

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

Gustavo Silva Brunetto

**IPO'S NO MERCADO DE CAPITAIS DO BRASIL NO PERÍODO DE
2004 A 2008: UMA ANÁLISE QUALITATIVA DAS OFERTAS
PÚBLICAS DE AÇÕES**

**Porto Alegre
2009**

Gustavo Silva Brunetto

**IPO'S NO MERCADO DE CAPITAIS DO BRASIL NO PERÍODO DE
2004 A 2008: UMA ANÁLISE QUALITATIVA DAS OFERTAS
PÚBLICAS DE AÇÕES**

Trabalho de conclusão de curso de Especialização apresentado ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Especialista no Mercado de Capitais.

Orientador: Prof. Valter Bianchi Filho

**Porto Alegre
2009**

GUSTAVO SILVA BRUNETTO

**IPO'S NO MERCADO DE CAPITAIS DO BRASIL NO PERÍODO DE
2004 A 2008: UMA ANÁLISE QUALITATIVA DAS OFERTAS
PÚBLICAS DE AÇÕES**

Trabalho de conclusão de curso de Especialização
apresentado ao Programa de Pós-Graduação em
Administração da Universidade Federal do Rio Grande
do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título
de Especialista no Mercado de Capitais.

Conceito final:.....

Aprovado em de de 2009.

BANCA EXAMINADORA

Orientador: Prof. Valter Bianchi Filho – EA / UFRGS

AGRADECIMENTOS

As noites de sono e os finais de semana, tempo de descanso, desaparecem no período do trabalho de conclusão. Mas o esforço é recompensador pelo conhecimento adquirido na realização deste trabalho.

São tantas as pessoas que cruzaram meu caminho nesta jornada, que gostaria de lhes conceder agradecimento geral pela força e ajuda.

Agradeço ao meu professor Orientador, Valter Bianchi Filho, pelo aconselhamento e disposição na elaboração deste trabalho. A minha mãe, que sempre mostrou que a melhor herança que me deixaria seria a educação. A minha futura esposa Ana Paula pela compreensão, amor e estímulo para que eu possa alcançar os meus objetivos profissionais.

Não posso esquecer de agradecer também à equipe da Solidus, em especial ao Departamento de Análise da Corretora.

“O pessimista vê dificuldade em cada oportunidade;o
otimista vê oportunidade em cada dificuldade.”

(Winston Churchil)

RESUMO

Este trabalho tem por objetivo apresentar um estudo sobre os IPO's do mercado de capitais brasileiro no período de janeiro de 2004 até dezembro de 2008. A proposta do trabalho é verificar a performance desses lançamentos no período entre 20 de maio e 30 dezembro de 2008. Para tal, elaborou-se referencial teórico sobre mercado de capitais e abertura de capital, sendo utilizado banco de dados disponibilizado pela Corretora Solidus com as cotações dos ativos negociados pela BOVESPA no período pré-estabelecido.

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

ABSTRACT

This project aims to present a study on IPO's in the Brazilian Stock Market for the period from January 2004 to December 2008. The proposed work is to check the performance of such releases in the period between May 20th and December 30th 2008. Wherefore, theoretical framework was developed on the stock market and IPO, using the database provided by Solidus Corretora with the prices of assets traded on the BOVESPA during a pre-established period.

Keywords: IPO. Initial Public Offering. The Brazilian Capital Market.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

| | |
|--|----|
| Quadro 1 - Setores com mais de três IPO's | 16 |
| Figura 1 - O Brasil em números..... | 21 |
| Quadro 2 - Distribuição de frequência da porcentagem de controladores no capital votante | 25 |
| Quadro 3 - Distribuição de frequência da porcentagem de <i>free-float</i> | 26 |
| Gráfico 1 - IPO's Por Nível de Governança..... | 29 |
| Gráfico 2 - Destinação dos Recursos da Emissão Primária..... | 35 |
| Quadro 4 - Etapas de uma oferta pública | 43 |
| Gráfico 3 - IBOVESPA x IGC x IbrX x Carteira IPO 2004 | 64 |
| Gráfico 4 - IBOVESPA x IGC x IbrX x Carteira IPO 2005 (com Nossa Caixa)..... | 65 |
| Gráfico 5: IBOVESPA x IGC x IbrX x Carteira IPO 2005 (sem Nossa Caixa) | 66 |
| Gráfico 6 - IBOVESPA x IGC x IbrX x Carteira IPO 2006 | 68 |
| Gráfico 7 - IBOVESPA x IGC x IbrX x Carteira IPO 2007/1 | 72 |
| Gráfico 8 - IBOVESPA x IGC x IbrX x Carteira IPO 2007/2 | 72 |
| Gráfico 9 - IBOVESPA x IGC x IbrX x Carteira IPO 2008 | 73 |
| Gráfico 10 - IBOVESPA x IGC x IbrX x Carteira IPO's | 74 |

LISTA DE TABELAS

| | |
|--|----|
| Tabela 1 - Mercado Primário e Secundário (número de emissões)..... | 15 |
| Tabela 2 - Volume de Emissões de Ações Emitidos em R\$ | 15 |
| Tabela 3 - Retornos Iniciais Médios de IPOs em diversos países | 47 |
| Tabela 4 - Faturamento Empresas IPOs - Retorno Inicial | 47 |
| Tabela 5 - Ofertas Primárias e Secundárias 2004 IPO:Oferta Publica Inicial - 6 ofertas no ano Valores em milhares de reais | 57 |
| Tabela 6 - Ofertas Primárias e Secundárias 2005 IPO:Oferta Publica Inicial - 8 ofertas no ano Valores em milhares de reais | 58 |
| Tabela 7 - Ofertas Primárias e Secundárias 2006 IPO: Oferta Publica Inicial - 23 ofertas no ano Valores em milhares de reais..... | 58 |
| Tabela 8 - Ofertas Primárias e Secundárias 2007/1 IPO: Oferta Publica Inicial - 30 ofertas no primeiro semestre Valores em milhares de reais..... | 59 |
| Tabela 9 - Ofertas Primárias e Secundárias 2007/2 IPO: Oferta Publica Inicial - 34 ofertas no segundo semestre Valores em milhares de reais | 60 |
| Tabela 10 - Ofertas Primárias e Secundárias 2008 IPO: Oferta Publica Inicial - 2 ofertas no ano Valores em milhares de reais..... | 61 |
| Tabela 11 - Ofertas Primárias e Secundárias 2004 Valores em milhares de reais | 63 |
| Tabela 12 - Ofertas Primárias e Secundárias 2005 Valores em milhares de reais | 64 |
| Tabela 13 - Ofertas Primárias e Secundárias 2006 Valores em milhares de reais | 67 |
| Tabela 14 - Ofertas Primárias e Secundárias 2007/1 Valores em milhares de reais | 70 |
| Tabela 15 - Ofertas Primárias e Secundárias 2007/2 Valores em milhares de reais | 71 |
| Tabela 16 - Ofertas Primárias e Secundárias 2008 Valores em milhares de reais | 73 |
| Tabela 17 - Múltiplos dos IPO's | 75 |
| Tabela 18 - Múltiplos IBOVSPA | 75 |

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

FV - *Firm Value*

Iasc Gaap - *International Accounting Standards Committee*

IBrX - Índice Brasil

IGC - Índice de Ações com Governança Corporativa

IPO - *Initial Public Offering*

NDGC - Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

P/BV - Price/Book Value

P/L - Preço/Lucro

P/S - Price/Sales

PIB - Produto Interno Bruto

SA - Sociedade Anônima

US Gaap - *United States Generally Accepted Accounting Principles*

SUMÁRIO

| | | |
|--------------|--|-----------|
| 1 | INTRODUÇÃO | 13 |
| 2 | SITUAÇÃO PROBLEMÁTICA | 14 |
| 3 | JUSTIFICATIVA DO TEMA..... | 15 |
| 4 | OBJETIVO GERAL..... | 18 |
| 4.1 | OBJETIVOS ESPECÍFICOS | 18 |
| 5 | REVISÃO DE LITERATURA..... | 19 |
| 5.1 | ECONOMIA BRASILEIRA..... | 19 |
| 5.2 | MERCADO DE CAPITAIS..... | 22 |
| 5.2.1 | O novo mercado | 24 |
| 5.2.1.1 | Por que participar | 26 |
| 5.2.1.2 | Os níveis 1 e 2 de governança..... | 27 |
| 5.2.2 | IBOVESPA..... | 30 |
| 5.2.3 | Índice Brasil..... | 31 |
| 5.2.4 | Índice de governança corporativa | 32 |
| 5.3 | RAZÕES PARA ABERTURA DE CAPITAL..... | 33 |
| 5.4 | PROCEDIMENTOS PARA ABERTURA DE CAPITAL..... | 39 |
| 5.5 | DEFINIÇÃO DO PREÇO DA EMISSÃO | 45 |
| 5.6 | AVALIAÇÃO DE INVESTIMENTOS..... | 48 |
| 5.6.1 | Avaliação relativa (por múltiplos)..... | 51 |
| 5.6.1.1 | Índice Preço/Lucro (P/L)..... | 52 |
| 5.6.1.2 | Índice FV/EBITDA | 53 |
| 5.6.1.3 | Índice P/VPA (Preço/Valor Patrimonial da Ação) | 54 |
| 5.6.1.4 | Índice P/S (Preço/Vendas) | 54 |

| | | |
|-----|--|-----------|
| 6 | MÉTODOS DE PESQUISA..... | 56 |
| 6.1 | LEVANTAMENTO DOS DADOS DOS IPOS | 56 |
| 7 | RESULTADOS | 62 |
| 7.1 | ANÁLISE DOS MÚLTIPLOS E DA PERFORMANCE APRESENTADA | 63 |
| 8 | CONSIDERAÇÕES FINAIS | 76 |
| | REFERÊNCIAS..... | 78 |

1 INTRODUÇÃO

O presente estudo visa avaliar o mercado de capitais brasileiro, com o enfoque na abertura de capital das empresas (*Initial Public Offering - IPO*).

A década de 90 alternou dois momentos para o mercado de capitais brasileiro. No primeiro, a partir de 1994 com a implementação do Plano Real houve transformações responsáveis pelo aumento do volume de investimentos, entre elas a estabilidade dos preços e da moeda. Aliado a isso, a abertura da economia e as privatizações de estatais impulsionaram o investimento estrangeiro no Brasil. Contudo, no final da década a política monetária restritiva e o progressivo aumento da carga tributária acabaram pressionando negativamente a atividade econômica e, conseqüentemente, o mercado de capitais.

A década atual também está alternando momentos distintos. No início dos anos 2000, o aperto regulatório sobre o investimento estrangeiro no Brasil através de mudança na tributação, acarretou em evasão do capital estrangeiro do mercado nacional. Em 2002, as crises provocadas pela antecipação da obrigação dos fundos de investimentos de marcar a mercado seus papéis e pela preocupação dos investidores com as eleições presidenciais, provocaram a queda dos índices da Bovespa, desestimulando o investimento no mercado de capitais. Entretanto, a partir de 2003, a bolsa de valores iniciou uma forte expansão devido à estabilidade econômica provocada pela responsabilidade e conservadorismo do novo governo.

Com a melhora dos volumes negociados, rentabilidade da bolsa e queda de juros, o mercado proporcionou condições para que as empresas viessem ao mercado para financiar os seus projetos.

2 SITUAÇÃO PROBLEMÁTICA

Nos últimos anos, os investidores se esbaldaram comprando ações de IPO's (*Initial Public Offering*, em inglês), de empresas que abriram o seu capital. As compras iniciais de IPOs foram bastante frutíferas, ou seja, o "flipping" - subscrição e venda no primeiro pregão - deu resultados. Porém, os últimos IPOs deixaram um gosto amargo, com perdas substanciais.

A concessão pela Standard & Poor's do *status* de *investment grade* ao Brasil, reacendeu a discussão sobre as possibilidades de retomada da onda de IPO's. Iniciado em 2004 e com forte momento em 2007, a euforia nas ofertas públicas iniciais porém foi interrompida em 2008, à esteira da crise hipotecária nos Estados Unidos que afetou importantes bancos globais, elevando a incerteza e aumentando a aversão ao risco.

Houveram cerca de 115 IPOs nos últimos quatro anos desde o lançamento da Natura. Investidores estrangeiros, que compraram cerca de 70% do volume financeiro dos IPOs, e locais se beneficiaram da exuberância eufórica das bolsas dos mercados emergentes.

Todavia, a crise hipotecária resultou em uma debandada dos investidores do mercado de capitais, vendendo a qualquer preço, o que depreciou enormemente as ações das empresas que realizaram IPO recentemente, em muitos casos, vêm sendo negociadas por valores um pouco acima das aplicações financeiras e/ou capital de giro.

O problema enfrentado é que as empresas que ingressaram no mercado de capitais aproveitaram o momento e realizaram lançamento de ações com múltiplos aparentemente muito elevados. Busca-se, através deste trabalho, analisar através de uma análise quantitativa a performance desses lançamentos no período de baixa do mercado de ações entre 20 de maio e 30 de dezembro de 2008.

3 JUSTIFICATIVA DO TEMA

Conforme se vê nas Tabelas 1 e 2 abaixo, o número de empresas que abriram o capital ou fizeram emissões de novas ações aumentou significativamente de 2004 até agora. O ano de 2007 foi o que apresentou maior número de emissões, tanto no mercado primário como no mercado secundário, desde 1995, contabilizou 62 emissões de empresas no mercado primário e 46 empresas no mercado secundário, sendo que 64 empresas são IPOs. O volume financeiro também é destaque. Neste ano, o volume de emissões no mercado primário foi de R\$ 39.772 milhões e no mercado secundário R\$ 35.979 milhões, totalizando R\$ 75.751 milhões, correspondendo a um crescimento de 146% em relação a todo o ano de 2006, sendo o maior desde 1996.

Tabela 1 - Mercado Primário e Secundário (número de emissões)

| Ações | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Mercado Primário | n/d | 22 | 23 | 20 | 10 | 6 | 6 | 4 | 2 | 9 | 13 | 33 | 62 | 11 |
| Mercado Secundário | n/d | 2 | 0 | 14 | 14 | 14 | 7 | 2 | 6 | 12 | 15 | 34 | 46 | 5 |
| TOTAL | 30 | 24 | 23 | 34 | 24 | 20 | 13 | 6 | 8 | 21 | 28 | 67 | 108 | 16 |

Fonte: Adaptado de CVM (2008).

Tabela 2 - Volume de Emissões de Ações Emitidos em R\$

| Ano / Ações | Mercado Primário | Mercado Secundário | Total |
|--------------------|-------------------------|---------------------------|----------------|
| 1996 | 9.142.506.463 | 37.866.607 | 9.180.373.070 |
| 1997 | 3.965.210.427 | - | 3.965.210.427 |
| 1998 | 4.112.097.451 | 1.856.282.023 | 5.968.379.474 |
| 1999 | 2.749.447.694 | 1.886.613.920 | 4.636.061.614 |
| 2000 | 1.410.167.960 | 12.127.324.469 | 13.537.492.429 |
| 2001 | 1.353.299.000 | 4.308.725.108 | 5.662.024.108 |
| 2002 | 1.050.442.564 | 5.096.797.750 | 6.147.240.314 |
| 2003 | 230.000.000 | 1.856.342.830 | 2.086.342.830 |
| 2004 | 4.469.902.765 | 4.682.650.177 | 9.152.552.942 |
| 2005 | 4.364.528.762 | 6.634.591.024 | 10.999.119.786 |
| 2006 | 16.529.209.524 | 14.182.641.459 | 30.711.850.983 |
| 2007 | 39.772.577.305 | 35.979.310.595 | 75.751.887.900 |
| 2008 | 32.127.401.597 | 1.855.893.275 | 33.523.270.108 |

Fonte: Adaptado de CVM (2008).

Entretanto, o mundo está passando por uma crise, tanto financeira quanto de credibilidade, em consequência disso, o número de emissões primárias e secundárias no ano de 2008 foi reduzido. A expectativa para 2009 é que essas emissões continuem diminuindo devido ao fato de que o cenário deverá continuar incerto, em virtude da escassez do crédito, da diminuição da liquidez, e da possibilidade das economias mundias entrarem em recessão.

Contudo, na medida que o mercado se estabilize, o número de emissões deverá retomar o crescimento visto em anos anteriores, já que o Brasil atingiu o *Investment Grade*, ou seja, a classificação de nível de risco de países avaliados como capazes de honrarem seus compromissos de crédito, atraindo um maior volume de investimento estrangeiro através de bons lançamentos.

De acordo com Adrighi e Capparelli (2008), existem evidências de que os IPO's tendem a se concentrar no tempo e em determinados setores, atribuindo a ocorrência de *clusters* temporais e setoriais de IPO's à janela de oportunidade explorada por empresas que, em um período de euforia no mercado de ações, percebem que os preços das ações negociadas das demais empresas do setor estão superestimados. Na tabela abaixo, podemos constatar que na atual onda de IPO no Brasil, 60% deles ocorreram apenas em 2007 e 42% das empresas pertenciam a apenas três setores, pela tabela, na qual observa-se que dos lançamentos estudados, dezenove operam na construção civil e 6 em setores intimamente relacionados (exploração de imóveis), onze são bancos, e oito atuam no setor de alimentos.

| SETORES COM MAIS DE TRÊS IPO's | |
|---------------------------------------|----|
| Construção Civil | 19 |
| Banco | 11 |
| Alimentos | 8 |
| Exploração de Imóveis | 6 |
| Serviços Diversos | 6 |
| Energia Elétrica | 5 |
| Serviços Médicos-Hospitalares | 5 |
| Serviços Educacionais | 4 |
| Tecidos, Vestuário e Calçados | 3 |
| Carnes e Derivados | 3 |
| Serviços Financeiros Diversos | 3 |
| Tecnologia da Informação | 3 |

Quadro 1 - Setores com mais de três IPO's

Fonte: Adaptado de BOVESPA (2005).

Este estudo deverá analisar as performances das ações nos IPOs no mercado de capitais brasileiro no período de 2004 a 2008, no período maio a dezembro de 2008.

4 OBJETIVO GERAL

Analisar as performances das ações nos IPOs no mercado de capitais brasileiro realizadas no período de 2004 até 2008, entre 20 maio de 2008 até 31 dezembro 2008.

4.1 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Sintetizar referencial teórico sobre mercado de capitais no Brasil;
- Descrever as razões e procedimentos para a oferta pública de ações (IPO);
- Agrupar os lançamentos de ações, e a partir deles analisar o retorno real no período de 20 de maio de 2008 até 30 de dezembro de 2008.

5 REVISÃO DE LITERATURA

Esse capítulo estudará sobre o atual momento da economia brasileira e do mercado de capitais no Brasil, razões para a abertura de capital, os processos para o lançamento de ações.

5.1 ECONOMIA BRASILEIRA

Ao longo da história brasileira, o país flertou com o crescimento sustentado, mas nunca conseguiu dar o salto decisivo. No início deste ano, em meio a crises financeiras internacionais dos últimos tempos, a coleção de notícias positivas vindas da economia brasileira começou a intrigar analistas, economistas, homens e mulheres de negócios. O país avançou rapidamente como mercado consumidor em escala global, possuindo o principal mercado acionário emergente (CAETANO; PADUAN, 2008).

Segundo Claudia Vassalo, o Brasil vive seu melhor momento em três longas décadas, é o que apontam os números. No momento em que os Estados Unidos trabalha para poder manter sua economia, o Brasil registra seu maior volume em investimentos estrangeiros de sua história (CAETANO; PADUN, 2008).

O crescimento em 2007 superou os 5% e deve se repetir nesse ano. Empresas e bancos privados anunciam lucros recordes. Nunca na história se registram tantas empresas brasileiras com atuação global.

O país já é o quinto principal mercado do mundo em computadores, o terceiro em aparelhos celulares e cosméticos. A arrecadação, depois do corte da CPMF aumentou. A indústria automobilística brasileira comemorou os dois primeiros meses deste ano, como seus melhores meses e, a geração de empregos, em 2007, foi o maior em quatro décadas (CAETANO; PADUAN, 2008).

A preservação do real fez o mercado consumidor se transformar em pilar do crescimento. O consumo brasileiro expandiu 7% em 2007, enquanto o PIB (Produto Interno Bruto) cresceu perto dos 5,5%.

Foi o crédito, ampliado de 336 bilhões para 1 trilhão de reais, nos últimos 7 anos, resultado das importantes reformas econômicas do governo, o responsável por boa parte dessa evolução e, também, o principal motor para o crescimento nas vendas de bens como automóveis e eletrodomésticos nos últimos dois anos.

Com isso, também vem o impulso para a exploração do mercado imobiliário, irrigada pelo crédito, o Brasil começa, assim, a se aproximar do modelo das principais economias capitalistas.

Mesmo com o custo do dinheiro elevado, a ampliação do número de prestações do crediário e queda dos juros já, aumentaram o consumo das classes C, D e E, iniciando processo de inclusão, (CAETANO; PADUAN, 2008).

Em entrevista para o Portal Exame (CAETANO; PADUAN, 2008), o sócio da Klabin e ex-presidente da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (FIESP), afirma estar entusiasmado por viver no Brasil neste momento.

Diz que passou anos vendo empresários atrás de dinheiro para pagar bancos e presenciando negócios quebrarem, e hoje, vê as pessoas atrás de dinheiro para investir, empresas comprando outras ou se fundindo, tornando-se maiores e fortes.

Também, com o mesmo pensamento está Jeff Fetting, presidente mundial da *Whirlpool*, fabricante das marcas Brastemp e Cônsul, diz que, de 2004 para cá, o mercado de eletrodomésticos praticamente dobrou, subindo da oitava posição mundial para a quarta.

A *Whirlpool* vendeu no Brasil o total de 7 milhões de geladeiras, fogões, lavadoras e outros aparelhos no ano passado, sendo recorde histórico. Fetting fala que, o país tem hoje inflação baixa, juros em queda, aumento de renda e reduzido endividamento externo e, tudo isso indica caminho de amplo crescimento (CAETANO; PADUAN, 2008).

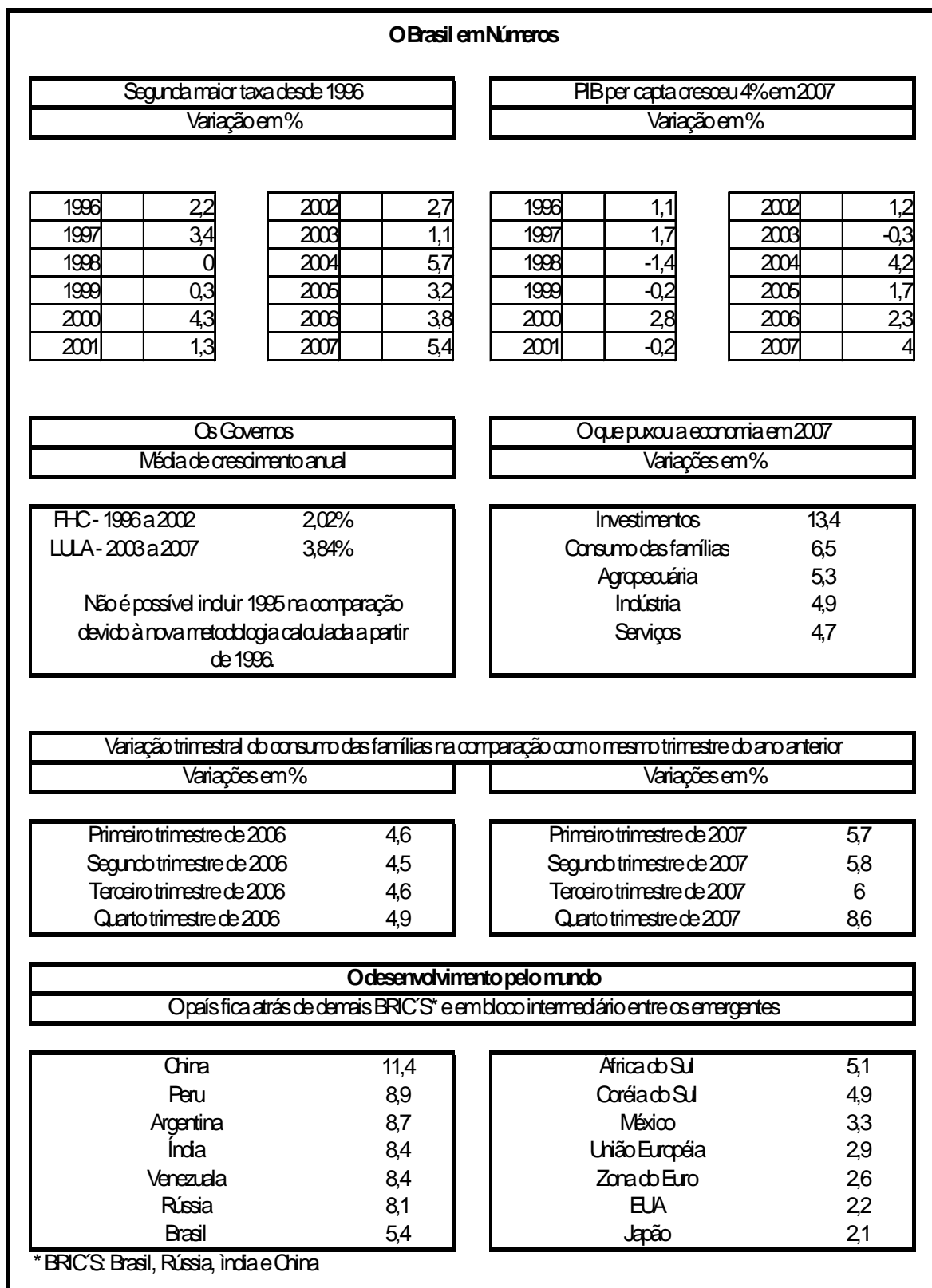


Figura 1 - O Brasil em números
 Fonte: Caetano e Paduan (2008).

5.2 MERCADO DE CAPITALIS

Segundo Assaf Neto (2003) o mercado de capitais assume um papel dos mais relevantes no processo de desenvolvimento econômico. É o grande municiador de recursos permanentes para a economia, em virtude da ligação que efetua entre os que têm capacidade de poupança, ou seja, investidores, e aqueles carentes de recursos de longo prazo, ou seja, que apresentam déficit de investimento.

O mercado de capitais oferece também financiamentos com prazos indeterminados, como as operações que envolvem a emissão e subscrição de ações.

O surgimento do mercado de capitais segundo Pinheiro (2005) foi fundamentado em dois princípios:

- Contribuir para o desenvolvimento econômico, atuando como propulsor de capitais para os investimentos, estimulando a formação da poupança privada;
- Permitir e orientar a estruturação de uma sociedade pluralista, baseada na economia de mercado, permitindo a participação coletiva de forma ampla na riqueza e nos resultados da economia.

Ainda segundo Pinheiro (2005), o mercado de capitais é fundamental para o desenvolvimento econômico porque:

- Aumenta as alternativas de financiamento para as empresas;
- Reduz o custo global de financiamento;
- Diversifica e distribui risco entre os aplicadores;
- Democratiza o acesso ao capital.

Pelo Plano Diretor do mercado de capitais, que foi o resultado do trabalho de consolidação de um grande número de sugestões, propostas e iniciativas originadas nas entidades participantes do Projeto IBEMEC II, complementadas pelos participantes no XVII Congresso ABAMEC 2002, a missão do mercado de capitais é:

- Oferecer as condições financeiras necessárias para a retomada e sustentação do crescimento econômico, a geração de empregos e a democratização de oportunidades e do capital;
- Mobilizar recursos de poupança oferecendo alternativas de investimento seguras e rentáveis, para servir também de base para planos de previdência complementar;
- Direcionar esses recursos para financiar os investimentos mais produtivos e socialmente desejáveis, inclusive infra-estrutura, habitação e empresas emergentes, em condições competitivas com o mercado internacional.

O Plano Diretor direcionou as suas ações para a criação de condições necessárias a um mercado de capitais competitivo; entre elas estão:

- Condições de isonomia competitiva: caracterizada principalmente por taxas de juros, tributação e regulação harmonizadas com as melhores práticas internacionais;
- Condições de eficiência;
- Legislação: tratamento eqüitativo no relacionamento entre agentes econômicos, com adequada proteção aos investidores;
- Transparência: padrões de contabilidade e demais critérios de divulgação que assegurem amplo acesso dos investidores e demais agentes do mercado a todas as informações relevantes para a correta avaliação das expectativas de risco e retorno das aplicações;

- Enforcement: garantia de respeito a leis e contratos pela eficaz operação de órgãos reguladores, do Poder Judiciário e ou de mecanismo de arbitragem;
- Criação e preservação das condições de concorrência nos mercados, mediante ações e critérios que incentivem e preservem a atuação de um grande número de participantes, inclusive mediante a eliminação de barreiras à entrada, o controle sobre manipulação de preços e a integração competitiva ao mercado internacional de capitais;
- Custos de transação: minimização de custos de transação e quaisquer outras restrições de natureza burocrática ou tributária que onerem a negociação nos mercados financeiros e de capitais.

Os três pontos focais das diretrizes e ações do Plano Diretor são:

- Empresas: mercado de capitais deve ser fonte de liquidez de recursos;
- Investidores: mercado de capitais deve ser melhor alternativa de investimento;
- Regulação: deve preservar a credibilidade e promover o desenvolvimento de instituições, mercados e produtos.

5.2.1 O novo mercado

Comentam Cavalcanti e Misumi (2001), que em dezembro de 2000, promissora iniciativa da Bovespa, foi lançado o Novo Mercado, com a finalidade de fortalecer e dar credibilidade ao mercado de capitais brasileiro.

Explica Assaf Neto (2003), que este segmento criado pela Bovespa, onde são listadas para negociação no mercado financeiro, ações de empresas, que de forma voluntária, comprometem-se em cumprir práticas de governança corporativa transparentes, qualificadas e que mantenham a integridade dos procedimentos de gestão.

Uma das motivações principais da criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e do Novo Mercado pela BOVESPA foi, dada a dificuldade política para aprovação de uma legislação societária que efetivamente contemplasse os interesses dos acionistas minoritários, criar um arranjo institucional pelo qual as empresas aderem voluntariamente, vi contrato privado, a padrões mais exigentes de governança. Até então, a elevada participação dos controladores no capital votante das empresas lhes conferia poder e incentivos para perseguirem benefícios privados de controle à custa de minoritários.

| Porcentagem de Distribuição | Porcentagem do Número de Empresas |
|-------------------------------------|-----------------------------------|
| Menor do que 20% | 2,3% |
| Maior ou igual a 20% e menor de 30% | 6,9% |
| Maior ou igual a 30% e menor de 40% | 6,9% |
| Maior ou igual a 40% e menor de 50% | 9,20% |
| Maior ou igual a 50% e menor de 75% | 50,57% |
| Maior ou igual a 75% | 20,69% |

Quadro 2 - Distribuição de frequência da porcentagem de controladores no capital votante

Fonte: Adaptada de BOVESPA (2005).

Com a inovação institucional representada pelos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e o novo Mercado, esperava-se que os direitos de voto dos controladores das empresas ingressantes na Bovespa seriam significativamente menores comprando os das empresas operando no segmento tradicional de listagem. Todavia, o Quadro 1, revela que, das empresas que lançaram IPO entre 2004 e 2008 e forneceram informações sobre participação do controlador no capital votante, em apenas 14% o controlador detém fração dos direitos de voto inferior a 40%. No mesmo sentido, como evidencia O Quadro 2, é relativamente baixo o *free-float* das das empresas em que esta informação era disponível: mais de 53% delas apresentavam *free-float* inferior a 40%.

| Porcentagem de Distribuição | Porcentagem do Número de Empresas |
|-------------------------------------|--|
| Menor do que 20% | 1,03% |
| Maior ou igual a 20% e menor de 30% | 25,77% |
| Maior ou igual a 30% e menor de 40% | 26,80% |
| Maior ou igual a 40% e menor de 50% | 21,65% |
| Maior ou igual a 50% e menor de 75% | 16,75% |
| Maior ou igual a 75% | 8,25% |

Quadro 3 - Distribuição de frequência da porcentagem de *free-float*

Fonte: Adaptada de BOVESPA (2005).

5.2.1.1 Por que participar

Segundo Assaf Neto (2003), as práticas de governança corporativa seguidas pelas empresas listadas no novo mercado são, em princípio, rígidas, ante as práticas constatadas na legislação societária brasileira.

O autor salienta que o objetivo é ampliar os direitos dos acionistas, demonstrando importância na relação da empresa e seus investidores.

O mercado acredita que os mesmos estarão dispostos em adquirir ativos, das empresas que adotarem às práticas do novo mercado, visto que o respeito com o acionista minoritário será amplo.

Para Cavalcanti e Misumi (2001) a participação no novo mercado apresenta vantagens para os acionistas:

- Devido ao grau de transparência;
- Tratamento aos minoritários;
- Precificação das ações melhoram, reduzindo o custo de captação de recursos.

5.2.1.2 Os níveis 1 e 2 de governança

Em continuidade Cavalcanti e Misumi (2001) salientam que a adesão ao novo mercado é voluntária. No entanto, a empresa interessada em cumprir as novas regras, firma contrato com a Bovespa.

Atualmente as empresas estão aperfeiçoando as informações prestadas aos investidores e ampliando os direitos atribuídos aos acionistas. Porém, para que a empresa demonstre este compromisso com as novas práticas é necessário que a mesma candidate-se aos seguintes níveis:

Segundo Bovespa (2005), o nível 1, é para empresas que comprometem-se a melhorar as informações publicadas no mercado. Assaf Neto (2005) compartilha com Cavalcanti e Misumi (2001), que as principais exigências são:

- Manutenção de no mínimo 25% do capital social da sociedade em poder do público;
- Adesão de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital, na oferta pública de colocação de ações;
- Melhorar a qualidade e transparência das informações prestadas trimestralmente e demonstrativo do fluxo de caixa;
- Divulgar operações que envolvam os ativos da emissão da companhia, por parte dos administradores e acionistas controladores.

As empresa que se candidatam em participar do nível 2, além de cumprir exigências assinaladas no nível 1, devem admitir conjunto amplo de direitos para os acionistas minoritários. Desta vez Cavalcanti e Misumi (2001) e Assaf Neto (2005), salientam os principais compromissos do nível 2:

- Mandato de um ano aos membros do Conselho de Administração;
- Publicação do balanço anual de acordo com as normas do United States Generally Accepted Accounting Principles (US Gaap) ou International Accounting Standards Committee (Iasc Gaap) – normas de contabilidade adotadas no EUA;
- Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições adquiridas pelos controladores. Quando da venda do controle da companhia é de 70% desse valor para os acionistas detentores de ações preferenciais;
- Na hipótese de fechamento do capital ou cancelamento do registro neste nível 2, a companhia tem a obrigação de efetuar oferta de compra das ações em circulação, por seu valor econômico;
- Adesão à Câmara de Arbitragem de Mercado da Bovespa, para resolução dos problemas societários;
- Direito de voto para os acionistas detentores de ações preferenciais em determinadas matérias como incorporação, aprovação de contratos entre as companhias e empresas do mesmo grupo, cisão e fusão, entre outros assuntos.

Cavalcanti e Misumi (2001) afirmam que as empresas podem candidatar-se aos dois níveis de governança corporativa. No nível 1, são listadas empresas comprometidas com transparência no trato das informações. No nível 2, as que estão comprometidas com transparência e governança corporativa.

Em continuidade, Assaf Neto (2005), lembra que o nível 3 de governança corporativa é o próprio mercado novo. Para a empresa ingressar neste, além de atender as exigências anteriores, deve somente possuir ações ordinárias.

Segundo BOVESPA, a parcela preponderante das empresas que abriram capital listou-se no Novo Mercado (71%), sendo que o segundo segmento de listagem mais procurado foi o Nível 1 (14%), conforme mostrado no Gráfico 1. Cabe lembrar que a Resolução 282 da Bovespa, obriga qualquer nova empresa a se listar no mínimo no Nível 1. Regulamentações ou legislação específica impedem que certas exigências nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) e no Novo Mercado sejam atendidas por determinadas empresas. Esse é o caso de empresas sob controle estatal, que não conferir direito a voto a preferencialistas no caso de fusões, venda, ou aquisições, e de empresas que pertencem a setores mais regulamentados, como aviação civil e bancos. Por conta dessas restrições legais, Gol, TAM, e ALL foram listadas no Nível 2. A adesão dos bancos ao Nível 2 e ao Novo Mercado é inibida por sua vez pela Constituição de 1988 (BRASIL, 2009), que impede investidores estrangeiros de exercerem direito a voto, exceto por autorização expressa em decreto presidencial, graças à qual a Nossa Caixa se listou no Novo Mercado.

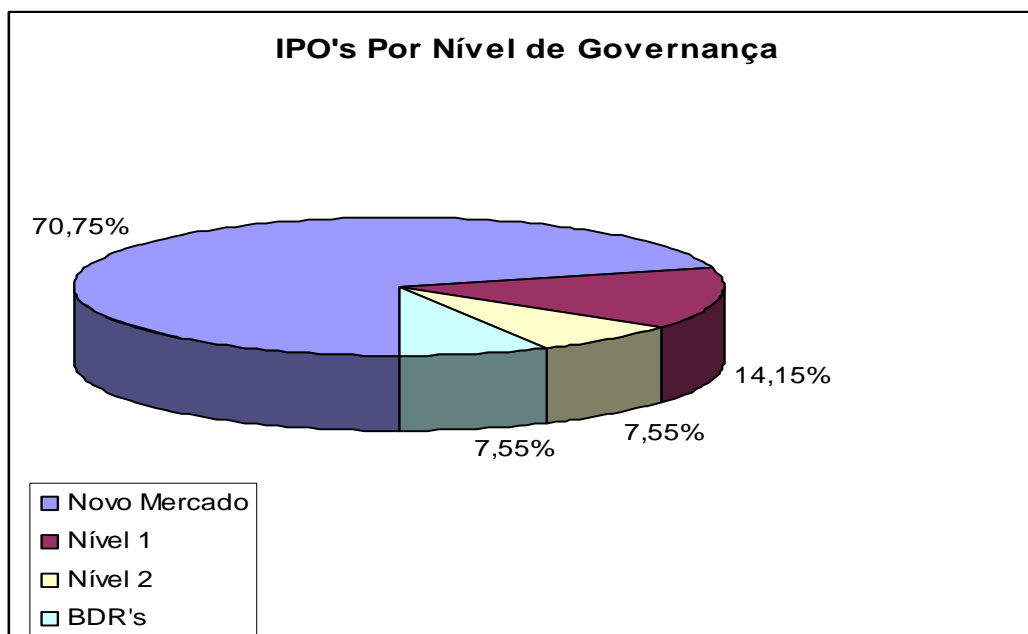


Gráfico 1 - IPO's Por Nível de Governança

Fonte: Adaptada de BOVESPA (2005).

5.2.2 IBOVESPA

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

Conforme BOVESPA o Índice Bovespa é o valor atual, em moeda corrente, de uma carteira teórica de ações constituída em 2/1/1968 (valor-base: 100 pontos). Supõe-se não ter sido efetuado nenhum investimento adicional desde então, considerando-se somente os ajustes efetuados em decorrência da distribuição de proventos pelas empresas emissoras (tais como reinversão de dividendos recebidos e do valor apurado com a venda de direitos de subscrição, e manutenção em carteira das ações recebidas em bonificação). Dessa forma, o índice reflete não apenas as variações dos preços das ações, mas também o impacto da distribuição dos proventos, sendo considerado um indicador que avalia o retorno total de suas ações componentes. Extremamente confiável e com uma metodologia de fácil acompanhamento pelo mercado, o Índice Bovespa representa fielmente o comportamento médio das principais ações transacionadas e o perfil das negociações a vista observadas nos pregões da BOVESPA.

A Bolsa de Valores calcula seu índice em tempo real, considerando os preços dos últimos negócios efetuados no mercado a vista (lote-padrão) com ações componentes de sua carteira. Sua divulgação é feita pela rede de difusão da BOVESPA e também retransmitida por uma série de *vendors*, sendo possível, dessa forma, acompanhar *on-line* seu comportamento em qualquer parte do Brasil ou do mundo.

Em termos de liquidez as ações integrantes da carteira teórica do Índice Bovespa respondem por mais de 80% do número de negócios e do volume financeiro verificados no mercado a vista (lote-padrão) da BOVESPA.

Conforme BOVESPA a carteira teórica do Ibovespa é composta pelas ações que atenderam cumulativamente aos seguintes critérios, com relação aos doze meses anteriores à formação da carteira:

- Estar incluída em uma relação de ações cujos índices de negociabilidade somados representem 80% do valor acumulado de todos os índices individuais;
- Apresentar participação, em termos de volume, superior a 0,1% do total;
- Ter sido negociada em mais de 80% do total de pregões do período.

Para que a representatividade do Ibovespa mantenha-se ao longo do tempo, sua carteira é reavaliada ao final de cada quadrimestre, utilizando-se os procedimentos e critérios integrantes desta metodologia. Nas reavaliações, identificam-se as alterações na participação relativa de cada ação no índice, bem como sua permanência ou exclusão, e a inclusão de novos papéis. A carteira teórica do Ibovespa tem vigência de quatro meses, vigorando para os períodos de janeiro a abril, maio a agosto e setembro a dezembro.

5.2.3 Índice Brasil

Segundo BOVESPA o IBrX - Índice Brasil é um índice de preços que mede o retorno de uma carteira teórica composta por 100 ações selecionadas entre as mais negociadas na BOVESPA, em termos de número de negócios e volume financeiro. Essas ações são ponderadas na carteira do índice pelo seu respectivo número de ações disponíveis à negociação no mercado.

Integrarão a carteira do IBrX - Índice Brasil as 100 ações que atenderem cumulativamente aos critérios a seguir:

- Estarem entre as 100 melhores classificadas quanto ao seu índice de negociabilidade, apurados nos doze meses anteriores à reavaliação;
- Terem sido negociadas em pelo menos 70% dos pregões ocorridos nos doze meses anteriores à formação da carteira.

Cumprе ressaltar que companhias que estiverem sob regime de recuperação judicial, processo falimentar, situação especial, ou ainda que estiverem sujeitas a prolongado período de suspensão de negociação, não integrarão o IBrX.

A carteira teórica do índice terá vigência de quatro meses, vigorando para os períodos de janeiro a abril, maio a agosto e setembro a dezembro.

Ao final de cada quadrimestre a carteira será reavaliada, utilizando-se os procedimentos e critérios integrantes desta metodologia.

5.2.4 Índice de governança corporativa

Segundo BOVESPA o IGC - Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada - tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa. Tais empresas devem ser negociadas no Novo Mercado ou estar classificadas nos Níveis 1 ou 2 da BOVESPA.

Elegem-se à inclusão na carteira teórica do índice todas as ações emitidas por empresas negociadas no Novo Mercado ou classificadas nos Níveis 1 e 2 da BOVESPA.

São incluídas na carteira do índice todas as empresas admitidas à negociação no Novo Mercado e nos Níveis 1 e 2 da BOVESPA. Os procedimentos para a inclusão de uma ação no índice obedecem à seguinte regra:

- Ações de novas empresas:

Serão incluídas após o encerramento do primeiro pregão regular de negociação.

- Ações de empresas já negociadas na BOVESPA:

Serão incluídas após o encerramento do pregão anterior ao seu início de negociação no Novo Mercado ou Nível 1 ou 2.

Uma vez a empresa tendo aderido aos Níveis 1 ou 2 da BOVESPA, todos os tipos de ações de sua emissão participarão da carteira do índice, exceto se sua liquidez for considerada muito estreita.

5.3 RAZÕES PARA ABERTURA DE CAPITAL

De acordo com Pinheiro (2005) as razões para abertura de capital são:

- Captação de recursos para investimentos ou reestruturação de passivos;
- Arranjos societários;
- Liquidez patrimonial;
- Novo relacionamento com funcionários;
- Imagem institucional.

Segundo Casagrande Neto et al. (2000), a decisão de abertura de capital esta atrelada à decisão de financiamento da companhia. Enquanto a decisão de investimento determina o risco empresarial de uma firma, a decisão de financiamento define seu risco financeiro, que vai desde a variabilidade do lucro até a situação de insolvência.

Pinheiro (2005) diz que quando uma empresa defronta-se permanentemente com questões relativas ao financiamento de seus investimentos ou à reestruturação de seus passivos financeiros, a captação de recursos pelo lançamento de valores mobiliários é uma alternativa aos financiamentos bancários.

A decisão de abertura de capital de uma empresa não deve estar associada, exclusivamente, a uma necessidade imediata de captação de recursos. Quando o horizonte de planejamento empresarial indica uma futura necessidade, os dirigentes ou acionistas podem promover colocações secundárias, ou primárias de pequeno porte, de forma preparar a empresa e o mercado para uma posterior operação maior.

Conforme Pinheiro (2005) a abertura de capital desencadeia a aceleração da profissionalização da empresa, atingindo os dirigentes e todo o quadro de pessoal. Em princípio, o processo é consequência da regulamentação da companhias abertas, que exige o Conselho de Administração e o Conselho Fiscal, com a possibilidade de serem eleitos conselheiros representantes dos novos acionistas, e de criação do cargo de diretor de relações com o investidores, que será responsável por prestar informações à CVM, ao público investidor e às bolsas ou mercado de balcão organizado.

Para Casagrande Neto et al. (2000) cabe ao administrador financeiro maximizar a riqueza a riqueza do acionista, deverá, portanto, definir qual a estrutura “ótima” de capital para alcançar o objetivo, balanceando convenientemente a presença de recursos próprios (reinvestimento de lucros e aporte dos atuais acionistas) e recursos de terceiros (emissão de ações destinadas a novos acionistas, emissão de títulos de dívida e financiamento bancário).

Segundo Cavalcante e Yoshio (2001) uma empresa em fase de crescimento necessita de recursos para financiar seus projetos de expansão. Mesmo que o retorno oferecido pelo projeto seja superior ao custo de um empréstimo, o risco do negócio recomenda que se faça um balanceamento entre recursos de terceiros e recursos próprios.

De acordo com dados fornecidos pela BOVESPA e apresentados no gráfico abaixo, na média 78% do montante dos recursos levantados nas emissões primárias se destinou a novos investimentos, 12% ao financiamento de capital de giro, e 9% à redução de endividamento, dados que podem sugerir um efeito benéfico dessa fonte de capital sobre o crescimento econômico via acumulação de capital.

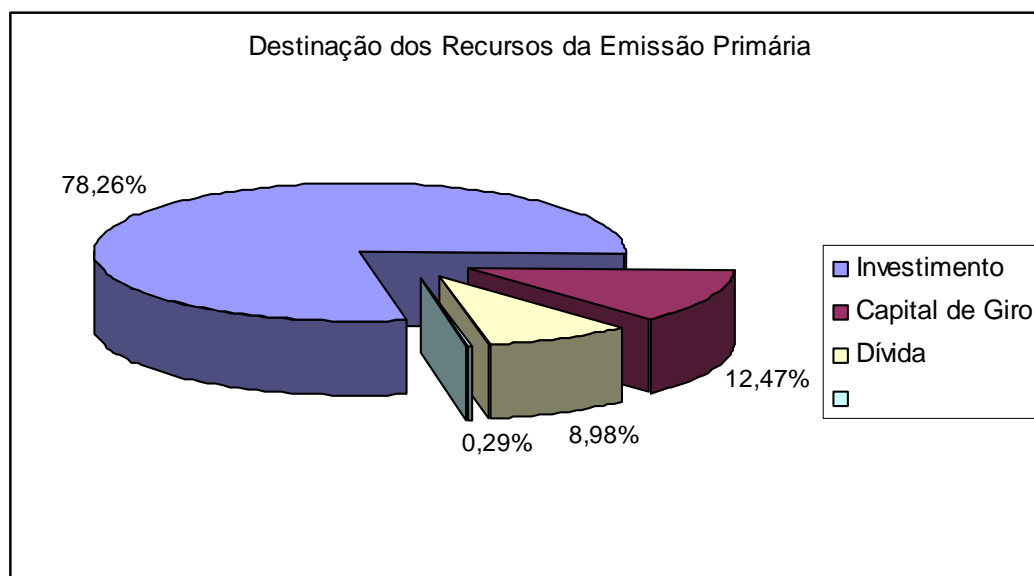


Gráfico 2 - Destinação dos Recursos da Emissão Primária
Fonte: Adaptada de BOVESPA (2009).

É importante ressaltar que a captação de recursos através da emissão de valores mobiliários não é uma operação isenta de custos. Existem e se referem à distribuição dos novos títulos e às maiores exigências legais, decorrentes da manutenção da condição de companhia aberta.

Conforme BOVESPA em se tratando especificamente de emissão de ações, estas representam uma interessante opção frente às modalidades de recursos que implicam pagamento de juros, cujo comportamento, decorrente da política monetária, foge do controle da companhia. Adicionalmente, o aumento de capital melhora os indicadores de endividamento da empresa emissora.

Para se definir uma estrutura “ótima” são considerados vários fatores como:

- Custo e disponibilidade de capital próprio e de terceiros;
- Índices comparativos setoriais (liquidez, endividamento oneroso, rentabilidade, prazo de maturação de projetos etc);
- Grau de risco aceito pelo empresário;
- Importância dos investimentos planejados (ex.: sem a compra de determinado equipamento, a empresa perderá competitividade frente a concorrência).

Os recursos oriundos dos sócios investidores não possuem prazo de amortização ou resgate e não exigem um rendimento previamente definido, pois o retorno dos investidores depende do desempenho da empresa. Logo, uma empresa aberta passa a ser menos afetada pela volatilidade da economia, e seus administradores têm maior facilidade e flexibilidade para planejar.

A empresa que busca recursos através da emissão de novas ações deixa de aumentar a sua alavancagem financeira, repartindo com os investidores interessados parte de sua propriedade, evitando uma maior vulnerabilidade que ocorreria ao buscar capital de terceiros.

Para Assaf Neto (2003), a abertura de capital é justificada, principalmente, pela necessidade sentida pelas empresas de aporte de recursos permanentes visando financiar novos projetos de investimento, e promover o crescimento e a modernização de suas atividades. A abertura de capital implica, ainda, a

transformação da empresa em uma Sociedade Anônima (SA), tendo suas ações listadas em Bolsa de Valores e negociadas no mercado.

Uma vez distribuída a oferta pública inicial, a companhia poderá retornar ao mercado recorrendo a uma ampla base de investidores, incluindo investidores externos. As ofertas seguintes poderão ser concluídas em menor tempo, uma vez que a companhia já efetuou seu registro de companhia aberta e já estabeleceu relacionamento com o mercado de capitais e também poderão ser melhor precificadas.

A operação da abertura de capital, segundo Pinheiro (2005), traz vantagens e novas obrigações, citadas abaixo:

Vantagens:

- Fortalecimento da empresa com a criação de instrumento de capitalização democrática, isto é, acesso a uma nova fonte permanente de recursos;
- Ampliação da base de captação de recursos financeiros e de seu potencial de crescimento;
- Maior flexibilidade nas decisões estratégicas sobre a estrutura de capitais (relação entre capitais próprios e de terceiros);
- Desenvolvimento de imagem institucional da empresa junto aos meios financeiros, clientes e fornecedores;
- Visualização patrimonial da empresa, com a cotação pública dos títulos de sua emissão;
- Criação de liquidez para os títulos de emissão de companhia aberta e, conseqüentemente, para patrimônio dos acionistas;
- Melhor condição de expansão via aquisição de outras empresas ou outro tipo de investimento, tendo como contrapartida os recursos provenientes do mercado de capitais;

- Aumento de alavancagem financeira, isto é, aumento da capacidade de negociação junto ao intermediador financeiro;
- Redução da dependência das instabilidades e imprevisibilidades do mercado financeiro (crédito);
- Custo de captação compatível com a rentabilidade da empresa (processo de ações divididos) e participações nos resultados e nas debêntures;
- Melhor solução para o problema de sucessão no caso de empresas familiares.

Além dessas vantagens, existem também as vantagens para a economia. Ao investir, as empresas aumentam a produção, geram empregos e renda, proporcionam aumento na arrecadação de impostos etc.

As novas obrigações, segundo Pinheiro (2005), são:

- Estruturar Departamento de Acionistas ou contratar Instituição financeira para relacionamento com investidores acionistas ou debenturistas;
- Transparência/Disclousure junto aos investidores;
- Profissionalização;
- Custos legais e administrativos;
- Manter fluxo de informações à CVM, Bolsa de Valores e mercado;
- Trimestralmente, apresentar contas de resultado;
- Semestralmente, contas patrimoniais e de resultado, comentando o desempenho da empresa;
- Necessidade de debater a estratégia empresarial e divulgação de qualquer fato relevante acerca da vida da companhia;

- Eleição de um dos diretores com a função de Diretor de Relações com o Mercado;
- Contratação de auditoria independente;
- Distribuição de resultados aos novos acionistas;
- Criação de Conselhos de Administração e Fiscal;
- Publicações Legais;
- Anuidade à Bolsa de Valores.

5.4 PROCEDIMENTOS PARA ABERTURA DE CAPITAL

Segundo BOVESPA a abertura de capital pode ocorrer tanto através de venda pública de uma nova emissão de valores mobiliários, que é uma distribuição primária e traz recursos à companhia emissora, quanto através da venda ao público de um lote já existente, sendo esta última operação chamada de distribuição secundária, também conhecida como *block trade*. Neste caso a operação não resulta na captação de novos recursos para a companhia, mas sim em liquidez para o ofertante do lote. No caso de ações, geralmente o acionista que faz parte do bloco controlador¹ da companhia.

De acordo com Pinheiro (2005, p. 159), “os lançamentos de ações novas no mercado, de forma ampla e não restrita à subscrição pelos atuais acionistas, chamam-se lançamentos públicos de ações ou operações de *underwriting*”. Nesse processo de lançamento, a empresa encarrega uma instituição financeira da colocação desses títulos no mercado.

¹ Bloco Controlador – Grupo de acionistas que são titulares de ações que lhe assegurem o poder de orientar o funcionamento dos órgãos da companhia e de dirigir as suas atividades.

Ainda segundo Pinheiro (2005), se a operação for de lançamento primário, os investidores subscrevem os novos títulos por meio do preenchimento de boletim de subscrição, com modelo previamente submetido à CVM. Pode ocorrer, ainda, colocação primária por intermédio de leilões em bolsa, embora isso seja pouco usual.

Se for mercado secundário, o mais comum é que a distribuição seja feita por meio de leilão em bolsa. Caso a instituição financeira coordenadora não seja uma corretora, é necessário nomear uma para referida operação.

Para que uma empresa efetue uma emissão pública, é necessário obter condição de companhia aberta (registro), prestando à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) informações e fornecendo documentação de forma a permitir a avaliação do risco pelo investidor.

A regulamentação exige que a distribuição pública seja coordenada por intermediário financeiro devidamente credenciado – banco múltiplo, banco de investimento, corretora de valores ou distribuidora. As empresas geralmente consultam seus parceiros financeiros habituais, mas é recomendável que a empresa consulte mais de uma instituição para cotejar comissões e modelos de operação.

A BOVESPA diz que a instituição coordenadora líder, conjugando interesses se todos os envolvidos, exercerá o papel de coordenação dos procedimentos de registro na CVM, estruturação e *timing* da oferta, processo de formação de preço, plano de distribuição e organização da apresentação da operação ao mercado, esta conhecida por *road show*².

Eventualmente, a companhia poderá contratar mais de um intermediário financeiro para atuar com o coordenador. No caso da companhia selecionar mais de uma instituição, será necessário eleger uma instituição como coordenador líder³.

² Road Show – Apresentação itinerante da companhia e da operação de distribuição pública para investidores, especialmente investidores institucionais especializados em negócios globalizados.

³ De acordo com artigo nº 37 da Instrução CVM 400.

É importante destacar que o artigo 48 da instrução CVM⁴ 400 impõe normas de conduta para a emissora e/ou ofertante, as instituições intermediárias e as pessoas que com estes estejam trabalhando na oferta pública.

As Normas de conduta para instituições intermediárias, ofertantes e companhia aberta são:

- Até que a oferta pública seja divulgada ao mercado, limitar a revelação de informação relativa à oferta e utilizar a informação reservada estritamente aos fins relacionados com a preparação da oferta;
- Abster-se de negociar, até a publicação do Anúncio de Encerramento de Distribuição, com valores mobiliários de emissão do ofertante ou da companhia emissora, salvo em casos de a) execução de plano de estabilização; b) alienação total ou parcial de lote de valores mobiliários objeto de garantia firme; c) negociação por conta e ordem de terceiros ou d) operações claramente destinadas a acompanhar índices de ações, certificados ou recibo de valores mobiliários;
- Apresentar a CVM pesquisas e relatórios públicos sobre a companhia e a operação que eventualmente tenham elaborado;
- Abster-se de se manifestar na mídia sobre a oferta ou o ofertante até a publicação do Anúncio de Encerramento da Distribuição;
- A partir do momento em que a oferta se torne pública, ao divulgar informação relacionada à emissora ou à oferta a) observar os princípios relativos à qualidade, transparência e igualdade de acesso à informação; b) esclarecer suas ligações com a emissora ou o seu interesse na oferta, nas suas manifestações em assuntos que envolva a oferta, ou os valores mobiliários.

⁴ Disponível em: www.cvm.gov.br.

Definidas as instituições que participarão do consórcio de distribuição, é celebrado um contrato de distribuição de valores mobiliários, especificando-se as responsabilidades de cada parte, bem como as respectivas remunerações.

De acordo com a CVM a Instrução CVM 400/03, anexo I, o contrato de distribuição de dispor sobre:

- Qualificação da empresa emissora, da instituição líder e das demais instituições intermediárias envolvidas na distribuição, se for o caso;
- Assembléia Geral Extraordinária ou Reunião do Conselho de Administração que autorizou a emissão;
- Regime de colocação dos valores mobiliários (por exemplo, garantia firme⁵, ou melhores esforços⁶);
- Total de valores mobiliários objeto do contrato, devendo ser mencionada a forma, valor nominal, se houver, preço de emissão e condições de integralização, vantagens e restrições, especificando inclusive aquelas decorrentes de eventuais decisões da Assembléia ou do Conselho de Administração que deliberou a emissão;
- Condições de revenda dos valores mobiliários pela instituição líder ou pelas demais instituições intermediárias envolvidas na distribuição, no caso de regime de colocação com garantia firme;
- Remuneração da instituição líder e demais instituições intermediárias envolvidas na distribuição, discriminando as comissões devidas;
- Descrição do procedimento adotado para distribuição; e
- Menção a contratos de estabilização de preços e de garantia de liquidez, se houver.

⁵ Garantia firme – modalidade de distribuição pública onde o intermediário financeiro dá garantia, ao ofertante, de colocação e/ou de liquidação total ou parcial dos valores mobiliários, mediante cobrança de comissão de garantia

⁶ Melhores esforços – modalidade de distribuição pública onde o intermediário financeiro não dá garantia de colocação e/ou de liquidação ao ofertante.

Os intermediários são remunerados basicamente por três tipos de comissão:

- Comissão de coordenação: remuneração por serviços de coordenação da emissão. Desde a documentação inicial até a condução do *road show*;
- Comissão de garantia: valores que o coordenador e seus subcontratados recebem por garantirem a colocação dos valores mobiliários, em contratos celebrados com garantia firme;
- Comissão de colocação: remuneração dada ao intermediário por realizar a colocação do valor mobiliário junto ao tomador final.

| Etapas de uma oferta pública | Prazo | Atividades |
|---|---|--|
| 1. Reuniões pré-lançamento | Vários meses | Discutem-se o volume de dinheiro a ser emitido. O consórcio de instituições intermediárias e o grupo de venda são formados. O contrato de distribuição é negociado. Obtém-se a aprovação pelo conselho de administração. |
| 2. Apresentação e aprovação de pedido de registro | Período de espera 20 dias | O pedido de registro contém todas informações financeiras e operacionais relevantes. |
| 3. Precificação de títulos | Geralmente não antes do último dia do período de registro | No caso de títulos já negociados, o preço fixado aproxima-se do preço de mercado vigente. No caso de ofertas públicas iniciais, exigem-se pesquisas e análises intensivas. |
| 4. Oferta pública e venda | Logo após o último dia do período de registro | Num contrato de compromisso firme, o intermediário compra uma quantidade estipulada de ações da empresa e a vende a um preço mais alto. O grupo de venda ajuda-o nessa venda. |
| 5. Estabilização do mercado | Geralmente 30 dias após a oferta | O intermediário compromete-se a submeter ordens de compra no mercado a um preço predeterminado. |

Quadro 4 - Etapas de uma oferta pública
 Fonte: Adaptado de Ross, Westerfield e Jaffe (2002).

Para BOVESPA, uma vez que a empresa emissora tenha concretizado as primeiras etapas descritas na Tabela 1, devem ser iniciadas, em conjunto com o coordenador líder, os procedimentos de estruturação da operação. A instituição coordenadora líder enviará à companhia sua equipe técnica para a condução de estudos sobre, por exemplo, sua situação financeira, expectativas de resultados e determinação do perfil mais conveniente para a operação.

Os estudos técnicos são bastante elaborados são bastante abrangentes e compreendem:

- Análise das informações financeiras retrospectivas (auditadas ou em processo de auditoria);
- Visita às instalações responsáveis pela geração da receita da empresa, seja industrial ou de serviços;
- Entrevistas com as áreas financeira, operacional, comercial, de marketing e de planejamento estratégico;
- Análise da concorrência e do setor de atuação da companhia;
- Análise de documentos societários, contratos e acordos e levantamento de passivos trabalhistas, fiscais e ambientais;
- Desenvolvimento de projeções de resultado, incluindo simulações com aportes de recursos;
- Discussão com a área financeira acerca dos valores obtidos nas projeções e definição de faixa de preços pretendida para o valor mobiliário a ser distribuído.

Em alguns casos, ainda segundo BOVESPA, a Instrução CVM nº 400 prevê que a solicitação de registro deve ser acompanhada de estudo de viabilidade econômico - financeira da companhia. São os casos em que:

- a oferta pública tenha por objetivo a constituição da companhia;
- a emissora exerça sua atividade por período inferior a dois anos e esteja realizando a primeira distribuição pública de valores mobiliários;
- o preço fixado na oferta baseia-se preponderantemente nas perspectivas de resultados da companhia;
- quando a emissão superar o patrimônio líquido da emissora, com base nas demonstrações financeiras do último exercício social e quando os recursos captados visarem à expansão ou diversificação em empresas coligadas ou controladas;
- nos casos em que a empresa apresente patrimônio líquido negativo ou tenha sido objeto de concordata ou falência nos três exercícios sociais que antecedem a oferta.

O preço de distribuição será estabelecido pela assembléia de acionistas, ou em reunião de conselho de administração, tratando-se de distribuição primária. A prática de formação de preço mais comumente adotada em distribuições públicas é o *bookbuilding*, que é um procedimento de coleta de intenções de investimento, com ou sem recebimento de reserva, a partir da divulgação do prospecto preliminar e do protocolo do pedido de registro junto a CVM. No caso de abertura de capital, no prospecto preliminar é divulgada uma faixa de preços esperada para o valor mobiliário a ser distribuído.

5.5 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 emitente defronta com um custo em potencial, caso o preço fixado seja excessivamente baixo ou excessivamente alto. Se o preço for muito alto, a oferta poderá fracassar e ser retirada. Se o preço for inferior ao valor verdadeiro de mercado, os acionistas existentes da empresa emitente sofrerão uma perda.

Segundo Bodie et al. (2000) a maioria dos IPOs 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 IPOs 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 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. O caso extremo é o da China em ações do tipo "A", que só podem ser possuídas por cidadãos chineses, com valorização média inicial de 388%.

Tabela 3 - Retornos Iniciais Médios de IPOs 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 | Taiilândia | 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)

Para Ross et al. (2000) não existe, entre os pesquisadores, uma explicação para a subavaliação das emissões. Conforme mostra a Tabela 4, 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 4 - 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 médio pela receita de vendas dos 12 meses anteriores à abertura de capital

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

Fonte: Adaptada de Ibbotson, Sindelar e Ritter (1994).

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 (2002), 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.

Muitos modelos de teoria de IPO são baseados na assimetria da informação. 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.

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.

5.6 AVALIAÇÃO DE INVESTIMENTOS

Qualquer ativo, seja ele financeiro ou real, possui um valor. Entretanto, em muitos casos é difícil estabelecer qual é o valor de um ativo. Precificar um imóvel, por exemplo, em princípio é muito mais fácil do que precificar uma grande

empresa. A quantidade de informações necessárias para fazer a avaliação desses ativos é muito diferente. Se o investidor souber as características do imóvel, já vai saber um valor aproximado para ele. Basta para isso compará-lo com o preço de um imóvel equivalente em um anúncio de jornal, por exemplo. Entretanto, ao tentar obter-se o valor para uma empresa, as variáveis a serem observadas são inúmeras. Podemos citar o setor de atuação, a tecnologia empregada, a concorrência, a legislação, os riscos da companhia, a situação financeira, perspectivas, entre outros.

Aqui cabe discutirmos rapidamente o que é valor. Sob o ponto de vista da contabilidade, valor é a expressão monetária da estática patrimonial. No entanto esse conceito não parece se adequar ao valor que pretendemos encontrar para empresas nesse trabalho. Para avaliar uma empresa sob esse enfoque bastaria olhar apenas para o Patrimônio Líquido da companhia. Com o objetivo de fazer uma avaliação de uma empresa, a definição de Schmidt, Santos e Kloeckner (2006) nos parece mais apropriada. Segundo eles, o valor de um ativo é a soma dos fluxos de caixa gerados pelo ativo ao longo de sua vida útil.

A importância da avaliação de investimentos é de verificar se não estamos pagando um valor acima do justo por um ativo. Segundo Damodaran (2006) muitos investidores seguem a teoria do “idiota maior”, para os quais o preço do ativo é irrelevante, desde que no momento da venda do mesmo haja um “idiota maior” que esteja disposto a comprar o ativo. A avaliação é importante justamente porque não se tem a garantia de que existirá esse investidor no momento em que se deseja vender o ativo.

É importante quebrar alguns mitos com relação a avaliação, que segundo Damodaran (2006) foram surgindo ao longo dos anos.

1ª – Pelo fato dos modelos de avaliação serem quantitativos, a avaliação é objetiva.

Apesar de os modelos poderem ser quantitativos, existem dados de entrada que são subjetivos, como taxa de crescimento da empresa, do PIB, da inflação, de juros, etc.

2ª – Uma avaliação bem feita é eterna.

Na verdade o mundo e as circunstâncias estão em constante transformação. Premissas adotadas hoje podem ser rapidamente defasadas. Só para fins de ilustração, na pesquisa Focus realizada pelo Banco Central do Brasil com diversas instituições financeiras, quase toda semana mudam as perspectivas para o câmbio, balança comercial, taxa Selic, etc.

3ª – A avaliação oferece uma estimativa precisa de valor.

Embora ao final de uma avaliação se chegue a determinado valor para o ativo, é necessário compreender que ele está baseado em diversas pressuposições que podem não se confirmar.

4ª - Quanto mais quantitativo o modelo, melhor é a avaliação.

De nada adianta procurar uma enormidade de variáveis para fazer uma projeção se os dados não estão corretos ou não sejam necessários. É importante despendar tempo para entender a empresa.

5ª – O mercado geralmente está errado.

Ao se chegar ao preço justo de uma ação, por exemplo, ele pode ser bem diferente do valor negociado em bolsa. Em um primeiro momento, poderia-se dizer que o valor de mercado é que está errado. Porém o contrário também pode ser verdadeiro, a análise pode estar errada. Nesse caso, a atenção na avaliação precisa ser redobrada.

6ª – O que importa é o valor encontrado, não o método de avaliação.

Ao se olhar apenas o valor final, pode-se ignorar algumas informações úteis que podem ser adquiridas conforme o modelo. Por exemplo, qual o valor de grandes taxas de crescimento? De uma marca?

A avaliação pode ter várias finalidades. Pode ser utilizada para uma aquisição, em finanças corporativas ou na gestão de carteiras. No primeiro caso, um comprador precisa fazer uma proposta para a empresa a ser adquirida. Ela não deve ser nem muito alta, para não haver perda de valor para os acionistas da

companhia adquirente, nem muito baixo, para não ser recusada. Em finanças corporativas, a decisão de projetos, de como serão financiados, etc., são baseados para maximizar o valor da empresa. No caso de gestão de carteiras, que é o foco desse trabalho, o objetivo da avaliação é tentar constatar se o preço de mercado do ativo está sub ou super-avaliado. Com base nisso será definida uma estratégia de compra ou não desse ativo.

5.6.1 Avaliação relativa (por múltiplos)

Conforme Damodaran (2006), na avaliação relativa o valor de um ativo deriva da precificação de uma variável comum. Ela pode ser o lucro, fluxo de caixa, valores contábeis ou receitas. Há alguns métodos bem conhecidos de avaliação relativa, ou também conhecidos como avaliação por múltiplos. O índice P/L (preço/lucro) e o FV/EBITDA (Firm Value) são dois exemplos amplamente utilizados no mercado. Outros dois índices de avaliação que também serão abordados são o Preço/Vendas e P/BV (preço/valor contábil). Na avaliação relativa pressupõe-se que empresas de um mesmo setor de atuação são comparáveis e deveriam ter múltiplos iguais.

Conforme Cavalcante, Martelanc e Pasin (2005), as principais vantagens da avaliação por múltiplos são a simplicidade, a rapidez na precificação de novas informações e a necessidade de poucas informações. A simplicidade consiste no fato de serem necessários apenas dois dados para efetivar a avaliação: um que indique o valor de uma companhia semelhante e o outro que aponte o valor de referência (lucro, Ebitda, etc). No método de Fluxo de Caixa Descontado, como será visto ao longo do trabalho, precisam-se fazer diversas projeções, como receita, custos, depreciação, impostos, etc.

Em contrapartida, a avaliação relativa tem uma série de desvantagens. Primeiramente, empresas que em um primeiro momento parecem ser comparáveis, na verdade podem não o ser. Segundo, se o mercado estiver precificando um setor de forma equivocada, automaticamente estará se

cometendo o mesmo erro com a empresa a ser avaliada. Além disso, a variável que está sendo utilizada na avaliação pode estar distorcida (lucro impactado por um resultado não-recorrente ou vendas atípicas em determinado período).

Um fato muito importante destacado por Cavalcante, Martelanc e Pasin (2005) é com relação à definição de como chegar ao múltiplo de referência. Um erro frequentemente cometido é, depois de escolhidas as empresas comparáveis, fazer uma média de seus múltiplos. Ao fazer isso se pode estar incorrendo em um grave erro. Pelo fato do lucro, ou do Ebitda estar atipicamente baixo (por um problema passageiro), por exemplo, o múltiplo P/L ou FV/Ebitda fica extremamente elevado. Quando então se for calcular a média, ela estará distorcida para cima. Como então resolver esse problema? Ao invés de utilizar a média da amostra, deve-se fazer uso da mediana. Com isso, o efeito de alguns extremos será eliminado. Para ilustrar essa questão, fizemos um quadro do P/L médio e mediano das ações que compreendiam o Ibovespa em setembro de 2007. A tabela completa está no anexo C. Pode-se verificar claramente que o P/L de algumas ações, como ALL, Tim e Pão de Açúcar elevam em muito a média (38,4), ao passo que o valor da mediana (13,7) parece ser mais correto.

5.6.1.1 Índice Preço/Lucro (P/L)

Esse índice, amplamente conhecido no mercado acionário, é a divisão do preço da ação pelo lucro por ação. Seu resultado indica o tempo necessário para obter o retorno do investimento. Pressupõe-se que o lucro será constante ao longo desse tempo. Se uma empresa tem um lucro anual de R\$ 5,00/ação e sua cotação em bolsa estiver em R\$ 40/ação, seu P/L será de 8 (40/5). A interpretação desse número é que serão necessários 8 anos de lucro (ele permanecendo constante) para recuperar o valor pago hoje pela ação.

Conforme Damodaran (2006) os índices P/L variam entre setores e entre empresas, devido a diferenças nos dados básicos. Para empresas com maior taxa de crescimento se aceita índices P/L maiores. Para estimar o índice P/L da companhia, deve se escolher uma amostra de empresas comparáveis, obter o índice P/L mediano e ajustar subjetivamente essa mediana para as diferenças entre a empresa a ser avaliada e as da amostra. O problema é a subjetividade na escolha de empresas “comparáveis”. Segundo Damodaran (2006) outra dificuldade ocorre quando ao invés de lucro a empresa tem prejuízo. Nesse caso teria que utilizar lucros normalizados ou médios. Há ainda a questão da volatilidade nos resultados. Principalmente em empresas cíclicas, é bastante comum uma diferença acentuada do lucro de um ano para o outro. Em função disso pode-se obter um índice P/L extremamente alto ou baixo, distorcendo a análise.

5.6.1.2 Índice FV/EBITDA

O índice FV/EBITDA é a relação do valor da empresa e o Ebitda da companhia. O valor da empresa (FV – Firm Value) consiste no valor de mercado da empresa (VM) mais o seu endividamento (D) menos o seu caixa (C), conforme a fórmula a seguir:

$$\mathbf{FV = VM + D - C}$$

Conforme Cavalcante, Martelanc e Pasin (2005), uma vantagem desse múltiplo é que ao contrário do lucro, raramente o seu valor é negativo, o que impediria de se fazer a avaliação. Além disso, o Ebitda é menos suscetível que o lucro a itens não recorrentes, como variações cambiais e alíquotas distorcidas de imposto de renda.

Um problema é que o Ebitda não leva em consideração os investimentos necessários para gerar determinado Ebitda. Se o múltiplo FV/EBITDA for calculado em função do Ebitda projetado, a projeção desse Ebitda pode estar

levando em conta futuros investimentos que ainda não estão contemplados na dívida atual. Se for usado o endividamento líquido atual no cálculo do FV, haverá uma grande distorção.

5.6.1.3 Índice P/VPA (Preço/Valor Patrimonial da Ação)

O índice P/VPA (em inglês price/book value) é a relação entre o valor de mercado da ação e o valor contábil da mesma. Muitos investidores selecionam ativos para a sua carteira em função dessa relação, acreditando que ações com índice muito abaixo de 1 são consideradas baratas. No Brasil, pela influência da inflação, este índice fica distorcido.

O valor contábil do patrimônio líquido é a diferença entre o valor contábil dos ativos e passivos. Muitos ativos sofrem o efeito da depreciação ao longo do tempo e, por isso, vão perdendo valor contábil. Já o valor de mercado de um ativo, segundo Damodaran (2006), reflete seu poder de gerar lucros ou fluxos de caixa. Por isso esse índice muitas vezes nos leva a conclusões equivocadas. Para tentar melhorá-lo, uma forma é levar em conta o retorno sobre o patrimônio líquido. Se duas empresas possuem o mesmo patrimônio líquido, mas a companhia A gera um fluxo de caixa 3 vezes superior a B, seu índice P/BV também deveria ser 3 vezes maior.

5.6.1.4 Índice P/S (Preço/Vendas)

O índice P/S (em inglês price/sales) é a relação entre o valor de mercado da empresa e suas vendas (receitas). Embora não tão utilizado quanto os índices P/L e P/BV, em algumas circunstâncias o P/S pode ser mais atrativo; os índices P/L e P/BV podem ser negativos, ao passo que o P/S fornecerá uma medida independentemente da situação da companhia. Ao contrário do valor contábil e do

lucro, que podem ser afetados por critérios diferentes de depreciação, estoques ou encargos, as vendas são muito mais difíceis de serem manipuladas. Por fim, as vendas são muito mais estáveis que os lucros, e, portanto, menos voláteis. No entanto, o índice P/S apresenta sérios problemas. Ele não leva em conta a parte operacional da empresa. Portanto, não identifica se uma empresa está realizando um esforço para reduzir seus custos ou se os administradores são incompetentes.

Um fator extremamente relevante ao se avaliar uma companhia pelo índice P/S é observar sua margem. Conforme Damodaran (2006), empresas envolvidas em negócios que tenham alta margem podem apresentar índice P/S maiores. Por exemplo, se duas empresas geram a mesma receita, mas a margem líquida da companhia A é 5% e a da B é 30%, o índice P/S de B deveria ser 6 vezes superior.

6 MÉTODOS DE PESQUISA

Para o desenvolvimento do projeto, pode-se utilizar abordagem quantitativa, qualitativa ou ambas, isto vai depender do que se pretende dar ao estudo.

Neste trabalho, a metodologia de pesquisa adotada privilegiou uma abordagem através da pesquisa qualitativa, o que proporciona ampla exatidão nos resultados obtidos.

A pesquisa qualitativa implica em medir para chegar às respostas, sendo esta utilizada para avaliar o resultado do sistema ou projeto, verificando a relação entre variáveis.

De acordo com Roesch (1999), a pesquisa de caráter quantitativo, procura identificar a relação causa e efeito entre os fenômenos, características típica das ciências exatas. Possui técnicas de coleta na forma de entrevistas, questionários, observação, testes, índices e relatórios escritos.

6.1 LEVANTAMENTO DOS DADOS DOS IPOS

Para o presente estudo foram levantados dados das empresas que vieram a mercado, no período de 2004 à 2008 na BOVESPA. Inicialmente os lançamentos foram separados ano a ano. Devido ao fato de que o ano 2007 apresentou um número elevado de lançamentos, o mesmo foi dividido em dois grupos por semestre.

Cada ano representa uma carteira de ações, foi atribuído um peso para cada lançamento dentro de cada ano. Este peso, foi estabelecido pelo critério de valor de mercado da empresa no dia de seu lançamento.

A Tabela 5 apresenta os lançamentos ocorridos em 2004, como se pode observar, no ano de 2004 foram realizadas 6 ofertas públicas iniciais num montante de R\$ 20.704 milhões.

Já em 2005, como vemos na Tabela 6, foram realizados 8 lançamentos totalizando R\$ 13.022 milhões. Em 2006, a Tabela 7 mostra que 23 empresas foram a mercado num valor total de R\$ 30.767 milhões.

O ano de 2007 foram realizados 64 lançamentos de ações, para melhor visualização, este ano foi dividido em dois semestres. A Tabela 8, mostra a carteira 2007/1 onde ocorreram 30 lançamentos num montante total de R\$ 44.081 milhões. Na Tabela 9, a carteira 2007/2 apresenta 34 empresas que foram a mercado totalizando R\$ 104.571 milhões. Por fim, a Tabela 10 registra 2 lançamentos em 2008 totalizando R\$ 2.475 milhões.

No total, de 2004 até 2008, 106 empresas foram a mercado totalizando um montante de R\$ 317.543 bilhões, uma média de R\$ 2.995 bilhões por empresa.

Tabela 5 - Ofertas Primárias e Secundárias 2004 IPO: Oferta Pública Inicial - 6 ofertas no ano
Valores em milhares de reais

| Ofertas Primárias e Secundárias 2004 | | | |
|---|-------------|-------------|---------------------------------|
| Empresa | Data | TIPO | VALOR DE MERCADO NA DATA |
| Natura | 25/mai/04 | ON | 3.093.432 |
| GOL | 24/jun/04 | PN | 5.251.323 |
| CPFL | 29/set/04 | ON | 7.096.517 |
| Grendene | 28/out/04 | ON | 3.100.000 |
| DASA | 18/nov/04 | ON | 946.022 |
| Porto Seguro | 19/nov/04 | ON | 1.217.400 |
| TOTAL | | | 20.704.694 |

Fonte: Economática.

Tabela 6 - Ofertas Primárias e Secundárias 2005 IPO: Oferta Publica Inicial - 8 ofertas no ano
Valores em milhares de reais

| Ofertas Primárias e Secundárias 2005 | | | |
|---|-------------|-------------|---------------------------------|
| Empresa | Data | TIPO | VALOR DE MERCADO NA DATA |
| Renar | 25/fev/05 | ON | 64.000 |
| Submarino | 30/mar/05 | ON | 858.048 |
| Localiza | 20/mai/05 | ON | 718.031 |
| Energia do Brasil | 13/jul/05 | ON | 1.980.430 |
| OHL | 14/jul/05 | ON | 1.240.002 |
| Nossa Caixa | 27/out/05 | ON | 3.318.147 |
| Cosan | 17/nov/05 | ON | 3.004.055 |
| UOL | 15/dez/05 | PN | 1.839.409 |
| TOTAL | | | 13.022.122 |

Fonte: Economática.

Tabela 7 - Ofertas Primárias e Secundárias 2006 IPO: Oferta Publica Inicial - 23 ofertas no ano
Valores em milhares de reais

| Ofertas Primárias e Secundárias 2006 | | | |
|---|-------------|-------------|---------------------------------|
| Empresa | Data | TIPO | VALOR DE MERCADO NA DATA |
| Copasa | 7/fev/06 | ON | 2.607.386 |
| Gafisa | 16/fev/06 | ON | 1.540.215 |
| Totvs | 8/mar/06 | ON | 569.229 |
| Equatorial | 31/mar/06 | UNIT | 2.408.089 |
| American Banknote | 26/abr/06 | ON | 850.000 |
| BrasilAgro | 28/abr/06 | ON | 1.024 |
| CSU CardSystem | 28/abr/06 | ON | 774.000 |
| Lupatech | 12/mai/06 | ON | 848.708 |
| GP Invest. | 31/mai/06 | UNIT | 1.059.790 |
| MMX Miner | 21/jul/06 | ON | 1.981.267 |
| Abyara | 26/jul/06 | ON | 423.750 |
| Medial | 21/set/06 | ON | 1.397.500 |
| Klabin Segall | 6/out/06 | ON | 525.000 |
| Santos Brasil | 13/out/06 | UNIT | 2.250.745 |
| M. Dias Branco | 17/out/06 | ON | 2.410.800 |
| Brascan Resid. | 20/out/06 | ON | 2.020.456 |
| Profarma | 25/out/06 | ON | 506.250 |
| Terna Part. | 26/out/06 | UNIT | 2.007.960 |
| Brasil Ecodiesel | 21/nov/06 | ON | 1.136.796 |
| Odontoprev | 30/nov/06 | ON | 689.713 |
| Positivo Inf. | 8/dez/06 | ON | 2.063.300 |
| Lopes Brasil | 15/dez/06 | PN | 960.000 |
| Dufry | 19/dez/06 | UNIT/BDR | 1.735.175 |
| TOTAL | | | 30.767.153 |

Fonte: Economática.

Tabela 8 - Ofertas Primárias e Secundárias 2007/1 IPO: Oferta Publica Inicial - 30 ofertas no primeiro semestre Valores em milhares de reais

| Ofertas Primárias e Secundárias 2007/1 | | | |
|---|-------------|-------------|---------------------------------------|
| Empresa | Data | TIPO | VALOR DE MERCADO NA DATA (R\$) |
| PDG Realty | 25/jan/07 | ON | 1.116.864 |
| Camargo Correa | 30/jan/07 | ON | 1.160.000 |
| Rodobensimob | 30/jan/07 | ON | 498.716 |
| Tecnisa | 31/jan/07 | ON | 1.300.000 |
| Iguatemi | 6/fev/07 | ON | 1.757.361 |
| São Martinho | 9/fev/07 | ON | 2.205.277 |
| GVT Holding | 15/fev/07 | ON | 2.141.579 |
| Anhanguera | 9/mar/07 | UNIT | 2.199.815 |
| JBS (Friboi) | 28/mar/07 | ON | 5.600.000 |
| Even | 30/mar/07 | ON | 1.058.101 |
| Pine | 30/mar/07 | PN | 1.369.882 |
| BR Malls | 4/abr/07 | ON | 1.502.373 |
| Fer Heringer | 11/abr/07 | ON | 622.455 |
| JHSF Part | 11/abr/07 | ON | 2.773.342 |
| Metalfrio | 12/abr/07 | ON | 473.271 |
| Bematech | 18/abr/07 | ON | 543.990 |
| CR2 | 20/abr/07 | ON | 615.160 |
| Agra Incorp | 25/abr/07 | ON | 617.610 |
| Cremer | 27/abr/07 | ON | 374.035 |
| Wilson Sons | 27/abr/07 | UNIT | 1.661.995 |
| Sofisa | 30/abr/07 | PN | 1.322.460 |
| Tarpon | 30/mai/07 | ON | 461.780 |
| Inpar S/A | 5/jun/07 | ON | 905.660 |
| Paraná Banco | 13/jun/07 | PN | 924.000 |
| SLC Agrícola | 14/jun/07 | ON | 945.000 |
| Log-In | 20/jun/07 | ON | 863.557 |
| Eztec | 21/jun/07 | ON | 1.100.006 |
| Bco Cruzeiro do Sul | 26/jun/07 | PN | 1.811.175 |
| Bco Daycoval | 28/jun/07 | PN | 2.848.350 |
| Marfrig | 28/jun/07 | ON | 3.408.067 |
| TOTAL 2007/1 | | | 44.181.881 |

Fonte: Economática.

Tabela 9 - Ofertas Primárias e Secundárias 2007/2 IPO: Oferta Publica Inicial - 34 ofertas no segundo semestre Valores em milhares de reais

| Ofertas Primárias e Secundárias 2007/2 | | | |
|---|-------------|-------------|---------------------------------|
| Empresa | Data | TIPO | VALOR DE MERCADO NA DATA |
| Tegma | 2/jul/07 | ON | 1.492.062 |
| Bco Indusval | 11/jul/07 | PN | 525.000 |
| Redecard | 12/jul/07 | ON | 17.750.205 |
| Invest Tur | 13/jul/07 | ON | 101 |
| Bco da Patagônia | 19/jul/07 | BRD | 1.752.815 |
| Minerva | 19/jul/07 | ON | 1.017.500 |
| Guarani | 20/jul/07 | ON | 1.451.560 |
| Kroton | 20/jul/07 | UNIT | 1.346.107 |
| MRV | 20/jul/07 | ON | 3.449.739 |
| Triunfo Part | 20/jul/07 | ON | 1.112.737 |
| Abc Brasil | 24/jul/07 | PN | 1.231.797 |
| Multiplan | 26/jul/07 | ON | 3.006.650 |
| Providência | 26/jul/07 | ON | 814.838 |
| Springs | 26/jul/07 | ON | 1.197.095 |
| Estacio | 27/jul/07 | UNIT | 1.768.163 |
| General | 27/jul/07 | ON | 420.000 |
| Cosan Limited | 17/ago/07 | ON/BDR | 4.132.789 |
| Satipel | 20/set/07 | ON | 1.196.728 |
| Sul America | 4/out/07 | UNIT | 2.769.437 |
| BIC Banco | 11/out/07 | PN | 3.199.124 |
| Tenda | 15/out/07 | ON | 1.442.349 |
| Trisul | 15/out/07 | ON | 877.601 |
| SEB | 17/out/07 | UNIT | 1.043.668 |
| Marisa | 19/out/07 | ON | 1.339.032 |
| Agrenco Limited | 24/out/07 | Unit | 936.000 |
| Bovespa Holding | 25/out/07 | UNT | 16.221.325 |
| Amil | 26/out/07 | ON | 4.051.222 |
| Brasil Brokers | 26/out/07 | ON | 1.509.967 |
| Helbor | 26/out/07 | ON | 559.192 |
| Laep Invest | 30/out/07 | UNIT | 1.070.115 |
| Panamericano | 16/nov/07 | PN | 1.813.056 |
| BM&F | 29/nov/07 | ON | 18.037.546 |
| MPX | 13/dez/07 | ON | 4.840.975 |
| Tempo Part. | 18/dez/07 | ON | 1.195.200 |
| TOTAL 2007/2 | | | 104.571.695 |

Fonte: Economática.

Tabela 10 - Ofertas Primárias e Secundárias 2008 IPO: Oferta Publica Inicial - 2 ofertas no ano Valores em milhares de reais

| Ofertas Primárias e Secundárias 2008 | | | |
|---|-------------|-------------|---------------------------------|
| Empresa | Data | TIPO | VALOR DE MERCADO NA DATA |
| Hypermarcas | 17/abr/08 | ON | 2.088.586 |
| Le Lis Blanc | 28/abr/08 | ON | 386.438 |
| TOTAL 2008 | | | 2.475.024 |

Fonte: Económica.

7 RESULTADOS

Nesta parte do trabalho foram analisadas as performances de cada carteira no período de maio a dezembro de 2008 e comparadas com o Índice BOVESPA, Índice Brasil e o Índice de Governança Corporativa.

Para aprofundar ainda mais o estudo, foram verificadas as medianas dos Índices Preço/Lucro e Preço/Valor Patrimonial Ação de cada carteira e comparado com seus equivalentes no Índice BOVESPA. Foram excluídos do cálculo da mediana os indicadores das empresas que apresentaram performance negativa.

Um dos indicadores mais utilizados para analisar uma ação é o Preço/Lucro, também conhecido como p/l. Resumidamente, esse indicador nos dá indícios se uma ação está barata ou cara. O p/l é um indicador bastante simples e é um bom critério de comparação entre duas empresas de um mesmo setor.

O indicador, atrelado a uma análise das perspectivas da empresa podem indicar uma boa compra. Se uma empresa tiver uma boa rentabilidade, bons lucros, e não houver nenhuma razão para uma deterioração, um p/l baixo é atrativo, especialmente se estiver inferior ao seu nível histórico.

Em oposição ao múltiplo Preço/Lucro, cujo denominador é oriundo do demonstrativo de resultado, o múltiplo Preço/Valor Patrimonial da Ação é oriundo do balanço patrimonial da empresa.

O valor patrimonial da ação é uma medida cumulativa, o vpa é normalmente positivo mesmo que o lucro esteja negativo. Por isso, o vpa é geralmente mais estável que os lucros, sendo assim pode ser mais significativo que um P/L calculado eventualmente com um lucro extremamente alto ou baixo.

Como uma medida de valor líquido por ação, o vpa é considerado como apropriado para avaliar empresas compostas principalmente de ativos líquidos como bancos e seguradoras.

7.1 ANÁLISE DOS MÚLTIPLOS E DA PERFORMANCE APRESENTADA

Tendo em vista os valores de mercado de cada IPO, apresentados nas tabelas 9, 10, 11, 12, 13 e 14 anteriormente, foram atribuídos pesos para cada lançamento em suas respectivas carteiras.

Nas tabelas a seguir veremos a performance de cada carteira entre o período de 20 de maio de 2008 a 30 de dezembro de 2008.

No período analisado, foram realizados 106 operações, todas elas pelo processo de *bookbuilding*.

Tabela 11 - Ofertas Primárias e Secundárias 2004 Valores em milhares de reais

| Ofertas Primárias e Secundárias 2004 | | | | | |
|---|-------------|-------------|---------------------------------|-------------|---|
| Empresa | Data | TIPO | VALOR DE MERCADO NA DATA | PESO | Osc entre 20/maio e 30 Dez de 2008 |
| Natura | 25/mai/04 | ON | 3.093.432 | 14,9% | -3,20% |
| GOL | 24/jun/04 | PN | 5.251.323 | 25,4% | -62,60% |
| CPFL | 29/set/04 | ON | 7.096.517 | 34,3% | -20,00% |
| Grendene | 28/out/04 | ON | 3.100.000 | 15,0% | -21,00% |
| DASA | 18/nov/04 | ON | 946.022 | 4,6% | -47,40% |
| Porto Seguro | 19/nov/04 | ON | 1.217.400 | 5,9% | -29,50% |
| TOTAL | | | 20.704.694 | 100% | -30,25% |
| IBOVESPA | | | | | -48,92% |
| IGC | | | | | -48,70% |
| IBRX | | | | | -49,10% |

A seguir o gráfico com o comportamento da carteira de IPO de 2004, comparando com os principais índices do mercado de ações.

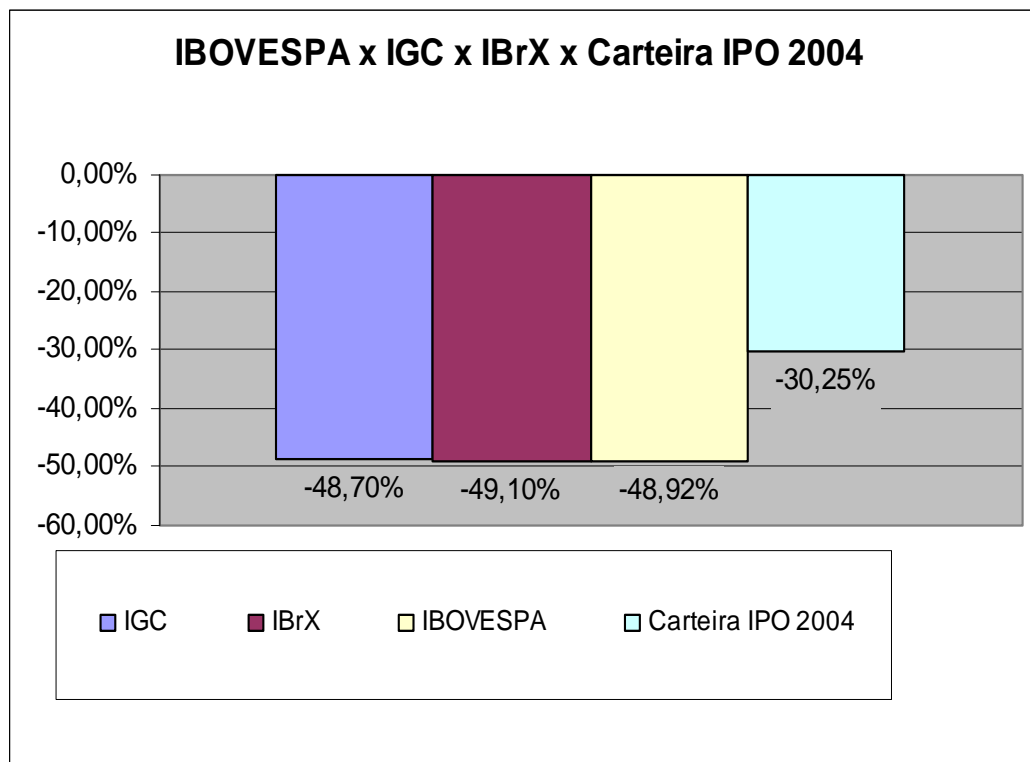


Gráfico 3 - IBOVESPA x IGC x IbrX x Carteira IPO 2004

Tabela 12 - Ofertas Primárias e Secundárias 2005 Valores em milhares de reais

| Ofertas Primárias e Secundárias 2005 | | | | | |
|--------------------------------------|------------------|-----------|--------------------------|---------------|------------------------------------|
| Empresa | Data | TIPO | VALOR DE MERCADO NA DATA | PESO | Osc entre 20/maio e 30 Dez de 2008 |
| Renar | 25/fev/05 | ON | 64.000 | 0,5% | -40,50% |
| Submarino | 30/mar/05 | ON | 858.048 | 6,6% | -65,80% |
| Localiza | 20/mai/05 | ON | 718.031 | 5,5% | -66,40% |
| Energia do Brasil | 13/jul/05 | ON | 1.980.430 | 15,2% | -31,10% |
| OHL | 14/jul/05 | ON | 1.240.002 | 9,5% | -52,40% |
| Nossa Caixa | 27/out/05 | ON | 3.318.147 | 25,5% | 157,60% |
| Cosan | 17/nov/05 | ON | 3.004.055 | 23,1% | -58% |
| UOL | 15/dez/05 | PN | 1.839.409 | 14,1% | -13,10% |
| TOTAL | | | 13.022.122 | 100,0% | 7,01% |
| IBOVESPA | | | | | -48,92% |
| IGC | | | | | -48,70% |
| IBRX | | | | | -49,10% |

Como é possível observar, o Banco Nossa Caixa teve um desempenho contrário aos demais lançamentos desse período. Em 20 de novembro de 2008 o Banco do Brasil acertou a compra do Banco Nossa Caixa por R\$ 5.386 bilhões,

oferecendo um preço de R\$ 70,63 por ação, enquanto a ação do banco Nossa Caixa estava sendo negociada ao redor de R\$ 30,00.

Porém, já em meados do mês de outubro de 2008 a ação do Banco Nossa Caixa começou a sofrer correções positivas na sua cotação em virtude da expectativa do mercado em relação a essa operação se ajustando ao valor que foi oferecido pelo Banco do Brasil. Levando em consideração o fato de que a ação da Nossa Caixa tem uma participação expressiva na composição dessa carteira, a performance da mesma ficou bastante distorcida.

O comportamento da ação do banco Nossa Caixa trouxe um impacto positivo de 40,18% na rentabilidade da carteira. Excluindo a performance da Nossa Caixa temos uma desvalorização de 32,75% dessa carteira de IPO, bem semelhante com o comportamento da carteira de IPO's de 2004.

Abaixo o gráfico com o comportamento da carteira de IPO de 2005 incluindo a rentabilidade de Nossa Caixa e em seguida um gráfico sem a rentabilidade do banco Nossa Caixa, comparando com os principais índices do mercado de ações.

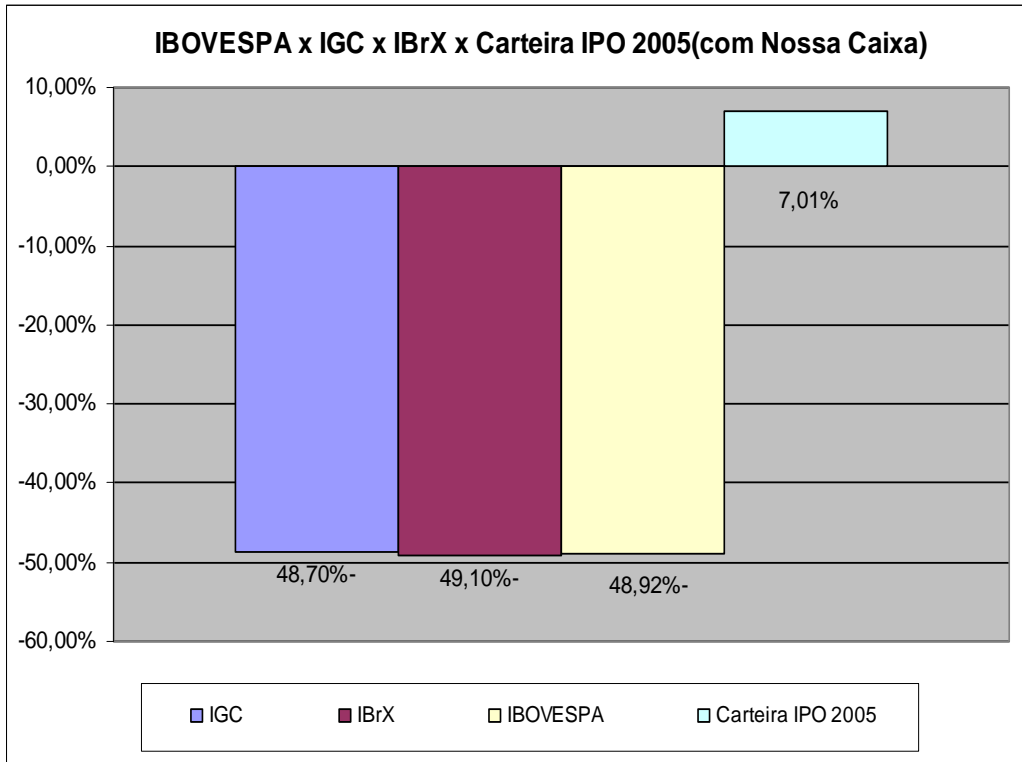


Gráfico 4 - IBOVESPA x IGC x IBrX x Carteira IPO 2005 (com Nossa Caixa)

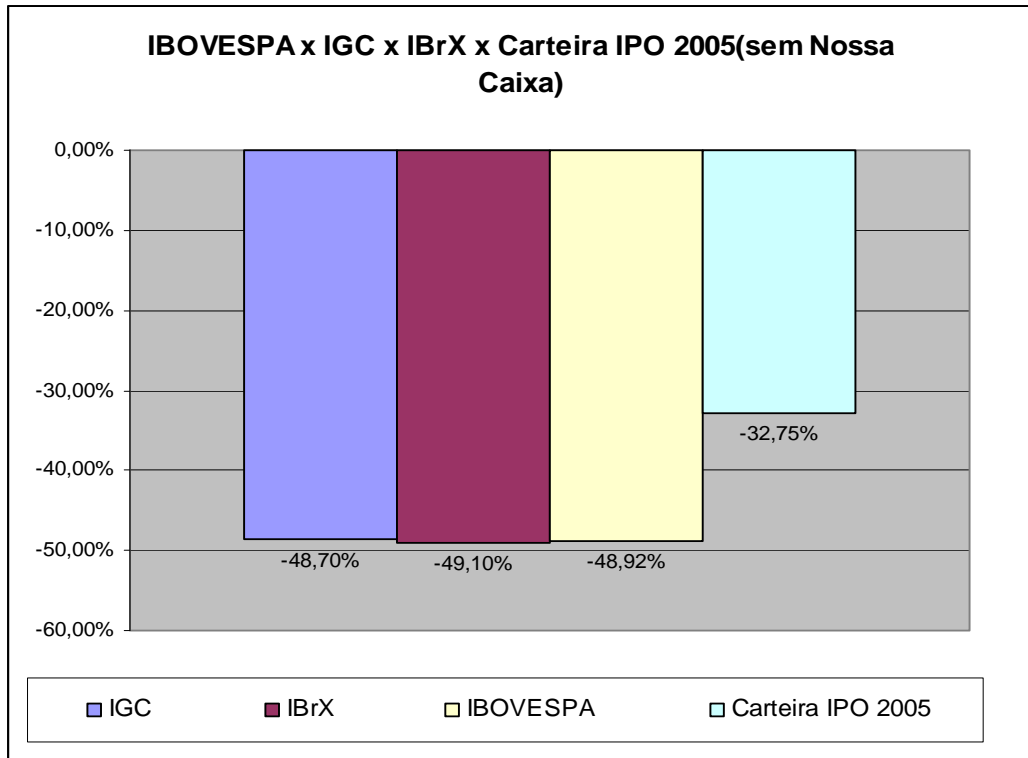


Gráfico 5: IBOVESPA x IGC x IBrX x Carteira IPO 2005 (sem Nossa Caixa)

Tabela 13 - Ofertas Primárias e Secundárias 2006 Valores em milhares de reais

| Ofertas Primárias e Secundárias 2006 | | | | | |
|--------------------------------------|-----------|----------|--------------------------|-------------|------------------------------------|
| Empresa | Data | TIPO | VALOR DE MERCADO NA DATA | PESO | Osc entre 20/maio e 30 Dez de 2008 |
| Copasa | 7/fev/06 | ON | 2.607.386 | 8,5% | -36,30% |
| Gafisa | 16/fev/06 | ON | 1.540.215 | 5,0% | -69,50% |
| Totvs | 8/mar/06 | ON | 569.229 | 1,9% | -36,20% |
| Equatorial | 31/mar/06 | UNIT | 2.408.089 | 7,8% | -40,00% |
| American Banknote | 26/abr/06 | ON | 850.000 | 2,8% | -36,00% |
| BrasilAgro | 28/abr/06 | ON | 1.024 | 0,0% | -46,90% |
| CSU CardSystem | 28/abr/06 | ON | 774.000 | 2,5% | -56,60% |
| Lupatech | 12/mai/06 | ON | 848.708 | 2,8% | -62,20% |
| GP Invest. | 31/mai/06 | UNIT | 1.059.790 | 3,4% | -68,50% |
| MMX Miner | 21/jul/06 | ON | 1.981.267 | 6,4% | -88,30% |
| Abyara | 26/jul/06 | ON | 423.750 | 1,4% | -91,20% |
| Medial | 21/set/06 | ON | 1.397.500 | 4,5% | -61,50% |
| Klabin Segall | 6/out/06 | ON | 525.000 | 1,7% | -80,20% |
| Santos Brasil | 13/out/06 | UNIT | 2.250.745 | 7,3% | -76,90% |
| M. Dias Branco | 17/out/06 | ON | 2.410.800 | 7,8% | -20,70% |
| Brascan Resid. | 20/out/06 | ON | 2.020.456 | 6,6% | -74,80% |
| Profarma | 25/out/06 | ON | 506.250 | 1,6% | -80,90% |
| Terna Part. | 26/out/06 | Unit | 2.007.960 | 6,5% | -25,60% |
| Brasil Ecodiesel | 21/nov/06 | ON | 1.136.796 | 3,7% | -89,40% |
| Odontoprev | 30/nov/06 | ON | 689.713 | 2,2% | -46,10% |
| Positivo Inf. | 8/dez/06 | ON | 2.063.300 | 6,7% | -60,10% |
| Lopes Brasil | 15/dez/06 | PN | 960.000 | 3,1% | -80,10% |
| Dufry | 19/dez/06 | UNIT/BDR | 1.735.175 | 5,6% | -57,90% |
| TOTAL | | | 30.767.153 | 100% | -57,25% |
| IBOVESPA | | | | | -48,92% |
| IGC | | | | | -48,70% |
| IBRX | | | | | -49,10% |

O ano de 2006 como podemos ver na tabela acima, representou um aumento de 187% no número de lançamentos de novas empresas no mercado. O montante do valor de mercado também obteve um expressivo aumento de 136% em relação ao ano anterior.

Aqui já podemos observar que as empresas começaram a vir a mercado com múltiplos bem mais elevados dos que os praticados pelas tradicionais empresas do mercado de ações brasileiro, chama a atenção as empresas ligadas a construção civil, setor que a partir de 2006 foi bastante procurado pelos investidores devido a uma expectativa de forte crescimento dessas empresas.

Devido aos altos indicadores apresentados pelas empresas observamos que o comportamento dessa carteira já é bem inferior ao comportamento das carteiras de 2004 e 2005. O gráfico a seguir ilustra o comparativo com os principais índices do mercado de ações.

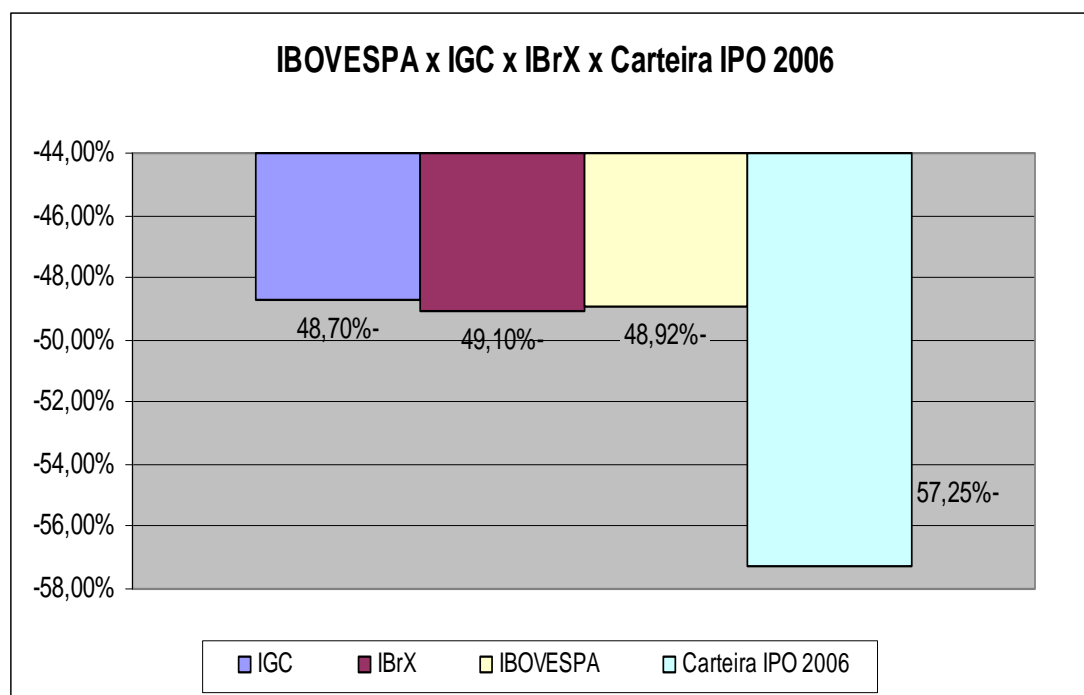


Gráfico 6 - IBOVESPA x IGC x IBrX x Carteira IPO 2006

No ano 2007, podemos observar um comportamento semelhante ao de 2006 no que diz respeito a rentabilidade da carteira, sendo também bem abaixo do observado nos anos de 2004 e 2005.

O aumento considerável pela procura por ações, o cenário externo amplamente favorável, principalmente no primeiro semestre do ano, foram fatores fundamentais para que o ano de 2007 tivesse um aumento de 178% do número de lançamentos e 383% do valor de mercado das empresas.

O valor representou 81% do movimento da América Latina, de US\$ 37,36 bilhões, e cerca de 10% do volume global, de US\$ 308,66 bilhões. Duas das dez maiores operações de abertura de capital em todo o mundo aconteceram no

Brasil: a da Bovespa, que levantou US\$ 3,7 bilhões, foi a quinta maior do mundo, e a da BM&F, de US\$ 2,9 bilhões, ficou em oitavo lugar.

Nas tabelas abaixo observamos os comportamentos das duas carteira de 2007, o primeiro e o segundo semestre do ano. No primeiro aconteceram 30 IPO's totalizando um valor de mercado de R\$ 44.181 bilhões, no segundo impulsionado pelos lançamentos de Bovespa e BM&F totalizaram R\$ 104.571 bilhões.

Tabela 14 - Ofertas Primárias e Secundárias 2007/1 Valores em milhares de reais

| Ofertas Primárias e Secundárias 2007/1 | | | | | |
|--|-----------|------|--------------------------------|---------------|------------------------------------|
| Empresa | Data | TIPO | VALOR DE MERCADO NA DATA (R\$) | PESO | Osc entre 20/maio e 30 Dez de 2008 |
| PDG Realty | 25/jan/07 | ON | 1.116.864 | 2,5% | -56,50% |
| Camargo Correa | 30/jan/07 | ON | 1.160.000 | 2,6% | -76,10% |
| Rodobensimob | 30/jan/07 | ON | 498.716 | 1,1% | -66,60% |
| Tecnisa | 31/jan/07 | ON | 1.300.000 | 2,9% | -60,90% |
| Iguatemi | 6/fev/07 | ON | 1.757.361 | 4,0% | -45,20% |
| São Martinho | 9/fev/07 | ON | 2.205.277 | 5,0% | -58,00% |
| GVT Holding | 15/fev/07 | ON | 2.141.579 | 4,8% | -34,30% |
| Anhanguera | 9/mar/07 | UNIT | 2.199.815 | 5,0% | -60,20% |
| JBS (Friboi) | 28/mar/07 | ON | 5.600.000 | 12,7% | -41,00% |
| Even | 30/mar/07 | ON | 1.058.101 | 2,4% | -75,20% |
| Pine | 30/mar/07 | PN | 1.369.882 | 3,1% | -73,00% |
| BR Malls | 4/abr/07 | ON | 1.502.373 | 3,4% | -53,10% |
| Fer Heringer | 11/abr/07 | ON | 622.455 | 1,4% | -83,80% |
| JHSF Part | 11/abr/07 | ON | 2.773.342 | 6,3% | -79,40% |
| Metalfrio | 12/abr/07 | ON | 473.271 | 1,1% | -68,00% |
| Bematech | 18/abr/07 | ON | 543.990 | 1,2% | -28,70% |
| CR2 | 20/abr/07 | ON | 615.160 | 1,4% | -73,30% |
| Agra Incorp | 25/abr/07 | ON | 617.610 | 1,4% | -76,50% |
| Cremer | 27/abr/07 | ON | 374.035 | 0,8% | -31,70% |
| Wilson Sons | 27/abr/07 | UNIT | 1.661.995 | 3,8% | -49,10% |
| Sofisa | 30/abr/07 | PN | 1.322.460 | 3,0% | -64,00% |
| Tarpon | 30/mai/07 | ON | 461.780 | 1,0% | -55,80% |
| Inpar S/A | 5/jun/07 | ON | 905.660 | 2,0% | -85,00% |
| Paraná Banco | 13/jun/07 | PN | 924.000 | 2,1% | -73,10% |
| SLC Agrícola | 14/jun/07 | ON | 945.000 | 2,1% | -55,00% |
| Log-In | 20/jun/07 | ON | 863.557 | 2,0% | -55,30% |
| Eztec | 21/jun/07 | ON | 1.100.006 | 2,5% | -60,20% |
| Bco Cruzeiro do Sul | 26/jun/07 | PN | 1.811.175 | 4,1% | -45,70% |
| Bco Daycoval | 28/jun/07 | PN | 2.848.350 | 6,4% | -63,20% |
| Marfrig | 28/jun/07 | ON | 3.408.067 | 7,7% | -63,90% |
| TOTAL 2007/1 | | | 44.181.881 | 100,0% | -58,24% |
| IBOVESPA | | | | | -48,92% |
| IGC | | | | | -48,70% |
| IBRX | | | | | -49,10% |

Tabela 15 - Ofertas Primárias e Secundárias 2007/2 Valores em milhares de reais

| Ofertas Primárias e Secundárias 2007/2 | | | | | |
|--|-----------|---------|--------------------------|---------------|------------------------------------|
| Empresa | Data | TIPO | VALOR DE MERCADO NA DATA | PESO | Osc entre 20/maio e 30 Dez de 2008 |
| Tegma | 2/jul/07 | ON | 1.492.062 | 1,4% | -74,90% |
| Bco Indusval | 11/jul/07 | PN | 525.000 | 0,5% | -74,30% |
| Redecard | 12/jul/07 | ON | 17.750.205 | 17,0% | -20,50% |
| Invest Tur | 13/jul/07 | ON | 101 | 0,0% | -38,10% |
| Bco da Patagônia | 19/jul/07 | BRD | 1.752.815 | 1,7% | -43,70% |
| Minerva | 19/jul/07 | ON | 1.017.500 | 1,0% | -82,00% |
| Guarani | 20/jul/07 | ON | 1.451.560 | 1,4% | -78,90% |
| Kroton | 20/jul/07 | UNT N2 | 1.346.107 | 1,3% | -62,30% |
| MRV | 20/jul/07 | ON | 3.449.739 | 3,3% | -73,50% |
| Triunfo Part | 20/jul/07 | ON | 1.112.737 | 1,1% | -84,00% |
| Abc Brasil | 24/jul/07 | PN | 1.231.797 | 1,2% | -47,40% |
| Multiplan | 26/jul/07 | ON | 3.006.650 | 2,9% | -40,00% |
| Providência | 26/jul/07 | ON | 814.838 | 0,8% | -46,70% |
| Springs | 26/jul/07 | ON | 1.197.095 | 1,1% | -77,40% |
| Estacio | 27/jul/07 | UNT N2 | 1.768.163 | 1,7% | -40,50% |
| General | 27/jul/07 | ON | 420.000 | 0,4% | -81,50% |
| Cosan Limited | 17/ago/07 | AOA/BDR | 4.132.789 | 4,0% | -64,00% |
| Satipel | 20/set/07 | ON | 1.196.728 | 1,1% | -67,00% |
| Sul America | 4/out/07 | Unit | 2.769.437 | 2,6% | -46,80% |
| BIC Banco | 11/out/07 | PN | 3.199.124 | 3,1% | -68,90% |
| Tenda | 15/out/07 | ON | 1.442.349 | 1,4% | -90,20% |
| Trisul | 15/out/07 | ON | 877.601 | 0,8% | -71,30% |
| SEB | 17/out/07 | Unit | 1.043.668 | 1,0% | -57,50% |
| Marisa | 19/out/07 | ON | 1.339.032 | 1,3% | -47,80% |
| Agrenco Limited | 24/out/07 | Unit | 936.000 | 0,9% | -95,20% |
| Bovespa Holding | 25/out/07 | ON | 16.221.325 | 15,5% | -67,26% |
| Amil | 26/out/07 | ON | 4.051.222 | 3,9% | -45,50% |
| Brasil Brokers | 26/out/07 | ON | 1.509.967 | 1,4% | -89,50% |
| Helbor | 26/out/07 | ON | 559.192 | 0,5% | -70,50% |
| Laep Invest | 30/out/07 | Unit | 1.070.115 | 1,0% | -92,30% |
| Panamericano | 16/nov/07 | PN | 1.813.056 | 1,7% | -74,50% |
| BM&F | 29/nov/07 | ON | 18.037.546 | 17,2% | -66,90% |
| MPX | 13/dez/07 | AO | 4.840.975 | 4,6% | -86,70% |
| Tempo Part. | 18/dez/07 | AO | 1.195.200 | 1,1% | -60,20% |
| TOTAL 2007/2 | | | 104.571.695 | 100,0% | -58,50% |
| IBOVESPA | | | | | -48,92% |
| IGC | | | | | -48,70% |
| IBRX | | | | | -49,10% |

A seguir os gráficos com o comportamento das duas carteiras de IPO's, Percebe-se uma performance bem semelhante entre as duas carteira.

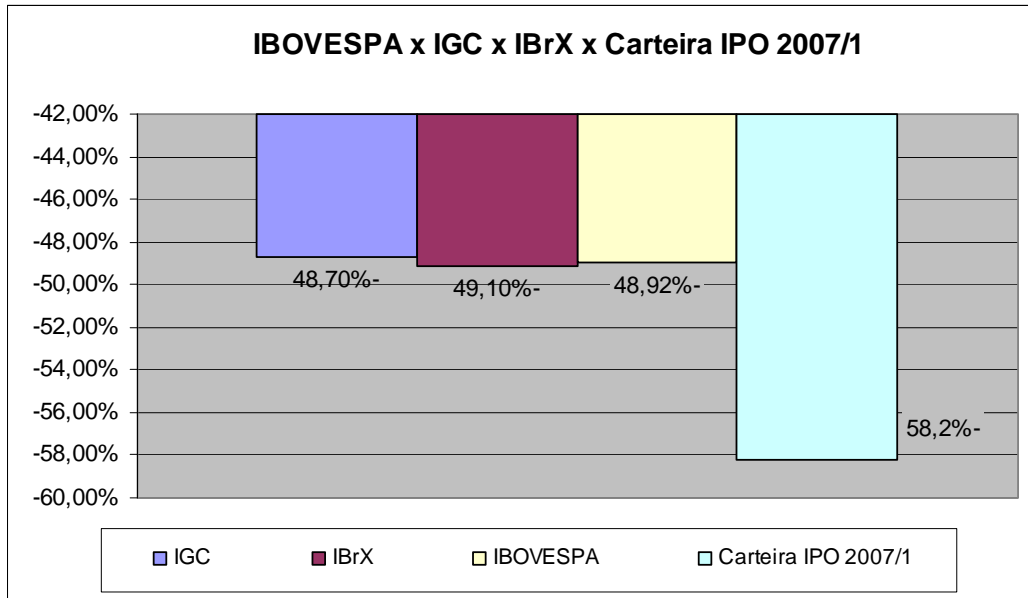


Gráfico 7 - IBOVESPA x IGC x IBrX x Carteira IPO 2007/1

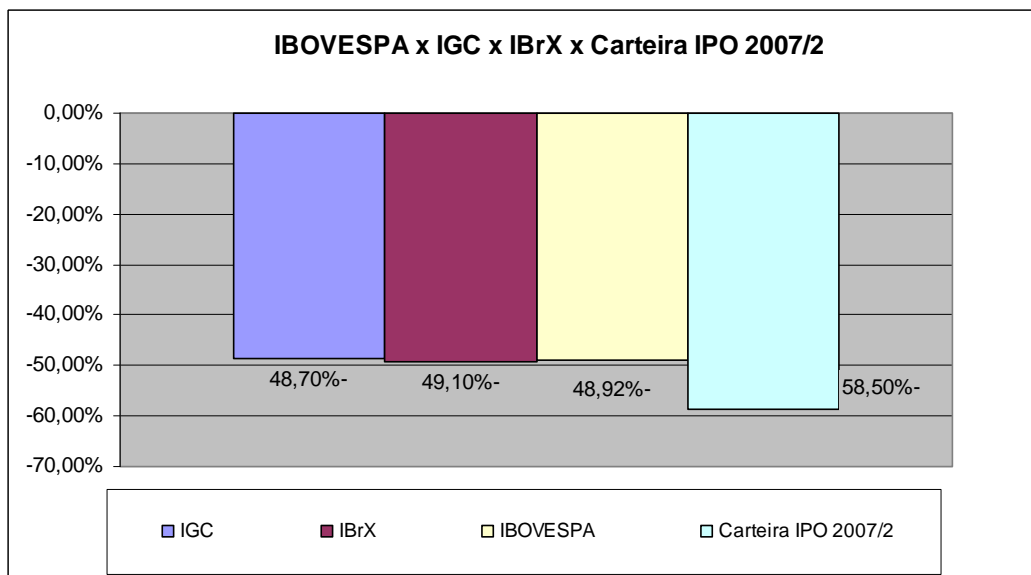


Gráfico 8 - IBOVESPA x IGC x IBrX x Carteira IPO 2007/2

O ano de 2008 vemos uma retração quase que total dos lançamentos de ações, a crise financeira trouxe uma aversão total a risco. A escassez do crédito fez com que empresas cancelassem os pedidos de abertura de capital na CVM.

Neste ano ocorreram duas novas entradas, ambas no primeiro semestre, período esse que o mercado de ações brasileiro ainda apresentava uma boa performance se comparado com as principais bolsas ao redor do mundo, nem mesmo a promoção do país para grau de investimento, por duas das principais agências de risco do mundo, fez com que esse número aumentasse.

Tabela 16 - Ofertas Primárias e Secundárias 2008 Valores em milhares de reais

| Ofertas Primárias e Secundárias 2008 | | | | | |
|--------------------------------------|-----------|------|--------------------------|---------------|------------------------------------|
| Empresa | Data | TIPO | VALOR DE MERCADO NA DATA | PESO | Osc entre 20/maio e 30 Dez de 2008 |
| Hypermarcas | 17/abr/08 | ON | 2.088.586 | 84,4% | -23,00% |
| Le Lis Blanc | 28/abr/08 | ON | 386.438 | 15,6% | -43,50% |
| TOTAL 2008 | | | 2.475.024 | 100,0% | -26,20% |
| IBOVESPA | | | | | -48,92% |
| IGC | | | | | -48,70% |
| IBRX | | | | | -49,10% |

No gráfico a seguir, percebemos que já não existe a mesma euforia provocada em anos anteriores, haja vista o comportamento da carteira no período estudado. Mais adiante, um gráfico comparando todas as carteiras de IPO's e os principais índices do mercado de ações.

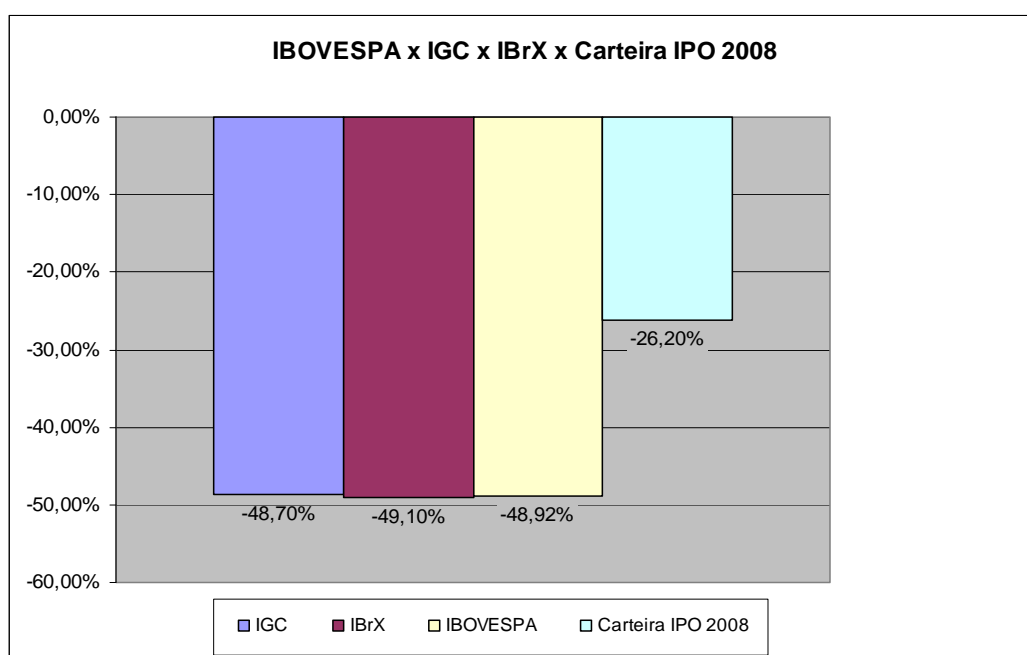
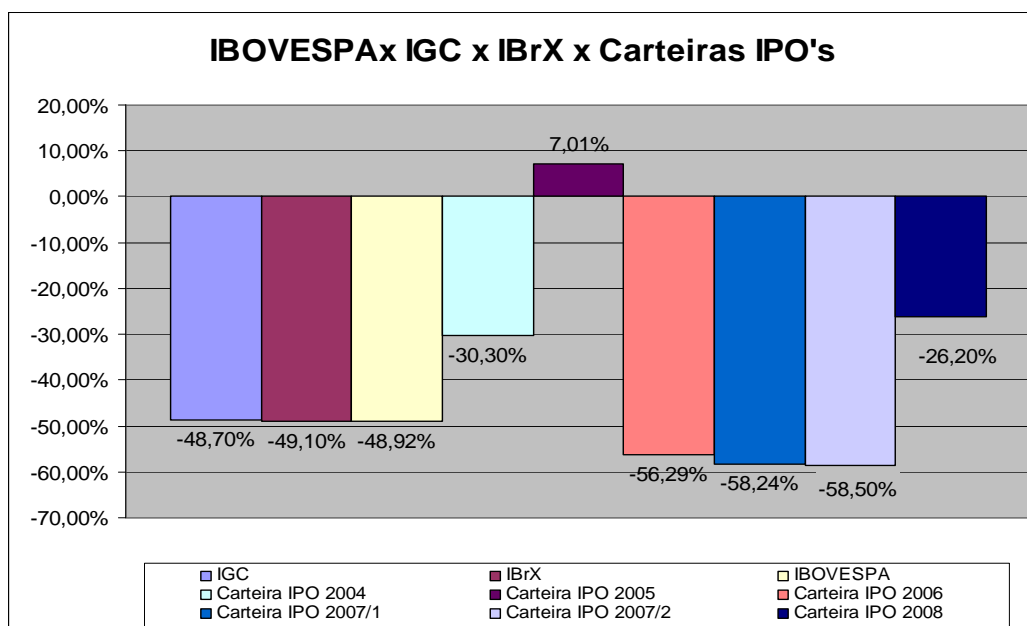


Gráfico 9 - IBOVESPA x IGC x IBrX x Carteira IPO 2008



Nas Tabelas 17 e 18 abaixo seguem um resumo dos indicadores analisados para auxílio deste estudo.

Os lançamentos realizados em 2004, 6 no total, deram início a um novo ciclo de entrada de novas empresas na BOVESPA. Como observamos nas tabelas a seguir, os lançamentos de 2004 vieram a mercado com o indicador P/L, na sua mediana, de 13,65, quase que o dobro da mediana das empresas que compunham o índice BOVESPA em 2004, 7,57. O Indicador P/VPA veio com 4,04 na sua mediana, enquanto a mediana desse mesmo indicador do índice BOVESPA ficou em 1,44.

No ano de 2005, foram realizados 8 IPO's. Na tabela 17, observamos que a mediana do índice P/L veio 10,01 enquanto a do índice BOVESPA do período veio em 7,01, já a mediana do índice P/VPA veio 2,14 enquanto o índice BOVESPA veio 1,67.

As empresas que vieram a mercado em 2006, 26 no total, apresentaram uma mediana de índice P/L em 31,97, enquanto o índice BOVESPA apresentou mediana de 8,42. A mediana do índice P/VPA veio em 2,61 enquanto o índice BOVESPA apresentou mediana de 1,89.

No primeiro semestre de 2007, 30 empresas fizeram seus lançamentos de ações, a mediana do índice P/L veio em 25,47, o mesmo indicador do índice BOVESPA no ano de 2007 estava em 9,75, para o índice P/VPA os IPO's do primeiro semestre de 2007 saíram com indicador em 1,55 em sua mediana já o índice BOVESPA apresentou 2,02.

No segundo semestre de 2007 ocorreram 34 IPO's, a mediana do índice P/L veio com 25,85 e o P/VPA 1,97, enquanto no índice BOVESPA eram praticados 9,75 e 2,02 respectivamente.

O ano de 2008 foi um ano de retração nas ofertas públicas de ações, apenas 2 empresas vieram a mercado apresentando índice P/L negativo e a mediana do índice P/VPA 1,66, já o índice BOVESPA apresentou 12,23 de índice P/L e 2,29 de índice P/VPA.

Tabela 17 – Múltiplos dos IPO's

| Múltiplos das Ofertas Primárias e Secundárias 2004 a 2008 | | |
|--|------------|--------------|
| Ano | P/L | P/VPA |
| 2004 | 13,65 | 4,04 |
| 2005 | 10,01 | 2,14 |
| 2006 | 31,97 | 2,61 |
| 2007/1 | 25,47 | 1,55 |
| 2007/2 | 25,85 | 1,97 |
| 2008 | | 1,66 |

Tabela 18 – Múltiplos IBOVESPA

| Múltiplos IBOVESPA 2004 a 2008 | | |
|---------------------------------------|------------|--------------|
| Ano | P/L | P/VPA |
| 2004 | 7,57 | 1,44 |
| 2005 | 7,01 | 1,67 |
| 2006 | 8,42 | 1,89 |
| 2007/1 | 9,75 | 2,02 |
| 2007/2 | 9,75 | 2,02 |
| 2008 | 12,23 | 2,29 |

Analisando os índices das tabelas acima, podemos observar que o ano de 2005 foi o que apresentou os indicadores mais baixos, se comparado com 2004, 2006, 2007/1, 2007/2 e 2008.

8 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste trabalho era verificar as performances dos IPO's realizados no mercado de ações brasileiro entre 2004 e 2008, no período entre 20 de maio de 2008 e 30 de dezembro de 2008. As informações encontradas são de que todos os múltiplos verificados nestas ações estão - em média - superiores aos apresentados pelo mercado brasileiro.

Apesar de existirem estudos os quais indicam que incertezas com relação ao preço inicial dos lançamentos e os riscos de cada operação tendem a subprecificar os IPO's resultando em performance fora do normal nos primeiros dias de negociação, os resultados deste trabalho sugerem que nem sempre se observa este *underpricing* no lançamento.

Uma explicação plausível para o desempenho das emissões recentes observadas no mercado de capitais brasileiro é que há uma valorização excessiva fomentada pela expectativa de um elevado potencial de crescimento. Esta distorção pode ter sido potencializada em virtude de as empresas ofertadas pertencerem a segmentos ainda pouco conhecidos no mercado de ações brasileiro. Outra questão importante é que em média, 67,1% de cada lançamento recente foi absorvido por investidores estrangeiros.

O retorno das carteiras no período estudado mostrou que os múltiplos elevados tendem a sofrer correções ao longo do tempo. Especificamente falando, os IPO's do ano de 2007 foram os que apresentaram piores performances dentro do período estudado. Já as empresas que abriram capital nos anos de 2004 e 2005 apresentaram retorno negativo menor que o Índice BOVESPA, sugerindo que tais empresas tiveram tempo para passar por ajustes de avaliação pelo mercado, e portanto exibiram correções menos significativas do que empresas que abriram capital posteriormente. Os setores que mais sofreram perdas foram os de construção civil e financeiro ambos diretamente atingidos pela crise financeira iniciada nos Estados Unidos.

Identificou-se as seguintes características nos IPO's entre 2004 e 2008 na Bovespa:

Concentram-se empresas relativamente maduras.

O Novo Mercado absorveu a maior parte das listagens.

Predominam controladores detendo mais de 50% do capital votante.

A circulação de ações no mercado ainda representa uma fatia modesta do capital (em torno de 41%).

Os IPO's se aglutinaram em poucos setores (destaque para construção civil).

As captações foram destinadas sobre tudo para financiar novos investimentos.

A farta liquidez internacional nesse período teve uma contribuição decisiva, atestada pela participação dominante de investidores estrangeiros na aquisição de novas emissões.

As características acima não necessariamente seguem os padrões recomendados de Governança Corporativa, e nossa impressão é que a maioria das emissões veio capturar uma oportunidade de farta liquidez e baixa aversão ao risco por parte da comunidade global de investidores. Os resultados exibidos neste trabalho e os desdobramentos recentes da crise sugerem que tal oportunidade para lançamentos agiados encerrou-se em meados de 2008. Cabe aos investidores aprender nestes momentos, para não repetir o erro próximo ciclo que certamente ocorrerá no futuro.

REFERÊNCIAS

ADRIGHI, D.; CAPPARELLI, G. F. Características dos IPO's no Brasil 2004-2007. **Revista APIMEC**, Porto Alegre, n. 7, p. 14-18, abr./jun. 2008.

ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

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

BOVESPA. **Índices**. 2005. Disponível em: <www.bovespa.com.br>. Acesso em: 09 mar. 2009.

BRASIL. Constituição 1988. **Senado Federal**. Disponível em: <www.senado.gov.br>. Acesso em: 02 fev. 2009.

CAETANO, J. R.; PADUAN, R. O Brasil que acelera. **Portal Exame**, São Paulo, 06 mar. 2008. Disponível em: <<http://portalexame.abril.com.br/revista/exame/edicoes/0913/economia/m0153721.html>>. Acesso em: 18 mar. 2009.

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

CAVALCANTE, F.; MARTELANC, R.; PASIN, R. **Avaliação de empresas**. São Paulo: Pearson - Prentice Hill, 2005.

CAVALCANTE, F.; YOSHIO, J. **Mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

CAVALCANTI, F.; MISUMI, J. Y. **Mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. CVM n. 400, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988.

Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 10 jan. 2009.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos**. Rio de Janeiro: Qualityark, 2006.

FAMA, E. F.; KENNETH, R. F. Industry cost of equities. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 43, p. 153-193, 1997.

IBBOTSON, R. G.; SINDELAR, J. L.; RITTER, J. R. The market's problems with the pricing of initial public offering. **Journal of Applied Corporate Finance**, New York, v. 7, p. 37-45, 1994.

IBMEC. Plano Diretor do Mercado de Capitais. São Paulo, 2002.

KRIGMAN, L. W.; SHAW, E.; WOMACK, K. The persistence of IPO mispricing and the predictive power of flipping. **Journal of Finance**, New York, v. 54, p. 1015-1044, 1999.

LOUGHRAN, T.; RITTER, J. Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs? **Review of Financial Studies**, Oxford, v. 15, p. 413-443, 2002.

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

ROESCH, S. M. A. Projetos de estágio e de pesquisa em administração. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. **Administração financeira: corporate finance**. São Paulo: Atlas, 2002.

ROSS, S. A. et al. **Princípios de administração financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

SCHMIDT, P.; SANTOS, J. L. dos; KLOECKNER, G. **Avaliação de empresas**. São Paulo: Atlas, 2006.