistas;
- ✓ contratação de auditoria independente, autorizada pela CVM, para auditar as Demonstrações Financeiras, conferindo-lhes, portanto, maior credibilidade;
- ✓ organização do departamento de acionistas, tendo em vista o alargamento da base acionária. Para a empresa que já o tenha, é conveniente a adequação à nova realidade;
- ✓ profissionalização da administração e das práticas administrativas e de controles ao máximo possível, visto que o mercado repudia administrações puramente familiares e não modernizadas;
- ✓ promoção de uma discussão interna, visando deixar os funcionários (e principalmente aqueles que terão contato com o mercado de valores mobiliários) imbuídos do “espírito de empresa de capital aberto”.

A legislação atual obriga que a distribuição pública seja intermediada e coordenada por uma instituição financeira credenciada, como banco múltiplo, banco de investimento, corretora de valores ou distribuidora de valores. A escolha da instituição coordenadora é de extrema importância, pois influencia diretamente no

sucesso da operação. Afinal de contas, se um renomado banco aceitou ser o coordenador líder de uma oferta pública inicial, é porque ele confia no potencial dessa empresa.

Dentre as inúmeras obrigações da instituição coordenadora líder, também chamada de *underwriter*, pode-se citar o encaminhamento do registro junto à CVM, a estruturação e *timing* da oferta, o processo de definição de preço e volume da operação, a formação do *pool* de distribuição e o anúncio de início e fim da distribuição pública.

Existem diversas modalidades para a colocação das ofertas públicas. Segundo Pinheiro (2005), são elas:

- ✓ *garantia firme de subscrição*: o *underwriter* assume o compromisso com a empresa emissora de subscrever as ações, caso não consiga fazer a colocação no mercado;
- ✓ *best efforts*: o *underwriter* não assume o compromisso de subscrever as ações, caso não consiga colocar junto aos investidores;
- ✓ *bookbuilding*: nesta modalidade, o emissor, junto com o *underwriter*, fixa uma faixa de preço na qual os investidores farão as suas reservas. O investidor indica a quantidade e o preço para a subscrição. O investidor também pode deixar o preço em aberto; neste caso, ele subscreverá no preço que for fixado.

Quanto à remuneração da coordenadora da oferta e dos demais intermediários, esta se dá basicamente através de três maneiras: comissão de coordenação, comissão de garantia e comissão de colocação. Geralmente, as comissões de coordenação e de colocação são pagas às instituições participantes. Já a comissão de garantia se dá apenas em contratos celebrados com garantia firme de subscrição.

Uma decisão importante a ser tomada pela empresa que está lançando ações no mercado é a escolha de em que nível de governança corporativa a mesma estará ingressando. Os níveis diferenciados de governança corporativa foram criados pela BM&FBovespa em 2000, com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

Empresas listadas nesses diferentes níveis oferecem aos seus acionistas investidores melhorias nas práticas de governança corporativa que ampliam os direitos societários dos acionistas minoritários e aumentam a transparência das companhias, com divulgação de maior volume de informações e de melhor qualidade, facilitando o acompanhamento de sua performance. A premissa básica é que a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas companhias confere maior credibilidade ao mercado acionário e, como consequência, aumenta a confiança e a disposição dos investidores em adquirirem as suas ações, pagarem um preço melhor por elas, reduzindo seu custo de captação (BM&FBOVESPA, 2010).

Existem atualmente três níveis de governança corporativa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Todas empresas que quiserem ingressar na BM&FBovespa deverão se adequar a um desses níveis, sendo o Novo Mercado o mais rigoroso deles e, conseqüentemente, o mais valorizado pelos acionistas e pelo mercado em geral.

Segundo a BM&FBovespa (2010), as companhias abertas listadas no Nível 1 têm como obrigações adicionais à legislação:

- ✓ melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BM&FBOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais – entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa.
- ✓ melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BM&FBOVESPA, disponibilizado ao público e que contém informações corporativas – entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições.
- ✓ realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano.
- ✓ apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados etc.

- ✓ 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.

Já as companhias do Nível 2 se comprometem a cumprir as regras aplicáveis ao Nível 1 e, adicionalmente, um conjunto mais amplo de práticas de governança relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários. Por exemplo, a companhia aberta listada no Nível 2 tem como obrigações adicionais à legislação:

- ✓ divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP.
- ✓ 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.
- ✓ 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.
- ✓ 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% (oitenta por cento) deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*).
- ✓ realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível.
- ✓ adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

Além de presentes no Regulamento de Listagem, alguns desses compromissos deverão ser aprovados em Assembléias Gerais e incluídos no Estatuto Social da companhia.

Mas é no Novo Mercado que a maioria das novas empresas tem ingressado. Dos 28 IPO's realizados nos primeiros seis meses de 2007, excluindo-se aí os dois casos de BDR (Wilson Sons e Tarpon), 22 foram feitos no Novo Mercado, contra 5 no Nível 1 e apenas 1 no Nível 2.

A principal inovação do Novo Mercado, em relação à legislação, é a exigência de que o capital social da companhia seja composto somente por ações ordinárias. Porém, esta não é a única. Por exemplo, a companhia aberta participante do Novo Mercado tem como obrigações adicionais:

- ✓ extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tag along*).
- ✓ realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado.
- ✓ 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 BM&FBOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais – entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa.
- ✓ melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BM&FBOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais – entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa.
- ✓ divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP.

- ✓ melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BM&FBOVESPA, disponibilizado ao público e que contém informações corporativas – entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições.
- ✓ realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano.
- ✓ apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados etc.
- ✓ 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.
- ✓ adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

Além de presentes no Regulamento de Listagem, alguns desses compromissos deverão ser aprovados em Assembléias Gerais e incluídos no Estatuto Social da companhia.

Após a divulgação do Aviso ao Mercado e da disponibilidade do Prospecto Preliminar, poderá ser permitido ao investidor fazer pedido de reserva junto às instituições participantes da oferta. Dependendo do caso, pode acontecer que o montante reservado seja superior ao montante de valores mobiliários ofertados, sendo feito então um rateio. Neste caso, findo o período de reservas, o coordenador líder providenciará a apuração do montante reservado.

Uma das tarefas mais difíceis para o coordenador líder é a definição do preço correto de oferta, ou de emissão. “A empresa emitente defronta com um custo em potencial, caso o preço de oferta fixado seja excessivamente baixo ou excessivamente alto. Se o preço for muito alto, a oferta poderá fracassar e ser retirada. Se o preço for inferior ao valor verdadeiro de mercado, os acionistas existentes da empresa emitente sofrerão uma perda” (ROSS, WESTERFIELD & JAFFE, 2002, p. 440).

Diversos pesquisadores vêm confirmando o fato de que uma parcela considerável dos IPO's são subavaliados no seu preço de emissão. Segundo Bodie et al. (2000) a maioria dos IPO's é subprecificada em relação ao verdadeiro preço de mercado. Esta subvalorização se reflete nos saltos de preço que ocorrem na data em que as ações são negociadas pela primeira vez nas bolsas de valores. No entanto, a maioria dos IPO's se mostra ruim no longo prazo em comparação com o desempenho de outras ações, indicando que os investidores são muito otimistas com relação às perspectivas das empresas.

Tabela 2 – Retornos Iniciais Médios de IPO's em diversos países

País	Tamanho da Amostra	Período	Retorno Inicial Médio %	País	Tamanho da Amostra	Período	Retorno Inicial Médio %
Alemanha	170	1978-92	10,9	Holanda	72	1982-91	7,2
Austrália	266	1976-89	11,9	Hong Kong	334	1980-96	15,9
Austria	61	1984-95	6,5	Índia	98	1992-93	35,3
Bélgica	28	1984-90	10,1	Israel	28	1993-94	4,5
Brasil	62	1979-90	78,5	Itália	75	1985-91	27,1
Canadá	258	1971-92	5,4	Japão	975	1970-96	24,0
Chile	19	1982-90	16,3	Malásia	132	1980-91	80,3
China	226	1990-96	388,0	México	37	1987-90	33,0
Cingapura	128	1973-92	31,4	Nova Zelândia	149	1979-91	28,8
Coréia	347	1980-90	78,1	Portugal	62	1986-87	54,4
Dinamarca	29	1989-97	8,0	Reino Unido	2.133	1959-90	12,0
Espanha	71	1985-90	35,0	Suécia	251	1980-94	34,1
Estados Unidos	13.308	1960-96	15,8	Suiça	42	1983-89	35,8
Finlândia	85	1984-92	9,6	Tailândia	32	1988-89	58,1
França	187	1983-92	4,2	Taiwan	168	1971-90	45,0
Grécia	29	1987-91	48,5	Turquia	138	1990-96	13,6

Fonte: Ritter apud Ross, Westerfield & Jaffe (2002, p. 441)

A tabela acima, retirada de Ross, Westerfield & Jaffe (2002), mostra os retornos iniciais médios de IPO's em diversos países do mundo, evidenciando que o fenômeno das ações serem lançadas subavaliadas ocorre em diversos países com mercado de ações, mas o grau de subavaliação varia de país para país. Em nações

emergentes como China, Brasil e Malásia, os retornos em um dia de negociação são superiores a 78%.

Uma alternativa encontrada por determinadas empresas, que acreditam ser o processo de abertura de capital muito oneroso e complicado, é a colocação fechada de ações a investidores institucionais, como fundos mútuos ou fundos de pensão. Este tipo de mercado, chamado de *private equity*, vem crescendo largamente na última década, não só nos Estados Unidos, como no Brasil.

O investimento em *private equity* é geralmente efetuado por administradores profissionais que representam grandes investidores institucionais. Tipicamente, os administradores atuam como sócios gerais, enquanto os investidores institucionais entram como sócios limitados. Os sócios gerais são empresas que se especializam no financiamento e na gestão de investimentos em ações de companhias fechadas (ROSS, WESTERFIELD & JAFFE, 2002).

Além das empresas que procuram o mercado de *private equity* como alternativa ao lançamento de ações ao mercado aberto, existem outras companhias que se utilizam deste serviço como alternativa à utilização de capitais de terceiros. Para empresas com sérias dificuldades financeiras, já incapazes de conseguir crédito junto a bancos, uma boa alternativa é recorrer a uma instituição do mercado de *private equity*.

No capítulo a seguir serão apresentados os procedimentos metodológicos do estudo. Em outras palavras, explicar-se-á mais detalhadamente o que de fato foi feito para se chegar aos resultados obtidos.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O presente trabalho pode ser caracterizado como sendo um estudo exploratório através da pesquisa em dados secundários e da seleção de uma amostra intencional. Em outras palavras, partiu-se de informações já existentes nas mais diversas fontes de pesquisa, para então analisar um número reduzido de casos escolhido conforme critérios previamente estabelecidos.

As informações utilizadas foram retiradas do *software* Económica e de diversos *websites*, como o da BM&FBovespa e o da CVM. Nessas fontes de pesquisa é possível visualizar cotações históricas de ações, assim como demonstrativos contábeis das empresas listadas na BM&FBovespa (tanto as novas como as antigas) e os prospectos das distribuições públicas de ações.

A amostra escolhida foi a de empresas que abriram capital na BM&FBovespa no primeiro semestre de 2007, tendo sido esse período o de maior concentração de ofertas públicas iniciais na Bolsa brasileira. Essa amostra abrangiu 30 empresas de diversos setores, conforme ilustrado no gráfico abaixo.



Gráfico 2 – Empresas que abrem capital por setor de atuação

Dentro desse número, existem dois casos em que empresas estrangeiras (e não nacionais) resolveram ter valores mobiliários negociados no Brasil, os quais são chamados de BDR (*Brazilian Depositary Receipts*). Pelo fato das regras para lançamentos de BDR's serem diferentes das regras para lançamentos de ações, retirou-se ambas as empresas (Tarpon e Wilson Sons) do presente estudo. Excluiu-se, ainda, a Agra Incorp., já que ela recentemente passou por um processo de fusão e teve seu código de negociação alterado. Portanto, ficou-se com 27 empresas ao invés de 30.

Com base nas cotações das ações, calculou-se a média de retorno dos IPO's desde a abertura do 1º pregão na Bolsa até 20/05/2008, dia em que o Ibovespa alcançou seu recorde histórico (denominou-se esse período de pré-crise), de 20/05/2008 a 27/10/2008, dia em que o Ibovespa atingiu seu menor valor no ano (crise) e de 27/10/2008 a 31/03/2010 (pós-crise). Calculou-se ainda a média de retorno, nos mesmos períodos, do Ibovespa e do *benchmark* de cada setor.

Estabeleceu-se como *benchmark* a empresa que apresentou maior participação nas negociações, em volume (R\$), em relação ao seu setor, tendo como base os últimos 4 meses (dezembro/2009 a março/2010).

Além da média dos retornos, calculou-se também o desvio padrão das variações dos IPO's. Calculou-se, ainda, o Índice de Correlação de Pearson para as variáveis (IPO's x Ibovespa, IPO's x *Benchmark*).

É importante ressaltar que, apenas para as comparações com o *benchmark*, foram retiradas da amostra as empresas que são, ou eram na época de reserva, consideradas o *benchmark* de seus setores, pois aí não haveria razão de se realizar tal cálculo. Foi o caso das companhias (e seus respectivos setores) abaixo:

- ✓ Iguatemi e BR Malls Par (*Exploração de Imóveis*)
- ✓ SLC Agrícola (*Agricultura*)
- ✓ Anhanguera (*Serviços Educacionais*)
- ✓ Metalfrio (*Equipamentos Elétricos*)
- ✓ Cremer (*Medicamentos e Outros Produtos*)
- ✓ Log-In (*Transporte Hidroviário*)

A tabela a seguir apresenta as 20 empresas que se enquadraram nos parâmetros acima, assim como os setores em que elas atuam e o *benchmark* das mesmas.

Tabela 3 – IPO's: seus setores e benchmarks

Empresa	Setor	Benchmark
PDG Realty	Construção Civil	Cyrela Realty
CC Des Imob	Construção Civil	Cyrela Realty
Rodobens	Construção Civil	Cyrela Realty
Tecnisa	Construção Civil	Cyrela Realty
São Martinho	Açúcar e Álcool	Cosan
GVT	Telefonia Fixa	Telemar
JBS	Carnes e Derivados	BR Foods
Pine	Bancos	Itaú Unibanco
Even	Construção Civil	Cyrela Realty
JHSF	Construção Civil	Cyrela Realty
Fer Heringer	Fertilizantes e Defensivos	Fosfertil
Bematech	Computadores e Equipamentos	Positivo
CR2	Construção Civil	Cyrela Realty
Sofisa	Bancos	Itaú Unibanco
Inpar	Construção Civil	Cyrela Realty
Parana	Bancos	Itaú Unibanco
EZTec	Construção Civil	Cyrela Realty
Cruzeiro Sul	Bancos	Itaú Unibanco
Marfrig	Carnes e Derivados	BR Foods
Daycoval	Bancos	Itaú Unibanco

4 ANÁLISE DE DADOS

Neste capítulo serão analisados os resultados encontrados após o levantamento de dados acerca do retorno dos IPO's realizados na BM&FBovespa no primeiro semestre de 2007, assim como do Ibovespa e das empresas definidas como *benchmark* de cada setor. O período analisado abrange desde a abertura do 1º pregão em Bolsa até o dia 30/03/2010.

A tabela abaixo mostra a performance dos 27 IPO's desde a abertura do 1º pregão de negociação na Bolsa até o dia 20/05/2008, quando o Ibovespa bateu seu recorde histórico (73.516 pontos), assim como o desempenho do próprio índice no mesmo período.

Tabela 4 – IPO's x IBOV (1º pregão a 20/05/2008)

Empresa	Código	Data do 1º Pregão	Cotação na Abertura do 1º pregão	Cotação no Fechamento de 20/5/2008	Variação	IBOV na Abertura do 1º Pregão	IBOV no Fechamento de 20/5/2008	Variação
PDG Realty	PDGR3	26/1/2007	6,76	12,44	84,02%	44686	73516	64,52%
CC Des Imob	CCIM3	31/1/2007	14,04	9,94	-29,20%	44046	73516	66,91%
Rodobens	RDNI3	31/1/2007	19,21	22,67	18,01%	44046	73516	66,91%
Tecnisa	TCSA3	1/2/2007	13,84	8,49	-38,66%	44642	73516	64,68%
Iguatemi	IGTA3	7/2/2007	29,87	22,72	-23,94%	45352	73516	62,10%
São Martinho	SMTO3	12/2/2007	23,08	21,59	-6,46%	44286	73516	66,00%
GVT	GVTT3	16/2/2007	21,13	38,62	82,77%	45955	73516	59,97%
Anhanguera	AEDU11	12/3/2007	21,01	30,40	44,69%	44133	73516	66,58%
JBS	JBSS3	29/3/2007	7,79	8,34	7,06%	44493	73516	65,23%
Pine	PINE4	2/4/2007	14,04	10,89	-22,44%	45804	73516	60,50%
Even	EVEN3	2/4/2007	9,92	11,12	12,10%	45804	73516	60,50%
BR Malls	BRML3	5/4/2007	15,50	19,39	25,10%	46555	73516	57,91%
JHSF	JHSF3	12/4/2007	7,30	7,31	0,14%	46941	73516	56,61%
Fer Heringer	FHER3	12/4/2007	15,64	22,00	40,66%	46941	73516	56,61%
Metalfrio	FRIO3	13/4/2007	19,24	22,03	14,50%	47346	73516	55,27%
Bematech	BEMA3	19/4/2007	14,80	7,58	-48,78%	48705	73516	50,94%
CR2	CRDE3	23/4/2007	17,35	12,34	-28,88%	49408	73516	48,79%
Sofisa	SFSA4	2/5/2007	10,13	8,31	-17,97%	48955	73516	50,17%
Cremer	CREM3	30/4/2007	11,18	9,29	-16,91%	49221	73516	49,36%
Inpar	INPR3	6/6/2007	17,56	11,00	-37,36%	53162	73516	38,29%
Parana	PRBC4	14/6/2007	11,65	8,72	-25,15%	53010	73516	38,68%
SLC Agricola	SLCE3	15/6/2007	13,91	30,69	120,63%	53723	73516	36,84%
Log-In	LOGN3	21/6/2007	14,92	10,90	-26,94%	54029	73516	36,07%
EZTec	EZTC3	22/6/2007	10,55	5,66	-46,35%	54643	73516	34,54%
Cruzeiro Sul	CZRS4	26/6/2007	11,96	7,98	-33,28%	54045	73516	36,03%
Marfrig	MRFG3	29/6/2007	16,43	20,23	23,13%	54150	73516	35,76%
Daycoval	DAYC4	29/6/2007	15,25	13,37	-12,33%	54150	73516	35,76%

O retorno médio dos IPO's no período em análise foi bem inferior ao do Ibovespa. Enquanto a variação média das ofertas iniciais foi de 2,16%, o índice obteve retorno médio de 52,65%. Além disso, o desvio padrão dos retornos dos IPO's foi alto (42,67%), o que evidencia que muitos ativos tiveram performance negativa, mesmo num período de forte alta do Ibovespa. De fato, ao se analisar caso a caso, nota-se que enquanto ações como SLC Agrícola e PDG Realty obtiveram uma alta expressiva (120,63% e 84,02%, respectivamente), outras como Bematech e EZTec performaram negativamente (-48,78% e -46,35%, respectivamente). Apenas 3 dos 27 IPO's performaram melhor do que o índice nesse período, o que significa apenas 11% da amostra.

Foi calculado também o Índice de Correlação de Pearson para se verificar o grau de correlação entre o retorno dos IPO's e o do Ibovespa nesse mesmo período. Chegou-se ao resultado de 0,1938, o que demonstra que existe um certo grau de correlação positivo entre as variáveis, ou seja, quando o Ibovespa subia, os IPO's tendiam a subir também. Entretanto, o nível encontrado foi relativamente baixo, o que de certa forma descarta que um aumento (ou redução) do Ibovespa afete diretamente na cotação das novas empresas, e vice-versa.

Em seguida, analisou-se o desempenho dos IPO's em relação ao Ibovespa desde 20/05/2008 até 27/10/2008, dia em que o índice mais importante da Bolsa brasileira obteve seu pior desempenho durante a crise (29.435 pontos), conforme ilustra a tabela abaixo.

Tabela 5 – IPO's x IBOV (20/05/2008 a 27/10/2008)

Empresa	Código	Cotação no Fechamento de 20/5/2008	Cotação no Fechamento de 27/10/2008	Variação	IBOV no Fechamento de 20/5/2008	IBOV no Fechamento de 27/10/2008	Variação
PDG Realty	PDGR3	12,44	4,66	-62,54%	73516	29435	-59,96%
CC Des Imob	CCIM3	9,94	1,94	-80,48%	73516	29435	-59,96%
Rodobens	RDNI3	22,67	6,51	-71,28%	73516	29435	-59,96%
Tecnisa	TCSA3	8,49	2,68	-68,43%	73516	29435	-59,96%
Iguatemi	IGTA3	22,72	8,63	-62,02%	73516	29435	-59,96%
São Martinho	SMTO3	21,59	9,17	-57,53%	73516	29435	-59,96%
GVT	GVTT3	38,62	15,50	-59,87%	73516	29435	-59,96%
Anhanguera	AEDU11	30,40	17,50	-42,43%	73516	29435	-59,96%
JBS	JBSS3	8,34	3,20	-61,63%	73516	29435	-59,96%
Pine	PINE4	10,89	3,64	-66,57%	73516	29435	-59,96%
Even	EVEN3	11,12	2,66	-76,08%	73516	29435	-59,96%
BR Malls	BRML3	19,39	4,45	-77,05%	73516	29435	-59,96%

JHSF	JHSF3	7,31	1,32	-81,94%	73516	29435	-59,96%
Fer Heringer	FHER3	22,00	3,80	-82,73%	73516	29435	-59,96%
Metalfrio	FRIO3	22,03	13,12	-40,44%	73516	29435	-59,96%
Bematech	BEMA3	7,58	3,58	-52,77%	73516	29435	-59,96%
CR2	CRDE3	12,34	4,00	-67,59%	73516	29435	-59,96%
Sofisa	SFSA4	8,31	2,57	-69,07%	73516	29435	-59,96%
Cremer	CREM3	9,29	4,77	-48,65%	73516	29435	-59,96%
Inpar	INPR3	11,00	1,15	-89,55%	73516	29435	-59,96%
Parana	PRBC4	8,72	2,31	-73,51%	73516	29435	-59,96%
SLC Agrícola	SLCE3	30,69	7,20	-76,54%	73516	29435	-59,96%
Log-In	LOGN3	10,90	3,76	-65,50%	73516	29435	-59,96%
EZTec	EZTC3	5,66	1,74	-69,26%	73516	29435	-59,96%
Cruzeiro Sul	CZRS4	7,98	3,64	-54,39%	73516	29435	-59,96%
Marfrig	MRFG3	20,23	8,68	-57,09%	73516	29435	-59,96%
Daycoval	DAYC4	13,37	3,78	-71,73%	73516	29435	-59,96%

Nesse período, novamente foi constatado que as empresas que abriram capital recentemente tiveram um desempenho em média inferior ao do Ibovespa. Durante esses meses de crise, a Bolsa recuou 59,96% contra uma queda média de 66,17% dos IPO's. Como era de se esperar, o desvio padrão dos retornos das ofertas iniciais foi mais baixo do que no período anterior (12,14% contra 42,67%), já que todos os ativos sofreram bruscas quedas durante a crise e nenhum conseguiu se firmar em território positivo. Os papéis que melhor performaram foram Metalfrio e Anhanguera (-40,44% e -42,43%, respectivamente) e os com pior desempenho foram Inpar e Fer Heringer (-89,55% e -82,73%, respectivamente). Desta vez, a porcentagem de IPO's que obteve retorno superior ao índice foi bem mais alto (30% contra 11%), já que 8 das 27 ações foram melhor do que o Ibovespa.

Para o período em questão não foi possível calcular o Índice de Correlação de Pearson, já que o Ibovespa apresentou desvio padrão igual a zero. Isso se deu simplesmente pelo fato de que o retorno dele é sempre o mesmo para um mesmo período de tempo.

Ao analisar as duas tabelas anteriores mais atentamente, verifica-se alguns fatos curiosos. As duas empresas que melhor performaram desde sua abertura na Bolsa até 20/05/2008, ou seja, num período de relativa tranquilidade em que a Bolsa obteve alta de 52,65%, tiveram desempenho inferior ao do Ibovespa no período seguinte, de crise nos mercados. Já Bematech, que havia sido a companhia com pior performance antes da crise, surpreendentemente superou o índice de maio a outubro de 2008.

Na Tabela 6, mostrada abaixo, pode-se verificar os retornos dos IPO's de 27/10/2008 até os dias de hoje (usou-se o fechamento de 31/03/2010) em comparação com a variação do Ibovespa no período. É importante ressaltar que atualmente a Bolsa está praticamente no mesmo nível do período pré-crise (70.371 pontos em 31/03/2010).

Tabela 6 – IPO's x IBOV (27/10/2008 a 31/03/2010)

Empresa	Código	Cotação no Fechamento de 27/10/2008	Cotação no Fechamento de 31/3/2010	Variação	IBOV no Fechamento de 27/10/2008	IBOV no Fechamento de 31/3/2010	Variação
PDG Realty	PDGR3	4,66	14,81	217,81%	29435	70371	139,07%
CC Des Imob	CCIM3	1,94	5,50	183,51%	29435	70371	139,07%
Rodobens	RDNI3	6,51	12,50	92,01%	29435	70371	139,07%
Tecnisa	TCSA3	2,68	9,55	256,34%	29435	70371	139,07%
Iguatemi	IGTA3	8,63	29,95	247,05%	29435	70371	139,07%
São Martinho	SMTO3	9,17	16,29	77,64%	29435	70371	139,07%
GVT	GVTT3	15,50	57,65	271,94%	29435	70371	139,07%
Anhanguera	AEDU11	17,50	25,79	47,37%	29435	70371	139,07%
JBS	JBSS3	3,20	7,95	148,44%	29435	70371	139,07%
Pine	PINE4	3,64	10,42	186,26%	29435	70371	139,07%
Even	EVEN3	2,66	6,44	142,11%	29435	70371	139,07%
BR Malls	BRML3	4,45	21,00	371,91%	29435	70371	139,07%
JHSF	JHSF3	1,32	3,26	146,97%	29435	70371	139,07%
Fer Heringer	FHER3	3,80	10,14	166,84%	29435	70371	139,07%
Metalfrío	FRIO3	13,12	10,89	-17,00%	29435	70371	139,07%
Bematech	BEMA3	3,58	8,78	145,25%	29435	70371	139,07%
CR2	CRDE3	4,00	5,46	36,50%	29435	70371	139,07%
Sofisa	SFSA4	2,57	4,34	68,87%	29435	70371	139,07%
Cremer	CREM3	4,77	16,77	251,57%	29435	70371	139,07%
Inpar	INPR3	1,15	3,19	177,39%	29435	70371	139,07%
Parana	PRBC4	2,31	10,47	353,25%	29435	70371	139,07%
SLC Agrícola	SLCE3	7,20	14,47	100,97%	29435	70371	139,07%
Log-In	LOGN3	3,76	8,24	119,15%	29435	70371	139,07%
EZTec	EZTC3	1,74	8,15	368,39%	29435	70371	139,07%
Cruzeiro Sul	CZRS4	3,64	11,99	229,40%	29435	70371	139,07%
Marfrig	MRF33	8,68	20,34	134,33%	29435	70371	139,07%
Daycoval	DAYC4	3,78	10,12	167,72%	29435	70371	139,07%

Para este período, em que houve uma rápida melhora nos mercados internacionais e principalmente no Brasil, os IPO's apresentaram um desempenho médio superior ao do Ibovespa. Enquanto o índice subiu 139,07%, as empresas em análise obtiveram um retorno médio de 173,78%. O desvio padrão dos retornos das ofertas iniciais foi muito mais alto do que nos períodos anteriores (98,79%), dado que nem todos os ativos performaram tão bem quanto os outros ou como a própria

Bolsa. As empresas que mais se destacaram no campo positivo foram BR Malls e EZTec (371,91% e 368,39%, respectivamente). No extremo oposto ficaram Metalfrio e CR2 (-17,00% e 36,50%, respectivamente). De acordo com o esperado (já que a média de retorno dos IPO's foi mais alta do que o ganho do índice), a maioria das empresas performou melhor do que o Ibovespa. Mais especificamente, 18 das 27 companhias obtiveram retorno superior ao índice, o que significa 67% da amostra. Pelos mesmos motivos do período anterior, não foi possível calcular o Índice de Correlação de Pearson.

Novamente encontrou-se certos aspectos inesperados ao comparar as três tabelas. Metalfrio, que foi a empresa que menos caiu durante a crise, foi não só a que apresentou o pior desempenho no pós-crise, como a única que obteve retorno negativo nesse período. No sentido contrário se encontra EZTec, que havia sido um dos piores IPO's em termos de performance antes da crise, mas que no pós-crise se recuperou e foi o segundo melhor desempenho dentre a amostra.

Por último, comparou-se o retorno dos IPO's com o do Ibovespa desde quando essas empresas começaram a negociar na Bolsa até os dias de hoje (31/03/2010). Os resultados encontrados estão na tabela abaixo.

Tabela 7 – IPO's x IBOV (1º pregão a 31/03/2010)

Empresa	Código	Data do 1º Pregão	Cotação na Abertura do 1º pregão	Cotação no Fechamento de 31/3/2010	Variação	IBOV na Abertura do 1º Pregão	IBOV no Fechamento de 31/3/2010	Variação
PDG Realty	PDGR3	26/1/2007	6,76	14,81	119,08%	44686	70371	57,48%
CC Des Imob	CCIM3	31/1/2007	14,04	5,50	-60,83%	44046	70371	59,77%
Rodobens	RDNI3	31/1/2007	19,21	12,50	-34,93%	44046	70371	59,77%
Tecnisa	TCSA3	1/2/2007	13,84	9,55	-31,00%	44642	70371	57,63%
Iguatemi	IGTA3	7/2/2007	29,87	29,95	0,27%	45352	70371	55,17%
São Martinho	SMTO3	12/2/2007	23,08	16,29	-29,42%	44286	70371	58,90%
GVT	GVTT3	16/2/2007	21,13	57,65	172,83%	45955	70371	53,13%
Ananguera	AEDU11	12/3/2007	21,01	25,79	22,75%	44133	70371	59,45%
JBS	JBSS3	29/3/2007	7,79	7,95	2,05%	44493	70371	58,16%
Pine	PINE4	2/4/2007	14,04	10,42	-25,78%	45804	70371	53,64%
Even	EVEN3	2/4/2007	9,92	6,44	-35,08%	45804	70371	53,64%
BR Malls	BRML3	5/4/2007	15,50	21,00	35,48%	46555	70371	51,16%
JHSF	JHSF3	12/4/2007	7,30	3,26	-55,34%	46941	70371	49,91%
Fer Heringer	FHER3	12/4/2007	15,64	10,14	-35,17%	46941	70371	49,91%
Metalfrio	FRIO3	13/4/2007	19,24	10,89	-43,40%	47346	70371	48,63%
Bematech	BEMA3	19/4/2007	14,80	8,78	-40,68%	48705	70371	44,48%
CR2	CRDE3	23/4/2007	17,35	5,46	-68,53%	49408	70371	42,43%
Sofisa	SFSA4	2/5/2007	10,13	4,34	-57,16%	48955	70371	43,75%

Cremer	CREM3	30/4/2007	11,18	16,77	50,00%	49221	70371	42,97%
Inpar	INPR3	6/6/2007	17,56	3,19	-81,83%	53162	70371	32,37%
Parana	PRBC4	14/6/2007	11,65	10,47	-10,13%	53010	70371	32,75%
SLC Agricola	SLCE3	15/6/2007	13,91	14,47	4,03%	53723	70371	30,99%
Log-In	LOGN3	21/6/2007	14,92	8,24	-44,77%	54029	70371	30,25%
EZTec	EZTC3	22/6/2007	10,55	8,15	-22,75%	54643	70371	28,78%
Cruzeiro Sul	CZRS4	26/6/2007	11,96	11,99	0,25%	54045	70371	30,21%
Marfrig	MRFG3	29/6/2007	16,43	20,34	23,80%	54150	70371	29,96%
Daycoval	DAYC4	29/6/2007	15,25	10,12	-33,64%	54150	70371	29,96%

O retorno médio dos IPO's no período em análise foi muito inferior ao do Ibovespa. Enquanto a variação média das ofertas iniciais foi de -10,37%, o índice obteve retorno médio de 46,12%. O desvio padrão dos retornos dos IPO's foi novamente alto (55,78%), já que as empresas tiveram performances muito diferentes entre si. GVT e PDG Realty, por exemplo, apresentaram alta expressiva no período (172,83% e 119,08%, respectivamente), enquanto Inpar e CR2 tiveram altas quedas (-81,83% e -68,53%, respectivamente). Assim como no primeiro período em análise (1º pregão a 20/05/2008), apenas 3 dos 27 IPO's performaram melhor do que o índice, ou seja, apenas 11% da amostra.

Foi calculado também o Índice de Correlação de Pearson para se verificar o grau de correlação entre o retorno dos IPO's e o do Ibovespa nesse mesmo período. O resultado encontrado (0,1742) demonstra que existe um certo grau de correlação positivo entre as variáveis, porém num nível relativamente baixo, o que de certa forma descarta que um aumento (ou redução) do Ibovespa afete diretamente na cotação das novas empresas, e vice-versa.

Em suma, com base na nossa amostra, aplicar em IPO's se mostrou (na maioria dos casos) um investimento de retorno mais baixo do que aplicar em fundos de ações atrelados ao Ibovespa. O único período em que as ofertas públicas iniciais performaram melhor do que o Índice foi no pós-crise, provavelmente pelo fato de os IPO's terem ficado excessivamente desvalorizados durante os meses de turbulência global, mais do que a média das empresas listadas em Bolsa. Além do retorno em média mais baixo do que o Ibovespa, a volatilidade dos IPO's se mostrou muito alta em todos os períodos analisados. Pode-se concluir, com base neste estudo, que investir em uma carteira atrelada ao Índice tende a dar retornos mais altos no médio e longo prazo, além do fato de ser uma estratégia até mais "conservadora" em

termos de volatilidade do que comprar ações de empresas que abriram seu capital recentemente.

Após comparar os retornos dos IPO's com o Ibovespa, decidiu-se por analisar a variação que o *benchmark* de cada setor teve nos diversos períodos em relação aos IPO's, a fim de descobrir uma possível correlação entre ambos. É importante lembrar que foram retiradas da amostra inicial as sete empresas que são, ou eram na época do IPO, consideradas o *benchmark* de seus setores, ficando portanto 20 companhias a serem avaliadas.

A Tabela 8, apresentada abaixo, ilustra o retorno de cada IPO em comparação com a variação do *benchmark* desde a abertura do 1º pregão de negociação na Bolsa até o dia 20/05/2008, quando o Ibovespa bateu seu recorde histórico (73.516 pontos).

Tabela 8 – IPO's x Benchmark (1º pregão a 20/05/2008)

Empresa	Data do 1º Pregão	Cotação na Abertura do 1º pregão	Cotação no Fechamento de 20/5/2008	Varição	Benchmark na Abertura do 1º Pregão	Benchmark no Fechamento de 20/5/2008	Varição
PDG Realty	26/1/2007	6,76	12,44	84,02%	17,10	26,58	55,44%
CC Des Imob	31/1/2007	14,04	9,94	-29,20%	17,09	26,58	55,53%
Rodobens	31/1/2007	19,21	22,67	18,01%	17,09	26,58	55,53%
Tecnisa	1/2/2007	13,84	8,49	-38,66%	17,03	26,58	56,08%
São Martinho	12/2/2007	23,08	21,59	-6,46%	38,10	26,75	-29,79%
GVT	16/2/2007	21,13	38,62	82,77%	18,51	27,21	47,00%
JBS	29/3/2007	7,79	8,34	7,06%	13,72	24,22	76,53%
Pine	2/4/2007	14,04	10,89	-22,44%	23,77	32,13	35,17%
Even	2/4/2007	9,92	11,12	12,10%	16,42	26,58	61,88%
JHSF	12/4/2007	7,30	7,31	0,14%	17,40	26,58	52,76%
Fer Heringer	12/4/2007	15,64	22,00	40,66%	11,05	25,39	129,77%
Bematech	19/4/2007	14,80	7,58	-48,78%	29,80	16,93	-43,19%
CR2	23/4/2007	17,35	12,34	-28,88%	18,89	26,58	40,71%
Sofisa	2/5/2007	10,13	8,31	-17,97%	26,01	32,13	23,53%
Inpar	6/6/2007	17,56	11,00	-37,36%	20,95	26,58	26,87%
Parana	14/6/2007	11,65	8,72	-25,15%	28,36	32,13	13,29%
EZTec	22/6/2007	10,55	5,66	-46,35%	21,30	26,58	24,79%
Cruzeiro Sul	26/6/2007	11,96	7,98	-33,28%	28,53	32,13	12,62%
Marfrig	29/6/2007	16,43	20,23	23,13%	18,60	24,22	30,22%
Daycoval	29/6/2007	15,25	13,37	-12,33%	28,43	32,13	13,01%

Enquanto a média dos retornos desses 20 IPO's no período foi de -3,95%, a variação das empresas tidas como *benchmark* foi de 36,89%. Logo, as ofertas públicas iniciais apresentaram performance muito pior do que as empresas-modelo

de cada setor. No entanto, o desvio padrão do retorno dos IPO's foi de 38,51%, o que mostra que apesar do retorno médio ter sido negativo, várias empresas tiveram performance positiva.

Apenas 3 dos 20 IPO's performaram melhor do que o seu *benchmark* nesse período, o que significa apenas 15% da amostra. Foram eles PDG Realty, São Martinho e GVT. Os resultados encontrados foram em linha com o que já se havia concluído em relação ao Ibovespa, ou seja, os IPO's tiveram um retorno mais baixo do que seus *benchmarks*.

Ao calcularmos o Índice de Correlação de Pearson para estas duas variáveis (IPO's e *benchmarks*), encontrou-se o valor de 0,4757. Esse resultado veio em linha com o esperado, pois demonstra um grau de correlação relativamente alto entre as variáveis, já que são do mesmo setor de atuação. Pode-se dizer que, com base nessa amostra, as cotações das empresas recentemente listadas na Bolsa flutuam mais com base na variação da companhia líder no seu segmento do que na do Ibovespa.

Em seguida, analisou-se o desempenho dos IPO's em relação ao seus *benchmarks* desde 20/05/2008 até 27/10/2008, dia em que o índice mais importante da Bolsa brasileira obteve seu pior desempenho durante a crise (29.435 pontos), conforme ilustra a tabela abaixo.

Tabela 9 – IPO's x Benchmark (20/05/2008 a 27/10/2008)

Empresa	Cotação no Fechamento de 20/5/2008	Cotação no Fechamento de 27/10/2008	Variação	Benchmark no Fechamento de 20/5/2008	Benchmark no Fechamento de 27/10/2008	Variação
PDG Realty	12,44	4,66	-62,54%	26,58	7,64	-71,26%
CC Des Imob	9,94	1,94	-80,48%	26,58	7,64	-71,26%
Rodobens	22,67	6,51	-71,28%	26,58	7,64	-71,26%
Tecnisa	8,49	2,68	-68,43%	26,58	7,64	-71,26%
São Martinho	21,59	9,17	-57,53%	26,75	8,54	-68,07%
GVT	38,62	15,50	-59,87%	27,21	17,83	-34,47%
JBS	8,34	3,20	-61,63%	24,22	14,13	-41,66%
Pine	10,89	3,64	-66,57%	32,13	14,99	-53,35%
Even	11,12	2,66	-76,08%	26,58	7,64	-71,26%
JHSF	7,31	1,32	-81,94%	26,58	7,64	-71,26%
Fer Heringer	22,00	3,80	-82,73%	25,39	9,98	-60,69%
Bematech	7,58	3,58	-52,77%	16,93	3,73	-77,97%
CR2	12,34	4,00	-67,59%	26,58	7,64	-71,26%
Sofisa	8,31	2,57	-69,07%	32,13	14,99	-53,35%
Inpar	11,00	1,15	-89,55%	26,58	7,64	-71,26%

Parana	8,72	2,31	-73,51%	32,13	14,99	-53,35%
EZTec	5,66	1,74	-69,26%	26,58	7,64	-71,26%
Cruzeiro Sul	7,98	3,64	-54,39%	32,13	14,99	-53,35%
Marfrig	20,23	8,68	-57,09%	24,22	14,13	-41,66%
Daycoval	13,37	3,78	-71,73%	32,13	14,99	-53,35%

Nesse período, novamente foi constatado que as empresas que abriram capital recentemente tiveram um desempenho em média inferior ao dos seus *benchmarks*. Durante esses meses de crise, as empresas-modelo de seus setores recuaram 61,63% contra uma queda média de 68,70% dos IPO's. Como era de se esperar, o desvio padrão dos retornos das ofertas iniciais foi mais baixo do que no período anterior (10,08% contra 38,51%), já que todos os ativos sofreram bruscas quedas durante a crise e nenhum conseguiu se firmar em território positivo. Desta vez, a porcentagem de IPO's que obteve retorno superior aos seus *benchmarks* foi bem mais alto (30% contra 15%), já que 6 das 20 ações performaram melhor do que as líderes em seus segmentos.

Calculou-se novamente o Índice de Correlação de Pearson para as duas variáveis (IPO's e *benchmarks*). Desta vez encontrou-se um valor levemente mais baixo do que no período anterior, de 0,3338. De qualquer maneira mostra um grau de correlação positivo entre as variáveis, de acordo com o esperado.

Na tabela abaixo pode-se verificar os retornos dos IPO's de 27/10/2008 até os dias de hoje (31/03/2010) em comparação com a variação dos seus *benchmarks* no período.

Tabela 10 – IPO's x Benchmark (27/10/2008 a 31/03/2010)

Empresa	Cotação no Fechamento de 27/10/2008	Cotação no Fechamento de 31/3/2010	Variação	Benchmark no Fechamento de 27/10/2008	Benchmark no Fechamento de 31/3/2010	Variação
PDG Realty	4,66	14,81	217,81%	7,64	21,06	175,65%
CC Des Imob	1,94	5,50	183,51%	7,64	21,06	175,65%
Rodobens	6,51	12,50	92,01%	7,64	21,06	175,65%
Tecnisa	2,68	9,55	256,34%	7,64	21,06	175,65%
São Martinho	9,17	16,29	77,64%	8,54	21,68	153,86%
GVT	15,50	57,65	271,94%	17,83	28,47	59,67%
JBS	3,20	7,95	148,44%	14,13	23,95	69,50%
Pine	3,64	10,42	186,26%	14,99	38,99	160,11%
Even	2,66	6,44	142,11%	7,64	21,06	175,65%
JHSF	1,32	3,26	146,97%	7,64	21,06	175,65%
Fer Heringer	3,80	10,14	166,84%	9,98	16,99	70,24%

Bematech	3,58	8,78	145,25%	3,73	17,79	376,94%
CR2	4,00	5,46	36,50%	7,64	21,06	175,65%
Sofisa	2,57	4,34	68,87%	14,99	38,99	160,11%
Inpar	1,15	3,19	177,39%	7,64	21,06	175,65%
Parana	2,31	10,47	353,25%	14,99	38,99	160,11%
EZTec	1,74	8,15	368,39%	7,64	21,06	175,65%
Cruzeiro Sul	3,64	11,99	229,40%	14,99	38,99	160,11%
Marfrig	8,68	20,34	134,33%	14,13	23,95	69,50%
Daycoval	3,78	10,12	167,72%	14,99	38,99	160,11%

Para este período, os IPO's apresentaram um desempenho médio superior ao das empresas líderes em seus setores. Enquanto os *benchmarks* subiram em média 159,06%, as empresas em análise obtiveram um retorno médio de 178,55%. O desvio padrão dos retornos das ofertas iniciais foi muito mais alto do que nos períodos anteriores (86,44%), dado que nem todos os ativos performaram tão bem em relação aos outros e a própria Bolsa como um todo. De acordo com o esperado (já que a média de retorno dos IPO's foi mais alta), a maioria das empresas performou melhor do que os *benchmarks*. Mais especificamente, 13 das 20 companhias obtiveram retorno superior ao índice, o que significa 65% da amostra.

Após, foi calculado o Índice de Correlação de Pearson para as variáveis, e encontrou-se o valor de -0,0730. O resultado encontrado foi surpreendente neste período, pois se esperava um resultado semelhante aos anteriores, de correlação positiva ao invés de negativa.

Por fim, comparou-se o retorno dos IPO's com o dos *benchmarks* desde quando essas empresas começaram a negociar na Bolsa até os dias de hoje (31/03/2010). Os resultados encontrados estão na tabela abaixo.

Tabela 11 – IPO's x Benchmark (1º pregão a 31/03/2010)

Empresa	Data do 1º Pregão	Cotação na Abertura do 1º pregão	Cotação no Fechamento de 31/3/2010	Varição	Benchmark na Abertura do 1º Pregão	Benchmark no Fechamento de 31/3/2010	Varição
PDG Realty	26/1/2007	6,76	14,81	119,08%	17,10	21,06	23,16%
CC Des Imob	31/1/2007	14,04	5,50	-60,83%	17,09	21,06	23,23%
Rodobens	31/1/2007	19,21	12,50	-34,93%	17,09	21,06	23,23%
Tecnisa	1/2/2007	13,84	9,55	-31,00%	17,03	21,06	23,66%
São Martinho	12/2/2007	23,08	16,29	-29,42%	38,10	21,68	-43,10%
GVT	16/2/2007	21,13	57,65	172,83%	18,51	28,47	53,81%
JBS	29/3/2007	7,79	7,95	2,05%	13,72	23,95	74,56%
Pine	2/4/2007	14,04	10,42	-25,78%	23,77	38,99	64,03%
Even	2/4/2007	9,92	6,44	-35,08%	16,42	21,06	28,26%

JHSF	12/4/2007	7,30	3,26	-55,34%	17,40	21,06	21,03%
Fer Heringer	12/4/2007	15,64	10,14	-35,17%	11,05	16,99	53,76%
Bematech	19/4/2007	14,80	8,78	-40,68%	29,80	17,79	-40,30%
CR2	23/4/2007	17,35	5,46	-68,53%	18,89	21,06	11,49%
Sofisa	2/5/2007	10,13	4,34	-57,16%	26,01	38,99	49,90%
Inpar	6/6/2007	17,56	3,19	-81,83%	20,95	21,06	0,53%
Parana	14/6/2007	11,65	10,47	-10,13%	28,36	38,99	37,48%
EZTec	22/6/2007	10,55	8,15	-22,75%	21,30	21,06	-1,13%
Cruzeiro Sul	26/6/2007	11,96	11,99	0,25%	28,53	38,99	36,66%
Marfrig	29/6/2007	16,43	20,34	23,80%	18,60	23,95	28,76%
Daycoval	29/6/2007	15,25	10,12	-33,64%	28,43	38,99	37,14%

O retorno médio dos IPO's no período em análise foi muito inferior ao de seus *benchmarks*. Enquanto a variação média das ofertas iniciais foi de -15,21%, as empresas-modelo obtiveram retorno médio de 25,31%. O desvio padrão dos retornos dos IPO's foi novamente alto (61,13%), já que as empresas tiveram performances muito diferentes entre si. Assim como no primeiro período em análise (1º pregão a 20/05/2008), apenas 3 dos 20 IPO's performaram melhor do que os seus *benchmarks*, ou seja, apenas 15% da amostra.

Foi calculado também o Índice de Correlação de Pearson para se verificar o grau de correlação entre o retorno dos IPO's e o das líderes em seus setores nesse mesmo período. O resultado encontrado (0,2746) voltou a ficar em linha com o esperado e já encontrado em 2 dos 3 períodos anteriores, demonstrando que existe um certo grau de correlação positivo entre as variáveis. Isso confirma que um aumento (ou redução) na cotação das ações dos benchmarks costuma afetar diretamente na cotação das novas empresas, e vice-versa.

No próximo capítulo apresentar-se-á as considerações finais do presente trabalho. Para isso, serão retomados os resultados da análise de dados feita nesse capítulo.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo geral deste trabalho era analisar o comportamento de médio e longo prazo dos preços das ações de empresas que abriram capital recentemente na BM&FBovespa. Já os objetivos específicos eram calcular a média e a volatilidade dos preços dessas ações, desde sua oferta pública inicial até atualmente (31/03/2010) e comparar a média e a volatilidade dos preços destas ações com o desempenho do Ibovespa e do *benchmark* do seu setor no mesmo período.

Após este trabalho, foi possível concluir que as ofertas públicas iniciais performaram em média pior do que o principal índice da BM&FBovespa e do que as empresas-modelo de seus setores. Em todos os períodos analisados isso ocorreu, com exceção do pós-crise (27/10/2008 a 31/03/2010), quando as ações das empresas recentemente listadas subiram vertiginosamente (conseqüência da extrema desvalorização experimentada durante o auge da turbulência global).

Adicionalmente, a volatilidade (desvio padrão) dessas empresas se mostrou extremamente alta, fruto das grandes diferenças de retorno entre os diversos IPO's. Logo, o investidor deve estar ciente de que a busca por um retorno mais alto vem acompanhada de um risco mais elevado. Essa constatação pode ser explicada pelo fato de que empresas de menor porte estão sujeitas a mais turbulência em momentos adversos que as demais companhias.

Através do cálculo da correlação entre as variáveis, conseguiu-se verificar que os IPO's têm em média um grau de correlação um pouco maior com os *benchmarks* do que com o Ibovespa. Em outras palavras, as oscilações de mercado (sistêmicas) têm papel menos importante na cotação de uma empresa recentemente listada na Bolsa que os movimentos da instituição tida como modelo de seu setor ou segmento. No entanto, os resultados encontrados não foram suficientes para concluir que existe um alto nível de correlação entre as variáveis, já que ambos ficaram longe de 1 (correlação perfeita).

Em suma, ofertas públicas iniciais podem vir a ser uma opção rentável de investimento em ações. Todavia, na maioria dos casos os IPO's obtêm retorno inferior ao de outras alternativas de ações. Ou seja, antes de investir numa dessas

empresas é fundamental uma avaliação prévia sobre a companhia, seus fundamentos econômicos e os prognósticos para o seu setor de atuação.

É importante ressaltar que todas conclusões feitas neste estudo têm como base a amostra e o período utilizados. Portanto, fica a sugestão de que, para futuros trabalhos, seja selecionada uma amostra maior de empresas recentemente listadas na Bolsa, ou seja abrangido um período ainda mais longo. Outra possibilidade seria a de se estudar o comportamento de preço dos IPO's em países cujas economias já estejam num nível de maturidade mais elevado, a fim de tentar prever quais serão as próximas etapas que nós, no Brasil, enfrentaremos neste mercado tão dinâmico e, por vezes, imprevisível.

REFERÊNCIAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema Financeiro Nacional**. Disponível em: <www.bcb.gov.br>. Acesso em: 10 abr. 2010.

BM&FBOVESPA. **Empresas Listadas**. Disponível em: <www.bmfbovespa.com.br>. Acesso em: 20 abr. 2010.

BODIE, Zvi et al. **Fundamentos de investimentos**. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2000.

BRASIL. Lei n. 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, 1976.

BRIGHAM, Eugene; HOUSTON, Joel. **Fundamentals of Financial Management**. 4. ed. Thomson South-Western, 2004.

CASAGRANDE NETO, Humberto et al. Abertura do capital de empresas no Brasil: um enfoque prático. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

CAVALCANTE, Francisco; YOSHIO, Jorge. **Mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

CORRETORA SANTANDER BANESPA. **Últimas Ofertas Públicas**. Disponível em: <www.superbroker.com.br>. Acesso em: 22 abr. 2010.

CVM. **Ofertas Registradas – Ações**. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 20 abr. 2010.

ECONOMÁTICA. **A Rentabilidade dos IPOs**. Disponível em: <www.economatica.com.br>. Acesso em: 24 abr. 2010.

KLEEBURG, Richard. **Initial Public Offerings**. Thomson Learning College, 2005.

MINISTÉRIO DA FAZENDA DO BRASIL. **Organograma do Ministério da Fazenda**. Disponível em: <www.fazenda.gov.br>. Acesso em: 12 abr. 2010.

MINISTÉRIO DA FAZENDA DO BRASIL. **Quem é Quem**. Disponível em: <www.fazenda.gov.br>. Acesso em: 12 abr. 2010.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

PORTAL DO INVESTIDOR. **O Sistema Financeiro Nacional**. Disponível em: <www.portaldoinvestidor.gov.br>. Acesso em: 09 abr. 2010.

ROSS, Stephen; WESTERFIELD, Randolph; JAFFE, Jeffrey. **Administração Financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

RUDGE, Luiz Fernando; CAVALCANTE, Francisco. **Mercado de capitais**. 2.ed. Belo Horizonte: CNBV, 1993.

YAHOO FINANÇAS. **Investimentos**. Disponível em: <<http://br.finance.yahoo.com>>. Acesso em: 07 abr. 2010.

ANEXOS

ANEXO A – CARTEIRA TEÓRICA DO IBOVESPA (MAI. A AGO./2010)

Código	Ação	Tipo	Qtde. Teórica	Part. (%)
AGEI3	AGRE EMP IMO	ON NM	89,68709139171	1,028
ALLL11	ALL AMER LAT	UNT N2	60,14981106041	1,380
AMBV4	AMBEV	PN ES	3,35392837943	0,834
BTOW3	B2W VAREJO	ON NM	12,64005531732	0,696
BVMF3	BMFBOVESPA	ON NM	247,49389865179	4,220
BBDC4	BRADESCO	PN N1	66,16983482912	3,107
BRAP4	BRADESPAR	PN N1	15,44983798989	0,925
BBAS3	BRASIL	ON NM	44,89970180293	1,982
BRT04	BRASIL TELEC	PN	25,51042173474	0,413
BRKM5	BRASKEM	PNA N1	31,1155866411	0,567
BRFS3	BRF FOODS	ON NM	57,04533930879	1,881
CCRO3	CCR RODOVIAS	ON ED NM	12,43403914836	0,719
CMIG4	CEMIG	PN EDB N1	33,82720272155	1,358
CESP6	CESP	PNB N1	21,29031675676	0,802
CIEL3	CIELO	ON NM	79,14909200686	1,968
CPL6	COPEL	PNB EDJ N1	11,6709702545	0,611
CSAN3	COSAN	ON NM	24,0621299521	0,765
CPFE3	CPFL ENERGIA	ON NM	9,71216527471	0,505
CYRE3	CYRELA REALT	ON NM	58,57803982116	1,767
DTEX3	DURATEX	ON NM	25,06957127527	0,592
ECOD3	ECODIESEL	ON NM	550,17744655185	0,939
ELET3	ELETROBRAS	ON N1	27,18665838204	0,996
ELET6	ELETROBRAS	PNB N1	18,29261226344	0,827
ELPL6	ELETROPAULO	PNB N2	11,88490985086	0,671
EMBR3	EMBRAER	ON ED NM	55,82164120273	0,848
FIBR3	FIBRIA	ON N1	39,56238611536	2,032
GFS3	GAFISA	ON ED NM	93,63726896768	1,627
GGBR4	GERDAU	PN N1	80,76786319955	3,435
GOAU4	GERDAU MET	PN N1	17,40136978257	0,884
GOLL4	GOL	PN N2	30,8535553174	1,028
ITSA4	ITAUSA	PN N1	138,28451693442	2,453
ITUB4	ITAUUNIBANCO	PN N1	69,66716445516	3,874
JBSS3	JBS	ON NM	79,81872844228	0,958
KLBN4	KLABIN S/A	PN ED N1	57,00178562702	0,451
LIGT3	LIGHT S/A	ON NM	15,76137674172	0,543
LLXL3	LLX LOG	ON NM	75,81568276937	0,950
LAME4	LOJAS AMERIC	PN	56,63471102729	1,061
LREN3	LOJAS RENNEN	ON NM	16,40801047366	1,002
MMXM3	MMX MINER	ON NM	63,20287368694	1,227
MRVE3	MRV	ON NM	55,88738840232	0,966
NATU3	NATURA	ON NM	14,35495462377	0,782
NETC4	NET	PN N2	29,6211768743	0,884
OGXP3	OGX PETROLEO	ON NM	94,94205637246	2,402
PCAR5	P.ACUCAR-CBD	PNA EDS N1	8,53892855391	0,714
PDGR3	PDG REALT	ON ED NM	48,76188420599	1,093
PETR3	PETROBRAS	ON EDJ	50,27877051649	2,743

Código	Ação	Tipo	Qtde. Teórica	Part. (%)
PETR4	PETROBRAS	PN EDJ	219,20250366199	10,648
RDCD3	REDECARD	ON ED NM	39,26234559454	1,707
RSID3	ROSSI RESID	ON NM	55,57862783155	1,029
SBSP3	SABESP	ON NM	7,16635218644	0,353
CSNA3	SID NACIONAL	ON	51,50785108646	2,487
CRUZ3	SOUZA CRUZ	ON EDJ	4,9030265795	0,472
TAMM4	TAM S/A	PN N2	19,86478530811	0,883
TNLP3	TELEMAR	ON	5,39401690909	0,238
TNLP4	TELEMAR	PN	25,06875975076	0,926
TMAR5	TELEMAR N L	PNA	3,83339703887	0,252
TLPP4	TELESP	PN	3,46598183562	0,171
TCSL3	TIM PART S/A	ON	15,66687156222	0,137
TCSL4	TIM PART S/A	PN ED	127,01902575952	0,817
TRPL4	TRAN PAULIST	PN N1	3,67450774927	0,257
UGPA4	ULTRAPAR	PN N1	4,15838210521	0,502
USIM3	USIMINAS	ON N1	7,98409992285	0,664
USIM5	USIMINAS	PNA N1	33,6763158431	2,875
VALE3	VALE	ON N1	34,2283379259	2,739
VALE5	VALE	PNA N1	151,07505615817	10,634
VIVO4	VIVO	PN	10,714636119	0,700
Quantidade Teórica Total			3.553,3196088246	100,000