

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

Marcelo Jora de Vargas

**A Utilização da Análise Fundamentalista como Ferramenta de
Avaliação de *IPOs* no Mercado de Capitais Brasileiro**

PORTO ALEGRE

2008

Marcelo Jora de Vargas

**A Utilização da Análise Fundamentalista como Ferramenta de
Avaliação de *IPOs* no Mercado de Capitais Brasileiro**

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

Orientador: Prof. Dr. Oscar Claudino Galli

PORTO ALEGRE

2008

Marcelo Jora de Vargas

**A Utilização da Análise Fundamentalista como Ferramenta de
Avaliação de *IPOs* no Mercado de Capitais Brasileiro**

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

Orientador: Prof. Dr. Oscar Claudino Galli

Conceito final:.....

Aprovado em de de 2008.

BANCA EXAMINADORA

Orientador: Prof. Dr. Oscar Claudino Galli – EA / UFRGS

AGRADECIMENTOS

À minha família, em especial aos meus pais, pelo amor, carinho, compreensão e, principalmente, pelos valores ensinados.

À minha namorada pelo apoio incondicional e pela ajuda nos momentos difíceis.

Ao meu professor orientador, Dr. Oscar Claudino Galli, pela atenção e interesse dedicados à elaboração deste trabalho.

À Escola de Administração pelo ensino gratuito e de qualidade.

Há homens que lutam um dia, e são bons;
Há outros que lutam um ano, e são melhores;
Há aqueles que lutam muitos anos, e são muito bons;
Porém há os que lutam toda a vida
Estes são os imprescindíveis

Bertold Brecht

RESUMO

Este trabalho tem por objetivo apresentar um estudo sobre oferta pública de ações no mercado de capitais brasileiro, no período de janeiro a dezembro de 2007. A proposta do trabalho é verificar se os preços de lançamentos dos IPOs são diferentes dos praticados pelo mercado, através do cálculo do preço justo pela análise fundamentalista. Também serão analisados os retornos destes lançamentos em relação ao fechamento do primeiro dia de negociação, cotação em 30 de abril, faixa sugerida de preços no prospecto da oferta e ao retorno do Ibovespa no mesmo período.

Palavras-chave: IPO, Oferta Pública de Ações, Underwriting, Mercado de Capitais Brasileiro.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

| | |
|--|-----------|
| Gráfico 1 - Retornos Iniciais Médios para IPOs em vários países | 38 |
| Quadro 1 – Composição do número de Investidores na Bovespa | 46 |
| Quadro 2 – Histórico de dados macroeconômicos | 50 |
| Gráfico 2 – Balança Comercial 1989 - 2008..... | 52 |
| Gráfico 3 – Saldos Comerciais do Mundo..... | 53 |
| Gráfico 4 – Dívida Externa Líquida 1999- 2007 | 54 |
| Gráfico 5 – Reservas Internacionais Brasileiras | 54 |
| Gráfico 6 – Risco País brasileiro..... | 55 |
| Gráfico 7 – Variações anuais do IPCA..... | 56 |

LISTA DE TABELAS

| | |
|--|----|
| Tabela 1 - Retorno Médio de IPOs no primeiro pregão em diversos países | 38 |
| Tabela 2 - IPOs registrados na SEC (1960 – 1996) | 39 |
| Tabela 3 - Faturamento Empresas IPOs - Retorno Inicial | 40 |
| Tabela 4 - Empresas que realizaram oferta pública primária em 2007 | 58 |
| Tabela 5 – Valor Presente Líquido para cálculo do preço justo..... | 64 |
| Tabela 6 – Preço de Lançamento x preço em 30/04/2008 | 68 |
| Tabela 7 – Desempenho Atual x Desempenho do Ibovespa | 72 |
| Tabela 8 – Preço de Lançamento x Valuation..... | 74 |
| Tabela 9 – Preço de Lançamento x Média da Faixa Sugerida | 76 |
| Tabela 10 – Valuation x Cotação em 30/04/2008 | 78 |
| Tabela 11 – Média da Faixa Sugerida x Preço em 30/04/2008 | 80 |
| Tabela 12 – Número de Negócios | 82 |
| Tabela 13 – Variações entre os dados coletados | 84 |

SUMÁRIO

| | | |
|--------------|---|-----------|
| 1 | INTRODUÇÃO | 11 |
| 1.1 | JUSTIFICATIVA | 13 |
| 2 | OBJETIVOS | 14 |
| 2.1 | OBJETIVO GERAL | 14 |
| 2.2 | OBJETIVOS ESPECÍFICOS | 14 |
| 3 | FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA | 15 |
| 3.1 | AÇÃO | 15 |
| 3.1.1 | Tipos de Ações | 15 |
| 3.1.2 | Forma das Ações | 16 |
| 3.1.3 | Valor de uma Ação | 17 |
| 3.1.4 | Rentabilidade das Ações | 19 |
| 3.2 | O MERCADO DE CAPITAIS | 22 |
| 3.2.1 | Mercado Primário | 22 |
| 3.2.2 | Mercado Secundário | 23 |
| 3.2.3 | Níveis Diferenciados de Governança Corporativa | 24 |
| 3.3 | O PROCESSO DE <i>UNDERWRITING</i> | 29 |
| 3.3.1 | Formas de <i>Underwriting</i> | 30 |
| 3.3.2 | Procedimentos Preliminares | 32 |
| 3.3.3 | Modalidades de operação | 33 |
| 3.4 | DEFINIÇÃO DO PREÇO DA EMISSÃO | 36 |
| 3.5 | ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DE AÇÕES | 43 |
| 3.5.1 | Modelo de avaliação do preço justo da empresa | 47 |
| 4 | RESULTADOS | 50 |
| 4.1 | AVALIAÇÃO DE CENÁRIOS PARA O ANO DE 2007 | 50 |

| | | |
|-------|---|-----------|
| 4.2 | DEFINIÇÃO DA AMOSTRA E PREMISSAS DE AVALIAÇÃO DOS IPOs | 57 |
| 4.3 | ANÁLISE DOS DADOS | 68 |
| 4.3.1 | Rentabilidade dos dados coletados | 84 |
| 5. | CONSIDERAÇÕES FINAIS | 86 |
| | REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS | 89 |

1 INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, com a adoção do Plano Real, a economia brasileira vem passando por um processo de estabilização até então não experimentado. Com a implantação do novo plano econômico eliminou-se a consciência inflacionária da população e, assim, houve uma melhoria no poder aquisitivo dos trabalhadores. Aliado a isso ocorreu também um aumento das importações devido à equiparação do dólar em relação ao real. Essas medidas representaram grande vantagem à população, que teve acesso a produtos advindos do exterior com maior qualidade e preços mais acessíveis. Porém, para o setor produtivo, as medidas adotadas inicialmente não representaram vantagens na mesma proporção devido às altas taxas de juros praticadas e aos novos concorrentes.

Logo após a implantação do plano econômico, a SELIC Meta ficou estabelecida em 49% a.a, enquanto o risco-país do Brasil atingia 3000 pontos. Tal medida foi necessária porque nosso país não possuía credibilidade no exterior e, conseqüentemente, não tinha mais como tomar recursos externos. Assim, a solução encontrada foi a elevação das taxas de juros para atrair capitais estrangeiros, visando a acumulação de reservas em dólar. Tal atitude, apesar de necessária, prejudicou muito o setor produtivo do país, visto que as taxas praticadas inviabilizaram o retorno de qualquer projeto que se tentou implantar.

Com o passar dos anos o governo, através das suas políticas macroeconômicas, iniciou uma redução gradual dos juros, pois estava conseguindo cumprir os objetivos do sistema de metas de inflação estabelecido em 1999.

Atualmente, com a economia mundial em crescimento e o cenário interno estabilizado, o país vivencia condições ideais para que as empresas se sintam motivadas a investir novamente nas suas atividades, acreditando em um aumento sustentável da demanda a médio e longo prazos. Como acontece na maioria das organizações, o capital disponível está empregado no imobilizado ou ativo circulante da empresa, o que as obriga, para evitar problemas de liquidez, a realizar novos investimentos com recursos de terceiros. Mesmo com a queda dos juros e a estabilização da inflação, tomar financiamento nas instituições financeiras, ainda que de longo prazo, é uma das alternativas mais onerosas para a organização e, na maioria das vezes, acaba interferindo diretamente no *payback* e na taxa interna de

retorno do novo projeto. Neste contexto, muitas empresas vêm optando por financiar os seus novos empreendimentos com a abertura do seu capital na Bolsa de Valores, promovendo o que é chamado de *Initial Public Offering (IPO's)*, ou oferta pública Inicial. Assim, as organizações captam recursos de novos acionistas sem a necessidade de restituí-los num futuro próximo, somente em caso de dissolução da mesma. Em contrapartida, será necessária a distribuição de parte dos lucros e a adoção de medidas que visem maior transparência na sua gestão, para manter a atratividade das suas ações no mercado de capitais.

Desde janeiro de 2006, 73 empresas já abriram o seu capital na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Neste universo se destaca um fato relevante: mesmo se tratando de um mercado volátil, muitas destas empresas apresentaram no pregão de estréia uma variação anormal nos seus preços, tanto positiva quanto negativa, em relação ao índice IBovespa e às demais negociações realizadas no dia.

Além das vantagens competitivas para a empresa, o processo de abertura de capital também é importante para incentivar o investimento no mercado de capitais de um país, pois oferece rentabilidades mais elevadas. Assim, o processo de abertura de capital também passou a ser uma alternativa para os pequenos investidores, acostumados a aplicações de baixo risco, pois a estabilização da economia nos últimos anos permitiu ao governo iniciar uma redução gradual da taxa SELIC, o que acabou reduzindo a rentabilidade de tais investimentos. Tal fato incentivou a migração de muitos investidores para o mercado de Renda Variável, visto que estavam acostumados às rentabilidades dos títulos da dívida pública, antes remunerados pelos patamares mais altos da taxa SELIC. Aliando-se a isso as taxas de juros praticadas por economias de primeiro mundo em níveis bem inferiores à taxa brasileira e, ainda, a redução drástica do Risco Brasil, consolida-se também um cenário propício a investimentos estrangeiros no mercado de capitais brasileiro.

Enfim, a proposta deste trabalho é identificar fatores que influenciam o comportamento atípico de determinadas IPO's no pregão de estréia, o que contribuirá para que clubes e fundos de investimento, pessoas físicas e jurídicas e investidores estrangeiros minimizem prejuízos e potencializem futuros ganhos.

1.1 JUSTIFICATIVA

Cenários macroeconômicos estáveis aliados a juros baixos, inflação controlada, investimento em estrutura e economia em crescimento formam o cenário ideal para o desenvolvimento do setor produtivo de um país e, conseqüentemente, do seu mercado de capitais. Por outro lado, os investidores mais conservadores têm as rentabilidades dos seus investimentos reduzidas, visto que são atreladas a títulos da dívida pública.

Assim, realizar aplicações no mercado de capitais surge como uma alternativa interessante, apesar de oferecerem maior risco e volatilidade. Neste contexto, as *IPO's* têm apresentado ganhos e perdas expressivos no pregão de estréia. Portanto, este estudo se faz relevante porque oferece ao investidor a possibilidade de fazer uma análise de informações técnicas, evitando assim que ele tome as suas decisões apenas com base em aspectos intuitivos.

2 OBJETIVOS

2.1 OBJETIVO GERAL

Verificar se os preços praticados nos *IPO's* estão sendo praticados muito abaixo ou acima da avaliação do mercado para a empresa, utilizando a análise fundamentalista como ferramenta de avaliação do preço justo.

2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Definir se os resultados do *IPO* no primeiro dia de pregão foram compatíveis com a média de retorno histórica de *IPO's*.
- Utilizar análise de cenários macroeconômicos para ajudar a definir as perspectivas de crescimento utilizadas nos preços praticados pelo mercado.
- Utilizar a análise fundamentalista como ferramenta de definição do preço justo da empresa e comparar o resultado obtido com o preço praticado no primeiro dia de pregão e preço de mercado atual.

Para atingir os objetivos propostos este trabalho irá confrontar a bibliografia existente com cotações históricas, balanços, demonstrativos financeiros, análise de cenários e análise fundamentalista das organizações que procederam a abertura de capital no ano de 2007.

3 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

3.1 AÇÃO

Uma ação representa a menor parcela do capital social de sociedade anônima. Entretanto, o detentor de uma ação, ou acionista, não é um credor da companhia mas sim um de seus proprietários e, como tal, possui direito a participação nos resultados da empresa proporcionalmente ao número de ações que detém.

3.1.1 Tipos de Ações

3.1.1.1 Ações Ordinárias

Nas companhias, a autoridade maior é a Assembléia dos Acionistas. É nesta assembléia que são definidos assuntos referentes a atividade da companhia, contas patrimoniais, destino dos lucros, eleição dos diretores e alterações estatutárias. Por definição, ações ordinárias são aquelas que conferem ao seu titular o direito de voto na Assembléia de Acionistas e, portanto, de determinar o destino da empresa. Cada ação representa um voto na assembléia.

3.1.1.2 Preferenciais

As ações preferenciais não asseguram direito a voto. Para o acionista preferencial, o lucro é mais importante que o controle, ou seja, este acionista prioriza a distribuição dos resultados. Segundo a lei 6404/76 artigo 17, os acionistas detentores destas ações têm a preferência na distribuição de dividendos correspondentes a, no mínimo, 3% sobre o valor do patrimônio líquido da ação e, no caso de dissolução da companhia, no reembolso de capital.

As ações preferenciais sem direito de voto adquirirão o exercício desse direito se a companhia, pelo prazo previsto no estatuto, não superior a 3 (três) exercícios consecutivos, deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos a que fizerem jus, direito que conservarão até o pagamento, se tais dividendos não forem cumulativos, ou até que sejam pagos os cumulativos em atraso. (redação dada pelo art. 111 § 1º da lei 6404/76)

3.1.2 Forma das Ações

3.1.2.1 Ações Nominativas

As ações são emitidas em títulos de propriedade, denominadas cautelares. Estes certificados apresentam, entre outros dados, o nome do acionista, cuja transferência é feita com a entrega da cautela e a averbação de termo, em livro próprio da sociedade emitente, identificando o novo acionista. Quando o acionista deseja desfazer-se de suas ações, a transferência também é assentada em livro próprio, o Livro de Transferência das Ações Nominativas.

3.1.2.2 Ações Escriturais

Ações escriturais são ações que não são representadas por cautelas ou certificados, funcionando como um registro eletrônico, no qual os valores são lançados a débito ou a crédito dos acionistas, não havendo movimentação física de documentos. Neste caso, elas são escrituradas por um banco, que é fiel depositário das ações da companhia, processa os pagamentos de direitos e resultados e as transferências de propriedade na forma da lei.

3.1.3 Valor de uma Ação

Quando se ouve falar do valor de determinada ação, geralmente, faz-se referência a seu preço em bolsa, o que se denomina cotação. Mas, em algumas ocasiões, ouve-se falar em valor nominal e, em outras, de valor contábil ou de liquidação. Portanto, conforme as circunstâncias, as ações apresentam valores monetários diferentes.

3.1.3.1 Valor Nominal

É o valor facial de uma ação, quer dizer, é aquele estabelecido pelos estatutos da companhia e que vem impresso na ação. O valor nominal corresponde ao capital dividido pelo número de ações.

3.1.3.2 Valor Patrimonial

Valor global do patrimônio líquido do exercício considerado dividido pelo número de ações. Pode servir de referência para o exercício de direitos de acionista.

3.1.3.3 Valor Contábil

Valor lançado no estatuto e nos livros da companhia. Pode ser explícito (valor nominal e preço de emissão) ou indiscriminado.

3.1.3.4 Valor de Liquidação

Valor avaliado em caso de encerramento das atividades da companhia.

3.1.3.5 Valor Intrínseco

Valor real avaliado no processo de análise fundamentalista.

3.1.3.6 Valor de Subscrição

Preço de emissão fixado em subscrições para aumento de capital (não pode ser inferior ao valor nominal contábil).

3.1.3.7 Valor de Mercado

É o valor que os compradores estão aceitando para pagar e os vendedores recebendo para fazê-lo em mercados organizados. A cotação de uma empresa não tem por que coincidir com seu valor nominal, contábil ou de liquidação. Em certas ocasiões, o preço das ações não tem nenhuma relação com o desempenho da empresa.

3.1.4 Rentabilidade das Ações

Os ganhos auferidos pelo detentor da ação vêm de duas componentes distintas: ganho ou perda de capital decorrente de oscilações do preço da ação no mercado em relação ao preço pago; e a renda decorrente da distribuição de dividendos e benefícios oferecidos pela empresa.

3.1.4.1 Dividendos

Para Pinheiro (2005), os dividendos são valores representativos de parte dos lucros da empresa, que é distribuído aos acionistas, em dinheiro, na proporção da quantidade de ações possuídas. Segundo o artigo 205 da lei 6404/76, a companhia pagará o dividendo de ações nominativas à pessoa que, na data do ato de declaração do dividendo, estiver inscrita como proprietária ou usufrutuária da ação.

A lei permite às empresas a fixação, em seus estatutos, de um dividendo a ser distribuído anualmente a seus acionistas. Estabelece, porém, a percentagem mínima de 25% do lucro líquido. Dentro desse limite, a empresa optará pela política que melhor se adapte às suas peculiaridades. (Pinheiro, 2005)

O dividendo deverá ser pago, salvo deliberação em contrário da assembleia-geral, no prazo de 60 (sessenta) dias da data em que for declarado e, em qualquer caso, dentro do exercício social. (redação dada pelo art. 205, § 3º da lei 6404/76)

3.1.4.2 Juros Sobre o Capital Próprio

Os juros sobre capital próprio são uma forma de remuneração ao acionista da empresa, originada pelo lucro retido em períodos anteriores. Normalmente, essa remuneração é paga em dinheiro pela empresa aos seus sócios.

Eles baseiam-se nas reservas de lucro, ou seja, nos lucros apresentados nos anos anteriores e que ficaram retidos na empresa. Para a empresa, a principal vantagem da distribuição de juros sobre o capital, em vez de dividendos, é que o valor pago aos acionistas é contabilizado como custo e, portanto, reduz o montante do Imposto de Renda pago pela companhia. (Pinheiro, 2005)

3.1.4.3 Bonificações

As bonificações consistem no recebimento gratuito de um número de ações proporcional à quantia já possuída. Resultam do aumento de capital, por incorporação de reservas ou lucros em suspenso. Para o patrimônio da empresa nada representam, uma vez que apenas há transferência de um valor inscrito em uma conta (do patrimônio líquido – reservas de lucros, reservas de reavaliações etc.) para outra (de capital).

A bonificação representa a atualização da cota de participação do acionista no capital da empresa. Pode ser feita mediante a emissão de novas ações ao valor nominal ou simplesmente pelo aumento do valor nominal de ações já existentes. (Pinheiro, 2005)

3.1.4.4 *Split* ou desdobramento

Distribuição gratuita de novas ações aos acionistas pela distribuição do capital em maior número de ações, com o objetivo de dar liquidez aos títulos no mercado.

O desdobramento é permitido tanto para as ações com valor nominal, quanto para aquelas sem esse valor. A operação de desdobramento de ações (*stock split* ou *split off*) não altera o capital da empresa, modificando, exclusivamente, o valor individual das ações. (Pinheiro, 2005)

3.1.4.5 *Inplit* ou Agrupamento

Para Pinheiro (2005), é a condensação do capital em menor número de ações com conseqüente aumento do valor patrimonial da ação. É realizado, geralmente, com o objetivo de ajustar o valor nominal da ação.

3.2 O MERCADO DE CAPITALIS

O mercado de capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários, que tem o propósito de proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização. É constituído pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas. No mercado de capitais, os principais títulos negociados são os representativos do capital de empresas — as ações — ou de empréstimos tomados, via mercado, por empresas — debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e *commercial papers* —, que permitem a circulação de capital para custear o desenvolvimento econômico. O mercado de capitais abrange, ainda, as negociações com direitos e recibos de subscrição de valores mobiliários, certificados de depósitos de ações e demais derivativos autorizados à negociação. (Folheto BOVESPA, Introdução ao Mercado de Capitais)

Pode ser dividido em Mercado Primário e Mercado Secundário. A diferença básica entre estes mercados é que, enquanto o primeiro caracteriza-se pelo encaixe de recursos na empresa, o segundo apresenta mera transação entre compradores e vendedores de ações, não ocorrendo assim alteração financeira na empresa.

3.2.1 Mercado Primário

O mercado primário de ações é onde se negocia a subscrição (venda) de novas ações ao público, ou seja, no qual a empresa obtém recursos para seus empreendimentos. Assim, esse importante segmento do mercado de capitais, o mercado de ações, exerce sua função de canalizar recursos dos que poupam para o investimento nas atividades produtivas. (Pinheiro, 2005)

3.2.2 Mercado Secundário

Já o mercado secundário de ações, segundo Pinheiro, é o lugar onde se transferem títulos entre investidores e/ou instituições. Portanto, torna-se uma condição para a existência do mercado primário, em que as empresas podem efetivamente obter recursos financeiros.

Assim, podemos concluir que a função do mercado secundário é dar liquidez ao investidor, possibilitando que, no momento que realizar uma operação de venda, exista o comprador, o que viabilizará o crescimento do mercado primário, e a conseqüente capitalização das empresas via mercado de ações.

O mercado secundário pode ser dividido em dois locais distintos: o mercado secundário de balcão e de bolsa de valores.

No Brasil, o ambiente de bolsa de valores é centralizado pela BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo, após acordo histórico para a integração de todas as bolsas brasileiras em um único mercado. Os mercados disponíveis na Bovespa são: mercado de opções, mercado a termo e mercado a vista. Temos ainda a Bolsa de Mercadorias e Futuros, onde são negociados índices futuros, opções, *commodities*, moedas estrangeiras e outros ativos.

3.2.2.1 Mercado a Vista

É o mercado onde se realizam as operações de compra e venda de ativos admitidos à negociação na Bovespa, com prazo de liquidação física e financeira fixado nos regulamentos e procedimentos operacionais da Câmara de Liquidação. Ou seja, a liquidação física (entrega dos títulos vendidos) se processa no segundo dia útil após a realização do negócio em bolsa e a liquidação financeira (pagamento

e recebimento da operação) se dá no terceiro dia útil posterior à negociação, e somente mediante a efetiva liquidação física. (Pinheiro, 2005)

Toda empresa tem suas ações negociadas, nas bolsas de valores, em lotes. Em geral, o lote-padrão é composto de 100 ações, porém há casos de lotes maiores, sempre múltiplos de 10. Na Bovespa, os lotes e seus múltiplos são negociados no mercado integral e as negociações com quantidades que diferem deste padrão, no mercado fracionário. Neste último, ao código do ativo é adicionada a letra “F”, para diferenciá-lo do mercado integral, e todas as ordens de compra e venda são executadas a mercado.

3.2.3 Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

O crescimento e o desenvolvimento dos mercados de capitais fez com que houvesse um aumento no interesse dos investidores institucionais nos diversos mercados do mundo. Com isso, cresceu também a preocupação com as políticas de investimento, que exigem informações mais claras e seguras. Seguindo essa tendência, criou-se no Brasil os níveis diferenciados de governança corporativa. Nestes níveis, as empresas listadas em cada segmento comprometem-se a adotar melhores práticas de governança e maior transparência na divulgação de informações.

3.2.3.1 Nível 1 de Governança Corporativa

Neste nível as companhias se comprometem a um nível mais alto de transparência do que os requisitos legais, melhorando as informações prestadas ao mercado e com compromisso de dispersão acionária. As principais obrigações da

empresas listadas no Nível 1 (Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1) são:

- ✓ 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 enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, e disponibilizado ao público, contendo demonstrações financeiras anuais –, entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa;
- ✓ Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) – documento enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, e disponibilizado ao público, contendo 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 como assembléias, divulgação de resultados, entre outros;
- ✓ Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas;
- ✓ Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores;

- ✓ Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia;
- ✓ Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.

3.2.3.2 Nível 2 de Governança Corporativa

As empresas listadas no Nível 2 se comprometem a cumprir as regras aplicáveis ao Nível 1 e, adicionalmente, a um conjunto mais amplo de práticas de governança relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários (Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2 - BOVESPA). As obrigações adicionais são:

- ✓ 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;
- ✓ Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP;
- ✓ Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias 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.

3.2.3.3 O Novo Mercado

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

A entrada de uma companhia no Novo Mercado ocorre por meio da assinatura de um contrato e implica a adesão a um conjunto de regras societárias, genericamente chamadas de "boas práticas de governança corporativa", mais exigentes do que as presentes na legislação brasileira. Essas regras, consolidadas no Regulamento de Listagem do Novo Mercado, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias, bem como a dispersão acionária, e, ao determinar a resolução dos conflitos societários por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada.

A principal exigência do Novo Mercado (BOVESPA, 2006), em relação à legislação, é a exigência de que o capital social da empresa seja composto somente por ações ordinárias. Os outros requisitos são:

- ✓ 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, e disponibilizado ao público, contendo demonstrações financeiras trimestrais –, entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa;
- ✓ Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP;
- ✓ Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, e disponibilizado ao público, contendo 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 como assembléias, divulgação de resultados, entre outros;
- ✓ 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 – free float;

- ✓ 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;
- ✓ Período de bloqueio à negociação para controladores, após a abertura de capital (*lock up*), de 100% nos primeiros 6 meses e 60% no período do 7º ao 12º mês após a colocação inicial.

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

3.3 O PROCESSO DE *UNDERWRITING*

Para se tornar uma companhia aberta a empresa deve estar constituída na forma jurídica de uma sociedade anônima, nos termos da Lei n. 6.404/76. Quando a empresa S/A de capital fechado decide se tornar uma empresa de capital aberto, oferecendo as suas ações ao mercado, esse processo é chamado no mercado financeiro de *Initial Public Offerings (IPO)*, ou Oferta Pública Inicial.

Para 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.

Segundo Pinheiro (2005), o *underwriting* é um esquema de lançamento de uma emissão de ações para subscrição pública, no qual a empresa encarrega uma instituição financeira da colocação desses títulos no mercado, ou seja, é uma

operação realizada por uma instituição financeira, mediante a qual, sozinha ou organizada em consórcio, subscreve títulos de emissão por parte de uma empresa, para posterior revenda no mercado.

Para Fortuna (2000), o *underwriting* é uma operação de colocação (lançamento) ou distribuição, pelos bancos de investimento, no mercado, de capitais de ações, debêntures ou outro título mobiliário qualquer para investimento ou revenda no mercado de capitais, recebendo uma comissão pelos serviços prestados, proporcional ao volume do lançamento.

Já para Cavalcante e Yoshio (2001), *underwriting* significa subscrição, emitir ações para captar novos recursos junto a acionistas. A operação de *underwriting* faz parte do Mercado primário, pois existe uma transferência de recursos diretamente do investidor para o caixa da empresa.

A operação de *underwriting* tem por objetivo prover recursos às sociedades anônimas, com a finalidade de capitalizar ou de consolidar a estrutura e seus investimentos. Para tanto, os instrumentos disponíveis são ações e/ou debêntures, estas em suas diversas formas. (PINHEIRO, 2005)

3.3.1 Formas de *Underwriting*

Para Pinheiro (2005), a operação de *Underwriting* pode ser feita de três formas. Por se tratar do foco deste trabalho, será desenvolvida de forma detalhada apenas a abertura de capital.

3.3.1.1 Aumento de capital

É a operação pela qual uma empresa de capital aberto oferece suas ações ou debêntures preferencialmente a seus acionistas e ao público em geral.

3.3.1.2 Abertura de capital através de *block-trade*

Trata-se de uma operação de leilão promovida em bolsa de valores em que são negociadas ações ou debêntures relativas à abertura do capital de uma empresa, a um preço mínimo estabelecido. Esta operação também pode ser feita por companhias de abertas. Neste caso, o processo é análogo à operação normal de *block-trade*, porém está sujeito procedimentos especiais de negociação segundo normas da CVM.

3.3.1.3 Abertura de capital

Abrir o capital de uma empresa significa tornar-se uma companhia de capital aberto, ou seja, emitir ações para o público em geral, que poderão ser transacionadas em bolsas de valores ou mercados de balcão. Em síntese, abrir o capital de uma empresa significa ter novos sócios.

Para Pinheiro (2005), a abertura de capital de uma empresa é operação pela qual uma sociedade oferece pela primeira vez suas ações ou debêntures à subscrição pública, através de uma ou mais instituições financeiras. Em termos legais, essa abertura ocorre quando seus valores mobiliários passam a ser negociados em bolsas de valores ou mercados de balcão. (PINHEIRO, 2005)

3.3.2 Procedimentos Preliminares

Para que a empresa obtenha sua condição de companhia aberta é necessário que sejam cumpridas as exigências legais e institucionais disciplinadas pela Lei n. 6.404/76 e Instrução CVM 202. O primeiro procedimento formal para a empresa abrir o capital é entrar com o pedido de registro de companhia aberta na Comissão de Valores Mobiliário (CVM), que é o órgão regulador e fiscalizador do mercado de capitais brasileiro. Juntamente com esse pedido, muitas empresas solicitam para que a CVM autorize a realização de uma venda de ações ao público, também conhecida como distribuição pública de ações. Dentre as exigências legais para a manutenção da condição de companhia aberta, podemos destacar alguns aspectos relevantes:

- ✓ relatório da administração, demonstrações financeiras anuais e respectivo parecer de auditoria independente;
- ✓ Demonstrações Financeiras Padronizadas;
- ✓ Assembléia Geral Ordinária ou Extraordinária divulgadas em edital;
- ✓ proibição de uso de informação privilegiada por parte dos administradores;

Também será necessário que a companhia implante, progressivamente, um programa de relações com investidores baseado na transparência, confiabilidade e ampla divulgação das informações divulgadas e tratamento respeitoso ao acionista minoritário.

Para coordenar o processo, a legislação obriga a que a distribuição pública seja coordenada por uma instituição financeira como banco múltiplo, banco de investimento, corretora de valores ou distribuidora.

Algumas das inúmeras obrigações da instituição coordenadora líder, também denominada de *underwriter*, são fazer o registro na CVM, estruturação e timing da oferta, processo de formação de preço, plano de distribuição e organização da apresentação da operação para o mercado. A montagem do road show é uma fase importante da operação, onde a companhia se apresenta aos diversos grupos de investidores institucionais, tanto nacionais e internacionais. O coordenador líder da operação organiza o *pool* de distribuição, onde são convidadas outras instituições financeiras que farão parte da colocação da oferta pública.

3.3.3 Modalidades de operação

Segundo Pinheiro (2005), após a efetivação do *pool* de distribuição, é efetivado o contrato formal de *underwriting*. É neste momento que o preço é estabelecido e inicia-se o processo para atender às exigências para a distribuição de títulos. O processo de estipulação do preço é o aspecto mais importante dessa fase.

Geralmente, ocorre um confronto de interesses nessa etapa entre a empresa e o líder, uma vez que para a empresa é interessante o maior preço possível, enquanto o *underwriter* busca a colocação dos títulos ao preço mais baixo possível. (PINHEIRO, 2005)

Para Ross (2000), essa é a tarefa mais difícil que o coordenador da operação tem num IPO. A empresa emissora enfrenta um custo potencial, se o preço de lançamento é muito alto ou muito baixo. Se a emissão é precificada em nível excessivamente alto, pode não ser bem-sucedida e precisar ser cancelada. Se o preço de emissão for muito baixo, os atuais acionistas da empresa serão prejudicados.

Para Pinheiro (2005), o sucesso da emissão está fundamentado num preço que satisfaça à empresa, dilua os riscos do *underwriter* e dê retorno ao investidor. A fixação do preço é um processo de barganha. Quem tiver mais poder de fogo ajustará o preço para mais próximo dos seus parâmetros.

Uma vez negociadas as características do lançamento, são feitas discussões entre a companhia emissora e a instituição financeira, para escolher a modalidade de *underwriting*, que definirá como os títulos serão colocados no mercado.

3.3.3.1 Garantia firme de subscrição

As instituições subscrevem integralmente a emissão de ações para tentar revendê-las posteriormente ao público. Nessa forma de contrato, a empresa não tem risco algum, pois tem certeza da entrada de recursos, já que o intermediário subscreve para si o total da emissão. O risco da aceitação ou não do lançamento pelo mercado fica por conta do intermediário financeiro. Esta prática traz diferenças no custo de contratação da operação, por acrescentar às comissões de coordenação e distribuição (ou colocação) a comissão de garantia total ou parcial. (PINHEIRO, 2005)

3.3.3.2 *Best efforts*

O intermediário financeiro assume o compromisso de realizar seu melhor esforço no sentido de colocar as ações ao público, não assumindo qualquer obrigação de comprar, ele mesmo, os títulos não vendidos. Neste caso, a empresa não tem certeza de conseguir aumentar o seu capital na proporção pretendida, nem no tempo estabelecido para sua concretização, já que assume todos os riscos de aceitação ou não das ações lançadas por parte do mercado. (PINHEIRO, 2005)

Para Cavalcante e Yoshio (2001), este tipo de operação pode ocorrer por decisão da empresa emissora que confia plenamente no sucesso da operação ou pela percepção de risco elevado da operação por parte da instituição financeira.

3.3.3.3 *Book building*

Nesta modalidade, o emissor, junto com o underwriter, fixa uma faixa de preço no 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.

3.4 DEFINIÇÃO DO PREÇO DA EMISSÃO

O processo de definição do preço de emissão é um aspecto muito importante. Para a empresa é interessante o maior preço possível, enquanto o underwriter busca a colocação dos títulos ao preço mais baixo. O sucesso da operação está na solução da equação de encontrar o preço que satisfaça à empresa, dilua os riscos do underwriter e dê um retorno ao investidor.

Para Ross et al. (2000) essa é a tarefa mais difícil que o coordenador da operação tem num IPO. A empresa emissora enfrenta um custo potencial, se o preço de lançamento é muito alto ou muito baixo. Se a emissão é precificada em nível excessivamente alto, pode não ser bem-sucedida e precisar ser cancelada. Se o preço de emissão for muito baixo, os atuais acionistas da empresa serão prejudicados. Segundo Ross et al. (2000) os atuais acionistas da empresa emissora não são beneficiados com a subscrição porque são eles que pagarão os custos desta oferta. Os custos com intermediários são compostos basicamente por três tipos de comissão:

- ✓ Comissão de coordenação: referente aos serviços de coordenação da emissão, registro na CVM, montagem do road show e liquidação financeira. O mercado está trabalhando com taxa entre 1,0% a 2,0% do montante da emissão;
- ✓ Comissão de garantia: para os contratos com garantia firme de colocação da operação, essa comissão varia entre 3,0% a 5,0% do montante da emissão;
- ✓ Comissão de colocação: é a comissão que os participantes do pool vão receber pela colocação efetivamente realizada; ela varia entre 4,0% a 5,0%.

Segundo Bodie et al. (2000) a maioria dos IPO's é subprecificada em relação ao preço que poderiam ser comercializadas. 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. A subprecificação das IPOs torna interessantes para todos os investidores; no entanto, a grande parte de uma típica emissão é alocada aos investidores institucionais.

Porém, segundo Bodie et al. (2000), nem todos os lançamentos acabam sendo subprecificados. Muitas vezes os underwriter acabam não conseguindo colocar todo o lote, ficando com as ações, que serão posteriormente vendidas no mercado secundário, com prejuízo. Continuando, Bodie et al. (2000) revelam que a maioria dos IPO's tem um desempenho favorável no início das negociações, mas no longo prazo são ruins em comparação com o desempenho de outras ações, indicando que os investidores são muito otimistas com relação às perspectivas das empresas.

Conforme dados publicados por Ross et al. (2000), a tabela a seguir (3) mostra os retornos iniciais médios de IPOs em diversos países do mundo, evidenciando que o fenômeno de as ações serem lançadas subavaliadas ocorre em diversos países com mercado de ações, mas o grau de subavaliação varia de país para país.

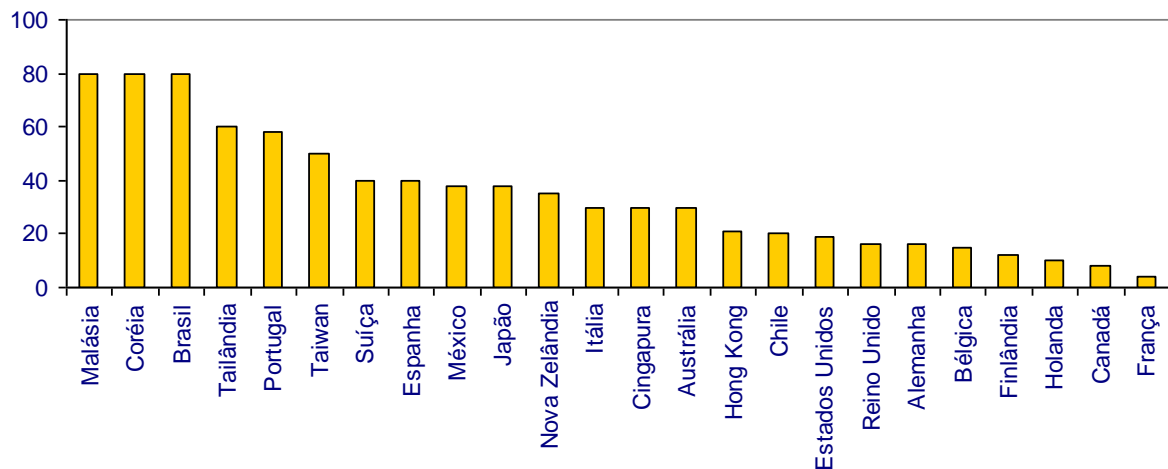
No mercado chinês existem três tipos de ações: tipo A, B e H. As ações do tipo A são cotadas em moeda local e só podem ser possuídas por cidadãos chineses. As de tipo B são destinados a estrangeiros e são cotados em dólar. E, por fim, os papéis de tipo H representam empresas chinesas que abriram o capital na bolsa de Hong Kong. Na representação da tabela abaixo o caso extremo é o da China, em ações do tipo A, com valorização média inicial de 388%.

Tabela 1 - Retorno Médio de IPOs no primeiro pregão 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 et al. (2000, p.394).

Gráfico 1 - Retornos Iniciais Médios para IPOs em vários países



Fonte: Loughran, Ritter e Rydquist (1994 apud BODIE et al., 2000).

Na Tabela abaixo, Ross et al. (2000) mostram que, no período de 1960 – 1996, foram analisados 13.308 IPOs, na Securities and Exchange Commission (SEC), indicando subavaliação de 15,8% em média, nos 36 anos analisados. Os casos extremos ocorreram em 1968, onde 368 emissões estavam em média

subavaliadas em 55,9%, e em 1973, quando 105 emissões estavam superavaliadas em média em 17,8%.

Tabela 2 - IPOs registrados na *Securities and Exchange Commission* - SEC (1960 – 1996)

| Ano | Quantidade de Lançamentos * | Retorno Inicial Médio % ** | Montante da oferta (US\$ milhões) | Ano | Quantidade de Lançamentos * | Retorno Inicial Médio % ** | Montante da oferta (US\$ milhões) |
|--------------|-----------------------------|----------------------------|-----------------------------------|-----------|-----------------------------|----------------------------|------------------------------------|
| 1960 | 269 | 17,8 | 553 | 1981 | 438 | 16,8 | 3.200 |
| 1961 | 435 | 34,1 | 1.243 | 1982 | 198 | 20,3 | 1.334 |
| 1962 | 298 | -1,6 | 431 | 1983 | 848 | 20,8 | 13.168 |
| 1963 | 83 | 3,9 | 246 | 1984 | 516 | 11,5 | 3.932 |
| 1964 | 97 | 5,3 | 380 | 1985 | 507 | 12,4 | 10.450 |
| 1965 | 146 | 12,7 | 409 | 1986 | 953 | 10,0 | 19.260 |
| 1966 | 85 | 7,1 | 275 | 1987 | 630 | 10,4 | 16.380 |
| 1967 | 100 | 37,7 | 641 | 1988 | 435 | 9,8 | 5.750 |
| 1968 | 368 | 55,9 | 1.205 | 1989 | 371 | 12,6 | 6.068 |
| 1969 | 780 | 12,5 | 2.605 | 1990 | 276 | 14,5 | 4.519 |
| 1970 | 358 | -0,7 | 780 | 1991 | 367 | 14,7 | 16.420 |
| 1971 | 391 | 21,2 | 1.655 | 1992 | 509 | 12,5 | 23.990 |
| 1972 | 562 | 7,5 | 2.724 | 1993 | 707 | 15,2 | 41.524 |
| 1973 | 105 | -17,8 | 330 | 1994 | 564 | 13,4 | 29.200 |
| 1974 | 9 | -7,0 | 51 | 1995 | 566 | 20,5 | 39.030 |
| 1975 | 14 | -1,9 | 264 | 1996 | 845 | 17,0 | 42.150 |
| 1976 | 34 | 2,9 | 237 | 1960 - 69 | 2.661 | 21,2 | 7.988 |
| 1977 | 40 | 21,0 | 151 | 1970 - 79 | 1.658 | 9,0 | 6.868 |
| 1978 | 42 | 25,7 | 247 | 1980 - 89 | 5.155 | 15,3 | 80.946 |
| 1979 | 103 | 24,6 | 429 | 1990 - 96 | 3.834 | 15,6 | 196.833 |
| 1980 | 259 | 49,4 | 1.404 | | | | |
| Total | | | | | 13.308 | 15,8 | 292.635 |

(*) O número de operações exclui as operações do tipo Regulamento A

(**) Os retornos iniciais para o período de 1960 - 1976 foram calculados pela variação percentual entre o preço de lançamento e a cotação no final do mês, menos a taxa de retorno do mercado. Para o período de 1977-1992 os retornos iniciais são as variações percentuais entre o preço de lançamento e a cotação no final do primeiro dia de negociação.

Fonte: Ibbotson, Sindelar e Ritter (1994).

Para Ross et al. (2000) não existe, entre os pesquisadores, uma explicação para a subavaliação das emissões. Conforme mostra a Tabela 5, que associa o faturamento anual das empresas emitentes e os retornos iniciais, fica uma evidência de que os lançamentos menores são os mais especulativos. Para atrair os investidores os coordenadores da operação subavaliavam essas empresas.

Tabela 3 - Faturamento Empresas IPOs - Retorno Inicial

| Faturamento Anual das Empresas IPOs US\$ (*) | Quantidade de Empresas | Retorno Inicial Médio % |
|--|------------------------|-------------------------|
| 0 | 386 | 42,9 |
| 1 - 999.999 | 678 | 31,4 |
| 1.000.000 - 4.999.999 | 353 | 14,3 |
| 5.000.000 - 14.999.999 | 347 | 10,7 |
| 15.000.000 - 24.999.999 | 182 | 6,5 |
| 25.000.000 e superior | 493 | 5,3 |
| Total | 2.439 | 20,7 |

(*) Faturamento anual médido pela receita de vendas dos 12 mese anteriores à abertura de capital

(**) Retorno inicial calculado pela variação percentual entre o preço de lançamento e a primeira oferta registrada

Fonte: Ibbotson, Sindelar e Ritter (1994).

Para Purnanandam e Swaminathan (2002), é surpreendente que os IPOs sejam sistematicamente supervalorizados em relação aos múltiplos fundamentalistas. Em uma amostra de mais de 2.000 empresas de grande valor de mercado, no período de 1980 até 1997, na média os IPO's estavam supervalorizados em 50% com relação ao mesmo tipo de empresa. Esta sobrevalorização é observada em empresas de tecnologia e nas demais. Estes resultados são inconsistentes com a noção de que os IPO's são subvalorizados, mas na avaliação do desempenho dos IPO's ao longo do tempo vê-se que a performance dessas ações é ruim. A pesquisa dos autores mostra que, com relação aos IPO's supervalorizados, comparativamente aos fundamentos, o retorno no primeiro dia é maior entre 5% a 7%, para os subvalorizados. Logo, os IPO's supervalorizados em relação aos fundamentos ficam ainda mais valorizados nos primeiros dias de negociação, dando a entender que os preços de lançamento estavam subavaliados. Este resultado, segundo os autores, é inconsistente com o Modelo da Assimetria da Informação de preços dos IPO's e também inconsistente com a teoria comportamental baseada, pois essas teorias dizem que para IPOs

subvalorizados exibiriam melhor performance quando começassem a ser negociados.

Os estudos de Fama e French (1997) indicam que IPOs supervalorizados têm baixo desempenho a partir do segundo ano da oferta até o quinto. Para a teoria comportamental Loughran e Ritter (1995), o momento em que essas empresas vêm a mercado é chamado como uma “janela de oportunidade”, lançando as ações supervalorizadas, pois os investidores estão mais otimistas com o mercado.

Segundo Sherman e Jagannathan (2005), estatísticas para o período de 1980–2001 mostram que 6.200 companhias americanas abriram o capital, captando um montante de US\$ 500 bilhões. No primeiro dia de negociação os preços subiram em média 22%, deixando “na mesa” mais de US\$ 100 bilhões. Para “Wilhelm”, existem boas razões para as empresas lançarem as suas ações abaixo do preço justo. Uma delas seria deixar esse ganho inicial para os investidores, para que tenham coragem de comprar as novas ações entrantes no mercado. No período específico entre 1999-2000, houve um aumento muito grande de IPOs nos Estados Unidos, e foi negociado um volume de emissões da ordem de US\$ 130 bilhões, com ganhos no primeiro dia em mais de 50%.

Loughran e Ritter (2002), analisando a evolução por períodos, verificaram que, na década de 1980, o retorno médio no primeiro dia de negociação era de 7%, passando, no período de 1990-1998, para 15% de ganho. Durante os anos de 1999-2000, período da bolha da internet, os ganhos deram um salto para 65%.

Muitos modelos de teoria de IPO são baseados na assimetria da informação. Baron (1982) apresenta um modelo de subavaliação aonde a decisão do preço da emissão é do underwriter. Os bancos de investimentos encontram o preço que dará menos trabalho para a colocação. Loughran e Ritter (2002) enfatizam a compensação que underwriters recebem dos clientes no retorno da fixação dos preços dos IPOs abaixo do preço justo. Por outro lado, os administradores das empresas emissoras não ficam chateados com os lançamentos abaixo do preço justo, pois estão aumentando a sua riqueza pessoal com o aumento dos preços no primeiro dia da emissão. Alguns autores falam da hipótese da corrupção, com base no conflito de interesses.

Loughran e Ritter (2002) apresentam algumas explicações para esse fenômeno. Essa mudança pode ser atribuída à mudança da composição do risco do universo de empresas que estão vindo a mercado, gerando incertezas nas avaliações dos preços. Outro fator levantado é a corrupção como uma motivação para a subavaliação; os executivos das empresas emissoras subprecificavam para serem beneficiados. O artigo comenta que o universo de empresas abrindo o capital nos EUA mudou com o tempo, com empresas de tecnologia e com prejuízo abrindo o capital. O volume negociado no primeiro dia de negociações cresceu fortemente, duplicando de 1980 para 1990 e duplicando no período da bolha da internet.

Segundo Loughran et al. (2001), foi utilizada uma amostra de 2.025 IPOs entre 1993 e 1996, sendo examinadas as forças previsíveis, no longo prazo, de indicadores pioneiros de mercado de divergência de opinião, incertezas e qualidade dos IPOs. Os autores esclareceram que IPO com alta proporção de “flipping” (comprar ações em IPO e vender imediatamente depois do início das negociações), grandes spreads na abertura, ou grande atraso na abertura, diminuem o desempenho da ação significativamente por até três anos após o lançamento do papel. Para os autores a taxa de flipping, spread de abertura e a hora do primeiro negócio capturam um componente único da incerteza ou divergência de opiniões sobre um IPO.

A taxa de *flipping*, como medida por Krigman, Shaw e Womack (1999), evidencia a opinião dos traders institucionais no dia da abertura. Uma alta taxa de flipping indica mais negócios na abertura. O tamanho do spread inicial reflete a dispersão de opiniões presentes na leva de ordens de abertura dos participantes do mercado, onde spreads grandes indicam altas despesas de seleção adversa. A hora do primeiro negócio significa o nível de incerteza confrontando com os underwriters do IPO, já que o líder da operação tem a opção de atrasar o lançamento para observar a abertura do mercado ou para medir melhor a demanda do investidor pelo ativo.

Esse estudo, segundo os autores, dá suporte para a hipótese de divergência de opiniões, inicialmente proposta por Miller (1977). Em mercados com venda a descoberto restringida, como IPO, Miller (1977) argumenta que investidores mais otimistas determinam o preço do ativo por incluírem esses ativos nas suas carteiras de ações. A venda a descoberto, impossibilitada inicialmente, restringe os traders

pessimistas de refletirem suas opiniões no mercado. Por isso, Miller (1977) diz que a maior incerteza sobre IPO corresponde à maior subavaliação no curto prazo e um baixo desempenho no longo prazo. O estudo conclui que os investidores deveriam evitar IPO com alto nível de flipping, um grande spread de abertura e um primeiro negócio tardio, pois os resultados indicam que IPOs com baixo flipping, pequeno spread e primeiro negócio rápido são provavelmente os que darão melhores resultados, no futuro, para as carteiras.

3.5 ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DE AÇÕES

No mercado de ações, se considerarmos o comportamento geral dos participantes do mercado e excluirmos decisões basicamente intuitivas, existem duas ferramentas de análise: análise técnica e análise fundamentalista.

A escola técnica ou grafista é um estudo que se dedica à observação da evolução dos mercados com base em sua representação gráfica. Seu principal pressuposto é de que os preços das ações movem-se em tendências que de alguma forma podem ser previstas. Assim, seu objetivo é identificar essas tendências de alta ou baixa para definir o melhor momento de compra ou venda. Ou seja, sua base de análises é o comportamento histórico de preços.

Já a análise fundamentalista é assim chamada porque busca avaliar se um ativo está super ou subavaliado em função de seus fundamentos. Essa metodologia parte do princípio que o preço de uma ação no presente é reflexo da projeção de seus resultados futuros. Para isso, ela avalia a situação econômica na qual a empresa está inserida e projeta o seu desempenho, trazendo-o a um valor presente com uma determinada taxa de desconto.

É difícil encontrar analistas de investimento que se utilizem exclusivamente de uma ou outra escola. Em geral elas são utilizadas simultaneamente, sendo que a análise fundamentalista serve para escolher ações nas quais os recursos serão investidos, enquanto a análise técnica serve para determinar o momento mais favorável para o investimento.

Para a melhor comparação e avaliação das ofertas escolhidas, este trabalho não se utilizará da análise técnica. Adotou-se essa premissa porque o seu objetivo principal é avaliar empresas que estão abrindo o capital pela primeira vez, não sendo possível obter um comportamento histórico. E a segunda razão é que não se tem por objetivo avaliar qual o momento de compra ou venda destes ativos no primeiro dia de pregão, e sim avaliar se estão sub ou superavaliados.

Para Pinheiro (2005), a análise fundamentalista é o estudo de toda informação disponível no mercado sobre determinada empresa, com a finalidade de obter seu verdadeiro valor, e assim formular uma recomendação de investimento.

O objetivo principal desta análise é avaliar o comportamento da empresa visando à determinação do seu real valor. Este tipo de análise parte do princípio que as ações de uma organização têm um valor intrínseco, que está associado à *performance* da empresa e a situação geral da economia. O objetivo da análise fundamentalista é antecipar o comportamento futuro de uma determinada empresa e, conseqüentemente, sua capacidade de gerar resultados a longo prazo. Assim, pode-se dizer que a análise fundamentalista trata de descobrir supervalorizações ou subvalorizações de empresas no mercado e, por conseguinte, recomendar ou não decisões de investimento.

Para Pinheiro (2005), o processo decisório dessa escola de análise de investimento envolve o cálculo do valor hipotético da empresa, que corresponderia a seu “preço justo” em determinado momento, e, pela comparação desse com seu preço de mercado, seleciona para investimento aquela com menor relação valor intrínseco/preço de mercado.

A análise fundamentalista, como qualquer método de avaliação, engloba distintos enfoques e sistemas de utilização. Uma das diferenciações que podemos fazer é quanto ao processo que se utiliza para chegar a uma conclusão sobre a compra ou venda de uma ação. (PINHEIRO, 2005)

Existem dois métodos de análise, de acordo com perspectiva que se queira utilizar. O primeiro é chamado de *top down*, que idealiza que a análise deve partir de princípios macroeconômicos até chegar aos fundamentos da empresa, visto que a bolsa de valores deve refletir os princípios da economia. O segundo método chama-se *bottom up*, que defende que princípio da análise deve ser feito com base nas perspectivas da empresa.

O mercado de capitais brasileiro apresenta tamanho bastante reduzido em relação a outros mercados. Segundo a Bovespa, o volume diário de negociações varia entre US\$ 1,5 e US\$ 2 bilhões, o que representa 0,15% do PIB brasileiro. No mercado americano este volume chega a atingir US\$ 60 bilhões, representando 0,48% do PIB daquele país. Na Alemanha o volume gira em torno dos US\$ 50 bilhões e a relação volume negociado/PIB é maior ainda: 1,56%. Analisando esta relação mais profundamente, percebe-se que no Estados Unidos ela é 3 vezes maior que no Brasil e, na Alemanha, 7 vezes maior.

Com relação à participação de investidores no mercado de capitais brasileiro, percebe-se novamente a sua pequena amplitude. Segundo a Bovespa, em novembro de 2007 a CBLC contabilizava 1.373.020 contas de investidores, distribuídos nas proporções da tabela abaixo:

Quadro 1 – Composição do número de Investidores na Bovespa

| | | | | | | |
|----------|-------|-------|-------|------|-------|------|
| Jan/07 | 26,1% | 28,4% | 33,0% | 3,1% | 9,4% | 0,1% |
| Fev | 22,1% | 26,4% | 36,4% | 1,5% | 13,4% | 0,1% |
| Mar | 25,0% | 28,9% | 34,5% | 1,3% | 10,2% | 0,2% |
| Abr | 21,5% | 30,2% | 33,1% | 1,5% | 13,8% | 0,1% |
| Mai | 24,4% | 30,5% | 34,1% | 1,3% | 9,5% | 0,1% |
| Jun | 20,0% | 26,9% | 35,6% | 5,5% | 11,9% | 0,1% |
| Jul | 23,4% | 29,0% | 35,5% | 2,1% | 9,5% | 0,5% |
| Ago | 22,5% | 31,6% | 33,1% | 1,2% | 11,5% | 0,1% |
| Set | 24,3% | 32,7% | 34,0% | 1,7% | 7,2% | 0,1% |
| Out | 22,9% | 29,5% | 34,2% | 2,6% | 10,6% | 0,2% |
| Nov | 23,9% | 30,3% | 35,3% | 1,8% | 8,4% | 0,2% |
| Dez | 21,7% | 31,2% | 35,2% | 2,0% | 9,8% | 0,1% |
| Jan/08 | 23,8% | 30,1% | 35,2% | 1,8% | 8,9% | 0,1% |
| Fev | 25,5% | 29,0% | 34,7% | 1,9% | 8,8% | 0,1% |
| Mar | 26,9% | 27,1% | 36,3% | 2,2% | 7,4% | 0,1% |
| Abr | 25,9% | 28,9% | 33,4% | 4,1% | 7,7% | 0,1% |
| Mai (*) | 27,7% | 26,2% | 35,2% | 3,4% | 7,4% | 0,1% |
| 2008 (*) | 25,8% | 28,4% | 34,9% | 2,7% | 8,1% | 0,1% |

Nota: Considerada a soma do volume de compra e venda.

(*) até dia 19/mai

ANOS ANTERIORES

| Ano/Tipo Invest. | Pes. Físicas | Institucionais | Estrangeiro | Empresas | Inst. Financ. | Outros |
|------------------|--------------|----------------|-------------|----------|---------------|--------|
| 2007 | 23,0% | 29,8% | 34,5% | 2,2% | 10,4% | 0,2% |
| 2006 | 24,6% | 27,2% | 35,5% | 2,2% | 10,4% | 0,1% |
| 2005 | 25,4% | 27,5% | 32,8% | 2,3% | 11,7% | 0,3% |
| 2004 | 27,5% | 28,1% | 27,3% | 3,0% | 13,8% | 0,4% |
| 2003 | 26,2% | 27,6% | 24,1% | 3,7% | 18,0% | 0,4% |
| 2002 | 21,9% | 16,5% | 26,0% | 3,3% | 32,1% | 0,2% |
| 2001 | 21,7% | 16,0% | 25,1% | 3,0% | 34,0% | 0,2% |
| 2000 | 20,2% | 15,8% | 22,0% | 4,2% | 36,7% | 1,1% |
| 1999 | 15,9% | 15,6% | 22,3% | 6,1% | 39,1% | 1,0% |
| 1998 | 12,3% | 17,6% | 25,1% | 7,2% | 37,0% | 0,7% |
| 1997 | 10,4% | 19,0% | 25,9% | 4,3% | 40,1% | 0,4% |
| 1996 | 9,9% | 13,0% | 28,6% | 3,2% | 45,1% | 0,2% |
| 1995 | 11,3% | 15,8% | 26,4% | 5,0% | 41,3% | 0,2% |
| 1994 | 9,7% | 16,4% | 21,4% | 6,9% | 45,5% | 0,2% |

Nota: Considerada a soma do volume de compra e venda.

Obs.: A partir de janeiro de 2004, a participação dos investidores Pessoas Físicas passou a incorporar a de Clubes de Investimento, antes computada em investidor Institucional. A série histórica acima está ajustada à nova metodologia.

FONTE: Boletim Dados de Mercado – 21/05/2008. Site da Bovespa.

Se, no referido mês, considerarmos somente o número de investidores pessoas físicas (328.151) e fizermos uma relação com a totalidade da população brasileira, descobriremos que eles representam aproximadamente 0,18% da população. Se ampliarmos um pouco mais esta visão e considerarmos para efeito deste cálculo também os investidores que investem indiretamente, através de fundos de instituições financeiras, veremos que este percentual sobe para 0,46% da população. Nos Estados Unidos o número de investidores diretos representa 18% da população e, se considerarmos também os investidores de fundos, este número aumenta para 32%.

Portanto, como este estudo analisa o comportamento de empresas apenas no mercado de capitais brasileiro, decidiu-se utilizar a metodologia *top down*, visto que seu tamanho reduzido e a participação de elevado número de investidores estrangeiros faz com que fatores macroeconômicos de outros países afete diretamente a demanda por ações de empresas brasileiras.

3.5.1 Modelo de avaliação do preço justo da empresa

O maior problema enfrentado por um investidor é saber se os preços pagos por uma ação são altos, baixos ou justos. Não existe um método ou processo matemático exato para definição deste preço e isto se deve a dois aspectos principais: a capacidade de remunerar o investimento que define o valor intrínseco de uma ação e sua comparação com o preço de mercado, que é sensível a fatores psicossociais.

Um modelo de avaliação é um mecanismo que consolida um conjunto de estimativas de uma série de variáveis de empresas, ou econômicas numa previsão do valor que uma ação deveria ser negociada no mercado. Os dados de entrada de um modelo de avaliação são representados por variáveis contábeis, econômicas e financeiras. O produto final do modelo é expresso em termos de valor de mercado ou retorno esperados na aquisição de uma ação, seguido de uma recomendação de compra ou venda. (PINHEIRO, 2005)

Existem diversas maneiras de determinar o preço justo de uma empresa. Dentre elas estão metodologias que avaliam valores contábeis, análise de múltiplos ou desconto de fluxos futuros. Este trabalho utilizará a metodologia de desconto de fluxos futuros por entender que é a que melhor reflete desempenho futuro dos resultados de uma empresa. Além disso, esta metodologia consegue precificar a

maneira como cada empresa é administrada, visto que pondera fatores como endividamento, composição de capitais e perspectivas de investimento, não apresentando como justificativa de avaliação apenas a relação entre contas de balanço e seu preço ou lucro líquido.

3.5.1.1 Modelo do Desconto dos fluxos de caixa

O desconto dos fluxos de caixa baseia-se num prognóstico detalhado para cada período de cada uma das contas financeiras que se vinculam com a geração de caixa pela empresa. Basicamente, trata-se de projetar, partindo de premissas estabelecidas em dados macroeconômicos e setoriais, o fluxo financeiro da empresa no futuro e, logo após, descontá-los a uma taxa de desconto apropriada. Para determinação do tempo do fluxo futuro, parte-se do princípio que uma empresa não é criada para fechar logo a frente. Portanto, adota-se um período de cinco anos para a projeção detalhada e, após, define-se os dados de crescimento para uma perpetuidade.

Para a projeção do fluxo dos anos seguintes é necessária a utilização de uma taxa de crescimento. A prática habitual é utilizar o modelo de crescimento constante, em que a taxa de crescimento deve ser sustentável indefinidamente, normalmente similar ao crescimento do PIB. Porém, este modelo não avalia os diferenciais competitivos de gestão da empresa e as perspectivas do setor no qual está inserida.

A valorização pelo desconto dos fluxos de caixa parte da idéia do valor do dinheiro no tempo. Para isso, é preciso utilizar uma taxa para descontar o fluxo futuro até o presente. Em geral esta taxa é dada pelo custo do investidor ou pela rentabilidade esperada. Por exemplo, para um investidor pessoa física que vai investir em ações, a taxa utilizada é a remuneração dos ativos livre de risco (títulos da dívida pública) acrescida do prêmio pelo risco definido por ele. Ou seja, o custo

mínimo de capital do mesmo. O mesmo se aplica na hora de avaliar uma empresa. A taxa de desconto será a taxa que reflete o custo de capital da mesma, ou seja, a remuneração que ela paga aos capitais do acionista e de terceiros (de curto e longo prazo). Este custo de capital é chamado de custo médio ponderado de capital (*Weighted Average Cost of Capital – WACC*) e é calculado da seguinte forma:

$$WACC = \frac{CP}{CP + CT} \times i_{CP} + \frac{CT}{CP + CT} \times i_{CT} \times (1 - IR) \quad (3)$$

Onde:

CP = Montante de Capital Próprio.

CT = Montante de Capital Terceiros.

i_{CP} = Custo do Capital Próprio.

i_{CT} = Custo do Capital de Terceiros.

IR = Alíquota de Imposto de Renda.

É importante ressaltar que o preço justo para um investidor não é necessariamente igual para outro. Isso acontece por causa das dificuldades deste método, que consistem nas projeções dos fluxos para os anos seguintes, escolha da taxa de crescimento adequada e numa correta análise de cenários. Portanto, toda e qualquer metodologia de avaliação não se constitui em verdade absoluta; reflete apenas a maneira como o analista está projetando esses fatores para determinado ativo.

4 RESULTADOS

Nesta parte do trabalho serão apresentados todos os dados coletados a respeito das ofertas públicas e dos dados de mercado. Também será feita uma análise de cenários que balizará as premissas da análise fundamentalista, a qual definirá o preço justo de cada companhia.

4.1 AVALIAÇÃO DOS CENÁRIOS MACROECONÔMICO E INTERNACIONAL PARA ANO DE 2007

Ao final de 2006, ponderava-se os seguintes aspectos sobre a economia mundial e o cenário brasileiro:

Quadro 2 – Histórico de dados macroeconômicos

| Variáveis | Histórico | | | | Estimativa |
|--|-----------|-------|-------|------|------------|
| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
| Nível de preços (inflação) | 9,3 | 7,6 | 5,7 | 4,4 | 4,5 |
| Crescimento PIB Mundial | 3,9 | 4,9 | 3,1 | 4,3 | 4,3 |
| Crescimento PIB EUA | 3,0 | 4,5 | 3,8 | 3,2 | 3 |
| PIB Brasil (US\$ bilhões) | 498 | 603 | 800 | 949 | 1005 |
| Crescimento real do PIB | 0,5 | 4,9 | 2,3 | 3,8 | 4,0 |
| População (milhões) | 177 | 179 | 184 | 187 | 190 |
| Crescimento da massa salarial (%) | -4,0 | -10,2 | 3,8 | 5,3 | 5,0 |
| Investimentos agregados (%) | -5,1 | 10,9 | 1,6 | 6,0 | 7,2 |
| Exportações globais (US\$ bilhões) | 73,1 | 96,5 | 118,3 | 132 | 140,2 |
| Importações globais (US\$ bilhões) | 48,3 | 62,8 | 73,6 | 89,0 | 100 |
| Desemprego (IBGE média anual) | 12,3 | 11,5 | 9,8 | 9,3 | 8,3 |
| Taxa de juros SELIC | 16,5 | 17,75 | 18 | 14,0 | 11,5 |
| TJLP | 11,5 | 9,81 | 9,75 | 9,0 | 7,8 |
| Taxa de juros americana (<i>Fed Funds</i>) | 1,00 | 2,25 | 4,25 | 4,5 | 4,5 |
| Taxa de câmbio (R\$/US\$) | 2,88 | 2,65 | 2,33 | 2,14 | 2,11 |

Fontes: BACEN, IBGE, BLOOMBERG, FMI, BRADESCO.

A economia mundial atravessa um bom momento como não se via há muito tempo, impulsionada principalmente pelo forte crescimento da China e da Índia; a liquidez internacional apresenta-se alta, beneficiando países como o Brasil com a entrada de capitais estrangeiros. Conforme projeções do crescimento no nível da atividade econômica mundial, há uma tendência deste cenário manter-se a médio e longo prazo.

Observando a economia norte-americana, que possui o maior mercado de capitais do mundo e a maior participação na economia mundial, seu crescimento tende a diminuir em função da política monetária levemente contracionista por parte do FED (*Federal Reserve Board*), o banco central americano, e em função do esfriamento do seu superaquecido mercado imobiliário. Tal fato pode produzir alguma preocupação.

As principais ameaças no cenário internacional se relacionam a um possível aperto fiscal nos Estados Unidos, com conseqüente elevação da taxa de juros, o que poderá retrainir o nível de atividade interna da maior economia mundial, com conseqüências para a liquidez internacional, afetando o fluxo de recursos para as economias emergentes.

Quanto ao Brasil, se analisarmos a tabela de variáveis macroeconômicas acima e suas projeções, podemos dizer que possui um grande potencial de desenvolvimento. Isso porque tende a colher os frutos de uma política econômica iniciada em 1999 baseada em três pilares: Câmbio flutuante, regime de metas de inflação e ajuste fiscal. Assim, a atividade econômica tende a crescer em um ritmo acima da mundial, gerando um PIB maior e melhor, o que afetará diretamente a atividade empresarial brasileira e, conseqüentemente, sua capacidade de investimento.

A população nacional tem crescido menos que nos últimos anos em valores percentuais. Porém, em valores absolutos, ainda apresenta um crescimento elevado. Tal fato gera dúvidas se haverá empregos suficientes para todos no futuro. Mesmo assim, a massa salarial e o nível de emprego tendem a aumentar, o que será muito bom, pois com uma renda maior as pessoas tendem a gastar mais e farão com que mais dinheiro circule na economia.

Com relação à balança comercial, as exportações vêm superando as importações desde 2001, conforme tabela abaixo:

Gráfico 2 – Balança Comercial 1989 - 2008

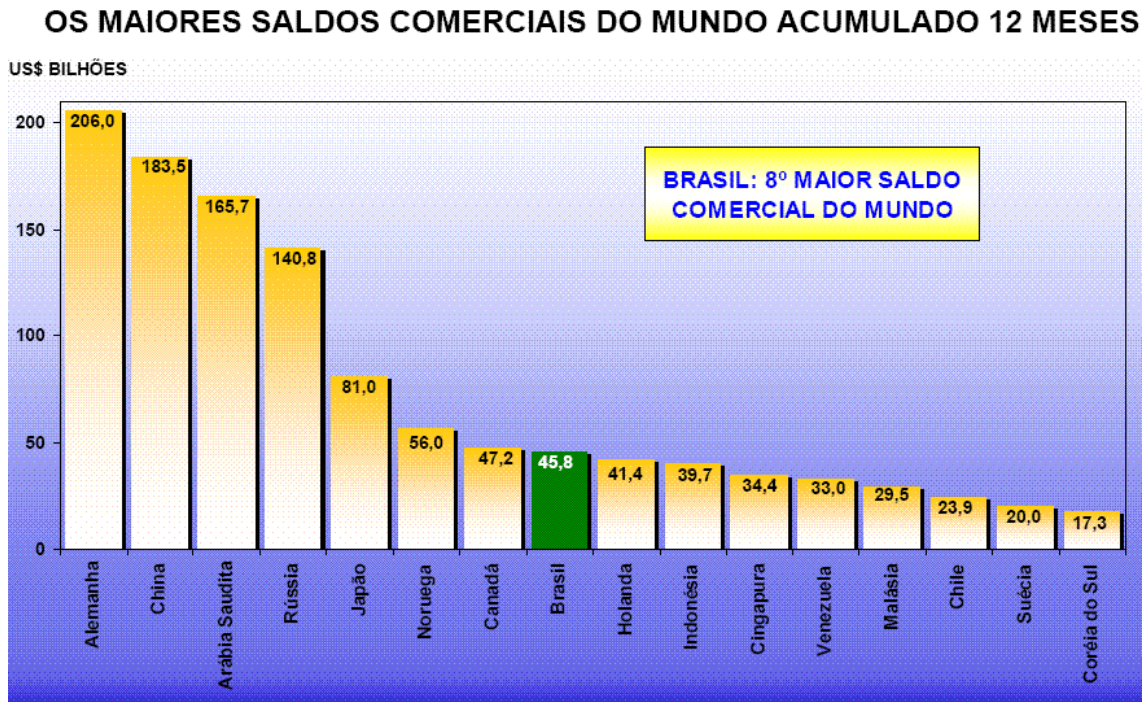
BALANÇA COMERCIAL: NOTÁVEL RECUPERAÇÃO APÓS 2002
1989 - 2008



FONTE: Bacen

Este desempenho favorável se explica em grande parte pela adoção do regime de câmbio flutuante em 1999, quando o Real se desvalorizou significativamente em relação ao Dólar e favoreceu os preços dos produtos brasileiros no exterior, tornando-os mais baratos. Podemos acrescentar ainda que a adoção aumentou os preços dos produtos importados no Brasil, o que diminuiu a demanda pelos mesmos. Outra explicação para este aumento significativo são as altas no preços de *commodities* como petróleo e minério de ferro no mercado internacional. Assim, a conjugação desses fatores fez com que o Brasil chegasse ao oitavo maior saldo comercial do mundo, conforme tabela abaixo:

Gráfico 3 – Saldos Comerciais do Mundo



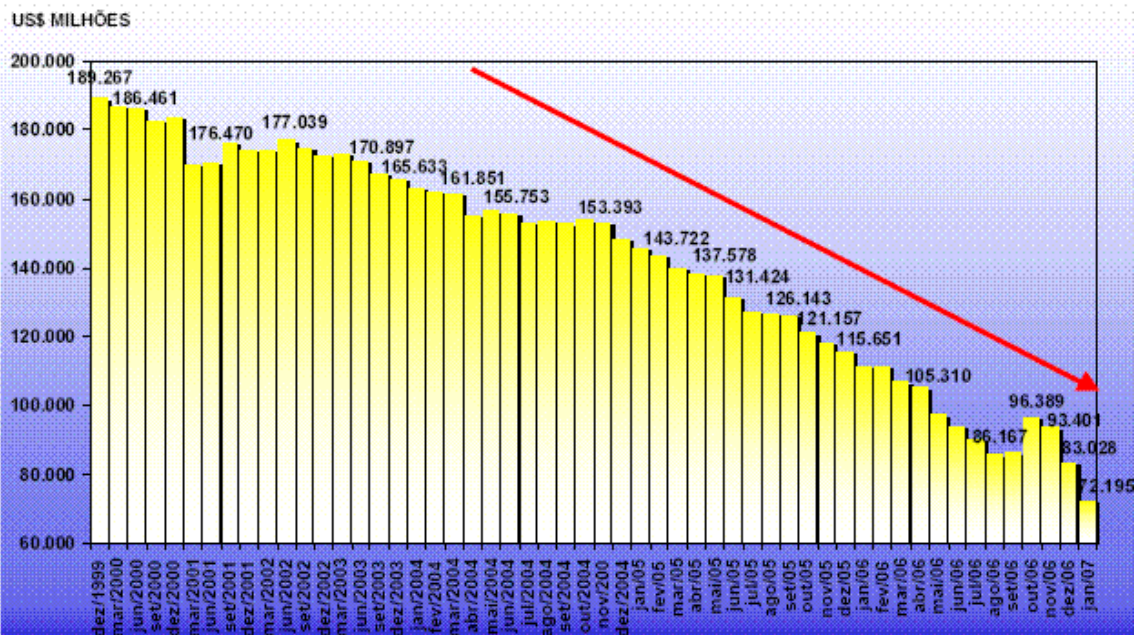
Fonte: The Economist

Como consequência dos seguidos superávits comerciais, a dívida externa deixou de ser um problema. A estabilização da economia e a consequente entrada de capitais estrangeiros no país aumentou muito o saldo das reservas internacionais brasileiras. Assim, com saldo em caixa lastreado em Dólares, o governo não é mais obrigado a fazer renegociações onerosas e passou a ter confiabilidade e poder de barganha junto ao FMI (Fundo Monetário Internacional).

O gráfico abaixo apresenta a evolução da dívida externa líquida do Brasil, que, segundo o Banco Central, corresponde à soma da dívida externa bruta do setor público não-financeiro e do Banco Central, deduzida de suas aplicações em moeda estrangeira.

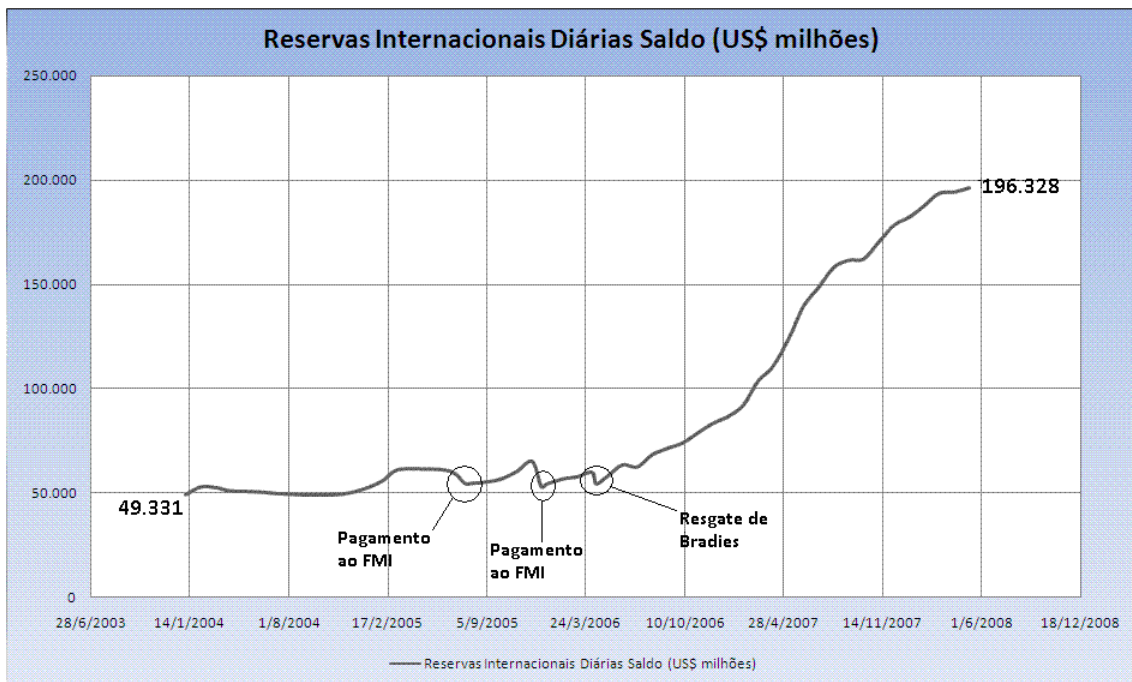
Gráfico 4 – Dívida Externa Líquida 1999- 2007

Dívida Externa Líquida 1999 - 2007



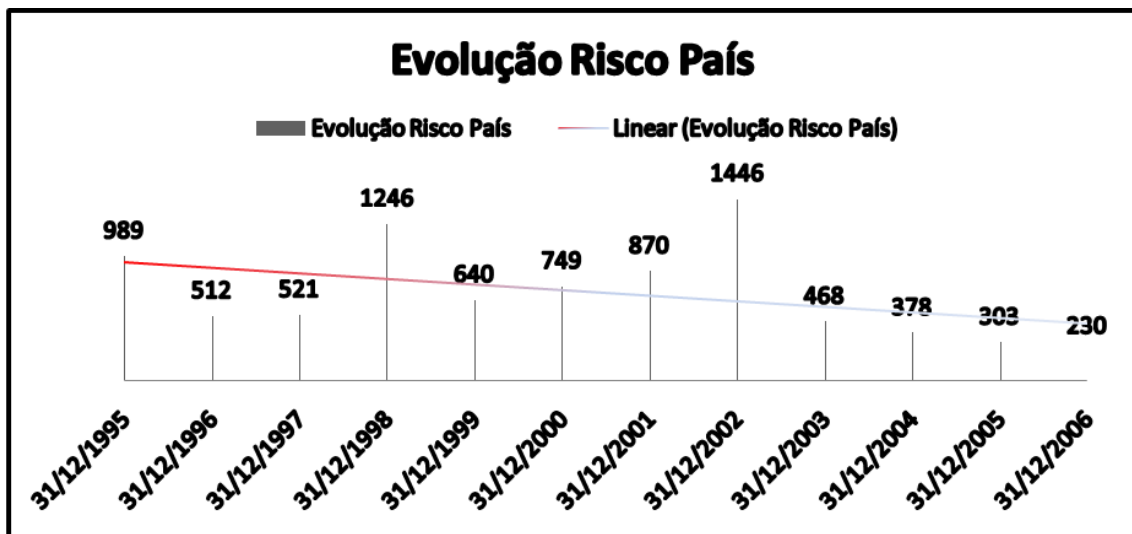
Fonte: BACEN

Gráfico 5 – Reservas Internacionais Brasileiras

Fonte: BACEN (<http://www.bacen.gov.br/?RESERVA> – acesso em 28/03/2008)

Com tamanho ajuste em seus dados macroeconômicos, o Brasil iniciou uma trajetória de queda do risco país, o que o tornará mais atrativo para investidores e promoverá entrada de mais recursos estrangeiros no território nacional. Assim, a tendência é aumentarmos o saldo de reservas internacionais e um iniciarmos um movimento de apreciação do câmbio.

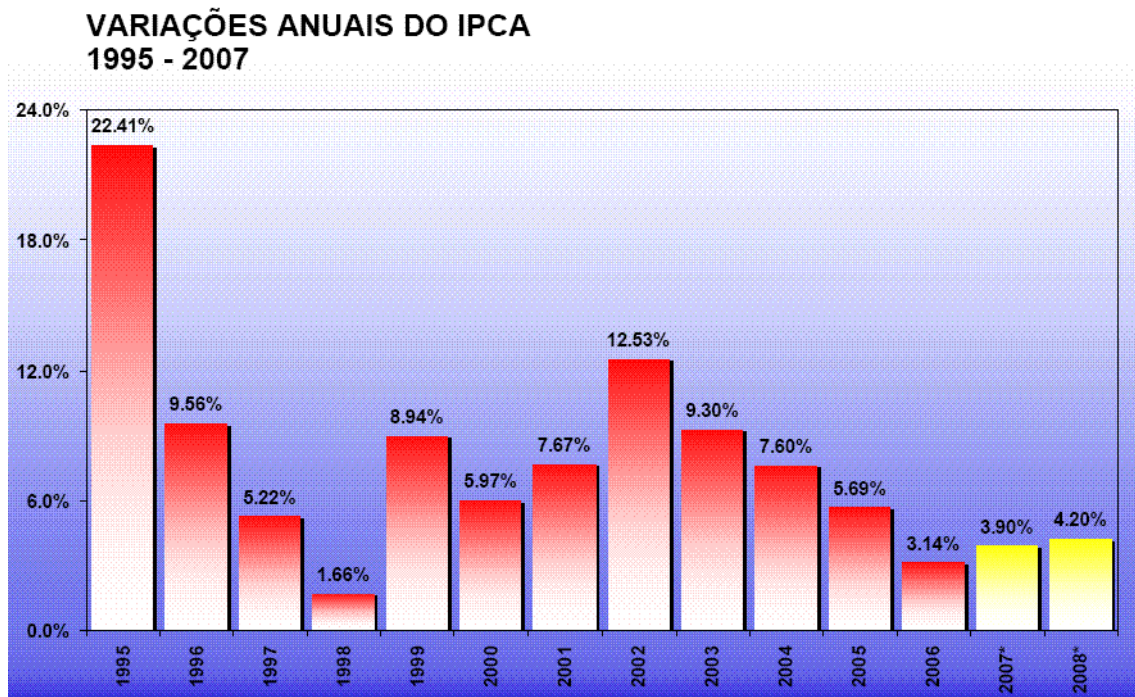
Gráfico 6 – Risco País brasileiro



Fonte: Banco JP Morgan

Com relação à inflação, o Banco Central do Brasil adota o sistema de metas para mantê-la sob controle. Com o câmbio sob controle e a folga das contas externas, temos um cenário interessante para que a demanda cresça acima da oferta sem oferecer grandes riscos de um aumento generalizado de preços:

Gráfico 7 – Variações anuais do IPCA



Fonte: IBGE

Com a economia se estabilizando e as metas de inflação sendo cumpridas, teremos como consequência a continuidade da política de redução gradual dos juros no país. Esta redução tornará o dinheiro mais barato e incentivará a oferta de crédito. Assim, com o crédito mais barato e a remuneração do capital isento de risco diminuindo cada vez mais, torna-se viável a execução de novos projetos de investimento, visto que estes fatores afetam diretamente o *payback* e *TIR* dos mesmos.

Enfim, o cenário econômico está positivo quanto ao desenvolvimento do país: superação dos desequilíbrios externos, redução da taxa de juros, inflação menor e maior crescimento. A manutenção destes fatores fará com que o Brasil obtenha num futuro próximo a classificação de grau de investimento¹. Isso favorecerá ainda mais

¹ Atualmente a classificação de grau de investimento é fornecida por três agências de *rating*: *Standard & Poor's*, *Fitch* e *Moody's*. Em geral, um país só é considerado como seguro para investimentos após a obtenção do grau em pelo menos duas destas três companhias. No dia 30/04/2008 a agência *Standard & Poor's* elevou a classificação do Brasil para BBB-, e, no dia 29/05/2008, a agência *Fitch* também elevou a classificação de risco do país para o mesmo grau, o que consolidou sua posição como grau de investimento. Todavia, a análise feita neste trabalho refere-se a projeções realizadas ao final do ano de 2006, não sendo possível considerar os fatos decorrentes desta nova classificação em suas análises.

a compra de ações, visto que a bolsa de valores pratica em seus preços atuais as projeções futuras. Este cenário também favorecerá a entrada de novos investidores no mercado, visto que a queda da taxa SELIC os obrigará a realizar investimentos de risco para manutenção das rentabilidades atuais de suas carteiras.

4.2 DEFINIÇÃO DA AMOSTRA E DAS PREMISAS DE AVALIAÇÃO DOS IPOs

Para o presente trabalho foram levantados dados de todas empresas que realizaram oferta pública no ano de 2006. Segundo a CBLC², 81 empresas realizaram oferta pública nesse período, considerando ofertas primária, secundária e de BDRs³ (*Brazilian Depositary Receipts*). Foram desconsideradas desta amostra empresas que realizaram oferta secundária pelo fato das mesmas já possuírem ações listadas em bolsa. Assim, essas empresas, por uma questão de transparência e exigências legais, já ofereciam aos investidores um maior número de informações como balanços, fatos relevantes e comportamento histórico de suas cotações, o que as favoreceu na definição de um preço mais justo em suas ofertas. Também foram desconsideradas as empresas que emitiram BDRs, visto que seu mercado de atuação é diferente das demais companhias. Além disso, as ofertas das companhias Brasil Brokers Participações S.A. e MPX Energia S.A, apesar de serem primárias, também foram excluídas por se destinarem somente a investidores institucionais. Assim, a amostra de análise deste trabalho se resumiu a 55 empresas, conforme tabela a seguir:

² Os dados referentes às ofertas públicas do ano de 2007 foram obtidos no site da CBLC, com acesso em 02/05/2008. <http://www.cbic.com.br/cbic/Home/Noticias/OfertasEncerradas.asp>.

³ BDRs são certificados representativos de ações de emissão de companhias abertas, com sede no exterior.

Tabela 4 - Empresas que realizaram oferta pública primária em 2007

| DADOS DA OFERTA | | | | | | | | DADOS DO 1º DIA DE PREGÃO | | |
|-----------------|--------|----------------------|------|--------------------|---------------|---------------------------------------|-----------|---------------------------|-----------|----------|
| EMPRESA | Código | INÍCIO DA NEGOCIAÇÃO | SEG. | Nº DE INVESTIDORES | PART. ESTRANG | Faixa de Preço Sugerida no Lançamento | | Preço de Lançamento | Preço | Variação |
| PDG Realt | PDGR3 | 26/1/2007 | NM | 12.422 | 93,41% | R\$ 13,50 | R\$ 16,50 | R\$ 14,00 | R\$ 14,00 | 0,00% |
| Rodobensimob | RDNI3 | 31/1/2007 | NM | 14.782 | 66,99% | R\$ 17,00 | R\$ 21,00 | R\$ 19,50 | R\$ 22,75 | 16,67% |
| CC Des Imob | CCIM3 | 31/1/2007 | NM | 23.552 | 55,57% | R\$ 12,00 | R\$ 16,50 | R\$ 14,50 | R\$ 14,19 | -2,14% |
| Tecnisa | TCSA3 | 1/2/2007 | NM | 18.216 | 68,27% | R\$ 11,00 | R\$ 14,00 | R\$ 13,00 | R\$ 13,50 | 3,85% |
| Iguatemi | IGTA3 | 7/2/2007 | NM | 18.100 | 72,44% | R\$ 23,00 | R\$ 30,00 | R\$ 30,00 | R\$ 33,60 | 12,00% |
| Sao Martinho | SMTO3 | 12/2/2007 | NM | 25.864 | 53,43% | R\$ 17,50 | R\$ 21,50 | R\$ 20,00 | R\$ 23,66 | 18,30% |
| GVT | GVTT3 | 16/2/2008 | NM | 15.645 | 76,00% | R\$ 11,00 | R\$ 16,00 | R\$ 18,00 | R\$ 22,90 | 27,22% |
| Anhanguera | AEDU11 | 12/3/2007 | N2 | 14.651 | 77,03% | R\$ 14,00 | R\$ 18,00 | R\$ 18,00 | R\$ 21,85 | 21,39% |
| JBS | JBSS3 | 29/3/2007 | NM | 23.689 | 84,48% | R\$ 9,00 | R\$ 13,00 | R\$ 8,00 | R\$ 7,00 | -12,50% |
| Pine | PINE4 | 2/4/2007 | N1 | 20.668 | 90,21% | R\$ 19,00 | R\$ 24,00 | R\$ 19,00 | R\$ 18,60 | -2,11% |
| Even | EVEN3 | 2/4/2007 | NM | 11.634 | 52,51% | R\$ 13,50 | R\$ 18,50 | R\$ 11,50 | R\$ 11,10 | -3,48% |
| BR Malls Part | BRML3 | 5/4/2007 | NM | 14.518 | 72,13% | R\$ 11,00 | R\$ 15,00 | R\$ 15,00 | R\$ 15,80 | 5,33% |
| JHSF Part | JHSF3 | 12/4/2007 | NM | 4.749 | 89,26% | R\$ 11,50 | R\$ 15,50 | R\$ 8,00 | R\$ 8,30 | 3,75% |
| Fer Heringer | FHER3 | 12/4/2007 | NM | 9.770 | 65,37% | R\$ 20,00 | R\$ 25,00 | R\$ 17,00 | R\$ 17,05 | 0,29% |
| Metalfrío | FRIO3 | 13/4/2007 | NM | 9.970 | 56,85% | R\$ 24,00 | R\$ 28,00 | R\$ 19,00 | R\$ 20,50 | 7,89% |
| Bematech | BEMA3 | 19/4/2007 | NM | 9.331 | 70,45% | R\$ 12,50 | R\$ 16,50 | R\$ 15,00 | R\$ 16,81 | 12,07% |
| CR2 | CRDE3 | 23/4/2007 | NM | 2.926 | 0,00% | R\$ 20,00 | R\$ 25,00 | R\$ 20,00 | R\$ 19,00 | -5,00% |
| Agra Incorp | AGIN3 | 26/4/2007 | NM | 5.651 | 67,50% | R\$ 7,00 | R\$ 10,00 | R\$ 8,50 | R\$ 9,05 | 6,47% |
| Cremer | CREM3 | 30/4/2007 | NM | 9.717 | 80,02% | R\$ 15,50 | R\$ 19,50 | R\$ 17,50 | R\$ 17,50 | 0,00% |
| Sofisa | SFSA4 | 2/5/2007 | N1 | 7.521 | 75,96% | R\$ 13,00 | R\$ 17,00 | R\$ 12,00 | R\$ 13,40 | 11,67% |
| Inpar | INPR3 | 6/6/2007 | NM | 10.114 | 70,00% | R\$ 14,50 | R\$ 19,50 | R\$ 17,50 | R\$ 17,56 | 0,34% |

| | | | | | | | | | | |
|--------------|--------|------------|----|--------|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------|
| Parana | PRBC4 | 14/6/2007 | N1 | 8.800 | 88,97% | R\$ 14,00 | R\$ 18,00 | R\$ 14,00 | R\$ 13,50 | -3,57% |
| SLC Agricola | SLCE3 | 15/6/2007 | NM | 10.166 | 69,78% | R\$ 12,00 | R\$ 16,00 | R\$ 14,00 | R\$ 14,20 | 1,43% |
| Log-In | LOGN3 | 21/6/2007 | NM | 28.172 | 74,70% | R\$ 12,75 | R\$ 15,75 | R\$ 14,25 | R\$ 16,36 | 14,81% |
| EZTec | EZTC3 | 22/6/2007 | NM | 5.802 | 68,11% | R\$ 9,00 | R\$ 12,00 | R\$ 11,00 | R\$ 10,50 | -4,55% |
| Cruzeiro Sul | CZRS4 | 26/6/2007 | N1 | 4.442 | 66,50% | R\$ 13,50 | R\$ 17,50 | R\$ 15,50 | R\$ 14,91 | -3,81% |
| Daycoval | DAYC4 | 29/6/2007 | N1 | 8.014 | 69,75% | R\$ 14,50 | R\$ 19,50 | R\$ 17,00 | R\$ 17,35 | 2,06% |
| Marfrig | MRFG3 | 29/6/2007 | NM | 5.527 | 68,00% | R\$ 17,00 | R\$ 22,00 | R\$ 17,00 | R\$ 18,31 | 7,71% |
| Tegma | TGMA3 | 3/7/2007 | NM | 7.147 | 59,04% | R\$ 26,00 | R\$ 32,00 | R\$ 26,00 | R\$ 26,50 | 1,92% |
| Indusval | IDVL4 | 12/7/2007 | N1 | 348 | 90,57% | R\$ 16,00 | R\$ 19,00 | R\$ 17,50 | R\$ 17,87 | 2,11% |
| Redecard | RDCD3 | 13/7/2007 | NM | 31.297 | 63,57% | R\$ 20,00 | R\$ 25,00 | R\$ 27,00 | R\$ 33,50 | 24,07% |
| Minerva | BEEF3 | 20/7/2007 | NM | 12.115 | 70,79% | R\$ 15,50 | R\$ 21,50 | R\$ 18,50 | R\$ 19,20 | 3,78% |
| Triunfo Part | TPIS3 | 23/7/2007 | NM | 7.427 | 82,48% | R\$ 9,00 | R\$ 12,00 | R\$ 9,50 | R\$ 9,50 | 0,00% |
| MRV | MRVE3 | 23/7/2007 | NM | 16.745 | 73,32% | R\$ 20,00 | R\$ 26,00 | R\$ 26,00 | R\$ 31,00 | 19,23% |
| Kroton | KROT11 | 23/7/2007 | N2 | 12.081 | 70,24% | R\$ 31,00 | R\$ 39,00 | R\$ 39,00 | R\$ 44,18 | 13,28% |
| Guarani | ACGU3 | 23/7/2007 | NM | 12.769 | 51,73% | R\$ 13,50 | R\$ 17,50 | R\$ 13,50 | R\$ 13,10 | -2,96% |
| ABC Brasil | ABCB4 | 25/7/2007 | N2 | 6.364 | 74,43% | R\$ 11,50 | R\$ 15,50 | R\$ 13,50 | R\$ 12,73 | -5,70% |
| Providencia | PRVI3 | 27/7/2007 | NM | 11.615 | 77,00% | R\$ 14,00 | R\$ 18,00 | R\$ 15,00 | R\$ 15,00 | 0,00% |
| Multiplan | MULT3 | 27/7/2007 | N2 | 25.531 | 73,00% | R\$ 25,00 | R\$ 33,00 | R\$ 25,00 | R\$ 24,00 | -4,00% |
| Springs | SGPS3 | 27/7/2007 | NM | 7.592 | 37,00% | R\$ 19,00 | R\$ 24,00 | R\$ 19,00 | R\$ 19,30 | 1,58% |
| Estacio Part | ESTC11 | 30/7/2007 | N2 | 11.320 | 73,94% | R\$ 32,50 | R\$ 42,50 | R\$ 22,50 | R\$ 22,26 | -1,07% |
| GeneralShopp | GSHP3 | 30/7/2007 | NM | 5.168 | 73,00% | R\$ 14,00 | R\$ 18,00 | R\$ 14,00 | R\$ 14,00 | 0,00% |
| Banrisul | BRSR6 | 31/7/2007 | N1 | 13.799 | 97,17% | R\$ 10,50 | R\$ 13,50 | R\$ 12,00 | R\$ 12,20 | 1,67% |
| Satipel Ind. | SATI3 | 21/9/2007 | NM | 7.211 | 69,00% | R\$ 13,00 | R\$ 17,50 | R\$ 13,00 | R\$ 12,41 | -4,54% |
| Sul América | SULA11 | 5/10/2007 | N2 | 19.979 | 72,00% | R\$ 30,00 | R\$ 40,00 | R\$ 31,00 | R\$ 30,60 | -1,29% |
| Bic Banco | BICB4 | 15/10/2007 | N1 | 6.257 | 85,00% | R\$ 11,00 | R\$ 14,50 | R\$ 11,50 | R\$ 12,64 | 9,91% |
| Tenda | TEND3 | 15/10/2007 | NM | 10.636 | 66,0% | R\$ 9,00 | R\$ 12,00 | R\$ 9,00 | R\$ 9,00 | 0,00% |
| Trisul | TRIS3 | 15/10/2007 | NM | 2.713 | 91,00% | R\$ 13,00 | R\$ 17,00 | R\$ 11,00 | R\$ 11,11 | 1,00% |

| | | | | | | | | | | |
|--------------|-------|------------|----|---------|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------|
| Marisa | MARI3 | 22/10/2007 | NM | 13.733 | 64,00% | R\$ 10,00 | R\$ 14,00 | R\$ 10,00 | R\$ 10,25 | 2,50% |
| Bovespa | BOVH3 | 26/10/2007 | NM | 67.914 | 78,00% | R\$ 15,50 | R\$ 18,50 | R\$ 23,00 | R\$ 34,99 | 52,13% |
| Amil | AMIL3 | 29/10/2007 | NM | 4.675 | 80,00% | R\$ 13,50 | R\$ 18,50 | R\$ 14,00 | R\$ 16,27 | 16,21% |
| Helbor | HBOR3 | 29/10/2007 | NM | 845 | 56,00% | R\$ 16,00 | R\$ 21,00 | R\$ 11,00 | R\$ 11,00 | 0,00% |
| Panamericano | BPNM4 | 19/11/2007 | N1 | 21.792 | 67,00% | R\$ 12,50 | R\$ 15,00 | R\$ 10,00 | R\$ 10,00 | 0,00% |
| BM & F | BMEF3 | 30/11/2007 | NM | 260.946 | 77,00% | R\$ 14,50 | R\$ 16,50 | R\$ 20,00 | R\$ 24,40 | 22,00% |
| Tempo Part. | TEMP3 | 19/12/2007 | NM | 3.938 | 84,00% | R\$ 8,00 | R\$ 10,50 | R\$ 7,00 | R\$ 6,85 | -2,14% |

FONTE: Bovespa⁴

⁴ O número de investidores participantes da oferta e o percentual de estrangeiros foi retirado do seguinte link da Bovespa http://www.comunique-se.com.br/produtos/saladeimprensa/adm/arg/arg_525_1441.xls. A faixa de preços sugeridos e preço de lançamento foram retiradas do prospecto de encerramento da oferta no site da CBLC, referido na nota anterior. As demais informações foram retiradas da página personalizada de cada empresa no site da Bovespa: <http://www.bovespa.com.br/Empresas/InformacoesEmpresas/FormConsultaEmpresas.asp>. (acesso em 15/05/2008)

Para a definição do preço justo da empresa, utilizou-se a metodologia dos fluxos de caixa descontados. É importante ressaltar que essa ferramenta pode ser considerada mais completa que a análise de múltiplos, porque esta última apresenta uma visão mais estática da empresa, visto que consiste na relação entre contas específicas do balanço, DRE e cotações atuais do ativo. Este tipo de análise pode ser comprometido devido à uma variação momentânea na conta de algum dos demonstrativos, dependendo do ano base que se escolha. Por outro lado, a metodologia dos fluxos descontados avalia e projeta cada conta dos demonstrativos e os projeta para o futuro. Também é considerada mais abrangente porque pondera em sua avaliação aspectos específicos de cada empresa, tais como custo de capital, política de prazos e capital de giro. Entretanto, este tipo de análise apresenta uma elevada sensibilidade a pequenas variações nas projeções, justamente por sua abrangência. Assim, para que se aproxime da realidade é necessário que os cenários projetados não sofram alterações constantes ou inesperadas. Para estes casos a análise de múltiplos é mais recomendada.

Portanto, as conclusões deste trabalho a respeito do preço justo das empresas estudadas não se constituem verdade absoluta, apenas refletem as projeções efetuadas para a companhia em determinado momento. Somente o mercado, com o passar dos anos, é que terá condições de avaliar se o preço pago por determinada ação foi justo ou não.

O cálculo do valor presente líquido das empresas foi feito com base nos balanços e demonstrativos de resultado do ano de 2006⁵. Para a avaliação do valor justo de cada empresa foi utilizada a tabela abaixo, preenchida com dados fictícios, a título de exemplificação. Para cada uma das empresas da amostra foi contruída uma tabela conforme o modelo abaixo.

⁵ Informações contábeis como balanço, DRE e número de ações de cada empresa foram obtidas das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), listadas na página personalizada da companhia na Bovespa.

Tabela 5 – Valor Presente Líquido para cálculo do preço justo

| | | Valuation | | | | | |
|---------------------------------|---------------------|---------------------------------------|-----------------|----------------|-----------------------------|-------------------------|--|
| Estrutura Patrimonial | Base | Necessidade de Capital de Giro | | | VPL Período Explicito | R\$ 1.604.148,53 | |
| Ativo | 1.381.408,00 | | | | VPL Perpetuidade | R\$ 6.208.659,27 | |
| | | PMR | 101,90 | | Total Fluxo Caixa | R\$ 7.812.807,80 | |
| Ativo Circulante | 1.005.340,00 | PMRE | 57,58 | | Endividamento/Caixa Inicial | R\$ 247.688,00 | |
| | | PMP | 99,43 | | | | |
| Disponibilidades | 61.789,00 | | | | PL Estimado | R\$ 8.060.495,80 | |
| Clientes | 724.067,00 | | | | | | |
| Estoques | 150.594,00 | Ciclo Financeiro | 60,05 | | Goodwil | R\$ 7.477.567,80 | |
| Outros Direitos | 68.890,00 | | | | | | |
| ARLP | 40.828,00 | Composição de Capitais | Custo | | Valor Contábil | R\$ 4,79 | |
| Ativo Permanente | 335.240,00 | Próprios | 78% | 12,00% | Valor Mercado | R\$ - | |
| | | Terceiros CP | 16% | 15,00% | Valor na Oferta | R\$ - | |
| Passivo | 1.381.408,00 | Terceiros LP | 6% | 9,00% | | | |
| | | | | | Valor Justo | R\$ 66,30 | |
| | | | | 100,00% | | | |
| Passivo Circulante | 754.543,00 | WACC | | 8,13% | Número de Ações | 121.582 | |
| Empréstimos e Financiamentos | 121.559,00 | | | | | | |
| Fornecedores | 260.050,00 | Taxas de Crescimento | | | | | |
| Impostos, Taxas e Contribuições | 125.773,00 | Fluxo | | | Perpetuidade | | |
| Dividendos a Pagar | 112.270,00 | PIB | Inflação | Empresa | 8,00% | | |
| Provisões | 23.673,00 | 4,00% | 4,00% | 5,00% | | | |
| Outros | 111.218,00 | 13,00% | | | | | |
| PELP | 43.937,00 | | | | | | |
| Patrimônio Líquido | 582.928,00 | | | | | | |

A taxa de crescimento adotada foi subdividida em crescimento do PIB, inflação e crescimento da empresa. A inflação foi incorporada ao crescimento porque as projeções foram feitas sem taxa real. Utilizou-se a premissa de crescimento da empresa porque parte-se do princípio que uma organização define metas anuais de crescimento, sempre buscando superar seu desempenho passado e crescer mais que o curso natural da economia (PIB). Assim, com base na análise macroeconômica, projetou-se o crescimento do PIB em 4% a.a., inflação em 4% a.a. e um crescimento adicional da organização em 5% a.a., compondo um crescimento nominal de 13% a.a. Para a projeção da perpetuidade, por se tratar de um período futuro indefinido, utilizou-se uma projeção mais conservadora, somente com as taxas do PIB e inflação, totalizando 8% a.a.

Com relação aos custos dos produtos, foi projetada uma redução anual de 1,5% em relação ao ano anterior, tendo em vista as práticas administrativas atuais, nas quais o foco das empresas consiste em aumentar a produtividade e reduzir custos. Para as despesas foi mantido o mesmo percentual do ano base, acrescido da inflação anual. Quanto ao desconto do fluxo de caixa, foi utilizada a taxa do custo médio de capital ponderado de cada empresa. A alíquota do imposto de renda considerada foi de 34%. A composição do capital foi realizada entre o capital próprio, capital de terceiros de curto prazo e capital de terceiros de longo prazo.

Ao custo do capital próprio foi atribuído 12% a.a. Para a composição desse custo foram avaliados os seguintes aspectos: ativo livre de risco (5%)⁶, taxa do risco país (2,3%)⁷, Beta médio (1,4%) e o prêmio pelo risco (3,3%).

Por fim, as projeções dos resultados futuros foram realizadas com base na manutenção dos prazos de recebimento, pagamento e rotação de estoques atuais e, conseqüentemente, na manutenção do ciclo financeiro praticado no ano base.

⁶ Taxa projetada em 2006 para o *Federal Funds Rate*, que remunera os títulos da dívida americana.

⁷ Risco país do Brasil em dezembro de 2006: 230 pontos, conforme análise macroeconômica realizada anteriormente.

4.3 ANÁLISE DOS DADOS

Existem inúmeros fatores que devem ser observados na hora de se realizar um investimento. Porém, o aspecto que mais chama a atenção de um investidor é a rentabilidade. Por isso os IPOs vêm chamando tanta atenção no mercado brasileiro. Entretanto, conforme já foi dito anteriormente, existem outros aspectos que devem ser considerados. A tabela abaixo reflete a cotação dos IPOs de 2007 no primeiro dia de pregão comparada com a do dia 30/04/2008, com a finalidade de avaliar o prazo neste tipo de investimento. Ao contrário da tabela anterior, que estava agrupada pela data do lançamento, este novo quadro foi agrupado em ordem crescente nos níveis de governança corporativa, para se avaliar também a influência da transparência neste tipo de investimento.

Tabela 6 – Preço de Lançamento x preço em 30/04/2008

| NÍVEL 1 | | | | | | | | |
|--------------|--------|----|------------------|--------------|--------------|-----------------------|------------------------|----------------------------------|
| Empresa | Código | | Preço Lançamento | Preço 1º dia | Variação | Cotação em 30/04/2008 | Variação s/ Lançamento | Variação sobre o preço do 1º dia |
| Pine | PINE4 | N1 | R\$ 19,00 | R\$ 18,60 | -2,11% | R\$ 11,11 | -41,53% | -40,27% |
| Sofisa | SFSA4 | N1 | R\$ 12,00 | R\$ 13,40 | 11,67% | R\$ 8,36 | -30,33% | -37,61% |
| Parana | PRBC4 | N1 | R\$ 14,00 | R\$ 13,50 | -3,57% | R\$ 8,50 | -39,29% | -37,04% |
| Cruzeiro Sul | CZRS4 | N1 | R\$ 15,50 | R\$ 14,91 | -3,81% | R\$ 9,25 | -40,32% | -37,96% |
| Daycoval | DAYC4 | N1 | R\$ 17,00 | R\$ 17,35 | 2,06% | R\$ 12,90 | -24,12% | -25,65 |
| Indusval | IDVL4 | N1 | R\$ 17,50 | R\$ 17,87 | 2,11% | R\$ 16,00 | -8,57% | -10,46% |
| Banrisul | BRSR6 | N1 | R\$ 12,00 | R\$ 12,20 | 1,67% | R\$ 10,00 | -16,67% | -18,03% |
| Bic Banco | BICB4 | N1 | R\$ 11,50 | R\$ 12,64 | 9,91% | R\$ 8,00 | -30,43% | -36,71% |
| Panamericano | BPNM4 | N1 | R\$ 10,00 | R\$ 10,00 | 0,00% | R\$ 9,00 | -10,00% | -10,00% |
| TOTAL | | | | | 1,99% | | -26,81% | -28,19% |
| NÍVEL 2 | | | | | | | | |
| Anhanguera | AEDU11 | N2 | R\$ 18,00 | R\$ 21,85 | 21,39% | R\$ 27,70 | 53,89% | 26,77% |
| Kroton | KROT11 | N2 | R\$ 39,00 | R\$ 44,18 | 13,28% | R\$ 28,60 | -26,67% | -35,26% |
| ABC Brasil | ABCB4 | N2 | R\$ 13,50 | R\$ 12,73 | -5,70% | R\$ 10,00 | -25,93% | -21,45% |
| Multiplan | MULT3 | N2 | R\$ 25,00 | R\$ 24,00 | -4,00% | R\$ 21,50 | -14,00% | -10,42% |
| Estacio Part | ESTC11 | N2 | R\$ 22,50 | R\$ 22,26 | -1,07% | R\$ 13,90 | -38,22% | -37,56% |
| Sul América | SULA11 | N2 | R\$ 31,00 | R\$ 30,60 | -1,29% | R\$ 25,60 | -17,42% | -16,24% |
| TOTAL | | | | | 3,77% | | -11,39% | -15,71% |

| NOVO MERCADO | | | | | | | | |
|--|-------|----|-----------|-----------|--------------|---------------------------------|----------------|----------------|
| PDG Realt | PDGR3 | NM | R\$ 14,00 | R\$ 14,00 | 0,00% | R\$ 24,35 | 73,93% | 73,93% |
| Rodobensimob | RDNI3 | NM | R\$ 19,50 | R\$ 22,75 | 16,67% | R\$ 22,50 | 15,38% | -1,10% |
| CC Des Imob | CCIM3 | NM | R\$ 14,50 | R\$ 14,19 | -2,14% | R\$ 8,00 | -44,83% | -43,62% |
| Tecnisa | TCSA3 | NM | R\$ 13,00 | R\$ 13,50 | 3,85% | R\$ 9,11 | -29,92% | -32,52% |
| Iguatemi | IGTA3 | NM | R\$ 30,00 | R\$ 33,60 | 12,00% | R\$ 21,50 | -28,33% | -36,01% |
| Sao Martinho | SMT03 | NM | R\$ 20,00 | R\$ 23,66 | 18,30% | R\$ 26,00 | 30,00% | 9,89% |
| GVT | GVTT3 | NM | R\$ 18,00 | R\$ 22,90 | 27,22% | R\$ 40,50 | 125,00% | 76,86% |
| JBS | JBSS3 | NM | R\$ 8,00 | R\$ 7,00 | -12,50% | R\$ 8,65 | 8,13% | 23,57% |
| Even | EVEN3 | NM | R\$ 11,50 | R\$ 11,10 | -3,48% | R\$ 10,55 | -8,26% | -4,95% |
| BR Malls Part | BRML3 | NM | R\$ 15,00 | R\$ 15,80 | 5,33% | R\$ 18,30 | 22,00% | 15,82% |
| JHSF Part | JHSF3 | NM | R\$ 8,00 | R\$ 8,30 | 3,75% | R\$ 6,54 | -18,25% | -21,20% |
| Fer Heringer | FHER3 | NM | R\$ 17,00 | R\$ 17,05 | 0,29% | R\$ 24,00 | 41,18% | 40,76% |
| Metalfrio | FRI03 | NM | R\$ 19,00 | R\$ 20,50 | 7,89% | R\$ 23,00 | 21,05% | 12,20% |
| Bematech | BEMA3 | NM | R\$ 15,00 | R\$ 16,81 | 12,07% | R\$ 7,94 | -47,07% | -52,77% |
| CR2 | CRDE3 | NM | R\$ 20,00 | R\$ 19,00 | -5,00% | R\$ 9,00 | -55,00% | -52,63% |
| Agra Incorp | AGIN3 | NM | R\$ 8,50 | R\$ 9,05 | 6,47% | R\$ 8,10 | -4,71% | -10,50% |
| Cremer | CREM3 | NM | R\$ 17,50 | R\$ 17,50 | 0,00% | R\$ 14,65 | -16,29% | -16,29% |
| Inpar | INPR3 | NM | R\$ 17,50 | R\$ 17,56 | 0,34% | R\$ 10,00 | -42,86% | -43,05% |
| SLC Agricola | SLCE3 | NM | R\$ 14,00 | R\$ 14,20 | 1,43% | R\$ 31,40 | 124,29% | 121,13% |
| Log-In | LOGN3 | NM | R\$ 14,25 | R\$ 16,36 | 14,81% | R\$ 10,45 | -26,67% | -36,12% |
| EZTec | EZTC3 | NM | R\$ 11,00 | R\$ 10,50 | -4,55% | R\$ 4,64 | -57,82% | -55,81% |
| Marfrig | MRFG3 | NM | R\$ 17,00 | R\$ 18,31 | 7,71% | R\$ 19,40 | 14,12% | 5,95% |
| Tegma | TGMA3 | NM | R\$ 26,00 | R\$ 26,50 | 1,92% | R\$ 18,50 | -28,85% | -30,19% |
| Redecard | RDCD3 | NM | R\$ 27,00 | R\$ 33,50 | 24,07% | R\$ 32,40 | 20,00% | -3,28% |
| Minerva | BEEF3 | NM | R\$ 18,50 | R\$ 19,20 | 3,78% | R\$ 9,85 | -46,76% | -48,70% |
| Triunfo Part | TPIS3 | NM | R\$ 9,50 | R\$ 9,50 | 0,00% | R\$ 5,30 | -44,21% | -44,21% |
| MRV | MRVE3 | NM | R\$ 26,00 | R\$ 31,00 | 19,23% | R\$ 35,00 | 34,62% | 12,90% |
| Guarani | ACGU3 | NM | R\$ 13,50 | R\$ 13,10 | -2,96% | R\$ 9,74 | -27,85% | -25,65% |
| Providencia | PRVI3 | NM | R\$ 15,00 | R\$ 15,00 | 0,00% | R\$ 6,45 | -57,00% | -57,00% |
| Springs | SGPS3 | NM | R\$ 19,00 | R\$ 19,30 | 1,58% | R\$ 13,80 | -27,37% | -28,50% |
| GeneralShopp | GSHP3 | NM | R\$ 14,00 | R\$ 14,00 | 0,00% | R\$ 10,50 | -25,00% | -25,00% |
| Satipel Ind. | SATI3 | NM | R\$ 13,00 | R\$ 12,41 | -4,54% | R\$ 10,70 | -17,69% | -13,78% |
| Tenda | TEND3 | NM | R\$ 9,00 | R\$ 9,00 | 0,00% | R\$ 8,90 | -1,11% | -1,11% |
| Trisul | TRIS3 | NM | R\$ 11,00 | R\$ 11,11 | 1,00% | R\$ 8,20 | -25,45% | -26,19% |
| Marisa | MARI3 | NM | R\$ 10,00 | R\$ 10,25 | 2,50% | R\$ 4,80 | -52,00% | -53,17% |
| Bovespa | BOVH3 | NM | R\$ 23,00 | R\$ 34,99 | 52,13% | R\$ 24,90 | 8,26% | -28,84% |
| Amil | AMIL3 | NM | R\$ 14,00 | R\$ 16,27 | 16,21% | R\$ 10,10 | -27,86% | -37,92% |
| Helbor | HBOR3 | NM | R\$ 11,00 | R\$ 11,00 | 0,00% | R\$ 9,90 | -10,00% | -10,00% |
| BM & F | BMEF3 | NM | R\$ 20,00 | R\$ 24,40 | 22,00% | R\$ 16,60 | -17,00% | -31,97% |
| Tempo Part. | TEMP3 | NM | R\$ 7,00 | R\$ 6,85 | -2,14% | R\$ 5,90 | -15,71% | -13,87% |
| TOTAL NOVO MERCADO | | | | | 6,13% | | -6,65% | -12,32% |
| DESEMPENHO DIÁRIO DA CARTEIRA DE IPOS | | | | | 5,20% | Desempenho em 30/04/2008 | -10,46% | -15,29% |

Conforme se pôde observar, o desempenho favorável dos IPOs no primeiro dia de negociação também se confirma nesta amostra. Os três maiores destaques foram as ofertas da Bovespa, GVT e Redecard, com 52%, 27% e 24%, respectivamente.

Com relação a totalidade das ofertas, se fosse criada uma carteira hipotética com estas empresas, investindo-se o mesmo valor em cada uma delas, ao final do primeiro dia a sua rentabilidade seria de 5,20%. Sob a ótica da governança corporativa, obteve-se um comportamento já esperado: as empresas listadas no Novo Mercado obtiveram 6,13% de rentabilidade, ante 3,77% das empresas do nível 2 e 1,99% do nível 1. Das 55 empresas listadas, 40 apresentaram desempenho positivo ou igual a zero no primeiro dia, o que significa 72% da amostra. Destas 40 empresas, 22 delas apresentaram desempenho maior que 3%, representando 40% da carteira.

Apesar do desempenho positivo no primeiro dia, seu retorno inicial ficou bem abaixo da média histórica brasileira, de 78,5%. Entretanto, é preciso fazer uma ressalva a esta média. Tal desempenho foi obtido de 1979 a 1990, período em que as perspectivas do país e os dados macroeconômicos eram completamente diferentes. Além disso, o mercado de capitais brasileiro ainda estava muito incipiente e a probabilidade de grandes empresas como Petrobrás e Vale constarem nesta amostra é elevada. Assim, seria natural que se obtivesse uma rentabilidade mais alta. Também é preciso considerar que neste período de 11 anos, 62 empresas promoveram abertura de capital enquanto que a amostra estudada neste trabalho possui 55 empresas, somente no ano de 2007. Portanto, não se pode esperar atualmente um desempenho parecido, visto que são diferentes o cenário atual, a quantidade de empresas que promovem abertura e o porte das mesmas.

Se considerarmos, porém, como padrão de referência a amostra da SEC temos um dado mais consistente, tendo em vista o número de lançamentos e o intervalo de tempo decorrido. Mesmo assim, o desempenho inicial deixa a desejar, 10,6% a menos.

Entretanto, o fato que chama atenção é o desempenho destas empresas alguns meses depois, com as cotações do dia 30 de abril de 2008. Sua rentabilidade nesta data passou a ser de -10,46%. Do total, 41 empresas estavam abaixo do preço de lançamento na oferta, representando 74% da amostra. Este desempenho negativo se acentua ainda mais quando se percebe que 27 empresas, 49,09% da carteira hipotética, apresentam resultado negativo maior que 20%. As empresas listadas no nível 1 ficaram com o pior desempenho: -26,81%, seguidas das empresas do nível 2, com -11,39% e, por último, as companhias do Novo Mercado, com -6,65%.

Apesar de apresentar desempenhos diferentes em cada nível de governança, a carteira obteve, alguns meses depois, rentabilidade negativa nos três níveis. Se avaliarmos o desempenho atual sob outra perspectiva, comparando com o preço de fechamento no pregão do primeiro dia, o resultado negativo fica ainda mais evidente: o desempenho geral seria -15,29% e somente 11 empresas, 20% do total, apresentariam atualmente um preço maior que o praticado no primeiro dia. Este dado mostra-se mais completo para uma visão de longo prazo, visto que engloba empresas que atualmente ainda se encontram com rentabilidades positivas, porém menores que as do dia de lançamento. No entanto, a análise da rentabilidade de um investimento não pode ser feita isoladamente, é preciso compará-la com o retorno do mercado para saber se houve ganho ou não. A tabela abaixo faz uma comparação entre o preço de lançamento, cotação da empresa em 30 de abril e o desempenho do Ibovespa. A última coluna apresenta o ganho que se obteve acima do desempenho do mercado ou a perda total do investidor, que inclui os resultados que se deixou de obter no índice Ibovespa.

Tabela 7 – Desempenho Atual x Desempenho do Ibovespa

| Dados da Oferta | | | Dados Atuais | | | Dados Ibovespa | | | Ganho acima Mercado/Perda Total | |
|---------------------|--------|------------|---------------|------------------|-----------------------|----------------|------------|---------|---------------------------------|---------|
| NÍVEL 1 | | | | | | | | | | |
| Empresa | Código | Data | Preço Lançam. | Preço 30/04/2008 | Varição s/ lançamento | Ibov Lanc | Ibov 30/04 | Varição | % ao período | % a.m. |
| Pine | PINE4 | 2/4/2007 | R\$ 19,00 | R\$ 11,11 | -41,53% | 45.467 | 65.201 | 43,40% | -84,93% | -18,60% |
| Sofisa | SFSA4 | 2/5/2007 | R\$ 12,00 | R\$ 8,36 | -30,33% | 49.414 | 65.201 | 31,95% | -62,28% | -10,85% |
| Parana | PRBC4 | 14/6/2007 | R\$ 14,00 | R\$ 8,50 | -39,29% | 53.641 | 65.201 | 21,55% | -60,84% | -11,76% |
| Cruzeiro Sul | CZRS4 | 26/6/2007 | R\$ 15,50 | R\$ 9,25 | -40,32% | 54.135 | 65.201 | 20,44% | -60,76% | -12,17% |
| Daycoval | DAYC4 | 29/6/2007 | R\$ 17,00 | R\$ 12,90 | -24,12% | 54.393 | 65.201 | 19,87% | -43,99% | -7,80% |
| Indusval | IDVL4 | 12/7/2007 | R\$ 17,50 | R\$ 16,00 | -8,57% | 57.189 | 65.201 | 14,01% | -22,58% | -3,67% |
| Banrisul | BRSR6 | 31/7/2007 | R\$ 12,00 | R\$ 10,00 | -16,67% | 55.021 | 65.201 | 18,50% | -35,17% | -6,55% |
| Bic Banco | BICB4 | 15/10/2007 | R\$ 11,50 | R\$ 8,00 | -30,43% | 62.979 | 65.201 | 3,53% | -33,96% | -8,59% |
| Panamericano | BPNM4 | 19/11/2007 | R\$ 10,00 | R\$ 9,00 | -10,00% | 63.008 | 65.201 | 3,48% | -13,48% | -3,74% |
| NÍVEL 2 | | | | | | | | | | |
| Anhanguera | AEDU11 | 12/3/2007 | R\$ 18,00 | R\$ 27,70 | 53,89% | 44.110 | 65.201 | 47,81% | 6,07% | 0,61% |
| Kroton | KROT11 | 23/7/2007 | R\$ 39,00 | R\$ 28,60 | -26,67% | 57.792 | 65.201 | 12,82% | -39,49% | -7,35% |
| ABC Brasil | ABCB4 | 25/7/2007 | R\$ 13,50 | R\$ 10,00 | -25,93% | 55.435 | 65.201 | 17,62% | -43,54% | -8,38% |
| Multiplan | MULT3 | 27/7/2007 | R\$ 25,00 | R\$ 21,50 | -14,00% | 53.822 | 65.201 | 21,14% | -35,14% | -6,46% |
| Estacio Part | ESTC11 | 30/7/2007 | R\$ 22,50 | R\$ 13,90 | -38,22% | 53.999 | 65.201 | 20,74% | -58,97% | -12,96% |
| Sul América | SULA11 | 5/10/2007 | R\$ 31,00 | R\$ 25,60 | -17,42% | 62.033 | 65.201 | 5,11% | -22,53% | -5,12% |
| NOVO MERCADO | | | | | | | | | | |
| PDG Realt | PDGR3 | 26/1/2007 | R\$ 14,00 | R\$ 24,35 | 73,93% | 44.161 | 65.201 | 47,64% | 26,28% | 2,20% |
| Rodobensimob | RDNI3 | 31/1/2007 | R\$ 19,50 | R\$ 22,50 | 15,38% | 44.225 | 65.201 | 47,43% | -32,05% | -3,57% |
| CC Des Imob | CCIM3 | 31/1/2007 | R\$ 14,50 | R\$ 8,00 | -44,83% | 44.225 | 65.201 | 47,43% | -92,26% | -21,41% |
| Tecnisa | TCSA3 | 1/2/2007 | R\$ 13,00 | R\$ 9,11 | -29,92% | 44.958 | 65.201 | 45,03% | -74,95% | -12,25% |
| Iguatemi | IGTA3 | 7/2/2007 | R\$ 30,00 | R\$ 21,50 | -28,33% | 44.931 | 65.201 | 45,11% | -73,45% | -11,91% |
| Sao Martinho | SMT03 | 12/2/2007 | R\$ 20,00 | R\$ 26,00 | 30,00% | 44.208 | 65.201 | 47,49% | -17,49% | -1,84% |
| GVT | GVTT3 | 16/2/2008 | R\$ 18,00 | R\$ 40,50 | 125,00% | 45.804 | 65.201 | 42,35% | 82,65% | 41,75% |
| JBS | JBSS3 | 29/3/2007 | R\$ 8,00 | R\$ 8,65 | 8,13% | 45.033 | 65.201 | 44,78% | -36,66% | -4,80% |
| Even | EVEN3 | 2/4/2007 | R\$ 11,50 | R\$ 10,55 | -8,26% | 45.467 | 65.201 | 43,40% | -51,66% | -7,60% |
| BR Malls Part | BRML3 | 5/4/2007 | R\$ 15,00 | R\$ 18,30 | 22,00% | 46.632 | 65.201 | 39,82% | -17,82% | -2,13% |

| | | | | | | | | | | |
|--------------|-------|------------|-----------|-----------|---------|--------|--------|--------|---------|---------|
| JHSF Part | JHSF3 | 12/4/2007 | R\$ 8,00 | R\$ 6,54 | -18,25% | 47.038 | 65.201 | 38,61% | -56,86% | -8,96% |
| Fer Heringer | FHER3 | 12/4/2007 | R\$ 17,00 | R\$ 24,00 | 41,18% | 47.038 | 65.201 | 38,61% | 2,56% | 0,28% |
| Metalprio | FRI03 | 13/4/2007 | R\$ 19,00 | R\$ 23,00 | 21,05% | 47.678 | 65.201 | 36,75% | -15,70% | -1,89% |
| Bematech | BEMA3 | 19/4/2007 | R\$ 15,00 | R\$ 7,94 | -47,07% | 48.593 | 65.201 | 34,18% | -81,24% | -17,33% |
| CR2 | CRDE3 | 23/4/2007 | R\$ 20,00 | R\$ 9,00 | -55,00% | 49.284 | 65.201 | 32,30% | -87,30% | -21,11% |
| Agra Incorp | AGIN3 | 26/4/2007 | R\$ 8,50 | R\$ 8,10 | -4,71% | 49.378 | 65.201 | 32,04% | -36,75% | -5,17% |
| Cremer | CREM3 | 30/4/2007 | R\$ 17,50 | R\$ 14,65 | -16,29% | 49.238 | 65.201 | 32,42% | -48,71% | -7,52% |
| Inpar | INPR3 | 6/6/2007 | R\$ 17,50 | R\$ 10,00 | -42,86% | 52.165 | 65.201 | 24,99% | -67,85% | -13,74% |
| SLC Agricola | SLCE3 | 15/6/2007 | R\$ 14,00 | R\$ 31,40 | 124,29% | 54.533 | 65.201 | 19,56% | 104,72% | 10,07% |
| Log-In | LOGN3 | 21/6/2007 | R\$ 14,25 | R\$ 10,45 | -26,67% | 54.461 | 65.201 | 19,72% | -46,39% | -8,16% |
| EZTec | EZTC3 | 22/6/2007 | R\$ 11,00 | R\$ 4,64 | -57,82% | 54.283 | 65.201 | 20,11% | -77,93% | -18,69% |
| Marfrig | MRF33 | 29/6/2007 | R\$ 17,00 | R\$ 19,40 | 14,12% | 54.393 | 65.201 | 19,87% | -5,75% | -0,83% |
| Tegma | TGMA3 | 3/7/2007 | R\$ 26,00 | R\$ 18,50 | -28,85% | 55.592 | 65.201 | 17,28% | -46,13% | -8,40% |
| Redecard | RDCD3 | 13/7/2007 | R\$ 27,00 | R\$ 32,40 | 20,00% | 57.654 | 65.201 | 13,09% | 6,91% | 0,99% |
| Minerva | BEEF3 | 20/7/2007 | R\$ 18,50 | R\$ 9,85 | -46,76% | 57.492 | 65.201 | 13,41% | -60,17% | -12,93% |
| Triunfo Part | TPIS3 | 23/7/2007 | R\$ 9,50 | R\$ 5,30 | -44,21% | 57.792 | 65.201 | 12,82% | -57,03% | -12,05% |
| MRV | MRVE3 | 23/7/2007 | R\$ 26,00 | R\$ 35,00 | 34,62% | 57.792 | 65.201 | 12,82% | 21,80% | 3,04% |
| Guarani | ACGU3 | 23/7/2007 | R\$ 13,50 | R\$ 9,74 | -27,85% | 57.792 | 65.201 | 12,82% | -40,67% | -7,63% |
| Providencia | PRVI3 | 27/7/2007 | R\$ 15,00 | R\$ 6,45 | -57,00% | 53.822 | 65.201 | 21,14% | -78,14% | -20,90% |
| Springs | SGPS3 | 27/7/2007 | R\$ 19,00 | R\$ 13,80 | -27,37% | 53.822 | 65.201 | 21,14% | -48,51% | -9,73% |
| GeneralShopp | GSHP3 | 30/7/2007 | R\$ 14,00 | R\$ 10,50 | -25,00% | 53.999 | 65.201 | 20,74% | -45,74% | -9,09% |
| Satipel Ind. | SATI3 | 21/9/2007 | R\$ 13,00 | R\$ 10,70 | -17,69% | 57.692 | 65.201 | 13,02% | -30,71% | -6,84% |
| Tenda | TEND3 | 15/10/2007 | R\$ 9,00 | R\$ 8,90 | -1,11% | 62.979 | 65.201 | 3,53% | -4,64% | -1,02% |
| Trisul | TRIS3 | 15/10/2007 | R\$ 11,00 | R\$ 8,20 | -25,45% | 62.979 | 65.201 | 3,53% | -28,98% | -7,14% |
| Marisa | MARI3 | 22/10/2007 | R\$ 10,00 | R\$ 4,80 | -52,00% | 60.749 | 65.201 | 7,33% | -59,33% | -18,28% |
| Bovespa | BOVH3 | 26/10/2007 | R\$ 23,00 | R\$ 24,90 | 8,26% | 63.635 | 65.201 | 2,46% | 5,80% | 1,30% |
| Amil | AMIL3 | 29/10/2007 | R\$ 14,00 | R\$ 10,10 | -27,86% | 65.336 | 65.201 | -0,21% | -27,65% | -7,26% |
| Helbor | HBOR3 | 29/10/2007 | R\$ 11,00 | R\$ 9,90 | -10,00% | 65.336 | 65.201 | -0,21% | -9,79% | -2,37% |
| BM & F | BMEF3 | 30/11/2007 | R\$ 20,00 | R\$ 16,60 | -17,00% | 63.402 | 65.201 | 2,84% | -19,84% | -6,04% |
| Tempo Part. | TEMP3 | 19/12/2007 | R\$ 7,00 | R\$ 5,90 | -15,71% | 61.362 | 65.201 | 6,26% | -21,97% | -7,68% |
| | | | | | | | | | -33,84% | |

Como se pode observar, somente 8 empresas, ou 14% do total, apresentaram ganhos acima do mercado. Outro agravante é o fato de mais de 50% das empresas apresentarem perda total maior que 40% e o desempenho geral apresentar perdas de 34%. Tal fato pode colaborar com a idéia de haver supervalorização e excesso de otimismo nestes lançamentos. Assim, a comparação do preço de lançamento com o preço definido pela análise fundamentalista pode ajudar a dimensionar esta diferença.

A tabela abaixo faz uma comparação do preço de lançamento, preço justo e o crescimento anual da atividade da empresa.

Tabela 8 – Preço de Lançamento x Valuation

| DADOS DA OFERTA | | | VALUATION | | Crescim. Anual da ativ. da empresa | |
|----------------------|--------|---------------------|-------------|----------------|------------------------------------|--|
| EMPRESA | Código | Preço de Lançamento | Preço Justo | Variação | Projetado | Crescimento necessário para atingir o preço 1º dia |
| NÍVEL 1 | | | | | | |
| Pine | PINE4 | R\$ 19,00 | R\$ 14,98 | -21,16% | 13,00% | 23,32% |
| Sofisa | SFSA4 | R\$ 12,00 | R\$ 7,56 | -37,00% | 13,00% | 24,66% |
| Parana | PRBC4 | R\$ 14,00 | R\$ 7,37 | -47,36% | 13,00% | 21,65% |
| Cruzeiro Sul | CZRS4 | R\$ 15,50 | R\$ 10,68 | -31,10% | 13,00% | 17,16% |
| Daycoval | DAYC4 | R\$ 17,00 | R\$ 11,32 | -33,41% | 13,00% | 21,79% |
| Indusval | IDVL4 | R\$ 17,50 | R\$ 17,10 | -2,29% | 13,00% | 13,42% |
| Banrisul | BRSR6 | R\$ 12,00 | R\$ 10,10 | -15,83% | 13,00% | 15,53% |
| Bic Banco | BICB4 | R\$ 11,50 | R\$ 10,57 | -8,09% | 13,00% | 22,58% |
| Panamericano | BPNM4 | R\$ 10,00 | R\$ 13,41 | 34,10% | 13,00% | 10,60% |
| TOTAL NÍVEL 1 | | | | -18,01% | | 18,97% |
| NÍVEL 2 | | | | | | |
| Anhanguera | AEDU11 | R\$ 18,00 | R\$ 2,43 | -86,50% | 13,00% | 65,20% |
| Kroton | KROT11 | R\$ 39,00 | R\$ 2,03 | -94,79% | 13,00% | 87,60% |
| ABC Brasil | ABCB4 | R\$ 13,50 | R\$ 11,32 | -16,15% | 13,00% | 15,80% |
| Multiplan | MULT3 | R\$ 25,00 | R\$ 19,97 | -20,12% | 13,00% | 16,42% |
| Estacio Part | ESTC11 | R\$ 22,50 | R\$ 11,30 | -49,78% | 13,00% | 23,24% |
| Sul América | SULA11 | R\$ 31,00 | R\$ 57,04 | 84,00% | 13,00% | 7,84% |
| TOTAL NÍVEL 2 | | | | -30,56% | | 36,02% |
| NOVO MERCADO | | | | | | |
| PDG Realt | PDGR3 | R\$ 14,00 | R\$ 14,21 | 1,50% | 13,00% | 12,26% |
| Rodobensimob | RDNI3 | R\$ 19,50 | R\$ 8,14 | -58,26% | 13,00% | 45,55% |
| CC Des Imob | CCIM3 | R\$ 14,50 | R\$ 7,82 | -46,07% | 13,00% | 22,99% |
| Tecnisa | TCSA3 | R\$ 13,00 | R\$ 4,53 | -65,15% | 13,00% | 33,60% |
| Iguatemi | IGTA3 | R\$ 30,00 | R\$ 23,70 | -21,00% | 13,00% | 19,98% |
| Sao Martinho | SMT03 | R\$ 20,00 | R\$ 10,55 | -47,25% | 13,00% | 23,51% |

| | | | | | | |
|---------------------------|-------|-----------|-----------|---------|--------|--------|
| GVT | GVTT3 | R\$ 18,00 | R\$ 20,07 | 11,50% | 13,00% | 13,92% |
| JBS | JBSS3 | R\$ 8,00 | R\$ 16,75 | 109,38% | 13,00% | -2,90% |
| Even | EVEN3 | R\$ 11,50 | R\$ 10,15 | -11,74% | 13,00% | 14,64% |
| BR Malls Part | BRML3 | R\$ 15,00 | R\$ 12,97 | -13,53% | 13,00% | 16,20% |
| JHSF Part | JHSF3 | R\$ 8,00 | R\$ 4,86 | -39,25% | 13,00% | 26,87% |
| Fer Heringer | FHER3 | R\$ 17,00 | R\$ 28,33 | 66,65% | 13,00% | 1,80% |
| Metalrio | FRIO3 | R\$ 19,00 | R\$ 25,68 | 35,16% | 13,00% | 8,28% |
| Bematech | BEMA3 | R\$ 15,00 | R\$ 19,52 | 30,13% | 13,00% | 10,56% |
| CR2 | CRDE3 | R\$ 20,00 | R\$ 12,28 | -38,60% | 13,00% | 24,84% |
| Agra Incorp | AGIN3 | R\$ 8,50 | R\$ 8,55 | 0,59% | 13,00% | 10,60% |
| Cremer | CREM3 | R\$ 17,50 | R\$ 29,94 | 71,09% | 13,00% | 4,47% |
| Inpar | INPR3 | R\$ 17,50 | R\$ 11,82 | -32,46% | 13,00% | 19,71% |
| SLC Agricola | SLCE3 | R\$ 14,00 | R\$ 4,72 | -66,29% | 13,00% | 31,88% |
| Log-In | LOGN3 | R\$ 14,25 | R\$ 12,93 | -9,26% | 13,00% | 17,59% |
| EZTec | EZTC3 | R\$ 11,00 | R\$ 7,20 | -34,55% | 13,00% | 12,97% |
| Marfrig | MRF33 | R\$ 17,00 | R\$ 24,51 | 44,18% | 13,00% | 9,83% |
| Tegma | TGMA3 | R\$ 26,00 | R\$ 25,11 | -3,42% | 13,00% | 14,08% |
| Redecard | RDCD3 | R\$ 27,00 | R\$ 24,95 | -7,59% | 13,00% | 19,43% |
| Minerva | BEEF3 | R\$ 18,50 | R\$ 43,49 | 135,08% | 13,00% | 4,10% |
| Triunfo Part | TPIS3 | R\$ 9,50 | R\$ 2,69 | -71,68% | 13,00% | 26,96% |
| MRV | MRVE3 | R\$ 26,00 | R\$ 28,29 | 8,81% | 13,00% | 14,99% |
| Guarani | ACGU3 | R\$ 13,50 | R\$ 22,74 | 68,44% | 13,00% | 5,60% |
| Providencia | PRVI3 | R\$ 15,00 | R\$ 31,22 | 108,13% | 13,00% | -2,24% |
| Springs | SGPS3 | R\$ 19,00 | R\$ 30,51 | 60,58% | 13,00% | 11,16% |
| GeneralShopp | GSHP3 | R\$ 14,00 | R\$ 4,08 | -70,86% | 13,00% | 25,94% |
| Satipel Ind. | SATI3 | R\$ 13,00 | R\$ 15,55 | 19,62% | 13,00% | 9,19% |
| Tenda | TEND3 | R\$ 9,00 | R\$ 3,37 | -62,56% | 13,00% | 34,83% |
| Trisul | TRIS3 | R\$ 11,00 | R\$ 14,93 | 35,73% | 13,00% | 8,43% |
| Marisa | MARI3 | R\$ 10,00 | R\$ 21,99 | 119,90% | 13,00% | 7,00% |
| Bovespa | BOVH3 | R\$ 23,00 | R\$ 10,39 | -54,83% | 13,00% | 41,72% |
| Amil | AMIL3 | R\$ 14,00 | R\$ 18,25 | 30,36% | 13,00% | 11,66% |
| Helbor | HBOR3 | R\$ 11,00 | R\$ 10,66 | -3,09% | 13,00% | 13,47% |
| BM & F | BMEF3 | R\$ 20,00 | R\$ 2,80 | -86,00% | 13,00% | 78,60% |
| Tempo Part. | TEMP3 | R\$ 7,00 | R\$ 5,39 | -23,00% | 13,00% | 14,68% |
| TOTAL NOVO MERCADO | | | | 2,26% | 13,00% | 17,97% |
| TOTAL CARTEIRA | | | | -4,64% | 13,00% | 20,10% |

Como se pode observar, a carteira formada com o preço justo da análise fundamentalista já apresentou desvalorização de 4,64% em relação ao preço de lançamento e apresentaria desvalorização ainda maior após o término do pregão do 1º dia de negociações na Bovespa.

Para a avaliação das empresas foi utilizado o modelo descrito anteriormente. Adotou-se como premissa a manutenção das políticas administrativas da empresa como ciclo financeiro e capital de giro. Assim consegue-se analisar a empresa sem elaborar muitas hipóteses e perceber a influência do crescimento anual da atividade da empresa no preço justo.

A terceira coluna da tabela acima apresenta o crescimento projetado anual para avaliação das empresas. Utilizou-se um crescimento nominal de 13% a.a, subdividido em crescimento do PIB, inflação e crescimento adicional da empresa. Nota-se que a projeção já foi realizada com perspectivas arrojadas para as companhias. No entanto, mesmo com essas premissas, a rentabilidade agregada ficou desvalorizada em relação ao preço de lançamento. Assim, para facilitar a comparação e também enxergar a opinião do mercado, adotou-se na quarta coluna o crescimento anual necessário para que o preço justo da companhia se igualasse ao preço de lançamento da oferta. O resultado obtido apresentou crescimento total médio de 20,10% a.a, 7,10% a mais que o projetado. A título de ilustração, para apresentar um crescimento de 20,10% a.a seria necessário obter-se um crescimento do PIB de 10%, desempenho obtido atualmente apenas pela economia chinesa, e um crescimento adicional da empresa de 6,10% em cinco anos consecutivos.

Para evitar que se faça comparações somente com base nas análises deste trabalho, comparou-se também o preço de lançamento com a média da faixa sugerida divulgada no prospecto da oferta. Esta também pode ser uma fonte de informações porque representa a opinião dos organizadores da oferta a respeito do preço justo da companhia. A tabela abaixo representa esta comparação.

Tabela 9 – Preço de Lançamento x Média da Faixa Sugerida

| EMPRESA | Código | Preço de Lançamento | Faixa de Preço Sugerida no Lançamento | | | Variação |
|----------------|--------|---------------------|---------------------------------------|-----------|-----------|----------|
| | | | Mín | Máx | Média | |
| Nível 1 | | | | | | |
| Pine | PINE4 | R\$ 19,00 | R\$ 19,00 | R\$ 24,00 | R\$ 21,50 | 13,16% |
| Sofisa | SFSA4 | R\$ 12,00 | R\$ 13,00 | R\$ 17,00 | R\$ 15,00 | 25,00% |
| Parana | PRBC4 | R\$ 14,00 | R\$ 14,00 | R\$ 18,00 | R\$ 16,00 | 14,29% |
| Cruzeiro Sul | CZRS4 | R\$ 15,50 | R\$ 13,50 | R\$ 17,50 | R\$ 15,50 | 0,00% |
| Daycoval | DAYC4 | R\$ 17,00 | R\$ 14,50 | R\$ 19,50 | R\$ 17,00 | 0,00% |

| | | | | | | |
|----------------------|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------------|
| Indusval | IDVL4 | R\$ 17,50 | R\$ 16,00 | R\$ 19,00 | R\$ 17,50 | 0,00% |
| Banrisul | BRSR6 | R\$ 12,00 | R\$ 10,50 | R\$ 13,50 | R\$ 12,00 | 0,00% |
| Bic Banco | BICB4 | R\$ 11,50 | R\$ 11,00 | R\$ 14,50 | R\$ 12,75 | 10,87% |
| Panamericano | BPNM4 | R\$ 10,00 | R\$ 12,50 | R\$ 15,00 | R\$ 13,75 | 37,50% |
| TOTAL NÍVEL 1 | | | | | | 11,20% |
| Nível 2 | | | | | | |
| Anhanguera | AEDU11 | R\$ 18,00 | R\$ 14,00 | R\$ 18,00 | R\$ 16,00 | -11,11% |
| Kroton | KROT11 | R\$ 39,00 | R\$ 31,00 | R\$ 39,00 | R\$ 35,00 | -10,26% |
| ABC Brasil | ABCB4 | R\$ 13,50 | R\$ 11,50 | R\$ 15,50 | R\$ 13,50 | 0,00% |
| Multiplan | MULT3 | R\$ 25,00 | R\$ 25,00 | R\$ 33,00 | R\$ 29,00 | 16,00% |
| Estacio Part | ESTC11 | R\$ 22,50 | R\$ 32,50 | R\$ 42,50 | R\$ 37,50 | 66,67% |
| Sul América | SULA11 | R\$ 31,00 | R\$ 30,00 | R\$ 40,00 | R\$ 35,00 | 12,90% |
| TOTAL NÍVEL 2 | | | | | | 12,37% |
| Novo Mercado | | | | | | |
| PDG Realt | PDGR3 | R\$ 14,00 | R\$ 13,50 | R\$ 16,50 | R\$ 15,00 | 7,14% |
| Rodobensimob | RDNI3 | R\$ 19,50 | R\$ 17,00 | R\$ 21,00 | R\$ 19,00 | -2,56% |
| CC Des Imob | CCIM3 | R\$ 14,50 | R\$ 12,00 | R\$ 16,50 | R\$ 14,25 | -1,72% |
| Tecnisa | TCSA3 | R\$ 13,00 | R\$ 11,00 | R\$ 14,00 | R\$ 12,50 | -3,85% |
| Iguatemi | IGTA3 | R\$ 30,00 | R\$ 23,00 | R\$ 30,00 | R\$ 26,50 | -11,67% |
| Sao Martinho | SMT03 | R\$ 20,00 | R\$ 17,50 | R\$ 21,50 | R\$ 19,50 | -2,50% |
| GVT | GVTT3 | R\$ 18,00 | R\$ 11,00 | R\$ 16,00 | R\$ 13,50 | -25,00% |
| JBS | JBSS3 | R\$ 8,00 | R\$ 9,00 | R\$ 13,00 | R\$ 11,00 | 37,50% |
| Even | EVEN3 | R\$ 11,50 | R\$ 13,50 | R\$ 18,50 | R\$ 16,00 | 39,13% |
| BR Malls Part | BRML3 | R\$ 15,00 | R\$ 11,00 | R\$ 15,00 | R\$ 13,00 | -13,33% |
| JHSF Part | JHSF3 | R\$ 8,00 | R\$ 11,50 | R\$ 15,50 | R\$ 13,50 | 68,75% |
| Fer Heringer | FHER3 | R\$ 17,00 | R\$ 20,00 | R\$ 25,00 | R\$ 22,50 | 32,35% |
| Metal frio | FRIO3 | R\$ 19,00 | R\$ 24,00 | R\$ 28,00 | R\$ 26,00 | 36,84% |
| Bematech | BEMA3 | R\$ 15,00 | R\$ 12,50 | R\$ 16,50 | R\$ 14,50 | -3,33% |
| CR2 | CRDE3 | R\$ 20,00 | R\$ 20,00 | R\$ 25,00 | R\$ 22,50 | 12,50% |
| Agra Incorp | AGIN3 | R\$ 8,50 | R\$ 7,00 | R\$ 10,00 | R\$ 8,50 | 0,00% |
| Cremer | CREM3 | R\$ 17,50 | R\$ 15,50 | R\$ 19,50 | R\$ 17,50 | 0,00% |
| Inpar | INPR3 | R\$ 17,50 | R\$ 14,50 | R\$ 19,50 | R\$ 17,00 | -2,86% |
| SLC Agricola | SLCE3 | R\$ 14,00 | R\$ 12,00 | R\$ 16,00 | R\$ 14,00 | 0,00% |
| Log-In | LOGN3 | R\$ 14,25 | R\$ 12,75 | R\$ 15,75 | R\$ 14,25 | 0,00% |
| EZTec | EZTC3 | R\$ 11,00 | R\$ 9,00 | R\$ 12,00 | R\$ 10,50 | -4,55% |
| Marfrig | MRFG3 | R\$ 17,00 | R\$ 17,00 | R\$ 22,00 | R\$ 19,50 | 14,71% |
| Tegma | TGMA3 | R\$ 26,00 | R\$ 26,00 | R\$ 32,00 | R\$ 29,00 | 11,54% |
| Redecard | RDCD3 | R\$ 27,00 | R\$ 20,00 | R\$ 25,00 | R\$ 22,50 | -16,67% |
| Minerva | BEEF3 | R\$ 18,50 | R\$ 15,50 | R\$ 21,50 | R\$ 18,50 | 0,00% |
| Triunfo Part | TPIS3 | R\$ 9,50 | R\$ 9,00 | R\$ 12,00 | R\$ 10,50 | 10,53% |
| MRV | MRVE3 | R\$ 26,00 | R\$ 20,00 | R\$ 26,00 | R\$ 23,00 | -11,54% |
| Guarani | ACGU3 | R\$ 13,50 | R\$ 13,50 | R\$ 17,50 | R\$ 15,50 | 14,81% |
| Providencia | PRVI3 | R\$ 15,00 | R\$ 14,00 | R\$ 18,00 | R\$ 16,00 | 6,67% |
| Springs | SGPS3 | R\$ 19,00 | R\$ 19,00 | R\$ 24,00 | R\$ 21,50 | 13,16% |
| GeneralShopp | GSHP3 | R\$ 14,00 | R\$ 14,00 | R\$ 18,00 | R\$ 16,00 | 14,29% |

| | | | | | | |
|---------------------------|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------------|
| Satipel Ind. | SATI3 | R\$ 13,00 | R\$ 13,00 | R\$ 17,50 | R\$ 15,25 | 17,31% |
| Tenda | TEND3 | R\$ 9,00 | R\$ 9,00 | R\$ 12,00 | R\$ 10,50 | 16,67% |
| Trisul | TRIS3 | R\$ 11,00 | R\$ 13,00 | R\$ 17,00 | R\$ 15,00 | 36,36% |
| Marisa | MARI3 | R\$ 10,00 | R\$ 10,00 | R\$ 14,00 | R\$ 12,00 | 20,00% |
| Bovespa | BOVH3 | R\$ 23,00 | R\$ 15,50 | R\$ 18,50 | R\$ 17,00 | -26,09% |
| Amil | AMIL3 | R\$ 14,00 | R\$ 13,50 | R\$ 18,50 | R\$ 16,00 | 14,29% |
| Helbor | HBOR3 | R\$ 11,00 | R\$ 16,00 | R\$ 21,00 | R\$ 18,50 | 68,18% |
| BM & F | BMEF3 | R\$ 20,00 | R\$ 14,50 | R\$ 16,50 | R\$ 15,50 | -22,50% |
| Tempo Part. | TEMP3 | R\$ 7,00 | R\$ 8,00 | R\$ 10,50 | R\$ 9,25 | 32,14% |
| TOTAL NOVO MERCADO | | | | | | 9,42% |
| DESEMPENHO TOTAL | | | | | | 10,03% |

Ao contrário das outras comparações, este é o primeiro caso em que o preço de lançamento esteve desvalorizado. A composição total da média da faixa sugerida apresentou valorização de 10,03%. Tal fato pode ajudar a explicar o desempenho no primeiro dia, visto que o mercado pode ter enxergado um preço justo maior que o preço de lançamento e próximo ao preço médio da faixa sugerida. Porém, é preciso fazer uma ressalva a esta consideração. Uma das funções do coordenador da oferta é obter um preço que seja compatível com as expectativas dos acionistas da empresa. Por outro lado, não pode fazer a colocação com um preço muito alto para manter o interesse dos novos investidores. Portanto, ao sugerir uma faixa de preços mais elevada pode-se conseguir um preço interessante para os acionista atual e ainda oferecer uma margem de ganhos para os investidores interessados.

Então, se faz necessário comparar as duas avaliações de preço justo apresentadas anteriormente ao preço atual de mercado, a fim de verificar suas dispersões e, assim, suas capacidades de explicação.

Tabela 10 – Valuation x Cotação em 30/04/2008

| DADOS DA OFERTA | | VALUATION | DADOS ATUAIS DO ATIVO | |
|-----------------|--------|-------------|-----------------------|----------|
| EMPRESA | Código | Preço Justo | Cotação 30/04/08 | Variação |
| NÍVEL 1 | | | | |
| Pine | PINE4 | R\$ 14,98 | R\$ 11,11 | -25,83% |
| Sofisa | SFSA4 | R\$ 7,56 | R\$ 8,36 | 10,58% |
| Parana | PRBC4 | R\$ 7,37 | R\$ 8,50 | 15,33% |
| Cruzeiro Sul | CZRS4 | R\$ 10,68 | R\$ 9,25 | -13,39% |
| Daycoval | DAYC4 | R\$ 11,32 | R\$ 12,90 | 13,96% |
| Indusval | IDVL4 | R\$ 17,10 | R\$ 16,00 | -6,43% |
| Banrisul | BRSR6 | R\$ 10,10 | R\$ 10,00 | -0,99% |

| | | | | |
|----------------------|--------|-----------|-----------|----------------|
| Bic Banco | BICB4 | R\$ 10,57 | R\$ 8,00 | -24,31% |
| Panamericano | BPNM4 | R\$ 13,41 | R\$ 9,00 | -32,89% |
| TOTAL NÍVEL 1 | | | | -7,11% |
| NÍVEL 2 | | | | |
| Anhanguera | AEDU11 | R\$ 2,43 | R\$ 27,70 | 53,89% |
| Kroton | KROT11 | R\$ 2,03 | R\$ 28,60 | -26,67% |
| ABC Brasil | ABCB4 | R\$ 11,32 | R\$ 10,00 | -25,93% |
| Multiplan | MULT3 | R\$ 19,97 | R\$ 21,50 | -14,00% |
| Estacio Part | ESTC11 | R\$ 11,30 | R\$ 13,90 | -38,22% |
| Sul América | SULA11 | R\$ 57,04 | R\$ 25,60 | -17,42% |
| TOTAL NÍVEL 2 | | | | -11,39% |
| NOVO MERCADO | | | | |
| PDG Realt | PDGR3 | R\$ 14,21 | R\$ 24,35 | 73,93% |
| Rodobensimob | RDNI3 | R\$ 8,14 | R\$ 22,50 | 15,38% |
| CC Des Imob | CCIM3 | R\$ 7,82 | R\$ 8,00 | -44,83% |
| Tecnisa | TCSA3 | R\$ 4,53 | R\$ 9,11 | -29,92% |
| Iguatemi | IGTA3 | R\$ 23,70 | R\$ 21,50 | -28,33% |
| Sao Martinho | SMTO3 | R\$ 10,55 | R\$ 26,00 | 30,00% |
| GVT | GVTT3 | R\$ 20,07 | R\$ 40,50 | 125,00% |
| JBS | JBSS3 | R\$ 16,75 | R\$ 8,65 | 8,13% |
| Even | EVEN3 | R\$ 10,15 | R\$ 10,55 | -8,26% |
| BR Malls Part | BRML3 | R\$ 12,97 | R\$ 18,30 | 22,00% |
| JHSF Part | JHSF3 | R\$ 4,86 | R\$ 6,54 | -18,25% |
| Fer Heringer | FHER3 | R\$ 28,33 | R\$ 24,00 | 41,18% |
| Metalfrio | FRIO3 | R\$ 25,68 | R\$ 23,00 | 21,05% |
| Bematech | BEMA3 | R\$ 19,52 | R\$ 7,94 | -47,07% |
| CR2 | CRDE3 | R\$ 12,28 | R\$ 9,00 | -55,00% |
| Agra Incorp | AGIN3 | R\$ 8,55 | R\$ 8,10 | -4,71% |
| Cremer | CREM3 | R\$ 29,94 | R\$ 14,65 | -16,29% |
| Inpar | INPR3 | R\$ 11,82 | R\$ 10,00 | -42,86% |
| SLC Agricola | SLCE3 | R\$ 4,72 | R\$ 31,40 | 124,29% |
| Log-In | LOGN3 | R\$ 12,93 | R\$ 10,45 | -26,67% |
| EZTec | EZTC3 | R\$ 7,20 | R\$ 4,64 | -57,82% |
| Marfrig | MRFG3 | R\$ 24,51 | R\$ 19,40 | 14,12% |
| Tegma | TGMA3 | R\$ 25,11 | R\$ 18,50 | -28,85% |
| Redecard | RDCD3 | R\$ 24,95 | R\$ 32,40 | 20,00% |
| Minerva | BEEF3 | R\$ 43,49 | R\$ 9,85 | -46,76% |
| Triunfo Part | TPIS3 | R\$ 2,69 | R\$ 5,30 | -44,21% |
| MRV | MRVE3 | R\$ 28,29 | R\$ 35,00 | 34,62% |
| Guarani | ACGU3 | R\$ 22,74 | R\$ 9,74 | -27,85% |
| Providencia | PRVI3 | R\$ 31,22 | R\$ 6,45 | -57,00% |
| Springs | SGPS3 | R\$ 30,51 | R\$ 13,80 | -27,37% |
| GeneralShopp | GSHP3 | R\$ 4,08 | R\$ 10,50 | -25,00% |
| Satipel Ind. | SATI3 | R\$ 15,55 | R\$ 10,70 | -17,69% |
| Tenda | TEND3 | R\$ 3,37 | R\$ 8,90 | -1,11% |

| | | | | |
|---------------------------|-------|-----------|-----------|---------------|
| Trisul | TRIS3 | R\$ 14,93 | R\$ 8,20 | -25,45% |
| Marisa | MARI3 | R\$ 21,99 | R\$ 4,80 | -52,00% |
| Bovespa | BOVH3 | R\$ 10,39 | R\$ 24,90 | 8,26% |
| Amil | AMIL3 | R\$ 18,25 | R\$ 10,10 | -27,86% |
| Helbor | HBOR3 | R\$ 10,66 | R\$ 9,90 | -10,00% |
| BM & F | BMEF3 | R\$ 2,80 | R\$ 16,60 | -17,00% |
| Tempo Part. | TEMP3 | R\$ 5,39 | R\$ 5,90 | -15,71% |
| TOTAL NOVO MERCADO | | | | -6,65% |
| DESEMPENHO TOTAL | | | | -7,24% |

Tabela 11 – Média da Faixa Sugerida x Preço em 30/04/2008

| EMPRESA | Código | Faixa de Preço Sugerida no Lançamento | | | Cotação 30/04/08 | Variação |
|----------------------|--------|---------------------------------------|-----------|-----------|------------------|----------------|
| | | Mín | Máx | Média | | |
| Nível 1 | | | | | | |
| Pine | PINE4 | R\$ 19,00 | R\$ 24,00 | R\$ 21,50 | R\$ 11,11 | -48,33% |
| Sofisa | SFSA4 | R\$ 13,00 | R\$ 17,00 | R\$ 15,00 | R\$ 8,36 | -44,27% |
| Parana | PRBC4 | R\$ 14,00 | R\$ 18,00 | R\$ 16,00 | R\$ 8,50 | -46,88% |
| Cruzeiro Sul | CZRS4 | R\$ 13,50 | R\$ 17,50 | R\$ 15,50 | R\$ 9,25 | -40,32% |
| Daycoval | DAYC4 | R\$ 14,50 | R\$ 19,50 | R\$ 17,00 | R\$ 12,90 | -24,12% |
| Indusval | IDVL4 | R\$ 16,00 | R\$ 19,00 | R\$ 17,50 | R\$ 16,00 | -8,57% |
| Banrisul | BRSR6 | R\$ 10,50 | R\$ 13,50 | R\$ 12,00 | R\$ 10,00 | -16,67% |
| Bic Banco | BICB4 | R\$ 11,00 | R\$ 14,50 | R\$ 12,75 | R\$ 8,00 | -37,25% |
| Panamericano | BPNM4 | R\$ 12,50 | R\$ 15,00 | R\$ 13,75 | R\$ 9,00 | -34,55% |
| TOTAL NÍVEL 1 | | | | | | -33,44% |
| NÍVEL 2 | | | | | | |
| Anhanguera | AEDU11 | R\$ 14,00 | R\$ 18,00 | R\$ 16,00 | R\$ 27,70 | 73,13% |
| Kroton | KROT11 | R\$ 31,00 | R\$ 39,00 | R\$ 35,00 | R\$ 28,60 | -18,29% |
| ABC Brasil | ABCB4 | R\$ 11,50 | R\$ 15,50 | R\$ 13,50 | R\$ 10,00 | -25,93% |
| Multiplan | MULT3 | R\$ 25,00 | R\$ 33,00 | R\$ 29,00 | R\$ 21,50 | -25,86% |
| Estacio Part | ESTC11 | R\$ 32,50 | R\$ 42,50 | R\$ 37,50 | R\$ 13,90 | -62,93% |
| Sul América | SULA11 | R\$ 30,00 | R\$ 40,00 | R\$ 35,00 | R\$ 25,60 | -26,86% |
| TOTAL NÍVEL 2 | | | | | | -14,46% |
| NOVO MERCADO | | | | | | |
| PDG Realt | PDGR3 | R\$ 13,50 | R\$ 16,50 | R\$ 15,00 | R\$ 24,35 | 62,33% |
| Rodobensimob | RDNI3 | R\$ 17,00 | R\$ 21,00 | R\$ 19,00 | R\$ 22,50 | 18,42% |
| CC Des Imob | CCIM3 | R\$ 12,00 | R\$ 16,50 | R\$ 14,25 | R\$ 8,00 | -43,86% |
| Tecnisa | TCSA3 | R\$ 11,00 | R\$ 14,00 | R\$ 12,50 | R\$ 9,11 | -27,12% |
| Iguatemi | IGTA3 | R\$ 23,00 | R\$ 30,00 | R\$ 26,50 | R\$ 21,50 | -18,87% |
| Sao Martinho | SMTO3 | R\$ 17,50 | R\$ 21,50 | R\$ 19,50 | R\$ 26,00 | 33,33% |
| GVT | GVT3 | R\$ 11,00 | R\$ 16,00 | R\$ 13,50 | R\$ 40,50 | 200,00% |
| JBS | JBSS3 | R\$ 9,00 | R\$ 13,00 | R\$ 11,00 | R\$ 8,65 | -21,36% |
| Even | EVEN3 | R\$ 13,50 | R\$ 18,50 | R\$ 16,00 | R\$ 10,55 | -34,06% |
| BR Malls Part | BRML3 | R\$ 11,00 | R\$ 15,00 | R\$ 13,00 | R\$ 18,30 | 40,77% |
| JHSF Part | JHSF3 | R\$ 11,50 | R\$ 15,50 | R\$ 13,50 | R\$ 6,54 | -51,56% |
| Fer Heringer | FHER3 | R\$ 20,00 | R\$ 25,00 | R\$ 22,50 | R\$ 24,00 | 6,67% |
| Metalrio | FRIO3 | R\$ 24,00 | R\$ 28,00 | R\$ 26,00 | R\$ 23,00 | -11,54% |

| | | | | | | |
|---------------------------|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------------|
| Bematech | BEMA3 | R\$ 12,50 | R\$ 16,50 | R\$ 14,50 | R\$ 7,94 | -45,24% |
| CR2 | CRDE3 | R\$ 20,00 | R\$ 25,00 | R\$ 22,50 | R\$ 9,00 | -60,00% |
| Agra Incorp | AGIN3 | R\$ 7,00 | R\$ 10,00 | R\$ 8,50 | R\$ 8,10 | -4,71% |
| Cremer | CREM3 | R\$ 15,50 | R\$ 19,50 | R\$ 17,50 | R\$ 14,65 | -16,29% |
| Inpar | INPR3 | R\$ 14,50 | R\$ 19,50 | R\$ 17,00 | R\$ 10,00 | -41,18% |
| SLC Agricola | SLCE3 | R\$ 12,00 | R\$ 16,00 | R\$ 14,00 | R\$ 31,40 | 124,29% |
| Log-In | LOGN3 | R\$ 12,75 | R\$ 15,75 | R\$ 14,25 | R\$ 10,45 | -26,67% |
| EZTec | EZTC3 | R\$ 9,00 | R\$ 12,00 | R\$ 10,50 | R\$ 4,64 | -55,81% |
| Marfrig | MRFG3 | R\$ 17,00 | R\$ 22,00 | R\$ 19,50 | R\$ 19,40 | -0,51% |
| Tegma | TGMA3 | R\$ 26,00 | R\$ 32,00 | R\$ 29,00 | R\$ 18,50 | -36,21% |
| Redecard | RDCD3 | R\$ 20,00 | R\$ 25,00 | R\$ 22,50 | R\$ 32,40 | 44,00% |
| Minerva | BEEF3 | R\$ 15,50 | R\$ 21,50 | R\$ 18,50 | R\$ 9,85 | -46,76% |
| Triunfo Part | TPIS3 | R\$ 9,00 | R\$ 12,00 | R\$ 10,50 | R\$ 5,30 | -49,52% |
| MRV | MRVE3 | R\$ 20,00 | R\$ 26,00 | R\$ 23,00 | R\$ 35,00 | 52,17% |
| Guarani | ACGU3 | R\$ 13,50 | R\$ 17,50 | R\$ 15,50 | R\$ 9,74 | -37,16% |
| Providencia | PRVI3 | R\$ 14,00 | R\$ 18,00 | R\$ 16,00 | R\$ 6,45 | -59,69% |
| Springs | SGPS3 | R\$ 19,00 | R\$ 24,00 | R\$ 21,50 | R\$ 13,80 | -35,81% |
| GeneralShopp | GSHP3 | R\$ 14,00 | R\$ 18,00 | R\$ 16,00 | R\$ 10,50 | -34,38% |
| Satipel Ind. | SATI3 | R\$ 13,00 | R\$ 17,50 | R\$ 15,25 | R\$ 10,70 | -29,84% |
| Tenda | TEND3 | R\$ 9,00 | R\$ 12,00 | R\$ 10,50 | R\$ 8,90 | -15,24% |
| Trisul | TRIS3 | R\$ 13,00 | R\$ 17,00 | R\$ 15,00 | R\$ 8,20 | -45,33% |
| Marisa | MARI3 | R\$ 10,00 | R\$ 14,00 | R\$ 12,00 | R\$ 4,80 | -60,00% |
| Bovespa | BOVH3 | R\$ 15,50 | R\$ 18,50 | R\$ 17,00 | R\$ 24,90 | 46,47% |
| Amil | AMIL3 | R\$ 13,50 | R\$ 18,50 | R\$ 16,00 | R\$ 10,10 | -36,88% |
| Helbor | HBOR3 | R\$ 16,00 | R\$ 21,00 | R\$ 18,50 | R\$ 9,90 | -46,49% |
| BM & F | BMEF3 | R\$ 14,50 | R\$ 16,50 | R\$ 15,50 | R\$ 16,60 | 7,10% |
| Tempo Part. | TEMP3 | R\$ 8,00 | R\$ 10,50 | R\$ 9,25 | R\$ 5,90 | -36,22% |
| TOTAL NOVO MERCADO | | | | | | -9,82% |
| DESEMPENHO TOTAL | | | | | | -14,19% |

Percebe-se, pela análise das tabelas acima, que o crescimento projetado para as empresas realmente estava majorado. A carteira do *valuation* estaria desvalorizada em 7,24%, enquanto que a média da faixa sugerida apresentaria perda de 14,19%. É preciso considerar ainda que o preço de mercado no dia 30 de abril de 2008 reflete informações e situações macroeconômicas não previstas na análise de 2006, como resultados trimestrais, fatos relevantes e o anúncio do grau de investimento para o Brasil. Mesmo assim o preço do dia 30 de abril estava mais baixo que em qualquer das análises, tanto para o preço de lançamento quanto para o preço do primeiro dia.

Uma das explicações para tal comportamento é que essas empresas podem perder o interesse dos investidores com o passar do tempo. A tabela abaixo apresenta informações relativas ao número de negócios de cada empresa.

Tabela 12 – Número de Negócios

| EMPRESA | 1 dia de pregão | | | 10 dias após | | Abril de 2008 | |
|---------------|-----------------|-------------------------|----------------|----------------|----------|----------------------|----------|
| | Código | INÍCIO DA NEGOCIAÇÃO | Nº Negócios | Nº Negócios | Variação | Média Nº de negócios | Variação |
| PDG Realt | PDGR3 | 26/1/2007 | 4.966 | 231 | -95,35% | 327 | -93,41% |
| Rodobensimob | RDNI3 | 31/1/2007 | 8.177 | 309 | -96,22% | 37 | -99,55% |
| CC Des Imob | CCIM3 | 31/1/2007 | 7.071 | 333 | -95,29% | 231 | -96,73% |
| Tecnisa | TCSA3 | 1/2/2007 | 9.017 | 429 | -95,24% | 107 | -98,82% |
| Iguatemi | IGTA3 | 7/2/2007 | 4.504 | 219 | -95,14% | 44 | -99,02% |
| Sao Martinho | SMT03 | 12/2/2007 | 5.084 | 1.962 | -61,41% | 117 | -97,71% |
| GVT | GVTT3 | 16/2/2008 | 11.617 | 658 | -94,34% | 416 | -96,42% |
| Anhanguera | AEDU11 | 12/3/2007 | 9.460 | 281 | -97,03% | 80 | -99,16% |
| JBS | JBSS3 | 29/3/2007 | 10.602 | 699 | -93,41% | 949 | -91,05% |
| Pine | PINE4 | 2/4/2007 | 6.664 | 336 | -94,96% | 164 | -97,54% |
| Even | EVEN3 | 2/4/2007 | 4.828 | 49 | -98,99% | 66 | -98,63% |
| BR Malls Part | BRML3 | 5/4/2007 | 6.754 | 360 | -94,67% | 130 | -98,07% |
| JHSF Part | JHSF3 | 12/4/2007 | 3.321 | 163 | -95,09% | 18 | -99,45% |
| Fer Heringer | FHER3 | 12/4/2007 | 4.296 | 128 | -97,02% | 225 | -94,77% |
| Metal frio | FRIO3 | 13/4/2007 | 5.050 | 207 | -95,90% | 13 | -99,74% |
| Bematech | BEMA3 | 19/4/2007 | 6.860 | 82 | -98,80% | 124 | -98,19% |
| CR2 | CRDE3 | 23/4/2007 | 2.081 | 37 | -98,22% | 14 | -99,32% |
| Agra Incorp | AGIN3 | 26/4/2007 | 4.828 | 206 | -95,73% | 185 | -96,17% |
| Cremer | CREM3 | 30/4/2007 | 3.959 | 257 | -93,51% | 49 | -98,77% |
| Sofisa | SFSA4 | 2/5/2007 | 5.002 | 57 | -98,86% | 23 | -99,53% |
| Inpar | INPR3 | 6/6/2007 | 4.766 | 317 | -93,35% | 177 | -96,28% |
| Parana | PRBC4 | 14/6/2007 | 427 | 69 | -83,84% | 22 | -94,95% |
| SLC Agricola | SLCE3 | 15/6/2007 | 5.022 | 118 | -97,65% | 72 | -98,57% |
| Log-In | LOGN3 | 21/6/2007 | 13.791 | 1.045 | -92,42% | 246 | -98,22% |
| EZTec | EZTC3 | 22/6/2007 | 3.753 | 253 | -93,26% | 134 | -96,42% |
| Cruzeiro Sul | CZRS4 | 26/6/2007 | 4.010 | 282 | -92,97% | 246 | -93,86% |
| Daycoval | DAYC4 | 29/6/2007 | 5.238 | 359 | -93,15% | 69 | -98,69% |
| Marfrig | MRF3 | 29/6/2007 | 2.807 | 181 | -93,55% | 127 | -95,47% |
| Tegma | TGMA3 | 3/7/2007 | 3.762 | 166 | -95,59% | 27 | -99,28% |
| Indusval | IDVL4 | 12/7/2007 | 272 | 15 | -94,49% | 6 | -97,82% |
| Redecard | RDCD3 | 13/7/2007 | 22.131 | 2.226 | -89,94% | 997 | -95,50% |
| Minerva | BEEF3 | 20/7/2007 | 6.649 | 419 | -93,70% | 128 | -98,08% |
| Triunfo Part | TPIS3 | 23/7/2007 | 3.241 | 76 | -97,66% | 10 | -99,69% |
| MRV | MRVE3 | 23/7/2007 | 11.192 | 328 | -97,07% | 619 | -94,47% |
| Kroton | KROT11 | 23/7/2007 | 2.592 | 66 | -97,45% | 18 | -99,31% |
| Guarani | ACGU3 | 23/7/2007 | 4.795 | 205 | -95,72% | 30 | -99,37% |
| ABC Brasil | ABCB4 | 25/7/2007 | 1.206 | 71 | -94,11% | 47 | -96,06% |
| Providencia | PRVI3 | 27/7/2007 | 4.901 | 185 | -96,23% | 62 | -98,73% |
| Multiplan | MULT3 | 27/7/2007 | 8.486 | 654 | -92,29% | 60 | -99,29% |
| Springs | SGPS3 | 27/7/2007 | 4.503 | 116 | -97,42% | 3 | -99,93% |
| Estacio Part | ESTC11 | 30/7/2007 | 4.982 | 80 | -98,39% | 56 | -98,87% |
| GeneralShopp | GSHP3 | 30/7/2007 | 3.749 | 48 | -98,72% | 18 | -99,51% |
| Banrisul | BRSR6 | 31/7/2007 | 5.055 | 181 | -96,42% | 130 | -97,42% |

| | | | | | | | |
|--------------------------|--------|------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| Satipel Ind. | SATI3 | 21/9/2007 | 4.447 | 133 | -97,01% | 39 | -99,12% |
| Sul América | SULA11 | 5/10/2007 | 4.808 | 489 | -89,83% | 60 | -98,75% |
| Bic Banco | BICB4 | 15/10/2007 | 1.226 | 30 | -97,55% | 13 | -98,98% |
| Tenda | TEND3 | 15/10/2007 | 5.989 | 280 | -95,32% | 258 | -95,68% |
| Trisul | TRIS3 | 15/10/2007 | 1.977 | 31 | -98,43% | 31 | -98,46% |
| Marisa | MARI3 | 22/10/2007 | 8.320 | 278 | -96,66% | 160 | -98,08% |
| Bovespa | BOVH3 | 26/10/2007 | 54.460 | 3.688 | -93,23% | 3.650 | -93,30% |
| Amil | AMIL3 | 29/10/2007 | 6.613 | 207 | -96,87% | 196 | -97,04% |
| Helbor | HBOR3 | 29/10/2007 | 837 | 18 | -97,85% | 15 | -98,17% |
| Panamericano | BPNM4 | 19/11/2007 | 9.815 | 657 | -93,31% | 95 | -99,03% |
| BM & F | BMEF3 | 30/11/2007 | 59.698 | 3.592 | -93,98% | 3.176 | -94,68% |
| Tempo Part. | TEMP3 | 19/12/2007 | 3.310 | 236 | -92,87% | 30 | -99,09% |
| Total | | | 412.971 | 24.102 | -94,16% | 14.347 | -96,53% |
| Média por empresa | | | 7509 | 438 | | 261 | |

A tabela acima demonstra a queda vertiginosa no número de negócios já nos primeiros dias após o pregão de estréia. Esta informação é de grande importância para se avaliar o preço praticado no mercado, visto que o número de negócios reflete o interesse dos investidores por determinado ativo. Além disso, os preços praticados em grandes volumes de negociações tendem a ser mais justos, com menores chances de serem influenciados por uma minoria.

Assim, uma das explicações para esta queda é que no primeiro dia após a oferta o mercado ainda carrega uma grande expectativa em torno destas companhias e as procura com maior intensidade. Também é preciso considerar que no primeiro dia há uma alta incidência de *flipping*⁸, o que favorece a prática de preços que carregam expectativa de alto crescimento da empresa nos próximos anos. Mais adiante, com a divulgação de balanços e fatos relevantes, estas expectativas podem não se confirmar e estas companhias podem acabar perdendo a atratividade e, conseqüentemente, o preço de suas ações e o número de negócios diminuem.

⁸ Investidores que compram ações em IPOs e vendem imediatamente após o início do pregão de estréia.

4.3.1 Rentabilidade dos dados coletados

Com base nas tabelas apresentadas, elaborou-se um quadro resumo em que constam as variações das rentabilidades entre as variáveis apresentadas. Esse dado ajuda a visualizar melhor as comparações efetuadas e ajuda nas conclusões a respeito dos preços praticados e das avaliações de preço justo utilizadas. A primeira coluna à esquerda representa a base utilizada para a variação percentual, conforme segue:

Tabela 13 – Variações entre os dados coletados

| Variações entre os dados Coletados | | | | |
|------------------------------------|---------------------|------------------|-----------------------------|------------------|
| Base (preço Lançamento) | Primeiro Dia | Valuation | Média Faixa Sugerida | 30/4/2008 |
| 100 | 5,20% | -4,64% | 10,03% | -10,46% |
| Base (preço 1º dia) | Primeiro Dia | Valuation | Média Faixa Sugerida | 30/4/2008 |
| 100 | - | -7,38% | 6,45% | -15,29% |
| Base (média faixa sugerida) | Primeiro Dia | Valuation | Média Faixa Sugerida | 30/4/2008 |
| 100 | 0% | -12,85% | - | -14,19% |
| Base (valuation) | Primeiro Dia | Valuation | Média Faixa Sugerida | 30/4/2008 |
| 100 | 102,42% | - | 90,73% | 68,89% |

Num primeiro momento, a informação de maior destaque destaca-se na coluna dos preços praticados em 30 de abril. Nas bases do mercado, tanto da média da faixa sugerida quanto dos preços de lançamento e do primeiro dia, o desempenho apresenta-se negativo. Porém, em relação ao valuation possui grande valorização. Isso indica que uma possível compra a estes preços seria um bom investimento. No entanto, dada a grande diferença, as chances destas empresas apresentarem os preços do *valuation* seriam pequenas. Então, o mercado estaria adotando premissas mais otimistas para as empresas do que este trabalho. Por outro lado, o desempenho que mais se distanciou foi a faixa de preços sugerida na oferta, cuja avaliação foi realizada pelos seus organizadores. Essa faixa apresentou

valorização de 90,73% em relação à análise realizada por este trabalho, mas teve desempenho negativo em relação aos preços atuais de mercado.

Todavia, o fato que mais chama atenção é pequena variação existente entre os preços do primeiro dia de pregão e a média de preços da faixa sugerida. Considerando-se o comportamento geral dos IPOs de 2007, sem analisar os casos particularmente, percebe-se que a variação de preços apresentada no primeiro dia consiste exatamente na diferença entre a média da faixa sugerida e o preço de lançamento. Ou seja, a relação entre esta média e os preços do primeiro dia resulta 1. Contudo, não se pode afirmar que este seja um critério adotado pelo mercado na definição dos preços pagos no primeiro dia. Tal correlação só poderia ser feita com base em estudos amparados em períodos de tempo mais longos e um maior número de empresas.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O desempenho de IPOs no mercado de capitais brasileiro vem chamando a atenção de inúmeros investidores devido às expressivas variações apresentadas em seus preços no pregão de estréia. Portanto, este trabalho buscou coletar informações que ajudassem a identificar se houve supervalorização ou não. Para isso, utilizou-se como amostra as 55 empresas que realizaram oferta pública primária no ano de 2007. Para amparar suas conclusões, este trabalho se utilizou de análises de preço justo, cotações e desempenho do mercado.

Como se pôde observar, apesar das comparações terem apresentado variações diferentes, o desempenho negativo foi preponderante. Mesmo com o desempenho positivo no primeiro dia, o retorno inicial da carteira obteve 73% a menos de valorização que a média histórica brasileira e 10% a menos que o retorno inicial médio registrado na SEC. Além disso, os preços de lançamento e preços praticados no primeiro dia de negociações apresentaram desvalorizações acentuadas se comparados com os preços de mercado atuais. Do total da amostra, 75% das empresas apresentavam, em 30 de abril de 2008, preços mais baixos que seu valor de lançamento e 49% apresentava perdas maiores que 20%.

Na comparação com o desempenho do Ibovespa para o mesmo período, o resultado negativo acentua-se ainda mais. Somente 8 empresas apresentam atualmente ganhos acima dos rendimentos do mercado e o desempenho total da carteira neste quesito apresentou desvalorização de 34% entre a perda efetiva com a empresa e o ganho que não se obteve no mercado. Além disso, a análise fundamentalista realizada por este trabalho indicou preços justos ainda menores. Segundo essa avaliação, para se atingir como preço justo o preço praticado no primeiro dia, o crescimento anual da atividade destas empresas, em média, teria de ser 20% a.a. por cinco anos consecutivos. Em alguns casos, este número ultrapassou 60% a.a.

As análises de preço justo realizadas pelos coordenadores da oferta apresentaram desempenho mais próximos aos preços de lançamento e do primeiro dia. No entanto, sua desvalorização em relação aos preços atuais foi ainda mais acentuada.

Então, a hipótese que se formula é que o primeiro dia de negociações consiste numa conjunção de perspectivas otimistas para a empresa. Como a abertura de capital injeta na companhia uma grande quantidade de capitais de baixo custo, imagina-se que terá um forte crescimento nos próximos anos. Este crescimento estaria amparado no fato de elas pertencerem, em geral, a nichos de mercado ainda pouco explorados ou com fortes perspectivas de crescimento ou, ainda, na utilização destes recursos para fusões, aquisições e expansão da sua estrutura organizacional. É preciso considerar ainda, que no primeiro dia, o volume de negócios é muito elevado. Se aliarmos a isso as elevadas projeções de crescimento do mercado, a diferença do preço de lançamento para a faixa de preços sugerida e a alta incidência de operações de *Day Trade* e *flipping*, temos como resultado uma grande força compradora. Assim, essa demanda alimenta um excesso de otimismo e colabora para a prática de preços supervalorizados.

Já a avaliação do preço justo realizada por este trabalho apresentou elevada desvalorização sobre os preços de lançamento e do primeiro dia. Também obteve preços menores que os preços atuais. Então, não se pode afirmar que suas projeções ficaram próximas da realidade e, devido a esta considerável diferença, dificilmente seus preços seriam praticados no mercado. Todavia, é preciso considerar que o objetivo da utilização desta metodologia não foi, absolutamente, prever com exatidão o preços praticados no futuro. Este trabalho se utilizou desta análise para identificar sua tendência de comportamento. Quanto a isso, este trabalho cumpriu seu objetivo. Ao calcular preços muito desvalorizados, descobriu-se uma tendência de queda para o futuro, que conjugada aos outros dados coletados confirmou essa trajetória.

Portanto, ao analisar o desempenho geral da carteira, percebe-se que ela apresentou ganhos no primeiro dia menores que as médias históricas brasileira e americana. Se considerarmos ainda que seu desempenho atual apresenta significativa desvalorização em relação ao preço de lançamento; que os preços da análise fundamentalista indicavam tendência de queda e crescimento anual muito acima de padrões aceitáveis e, ainda, considerarmos que o mercado apresentou rentabilidades elevadas no mesmo período, pode-se dizer que existem fortes indícios de ter havido supervalorização nos preços praticados na oferta e no primeiro dia de pregão, gerando alguns meses depois sua conseqüente desvalorização.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

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

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 13ª ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2000.

GRINBLATT, Mark; TITMAN, Sheridan. **Mercados Financeiros e Estratégia Corporativa**. 2ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de Empresas Valuation**. 3ª ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

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

FILHO, Francisco da Silva Cavalcante; MISUMI, Jorge Yoshio. **Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

BERNSTEIN, Peter; DAMODARAN, Aswath. **Administração de Investimentos**. Porto Alegre: Bookman, 2000.

NETO, Humberto Casagrande. **Abertura do Capital de Empresas no Brasil: Um enfoque prático**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 1989.

ROSS, Stephen A. et al. **Princípios de Administração Financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

BOVESPA. **Regulamento de listagem do novo mercado**. Disponível em: www.bovespa.com.br.

BOVESPA. **Introdução ao Mercado de Capitais.** Disponível em: www.bovespa.com.br.

BOVESPA. **Panorama da Economia Brasileira e do Mercado de Capitais.** Disponível em www.bovespa.com.br. (Julho de 2007)

BOVESPA. **Custos de Abertura de Capital e de Manutenção da Condição de Companhia Aberta.** Disponível em www.bovespa.com.br.

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.

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, 1976. (http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm)

CVM. **Instrução CVM 202.** Disponível em: www.cvm.gov.br.

CVM. **Instrução CVM 13.** Disponível em: www.cvm.gov.br.

CVM. **Instrução CVM 88.** Disponível em: www.cvm.gov.br.

Banco Central do Brasil. www.bacen.gov.br

Bloomberg. www.bloomberq.com

IBGE. www.ibge.gov.br

JP Morgan. www.jpmorgan.com

FMI. www.imf.org