

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO (EA)
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS (DCA)
COMISSÃO DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (COMGRAD – ADM)**

Ricardo de Campos Ludwig

**IPO'S: UMA ANÁLISE DO COMPORTAMENTO DOS PREÇOS DE
AÇÕES**

**PORTO ALEGRE
2007**

Ricardo de Campos Ludwig

**IPO'S: UMA ANÁLISE DO COMPORTAMENTO DOS PREÇOS DE
AÇÕES**

**Trabalho de conclusão de curso de
Graduação apresentado à Escola de
Administração da Universidade
Federal do Rio Grande do Sul, como
requisito parcial para a obtenção do
grau de Bacharel em Administração.**

**Orientador: Prof. Dr. Gilberto de
Oliveira Kloeckner**

**PORTO ALEGRE
2007**

Ricardo de Campos Ludwig

**IPO'S: UMA ANÁLISE DO COMPORTAMENTO DOS PREÇOS DE
AÇÕES**

**Trabalho de conclusão de curso de
Graduação apresentado à Escola de
Administração 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 2007.

BANCA EXAMINADORA

Orientador: Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, pelo amor, carinho e suporte sempre presentes. À Mirella, meu grande amor, pelo companheirismo em todos os momentos e, principalmente, durante este trabalho. Aos meus demais familiares e amigos, pela agradável e indispensável convivência. E ao Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner, pela orientação neste trabalho.

“Sucesso é conseguir o que se quer.
Felicidade é gostar do que se conseguiu.”

Dale Carnegie

RESUMO

O presente estudo tem por objetivo fazer uma análise sobre o comportamento de curto prazo dos preços de ações dos IPO's realizados durante o primeiro semestre de 2007 no mercado acionário brasileiro. Através de pesquisas em dados secundários, pretendeu-se verificar o porquê das cotações de ações de companhias recentemente listadas na Bovespa apresentarem comportamento tão volátil no primeiro mês de negociação na Bolsa. 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 data de reserva até o fechamento do 20º pregão na Bolsa, para cada um dos IPO's. Após todas as análises, chegou-se à conclusão de que ofertas públicas iniciais são um tipo de investimento em renda variável agressivo. Tanto o retorno quanto o risco dos IPO's são mais altos do que a média não só do seu *benchmark* como do próprio Ibovespa. Além disso, não foi encontrado um nível de correlação entre as variáveis forte o suficiente para se provar que uma companhia tende a obter um resultado positivo quando o mercado, ou o seu setor de atuação, vai bem.

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

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1 – Desempenho do Ibovespa 2002-2007.....	11
Gráfico 2 – Empresas que abriram capital por setor de atuação	30

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Estatísticas das Aberturas de Capital na Bovespa 2007	12
Tabela 2 – Retornos Iniciais Médios de IPO's em diversos países	28
Tabela 3 – IPO's: seus setores e <i>benchmarks</i>.....	32
Tabela 4 – Retorno Inicial dos IPO's na Bovespa.....	33
Tabela 5 – Retorno no 1º mês dos IPO's na Bovespa	34
Tabela 6 – IPO's x Ibovespa no 1º mês de negociação	36
Tabela 7 – Diferença entre retorno dos IPO's e do Ibovespa no 1º mês de negociação ...	38
Tabela 8 – IPO's x <i>Benchmark</i> no 1º mês de negociação	39
Tabela 9 – Diferença entre retorno dos IPO's e dos <i>Benchmarks</i> no 1º mês de negociação.....	41

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	10
DEFINIÇÃO DO PROBLEMA.....	13
JUSTIFICATIVA.....	13
OBJETIVOS.....	14
OBJETIVO GERAL	14
OBJETIVOS ESPECÍFICOS	14
1 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL E MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL ...	16
1.1 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL	16
1.2 MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL.....	17
2 OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS (IPO'S)	19
2.1 ESTRUTURA DE CAPITAL.....	19
2.2 PROCESSO DE ABERTURA DE CAPITAL.....	21
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	30
4 ANÁLISE DE DADOS.....	33
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	42
REFERÊNCIAS.....	44
ANEXOS	46
ANEXO A – CARTEIRA TEÓRICA DO IBOVESPA (SET. A DEZ./2007).....	47
ANEXO B – IPO'S REALIZADOS NA BOVESPA EM 2007 (ATÉ 16/11/2007).....	49
ANEXO C – PARTICIPAÇÃO DO <i>BENCHMARK</i> NO SETOR COM BASE NOS ÚLTIMOS 12 MESES DE NEGOCIAÇÃO NA BOLSA (OUT/2006 A SET/2007)	51

INTRODUÇÃO

O mercado de capitais brasileiro nunca esteve num processo de crescimento tão acelerado como nos últimos anos. Após os primeiros meses do primeiro mandato do Governo Luís Inácio “Lula” da Silva, em 2003, os investidores passaram a confiar no jeito de governar do novo presidente, voltando a injetar dinheiro na economia. Lula se mostrou muito mais conservador do que se esperava, principalmente no que tange às políticas fiscais e monetárias do governo. Com isso, o mercado de capitais voltou a tomar força.

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 muito 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 7% ao ano. No entanto, com a manutenção do cenário atual de queda de juros no país, a busca por ativos de maior risco, que dão maior retorno ao investidor, vem aumentando significativamente. O volume financeiro transacionado na Bovespa vem batendo sucessivos recordes nos últimos meses, alcançando atualmente uma média diária de cerca de R\$ 4 bilhões, muito acima do patamar de anos anteriores.

O gráfico abaixo mostra o desempenho do Ibovespa¹ nos últimos cinco anos. Neste período, o índice mais que sextuplicou: de 10.000 pontos em novembro de 2002 para 64.000 pontos em novembro de 2007.

¹ Índice que mede o desempenho das ações mais negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa)

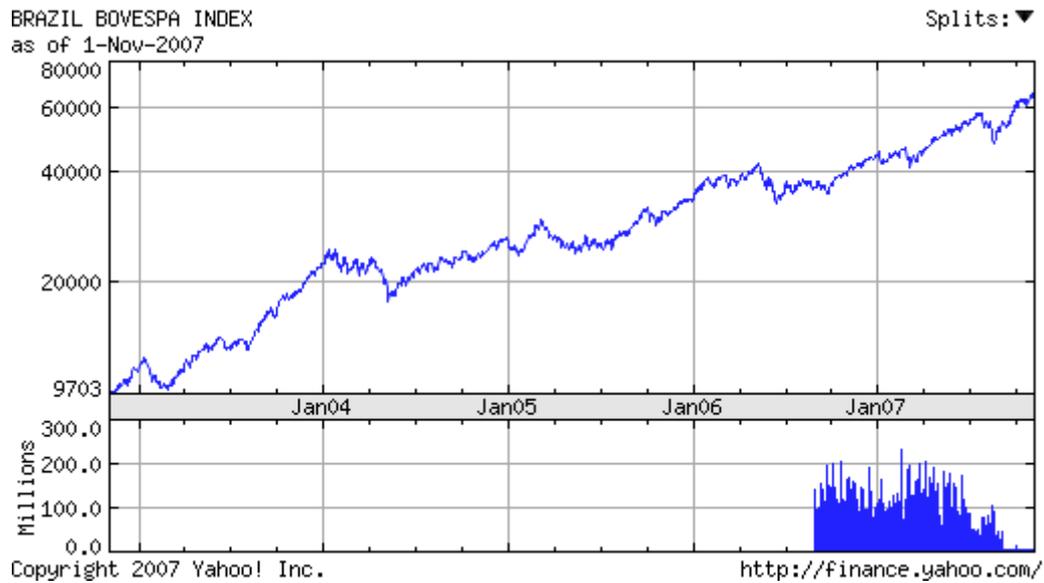


Gráfico 1 – Desempenho do Ibovespa 2002-2007

Fonte: Yahoo Finanças (2007)

Isso fez com que mais empresas se interessassem em abrir seu capital e ter suas ações negociadas na Bolsa. Um bom exemplo disto é que, no Brasil, o número de IPO's² tem aumentado significativamente. A tabela abaixo mostra as ofertas públicas iniciais ocorridas no primeiro semestre de 2007. Apenas neste período, 30 empresas tiveram suas ações negociadas na Bovespa pela primeira vez. Durante todo o ano de 2005, por exemplo, houve apenas nove IPO's. Esse considerável aumento, num curto espaço de tempo, destaca ainda mais a atual relevância de estudos sobre o tema.

² Do inglês *Initial Public Offering* (Oferta Pública Inicial)

Tabela 1 – Estatísticas das Aberturas de Capital na Bovespa 2007

ESTATÍSTICAS DAS ABERTURAS DE CAPITAL NA BOVESPA						
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 AGRICOLA	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: Bovespa (2007)

DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

Tendo em vista que mais e mais empresas brasileiras estão lançando suas ações no mercado, e que as cotações das mesmas têm se mostrado bastante voláteis num curto espaço de tempo, procura-se analisar até que ponto esta volatilidade se deve por fatores sistêmicos e/ou setoriais, através de comparações com o Ibovespa e o *benchmark* de cada uma delas.

Um exemplo do fenômeno citado anteriormente foi o que ocorreu com as ações da Iguatemi Empresa de Shoppings Centers (IGTA3), as quais foram negociadas pela primeira vez em 07/02/2007. Segundo dados fornecidos pela Bovespa, na fase de *bookbuilding* (“reserva” em inglês), cada investidor pagou R\$ 30,00 por ação da Iguatemi. No leilão de abertura do dia 07/02/2007, a ação já era cotada a R\$ 33,55, ou seja, uma valorização de praticamente 12%. Cerca de um mês depois, o preço do papel voltou próximo ao patamar inicial de R\$ 30,00. Vale ressaltar que nesse curto período, os fundamentos econômicos da empresa não sofreram nenhuma modificação relevante.

Diante do exposto, fica a seguinte dúvida: existe uma relação entre o preço da ação de uma empresa nova na Bolsa, o Ibovespa e o preço da ação de seu *benchmark*? Observar-se-á o período que abrange desde a época de reserva da empresa recentemente listada até o vigésimo pregão em que a ação foi negociada na Bolsa.

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 Bovespa 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

- Investigar quais razões poderiam explicar o comportamento de curto prazo dos preços das ações de empresas que abriram capital na Bovespa.

OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Analisar a volatilidade dos preços das ações nos primeiros 20 pregões (aproximadamente 30 dias) de empresas que abriram capital na Bovespa no primeiro semestre de 2007.

- Comparar a volatilidade dos preços destas ações com a alteração do Ibovespa no mesmo período.
- Comparar a volatilidade dos preços destas ações com a do *benchmark* do seu setor.

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 sobre 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 corretora, dos agentes autônomos, 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 Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e da 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 Bovespa, fundada em 23 de agosto de 1890, é a maior bolsa de valores da América Latina, possuindo volume diário de transações em torno de R\$ 5 bilhões. Nela são negociados ações das companhias abertas e títulos privados de renda fixa, entre outros valores mobiliários. Recentemente, a Bovespa Holding S/A, que administra a Bolsa de Valores de São Paulo, abriu capital, seguindo o exemplo de dezenas de bolsas de valores ao redor do mundo. Com isso, as sociedades corretoras, antigas “donas” da Bovespa, embolsaram cerca de R\$ 6 bilhões na operação.

Já na BM&F é negociada outra espécie de ativo, os derivativos (contratos a termo, de opções e de futuros), bastante utilizados como *hedge*. Os tipos de derivativos mais comumente negociados na BM&F são os relacionados a câmbio, taxas de juros, ouro e índice de ações, além das *commodities* agrícolas, como soja, açúcar, café, entre outros. A criação da BM&F se deu em julho de 1985. Entretanto, sua origem remete à fundação da Bolsa de Mercadorias de São Paulo, em 26 de outubro de 1917, por empresários paulistas ligados à exportação, ao comércio e à agricultura.

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 e a isenção de CPMF para compras feitas no mercado à vista.

Além disso, a própria Bovespa possui diversas campanhas tendo em vista a popularização do mercado de ações, como os programas Mulheres em Ação e Bovespa Vai Até Você.

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 Bovespa 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 (BOVESPA, 2007).

Existem atualmente três níveis de governança corporativa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Todas empresas que quiserem ingressar na Bovespa 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 Bovespa (2007), 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 BOVESPA, 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 BOVESPA, 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 assembleias, 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 BOVESPA, 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 BOVESPA, 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 BOVESPA, 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	Suíça	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* Economática e de diversos *websites*, como o da Bovespa e o da CVM. Nessas fontes de pesquisa é possível visualizar cotações históricas de ações, assim como demonstrativos contábeis das empresas listadas na Bovespa (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 Bovespa no primeiro semestre de 2007. Essa amostra abrange 30 empresas de diversos setores, conforme ilustrado no gráfico abaixo.

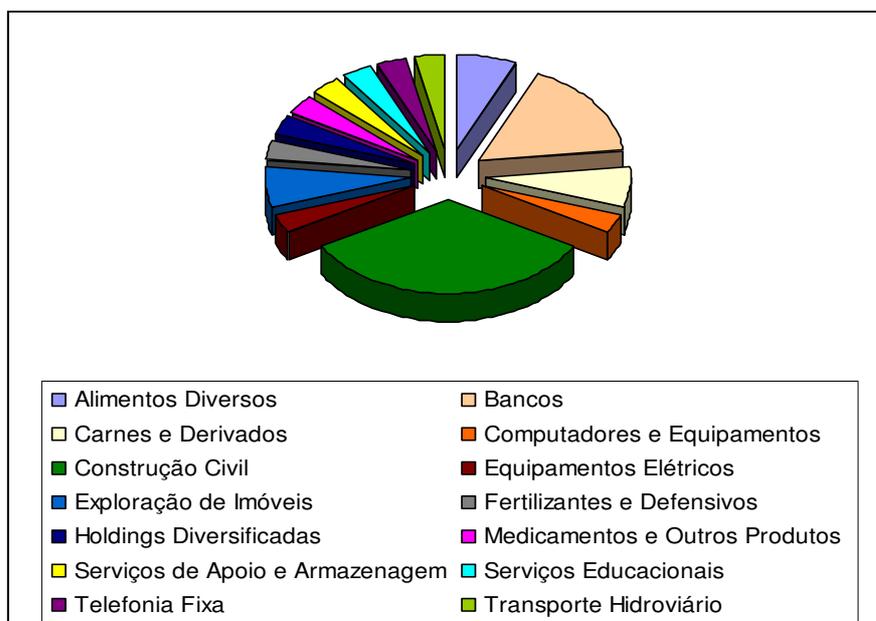


Gráfico 2 – Empresas que abrem capital por setor de atuação

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. Portanto, ficou-se com 28 empresas ao invés de 30.

Com base nas cotações dos preços das ações, calculou-se a média de retorno dos IPO's do período de reserva até a abertura do 1º pregão e da abertura do 1º pregão até o fechamento do 20º pregão. Calculou-se ainda a média de retorno, no mesmo período, 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 12 meses (outubro/2006 a setembro/2007).

Além da média dos retornos, calculou-se também o desvio padrão dessas variações, tanto para os IPO's quanto para o Ibovespa e os *benchmarks*. Verificou-se ainda a diferença de retorno entre as ofertas públicas iniciais e o Ibovespa, e entre as mesmas e o seu *benchmark*. Por último, fez-se o cálculo do 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*)
- ✓ Anhanguera (*Serviços Educacionais*)
- ✓ Metalfrio (*Equipamentos Elétricos*)
- ✓ Cremer (*Medicamentos e Outros Produtos*)
- ✓ Log-In (*Transporte Hidroviário*)

A tabela a seguir apresenta as 22 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 Realt	Construção Civil	Cyrela Realty
CC Des Imob	Construção Civil	Cyrela Realty
Rodobensimob	Construção Civil	Cyrela Realty
Tecnisa	Construção Civil	Cyrela Realty
Sao Martinho	Alimentos Diversos	Cosan
GVT Holding	Telefonia Fixa	Telemar
JBS	Carnes e Derivados	Perdigão
Pine	Bancos	Bradesco
Even	Construção Civil	Cyrela Realty
JHSF Part	Construção Civil	Cyrela Realty
Fer Heringer	Fertilizantes e Defensivos	Fosfertil
Bematech	Computadores e Equipamentos	Positivo
CR2	Construção Civil	Cyrela Realty
Agra Incorp	Construção Civil	Cyrela Realty
Sofisa	Bancos	Bradesco
Inpar S/A	Construção Civil	Cyrela Realty
Parana	Bancos	Bradesco
SLC Agricola	Alimentos Diversos	Cosan
EZTec	Construção Civil	Cyrela Realty
Cruzeiro Sul	Bancos	Bradesco
Marfrig	Carnes e Derivados	Perdigão
Daycoval	Bancos	Bradesco

4 ANÁLISE DE DADOS

Neste capítulo serão analisados os resultados encontrados após o levantamento de dados acerca do retorno dos IPO's realizados na Bovespa no primeiro semestre de 2007, assim como do Ibovespa e das empresas definidas como *benchmark* de cada setor. O período analisado abrange desde a data de precificação por *bookbuilding* até o vigésimo pregão de negociação de cada IPO.

A tabela abaixo mostra os 28 IPO's realizados no ano até o final de junho, assim como as datas de precificação na reserva e do 1º pregão de negociação na Bolsa, as respectivas cotações nessas datas e a variação das mesmas no período.

Tabela 4 – Retorno Inicial dos IPO's na Bovespa

Empresa	Data da Precificação na Reserva	Data do 1º Pregão	Cotação na Reserva	Cotação na Abertura do 1º Pregão	Variação
PDG Realt	24/1/2007	26/1/2007	R\$ 14,00	R\$ 14,20	1,43%
CC Des Imob	29/1/2007	31/1/2007	R\$ 14,50	R\$ 14,50	0,00%
Rodobensimob	29/1/2007	31/1/2007	R\$ 19,50	R\$ 20,13	3,23%
Tecnisa	30/1/2007	1/2/2007	R\$ 13,00	R\$ 14,30	10,00%
Iguatemi	5/2/2007	7/2/2007	R\$ 30,00	R\$ 33,55	11,83%
Sao Martinho	8/2/2007	12/2/2007	R\$ 20,00	R\$ 23,50	17,50%
GVT Holding	14/2/2007	16/2/2007	R\$ 18,00	R\$ 21,13	17,39%
Anhanguera	8/3/2007	12/3/2007	R\$ 18,00	R\$ 21,01	16,72%
JBS	27/3/2007	29/3/2007	R\$ 8,00	R\$ 7,98	-0,25%
Pine	28/3/2007	2/4/2007	R\$ 19,00	R\$ 18,50	-2,63%
Even	29/3/2007	2/4/2007	R\$ 11,50	R\$ 10,49	-8,78%
BR Malls Par	2/4/2007	5/4/2007	R\$ 15,00	R\$ 15,50	3,33%
JHSF Part	10/4/2007	12/4/2007	R\$ 8,00	R\$ 8,05	0,63%
Fer Heringer	10/4/2007	12/4/2007	R\$ 17,00	R\$ 16,00	-5,88%
Metalfrío	11/4/2007	13/4/2007	R\$ 19,00	R\$ 19,70	3,68%
Bematech	17/4/2007	19/4/2007	R\$ 15,00	R\$ 16,30	8,67%
CR2	19/4/2007	23/4/2007	R\$ 20,00	R\$ 19,00	-5,00%
Agra Incorp	24/4/2007	26/4/2007	R\$ 8,50	R\$ 9,00	5,88%
Sofisa	25/4/2007	2/5/2007	R\$ 12,00	R\$ 12,30	2,50%
Cremer	26/4/2007	30/4/2007	R\$ 17,50	R\$ 17,76	1,49%
Inpar S/A	4/6/2007	6/6/2007	R\$ 17,50	R\$ 17,56	0,34%
Parana	12/6/2007	14/6/2007	R\$ 14,00	R\$ 11,20	-20,00%
SLC Agricola	13/6/2007	15/6/2007	R\$ 14,00	R\$ 14,13	0,93%
Log-In	18/6/2007	21/6/2007	R\$ 14,25	R\$ 15,72	10,32%
EZTec	19/6/2007	22/6/2007	R\$ 11,00	R\$ 11,20	1,82%
Cruzeiro Sul	21/6/2007	26/6/2007	R\$ 15,50	R\$ 14,75	-4,84%
Marfrig	26/6/2007	29/6/2007	R\$ 17,00	R\$ 17,05	0,29%
Daycoval	26/6/2007	29/6/2007	R\$ 17,00	R\$ 17,60	3,53%

Ao se calcular o retorno inicial médio desses IPO's, chegou-se a conclusão de que eles, de fato, vêm sendo subavaliados quanto ao seu preço de oferta. O investidor que aplicou seus recursos em IPO's no Brasil no primeiro semestre de 2007 ganhou, em média, 2,65% vendendo suas ações logo na abertura do 1º pregão. O desvio padrão encontrado foi de 8,12%, considerado bem elevado, como se pode notar pela discrepância entre o desempenho de Paraná Banco (-20,00%) e São Martinho (17,50%), por exemplo.

Quando se analisa um período mais longo, como do 1º ao 20º pregão de negociação, o que equivale a cerca de um mês, o retorno dos IPO's dá um salto maior ainda. A tabela abaixo evidencia este incremento adicional no retorno das ofertas públicas iniciais da Bovespa.

Tabela 5 – Retorno no 1º mês dos IPO's na Bovespa

Empresa	Data do 1º Pregão	Data do 20º Pregão	Cotação na Abertura do 1º Pregão	Cotação no Fechamento do 20º Pregão	Varição
PDG Realt	26/1/2007	26/2/2007	R\$ 14,20	R\$ 13,89	-2,18%
CC Des Imob	31/1/2007	1/3/2007	R\$ 14,50	R\$ 11,84	-18,34%
Rodobensimob	31/1/2007	1/3/2007	R\$ 20,13	R\$ 22,50	11,77%
Tecnisa	1/2/2007	2/3/2007	R\$ 14,30	R\$ 11,65	-18,53%
Iguatemi	7/2/2007	8/3/2007	R\$ 33,55	R\$ 31,00	-7,60%
Sao Martinho	12/2/2007	12/3/2007	R\$ 23,50	R\$ 26,50	12,77%
GVT Holding	16/2/2007	16/3/2007	R\$ 21,13	R\$ 22,25	5,30%
Anhanguera	12/3/2007	9/4/2007	R\$ 21,01	R\$ 23,50	11,85%
JBS	29/3/2007	26/4/2007	R\$ 7,98	R\$ 7,80	-2,26%
Pine	2/4/2007	30/4/2007	R\$ 18,50	R\$ 17,99	-2,76%
Even	2/4/2007	30/4/2007	R\$ 10,49	R\$ 13,35	27,26%
BR Malls Par	5/4/2007	4/5/2007	R\$ 15,50	R\$ 15,40	-0,65%
JHSF Part	12/4/2007	10/5/2007	R\$ 8,05	R\$ 8,30	3,11%
Fer Heringer	12/4/2007	10/5/2007	R\$ 16,00	R\$ 18,60	16,25%
Metafrio	13/4/2007	11/5/2007	R\$ 19,70	R\$ 24,50	24,37%
Bematech	19/4/2007	17/5/2007	R\$ 16,30	R\$ 16,60	1,84%
CR2	23/4/2007	22/5/2007	R\$ 19,00	R\$ 15,65	-17,63%
Agra Incorp	26/4/2007	24/5/2007	R\$ 9,00	R\$ 11,55	28,33%
Sofisa	2/5/2007	29/5/2007	R\$ 12,30	R\$ 14,41	17,15%
Cremer	30/4/2007	28/5/2007	R\$ 17,76	R\$ 19,99	12,56%
Inpar S/A	6/6/2007	4/7/2007	R\$ 17,56	R\$ 21,20	20,73%
Parana	14/6/2007	12/7/2007	R\$ 11,20	R\$ 13,49	20,45%
SLC Agricola	15/6/2007	13/7/2007	R\$ 14,13	R\$ 14,70	4,03%
Log-In	21/6/2007	19/7/2007	R\$ 15,72	R\$ 15,15	-3,63%
EZTec	22/6/2007	20/7/2007	R\$ 11,20	R\$ 13,75	22,77%
Cruzeiro Sul	26/6/2007	24/7/2007	R\$ 14,75	R\$ 16,35	10,85%
Marfrig	29/6/2007	27/7/2007	R\$ 17,05	R\$ 19,90	16,72%
Daycoval	29/6/2007	27/7/2007	R\$ 17,60	R\$ 17,20	-2,27%

É importante ressaltar que, apesar da média do retorno neste mês ter ficado em 6,87%, ou seja, 159% acima da média observada na outra tabela (2,65%), o desvio padrão foi de 13,45%, 66% acima do que foi visto anteriormente (8,12%). Em outras palavras, apesar da relação “risco x retorno” ter se mantido, o salto no retorno foi muito mais alto do que o aumento no risco.

Portanto, seria mais vantajoso para o investidor deixar os recursos aplicados na empresa que recém lançou ações no mercado não apenas até a abertura do 1º pregão, como muitos fazem, mas por pelo menos um mês. Vale lembrar que o custo de oportunidade do investidor, geralmente definido como o CDI (Certificado de Depósito Interfinanceiro), ao escolher deixar o recurso na empresa (em vez de aplicado em títulos públicos do governo), é de menos de 1% ao mês.

Ao analisar as tabelas anteriores mais atentamente, verifica-se um fato curioso, de empresas que deram um alto retorno no primeiro dia de negociação na Bolsa e sofreram o processo contrário no mês subsequente, como Tecnisa (10,00% e -18,53%, respectivamente) e Iguatemi (11,83% e -7,60%), e vice-versa, como Paraná Banco (-20,00% e 20,45%) e Even (-8,78% e 27,26%).

Ao mesmo tempo, observou-se casos em que a empresa amargurou desvalorização em ambos os períodos, como CR2 (-5,00% e -17,63%), e outros em que a companhia sofreu forte valorização em seus papéis em ambos os períodos, como São Martinho (17,50% e 12,77%).

Na Tabela 6, mostrada abaixo, pode-se verificar os retornos dos IPO's no primeiro mês de negociação em comparação com a variação do Ibovespa no período.

Tabela 6 – IPO's x Ibovespa no 1º mês de negociação

Empresa	Data do 1º Pregão	Data do 20º Pregão	Cotação na Abertura do 1º Pregão	Cotação no Fechamto. do 20º Pregão	Varição	Ibov na Abertura do 1º Pregão	Ibov no Fechamto. do 20º Pregão	Varição
PDG Realt	26/1/2007	26/2/2007	R\$ 14,20	R\$ 13,89	-2,18%	44686	46207	3,40%
CC Des Imob	31/1/2007	1/3/2007	R\$ 14,50	R\$ 11,84	-18,34%	44046	43516	-1,20%
Rodobensimob	31/1/2007	1/3/2007	R\$ 20,13	R\$ 22,50	11,77%	44046	43516	-1,20%
Tecnisa	1/2/2007	2/3/2007	R\$ 14,30	R\$ 11,65	-18,53%	44642	42369	-5,09%
Iguatemi	7/2/2007	8/3/2007	R\$ 33,55	R\$ 31,00	-7,60%	45352	43465	-4,16%
Sao Martinho	12/2/2007	12/3/2007	R\$ 23,50	R\$ 26,50	12,77%	44286	44249	-0,08%
GVT Holding	16/2/2007	16/3/2007	R\$ 21,13	R\$ 22,25	5,30%	45955	42730	-7,02%
Anhanguera	12/3/2007	9/4/2007	R\$ 21,01	R\$ 23,50	11,85%	44133	46854	6,17%
JBS	29/3/2007	26/4/2007	R\$ 7,98	R\$ 7,80	-2,26%	44492	49067	10,28%
Pine	2/4/2007	30/4/2007	R\$ 18,50	R\$ 17,99	-2,76%	45804	48956	6,88%
Even	2/4/2007	30/4/2007	R\$ 10,49	R\$ 13,35	27,26%	45804	48956	6,88%
BR Malls Par	5/4/2007	4/5/2007	R\$ 15,50	R\$ 15,40	-0,65%	46555	50597	8,68%
JHSF Part	12/4/2007	10/5/2007	R\$ 8,05	R\$ 8,30	3,11%	46941	50234	7,02%
Fer Heringer	12/4/2007	10/5/2007	R\$ 16,00	R\$ 18,60	16,25%	46941	50234	7,02%
Metalfrio	13/4/2007	11/5/2007	R\$ 19,70	R\$ 24,50	24,37%	47346	50902	7,51%
Bematech	19/4/2007	17/5/2007	R\$ 16,30	R\$ 16,60	1,84%	48704	51631	6,01%
CR2	23/4/2007	22/5/2007	R\$ 19,00	R\$ 15,65	-17,63%	49408	52208	5,67%
Agra Incorp	26/4/2007	24/5/2007	R\$ 9,00	R\$ 11,55	28,33%	49677	50530	1,72%
Sofisa	2/5/2007	29/5/2007	R\$ 12,30	R\$ 14,41	17,15%	48954	51713	5,64%
Cremer	30/4/2007	28/5/2007	R\$ 17,76	R\$ 19,99	12,56%	49221	52119	5,89%
Inpar S/A	6/6/2007	4/7/2007	R\$ 17,56	R\$ 21,20	20,73%	53162	55696	4,77%
Parana	14/6/2007	12/7/2007	R\$ 11,20	R\$ 13,49	20,45%	53010	57613	8,68%
SLC Agricola	15/6/2007	13/7/2007	R\$ 14,13	R\$ 14,70	4,03%	53723	57644	7,30%
Log-In	21/6/2007	19/7/2007	R\$ 15,72	R\$ 15,15	-3,63%	54029	58125	7,58%
EZTec	22/6/2007	20/7/2007	R\$ 11,20	R\$ 13,75	22,77%	54643	57443	5,12%
Cruzeiro Sul	26/6/2007	24/7/2007	R\$ 14,75	R\$ 16,35	10,85%	54044	55795	3,24%
Marfrig	29/6/2007	27/7/2007	R\$ 17,05	R\$ 19,90	16,72%	54149	52922	-2,27%
Daycoval	29/6/2007	27/7/2007	R\$ 17,60	R\$ 17,20	-2,27%	54149	52922	-2,27%

Conforme visto anteriormente, a média dos retornos dos IPO's nos primeiros 20 pregões de negociação na Bolsa foi de 6,87%. Ao comparar esta variação com o retorno médio do Ibovespa no período, igual a 3,65%, pode-se chegar à conclusão de que as ofertas públicas iniciais são um tipo de investimento mais rentável. No entanto, o desvio padrão do retorno dos IPO's foi igual a 13,45% (também já calculado anteriormente), contra apenas 4,70% do Ibovespa, levando em conta o período descrito anteriormente.

Em suma, com base na nossa amostra, entrar em IPO's tende a ser um investimento de retorno mais alto do que aplicar em fundos de ações atrelados ao Ibovespa. Porém, indo de acordo com a premissa de que "retornos mais altos vêm acompanhados de riscos mais altos", as ofertas públicas iniciais possuem uma volatilidade consideravelmente maior do que o principal índice da Bovespa. Portanto,

pessoas mais avessas ao risco não deveriam injetar recursos neste tipo de operação, mas sim nos papéis de mais liquidez da Bolsa, os quais fazem parte do Ibovespa.

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 0,2615, 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 não foi alto, o que de certa forma descarta que um aumento (ou redução) do Ibovespa afete diretamente na cotação das novas empresas, e vice-versa.

Como exemplo disso pode-se citar o retorno da Agra Incorp no período, de 28,33%, em comparação com uma variação de 1,72% do Ibovespa. No sentido contrário, CC Des Imob caiu 18,34% no primeiro mês de negociação, contra um retorno negativo de 1,20% do Índice Bovespa.

Como era de se esperar, houve vários casos em que a cotação da empresa performou no sentido oposto ao do Ibovespa. Das 28 companhias selecionadas para o estudo, 10 apresentaram esse comportamento (35,71% da amostra). Foi o que ocorreu com as ações da PDG Realt, Rodobensimob, São Martinho, GVT Holding, JBS, Pine, BR Malls Par, CR2, Log-In e Marfrig.

Posteriormente, calculou-se a diferença entre o retorno de cada IPO em comparação com a variação do Ibovespa para o mesmo período, de um mês após o início de negociação na Bolsa de Valores de São Paulo. Os resultados podem ser verificados na tabela abaixo.

Tabela 7 – Diferença entre retorno dos IPO's e do Ibovespa no 1º mês de negociação

Empresa	Varição IPO	Varição Ibov	Diferença
PDG Realt	-2,18%	3,40%	-5,59%
CC Des Imob	-18,34%	-1,20%	-17,14%
Rodobensimob	11,77%	-1,20%	12,98%
Tecnisa	-18,53%	-5,09%	-13,44%
Iguatemi	-7,60%	-4,16%	-3,44%
Sao Martinho	12,77%	-0,08%	12,85%
GVT Holding	5,30%	-7,02%	12,32%
Anhanguera	11,85%	6,17%	5,69%
JBS	-2,26%	10,28%	-12,54%
Pine	-2,76%	6,88%	-9,64%
Even	27,26%	6,88%	20,38%
BR Malls Par	-0,65%	8,68%	-9,33%
JHSF Part	3,11%	7,02%	-3,91%
Fer Heringer	16,25%	7,02%	9,23%
Metalfrio	24,37%	7,51%	16,85%
Bematech	1,84%	6,01%	-4,17%
CR2	-17,63%	5,67%	-23,30%
Agra Incorp	28,33%	1,72%	26,62%
Sofisa	17,15%	5,64%	11,52%
Cremer	12,56%	5,89%	6,67%
Inpar S/A	20,73%	4,77%	15,96%
Parana	20,45%	8,68%	11,76%
SLC Agricola	4,03%	7,30%	-3,26%
Log-In	-3,63%	7,58%	-11,21%
EZTec	22,77%	5,12%	17,64%
Cruzeiro Sul	10,85%	3,24%	7,61%
Marfrig	16,72%	-2,27%	18,98%
Daycoval	-2,27%	-2,27%	-0,01%

Das 28 companhias que formam a amostra, 15 performaram melhor que o Ibovespa (53,57%), enquanto as 13 restantes apresentaram resultado pior que o mesmo (46,43%). Portanto, apesar da média dos retornos dos IPO's ser quase o dobro da do Ibovespa (6,87% contra 3,65%) para os primeiros 20 pregões na Bolsa, praticamente metade dos IPO's teve resultado pior que o índice individualmente.

A empresa que melhor performou em relação ao Ibovespa foi a Agra Incorp, tendo valorizado 26,62% acima do índice. A seguir vieram Even (20,38%), Marfrig (18,98%) e EZTec (17,64%). Dentre as que apresentaram pior resultado, o destaque ficou para CR2, com desvalorização de 23,30% em relação ao Ibovespa. Logo atrás ficaram CC Des Imob (-17,14%), Tecnisa (-13,44%) e JBS (-12,54%). A única companhia que obteve retorno bem próximo ao índice foi a Daycoval, com variação negativa de 0,01% no período.

Após comparar os retornos dos IPO's com o Ibovespa, decidiu-se por analisar a variação que o *benchmark* de cada setor teve no período em relação aos IPO's, a fim de descobrir uma possível correlação entre ambos. É importante lembrar que foram retiradas da amostra inicial as seis empresas que são, ou eram na época de reserva, consideradas o *benchmark* de seus setores, ficando portanto 22 companhias a serem avaliadas.

A Tabela 8, apresentada abaixo, ilustra o retorno de cada IPO em comparação com a variação do *benchmark* no primeiro mês de negociação na Bovespa.

Tabela 8 – IPO's x Benchmark no 1º mês de negociação

Empresa	Data do 1º Pregão	Data do 20º Pregão	Cotação na Abertura do 1º pregão	Cotação no Fechamento do 20º pregão	Var.	Benchmark na Abertura do 1º Pregão	Benchmark no Fechamento do 20º Pregão	Var.
PDG Realt	26/1/2007	26/2/2007	R\$ 14,20	R\$ 13,89	-2,18%	R\$ 17,49	R\$ 18,01	2,97%
CC Des Imob	31/1/2007	1/3/2007	R\$ 14,50	R\$ 11,84	-18,34%	R\$ 17,48	R\$ 17,22	-1,49%
Rodobensimob	31/1/2007	1/3/2007	R\$ 20,13	R\$ 22,50	11,77%	R\$ 17,48	R\$ 17,22	-1,49%
Tecnisa	1/2/2007	2/3/2007	R\$ 14,30	R\$ 11,65	-18,53%	R\$ 17,42	R\$ 16,52	-5,17%
Sao Martinho	12/2/2007	12/3/2007	R\$ 23,50	R\$ 26,50	12,77%	R\$ 39,01	R\$ 37,83	-3,02%
GVT Holding	16/2/2007	16/3/2007	R\$ 21,13	R\$ 22,25	5,30%	R\$ 28,93	R\$ 27,75	-4,08%
JBS	29/3/2007	26/4/2007	R\$ 7,98	R\$ 7,80	-2,26%	R\$ 28,04	R\$ 29,89	6,60%
Pine	2/4/2007	30/4/2007	R\$ 18,50	R\$ 17,99	-2,76%	R\$ 41,73	R\$ 43,22	3,57%
Even	2/4/2007	30/4/2007	R\$ 10,49	R\$ 13,35	27,26%	R\$ 16,79	R\$ 18,71	11,44%
JHSF Part	12/4/2007	10/5/2007	R\$ 8,05	R\$ 8,30	3,11%	R\$ 17,79	R\$ 20,09	12,93%
Fer Heringer	12/4/2007	10/5/2007	R\$ 16,00	R\$ 18,60	16,25%	R\$ 46,48	R\$ 46,96	1,03%
Bematech	19/4/2007	17/5/2007	R\$ 16,30	R\$ 16,60	1,84%	R\$ 31,74	R\$ 34,46	8,57%
CR2	23/4/2007	22/5/2007	R\$ 19,00	R\$ 15,65	-17,63%	R\$ 19,32	R\$ 20,77	7,51%
Agra Incorp	26/4/2007	24/5/2007	R\$ 9,00	R\$ 11,55	28,33%	R\$ 20,46	R\$ 20,12	-1,66%
Sofisa	2/5/2007	29/5/2007	R\$ 12,30	R\$ 14,41	17,15%	R\$ 43,72	R\$ 48,84	11,71%
Inpar S/A	6/6/2007	4/7/2007	R\$ 17,56	R\$ 21,20	20,73%	R\$ 21,43	R\$ 21,85	1,96%
Parana	14/6/2007	12/7/2007	R\$ 11,20	R\$ 13,49	20,45%	R\$ 47,10	R\$ 49,24	4,54%
SLC Agricola	15/6/2007	13/7/2007	R\$ 14,13	R\$ 14,70	4,03%	R\$ 36,44	R\$ 32,23	-11,55%
EZTec	22/6/2007	20/7/2007	R\$ 11,20	R\$ 13,75	22,77%	R\$ 21,78	R\$ 22,50	3,31%
Cruzeiro Sul	26/6/2007	24/7/2007	R\$ 14,75	R\$ 16,35	10,85%	R\$ 47,15	R\$ 51,43	9,08%
Marfrig	29/6/2007	27/7/2007	R\$ 17,05	R\$ 19,90	16,72%	R\$ 38,01	R\$ 35,00	-7,92%
Daycoval	29/6/2007	27/7/2007	R\$ 17,60	R\$ 17,20	-2,27%	R\$ 46,68	R\$ 48,16	3,17%

Enquanto a média dos retornos desses 22 IPO's nos primeiros 20 pregões de negociação na Bolsa foi de 7,06%, a variação das empresas tidas como *benchmark* no período foi de 2,36%. Logo, as ofertas públicas iniciais foram mais rentáveis não só do que o Ibovespa, mas também do que as empresas-modelo de cada setor. No

entanto, o desvio padrão do retorno dos IPO's foi igual a 14,05%, contra 6,52% dos *benchmarks*, levando em conta o período descrito acima.

Os resultados encontrados foram em linha com o que já se havia concluído em relação ao Ibovespa, ou seja, IPO's tendem a obter um retorno mais alto do que seus *benchmarks*. Mas, da mesma maneira, as ofertas públicas iniciais possuem uma volatilidade maior do que o das suas modelos do mesmo setor de atuação.

Ao calcularmos o Índice de Correlação de Pearson para estas duas variáveis (IPO's e *benchmarks*), encontrou-se o valor de 0,0905. Esse resultado veio um pouco diferente do que era esperado, pois demonstra um grau de correlação baixo entre as variáveis, menor inclusive do que o calculado com base nos IPO's e no Ibovespa. Pode-se dizer que, com base nessa amostra, as cotações das empresas recentemente listadas na Bolsa flutuam mais com base na variação do Ibovespa do que na variação da companhia líder no seu segmento. Em outras palavras, informações do mercado como um todo são mais relevantes para a empresa do que notícias sobre o seu próprio setor de atuação.

De fato, esse pequeno grau de correlação pode ser notado facilmente pelos retornos das empresas, apresentados na Tabela 8. Além de diversos casos em que um retorno positivo alto da empresa veio acompanhado por um retorno positivo baixo de seu *benchmark*, e vice-versa, houve outros tantos exemplos de performances no sentido oposto (retorno positivo da empresa e negativo do *benchmark*, e vice-versa).

Os principais exemplos do primeiro caso são Inpar S/A e seu *benchmark*, Cyrela Realty (20,73% e 1,96%, respectivamente) e CC Des Imob e seu *benchmark*, que também vem a ser Cyrela Realty (-18,34% e -1,49%, respectivamente). Dentre os exemplos do segundo caso, pode-se citar Marfrig e Perdigão (16,72% e -7,92%, respectivamente) e CR2 e Cyrela Realty (-17,63% e 7,51%, respectivamente). Esses são apenas dois dos 11 casos em que a cotação da empresa performou no sentido oposto ao do *benchmark* (50,00% da amostra). As outras nove companhias foram PDG Realt, Rodobensimob, São Martinho, GVT Holding, JBS, Pine, Agra Incorp, SLC Agrícola e Daycoval.

Após, calculou-se a diferença entre o retorno de cada IPO em comparação com a variação do seu *benchmark* para o mesmo período, de um mês após o início de negociação na Bovespa. A tabela abaixo ilustra essas informações.

Tabela 9 – Diferença entre retorno dos IPO's e dos *Benchmarks* no 1º mês de negociação

Empresa	Varição IPO	Varição <i>Benchmark</i>	Diferença
PDG Realt	-2,18%	2,97%	-5,16%
CC Des Imob	-18,34%	-1,49%	-16,86%
Rodobensimob	11,77%	-1,49%	13,26%
Tecnisa	-18,53%	-5,17%	-13,36%
Sao Martinho	12,77%	-3,02%	15,79%
GVT Holding	5,30%	-4,08%	9,38%
JBS	-2,26%	6,60%	-8,85%
Pine	-2,76%	3,57%	-6,33%
Even	27,26%	11,44%	15,83%
JHSF Part	3,11%	12,93%	-9,82%
Fer Heringer	16,25%	1,03%	15,22%
Bematech	1,84%	8,57%	-6,73%
CR2	-17,63%	7,51%	-25,14%
Agra Incorp	28,33%	-1,66%	30,00%
Sofisa	17,15%	11,71%	5,44%
Inpar S/A	20,73%	1,96%	18,77%
Parana	20,45%	4,54%	15,90%
SLC Agricola	4,03%	-11,55%	15,59%
EZTec	22,77%	3,31%	19,46%
Cruzeiro Sul	10,85%	9,08%	1,77%
Marfrig	16,72%	-7,92%	24,63%
Daycoval	-2,27%	3,17%	-5,44%

Das 22 companhias que formam a amostra, 13 performaram melhor que o seu *benchmark* (59,09%), enquanto as nove restantes apresentaram resultado pior que o mesmo (40,91%). A empresa que melhor performou em relação ao *benchmark* foi a Agra Incorp, tendo valorizado 30,00% acima do mesmo. A seguir vieram Marfrig (24,63%), EZTec (19,46%) e Inpar S/A (18,77%). Dentre as que apresentaram pior resultado, o destaque ficou para CR2, com desvalorização de 25,14% em relação ao seu *benchmark*. Logo atrás ficaram CC Des Imob (-16,86%) e Tecnisa (-13,36%).

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 investigar quais razões poderiam explicar o comportamento de curto prazo dos preços das ações de empresas que abriram capital na Bovespa. Já os objetivos específicos eram analisar a volatilidade dos preços dessas ações nos primeiros 20 pregões (aproximadamente 30 dias) e compará-las com o Ibovespa e o seu *benchmark* no mesmo período.

Após este trabalho, foi possível concluir que as ofertas públicas iniciais são uma alternativa de investimento que tende a dar um alto retorno aos acionistas. Com base na amostra estudada, os IPO's não só valorizaram entre o período de reserva e a abertura do 1º pregão na Bolsa (o que demonstra que na média estes vêm sendo subavaliados), mas também obtiveram uma valorização no primeiro mês de negociação maior do que o Ibovespa (6,87% contra 3,65%) e também do que os seus *benchmarks* (7,06% contra 2,36%).

No entanto, essas empresas se mostraram muito mais sensíveis a oscilações de preço do que as outras. A volatilidade dos IPO's, com base no cálculo do desvio-padrão, foi mais que duas vezes maior em comparação tanto com o Ibovespa (13,45% contra 4,70%) quanto com as companhias líderes em cada setor (14,05% contra 6,52%). 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, com grande potencial de valorização, 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 um grau de correlação maior com o Ibovespa (0,2615) do que com os *benchmarks* (0,0905). Em outras palavras, as oscilações de mercado (sistêmicas) têm papel mais importante na cotação de uma empresa recentemente listada na Bovespa 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 geralmente são uma opção rentável de investimento em ações. Todavia, não se deve generalizar de que todo IPO obtém retorno positivo logo após a estréia na Bolsa. Diversas ofertas iniciais fracassam não só em comparação com o Ibovespa e com o seu *benchmark*, mas também em retorno nominal. Outra conclusão relevante que se chegou é que deduzir que determinado IPO obterá sucesso pelo fato de que o mercado como um todo, ou o seu setor de atuação, tem perspectivas positivas para o futuro é uma aposta um tanto quanto arriscada, já que o grau de correlação dessas variáveis não se mostrou muito alto.

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 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: 30 mai. 2007.

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

BOVESPA. **Empresas Listadas**. Disponível em: <www.bovespa.com.br>. Acesso em: 20 abr. 2007.

BOVESPA. **Listagens Recentes**. Disponível em: <www.bovespa.com.br>. Acesso em: 17 nov. 2007.

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 mai. 2007.

CVM. **Ofertas Registradas – Ações**. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 23 mai. 2007.

ECONOMÁTICA. **A Rentabilidade dos IPOs**. Disponível em: <www.economatica.com.br>. Acesso em: 24 abr. 2007.

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: 20 jun. 2007.

MINISTÉRIO DA FAZENDA DO BRASIL. **Quem é Quem**. Disponível em: <www.fazenda.gov.br>. Acesso em: 20 jun. 2007.

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 nov. 2007.

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: 02 nov. 2007.

ANEXOS

ANEXO A – CARTEIRA TEÓRICA DO IBOVSPA (SET. A DEZ./2007)

CÓDIGO	AÇÃO	TIPO	QTDE. TEÓRICA (1)	PART. (%) (2)
ACES4	ACESITA	PN	1,28293189840	0,176
ALLL11	ALL AMER LAT	UNT	47,75710029520	1,984
AMBV4	AMBEV	PN	5,26260746434	1,310
ARCZ6	ARACRUZ	PNB	41,59659276210	0,944
BTOW3	B2W VAREJO	ON	9,90891523409	1,369
BBDC4	BRADESCO	PN	43,85939417826	3,929
BRAP4	BRADESPAR	PN	9,64061054533	1,465
BBAS3	BRASIL	ON	33,18424211091	1,713
BRTP3	BRASIL T PAR	ON	5,23405142019	0,425
BRTP4	BRASIL T PAR	PN	13,64326709691	0,712
BRTO4	BRASIL TELEC	PN	30,18203484700	0,953
BRKM5	BRASKEM	PNA	40,61627201966	1,346
CCRO3	CCR RODOVIAS	ON	17,72941973088	1,103
CLSC6	CELESC	PNB	4,68502044125	0,331
CMIG4	CEMIG	PN	26,13966764575	1,808
CESP6	CESP	PNB EG	18,55619132801	1,137
CGAS5	COMGAS	PNA*	0,32231251300	0,258
CPLE6	COPEL	PNB	17,48850345397	1,024
CSAN3	COSAN	ON	46,37773946498	1,850
CPFE3	CPFL ENERGIA	ON	13,62672965114	0,876
CCPR3	CYRE COM-CCP	ON	32,86984268427	0,144
CYRE3	CYRELA REALT	ON	32,86984268427	1,116
DURA4	DURATEX	PN	7,22069909796	0,642
ELET3	ELETROBRAS	ON	27,82134345306	1,293
ELET6	ELETROBRAS	PNB	34,04107966453	1,508
ELPL6	ELETROPAULO	PNB*ED	4,21095882093	0,852
EMBR3	EMBRAER	ON	24,40203777201	0,983
GFA3	GAFISA	ON	15,24510816824	0,661
GGBR4	GERDAU	PN	28,95229496149	2,544
GOAU4	GERDAU MET	PN	8,23309277724	0,927
GOLL4	GOL	PN	21,00679523264	1,672
PTIP4	IPIRANGA PET	PN	6,78594586940	0,329
ITAU4	ITAUBANCO	PN ED	18,17191153811	2,859
ITSA4	ITAUSA	PN	97,62223723134	2,108
KLBN4	KLABIN S/A	PN ED	57,51409850795	0,608
LIGT3	LIGHT S/A	ON *	9,51421311779	0,470
LAME4	LOJAS AMERIC	PN EG	25,46268734482	0,746
LREN3	LOJAS RENNER	ON	14,84807691315	0,919
NATU3	NATURA	ON	33,80945409433	1,281
NETC4	NET	PN	32,80393136468	1,771
PCAR4	P.ACUCAR-CBD	PN EG	14,27708720555	0,822
PRGA3	PERDIGAO S/A	ON	16,13733404687	1,128
PETR3	PETROBRAS	ON	22,04539414792	2,461
PETR4	PETROBRAS	PN	143,27719736993	13,689
SBSP3	SABESP	ON	7,72872776969	0,676
SDIA4	SADIA S/A	PN	51,44101838776	0,930
CSNA3	SID NACIONAL	ON	11,21084066543	2,285
CRUZ3	SOUZA CRUZ	ON ED	7,01260496419	0,526
TAMM4	TAM S/A	PN	21,13121084229	1,727
TNLP3	TELEMAR	ON	9,57914023145	1,174
TNLP4	TELEMAR	PN	28,45917200995	2,289
TMAR5	TELEMAR N L	PNA	2,87061531068	0,352
TMCP4	TELEMIG PART	PN	3,06292625414	0,325
TLPP4	TELESP	PN	2,76567646868	0,329
TCSL3	TIM PART S/A	ON	30,67909806605	0,584
TCSL4	TIM PART S/A	PN	98,90594967079	1,249
TRPL4	TRAN PAULIST	PN	5,45770886412	0,405
UBBR11	UNIBANCO	UNT	56,57794496980	2,278
USIM5	USIMINAS	PNA	15,95175166628	3,412
VCPA4	V C P	PN	9,39724382452	0,805
VALE3	VALE R DOCE	ON EB	30,65373865626	2,720

VALE5	VALE R DOCE	PNA EB	140,30193998822	10,426
VIVO4	VIVO	PN	73,82730898299	1,258
QUANTIDADE TEÓRICA TOTAL			1.763,25088576314	100,000

(*) Cotação por lote de mil ações

(1) Quantidade teórica válida para o período de vigência da carteira, sujeita a alterações somente no caso de distribuição de proventos (dividendo, bonificação e subscrição) pelas empresas.

(2) Participação relativa das ações da carteira, divulgada para a abertura dos negócios do dia 03/09/2007, sujeita a alterações em função das evoluções dos preços desses papéis.

ANEXO B – IPO'S REALIZADOS NA BOVESPA EM 2007 (ATÉ 16/11/2007)

Empresa	Segmento de listagem	Natureza da oferta	Volume R\$ milhões
Laep	BDR	Primária	508
Helbor	Novo Mercado	Primária	232
Amil	Novo Mercado	Mista	1.401
BR Brokers	Novo Mercado	Mista	699
Bovespa Hld	Novo Mercado	Secundária	6.626
Agrenco	BDR	Primária	666
Marisa	Novo Mercado	Primária	440
SEB	Nível 2	Mista	413
Tenda	Novo Mercado	Primária	603
Trisul	Novo Mercado	Primária	330
BicBanco	Nível 1	Mista	822
Sul America	Nível 2	Primária	775
Satipel	Novo Mercado	Mista	413
Cosan Ltd	BDR	Primária	275
Estacio Part	Nível 2	Mista	447
Generalshopp	Novo Mercado	Primária	287
Multiplan	Nível 2	Mista	925
Providencia	Novo Mercado	Primária	469
Springs	Novo Mercado	Mista	656
ABC Brasil	Nível 2	Mista	609
Triunfo Part	Novo Mercado	Mista	513
Guarani	Novo Mercado	Primária	666
Kroton	Nível 2	Mista	479
MRV	Novo Mercado	Mista	1.193
Patagonia	BDR	Mista	539
Minerva	Novo Mercado	Mista	444
Invest Tur	Novo Mercado	Primária	945
Redecard	Novo Mercado	Mista	4.643
Indusval	Nível 1	Mista	253
Tegma	Novo Mercado	Mista	604
Marfrig	Novo Mercado	Primária	1.021
Daycoval	Nível 1	Mista	1.092
Cruzeiro Sul	Nível 1	Mista	574
EZTec	Novo Mercado	Primária	542

Log-In	Novo Mercado	Mista	848
SLC Agricola	Novo Mercado	Mista	490
Parana	Nível 1	Primária	529
Inpar S/A	Novo Mercado	Primária	756
Tarpon	BDR	Primária	444
Sofisa	Nivel 1	Mista	439
Wilson Sons	BDR	Secundária	706
Cremer	Novo Mercado	Mista	508
Agra Incorp	Novo Mercado	Mista	786
CR2	Novo Mercado	Primária	308
Bematech	Novo Mercado	Mista	407
Metalfrio	Novo Mercado	Mista	453
JHSF Part	Novo Mercado	Primária	432
Fer Heringer	Novo Mercado	Mista>	304
BR Malls Par	Novo Mercado	Mista	657
Even	Novo Mercado	Primária	460
Pine	Nivel 1	Mista	517
JBS	Novo Mercado	Mista	1.617
Anhanguera	Nível 2	Mista	512
GVT Holding	Novo Mercado	Primária	1.076
Sao Martinho	Novo Mercado	Mista	424
Iguatemi	Novo Mercado	Primária	549
Tecnisa	Novo Mercado	Mista	791
CC Des Imob	Novo Mercado	Mista	522
Rodobensimob	Novo Mercado	Primária	449
PDG Realt	Novo Mercado	Mista	648

ANEXO C – PARTICIPAÇÃO DO *BENCHMARK* NO SETOR COM BASE NOS ÚLTIMOS 12 MESES DE NEGOCIAÇÃO NA BOLSA (OUT/2006 A SET/2007)

Empresa	Setor	Benchmark	Partic. do Benchmark no Setor
PDG Realt	Construção Civil	Cyrela Realty	23,78%
CC Des Imob	Construção Civil	Cyrela Realty	23,78%
Rodobensimob	Construção Civil	Cyrela Realty	23,78%
Tecnisa	Construção Civil	Cyrela Realty	23,78%
Sao Martinho	Alimentos Diversos	Cosan	74,41%
GVT Holding	Telefonia Fixa	Telemar	54,03%
JBS	Carnes e Derivados	Perdigão	42,52%
Pine	Bancos	Bradesco	29,01%
Even	Construção Civil	Cyrela Realty	23,78%
JHSF Part	Construção Civil	Cyrela Realty	23,78%
Fer Heringer	Fertilizantes e Defensivos	Fosfertil	54,69%
Bematech	Computadores e Equipamentos	Positivo	84,74%
CR2	Construção Civil	Cyrela Realty	23,78%
Agra Incorp	Construção Civil	Cyrela Realty	23,78%
Sofisa	Bancos	Bradesco	29,01%
Inpar S/A	Construção Civil	Cyrela Realty	23,78%
Parana	Bancos	Bradesco	29,01%
SLC Agricola	Alimentos Diversos	Cosan	74,41%
EZTec	Construção Civil	Cyrela Realty	23,78%
Cruzeiro Sul	Bancos	Bradesco	29,01%
Marfrig	Carnes e Derivados	Perdigão	42,52%
Daycoval	Bancos	Bradesco	29,01%