

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Retornos das Ofertas Públicas Iniciais  
- Análise do comportamento de longo prazo -

Luana Mello Helsinger  
No. de matrícula: 612343

Orientador: Walter Novaes

Dezembro de 2009

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Retornos das Ofertas Públicas Iniciais  
- Análise do comportamento de longo prazo -

Luana Mello Helsinger  
No. de matrícula: 612343

Orientador: Walter Novaes

Dezembro de 2009

**“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.**

---

Luana Mello Helsinger

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

### *Agradecimentos*

Gostaria de agradecer a dedicação e fundamentais inserções do meu orientador Professor Walter Novaes por expandir conceitos e intensificar interesse, sendo imprescindível na estruturação e criação de ideias que tornaram possível este trabalho.

Agradeço a minha mãe por me ensinar a economia psíquica. Sabedoria de imensurável retorno acumulado. Serei eternamente grata a todo o apoio e amizade, essenciais, principalmente, nas aberturas para o conhecimento de longo prazo.

Gostaria de agradecer ao Professor Jay Ritter, que através de correspondências, contribuiu para minha compreensão do evento IPO como um todo.

Agradeço àqueles que com críticas, sugestões, conselhos ajudaram a aprimorar este trabalho. Obrigada, especialmente, a Theo Martins, Pedro Wey, Raisia Cardão, Mariana Sanábio e, minha irmã, Natasha Helsinger.

## Sumário

1. INTRODUÇÃO .....	8
2. AMOSTRA E ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS .....	12
2.1 Base de dados.....	12
2.2 Análise de dados.....	13
2.3 Estatísticas descritivas .....	13
3. MODELO ECONOMÉTRICO.....	16
3.1 Limitações do trabalho.....	19
4. RESULTADOS E DISCUSSÃO.....	20
5. CONCLUSÃO .....	25
6. REFERÊNCIAS .....	26

**Lista de Tabelas**

Tabela I - Estatística descritiva da amostra.....	14
Tabela II - Diferença do retorno filtrado pelo volume.....	15
Tabela III - Diferença de retorno filtrada por receita operacional.....	15
Tabela IV - Resultados da estimação do Modelo de Regressão Simples.....	21
Tabela V - Retornos do primeiro dia de negociação dos IPOs.....	22
Tabela VI - Tamanho da oferta e receita das firmas no ano anterior à oferta.....	23
Tabela VII - Retornos do primeiro dia de negociação dos IPOs.....	33

## RESUMO

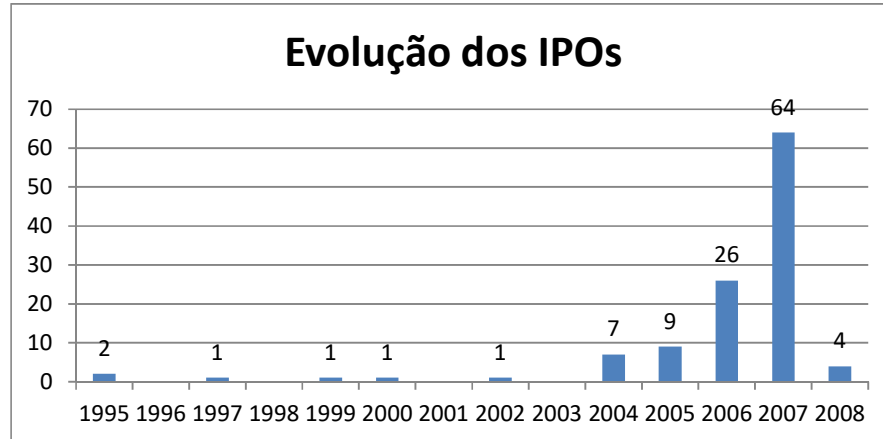
As ofertas públicas iniciais despertam o interesse do acionista quanto às vantagens de investir nas novas firmas listadas em bolsa. Uma vasta literatura evidencia a possibilidade de excessos de retorno ao se desfazer destas ações no primeiro dia de negociação. Quanto a um investimento de longo prazo, o desempenho destes ativos ainda gera incerteza. Dados de uma amostra de 101 ofertas públicas iniciais ocorridas durante os anos entre 2004 e 2008, revelam que, decorrido um ano, os retornos acumulados destas ações se comportam, em média, 18,23% abaixo do Ibovespa. Para as firmas de pequeno porte esse comportamento é ainda inferior, apresentando 38,83 pontos percentuais aquém do mercado.

**Palavras-chave:** Ofertas Públicas Iniciais de Ações ( IPOs), Retornos Longo-Prazo

## 1.Introdução

Nos últimos cinco anos, o mercado acionário brasileiro tem vivido um período de grande expansão. Tal desenvolvimento pode ser ilustrado ao se comparar o número de empresas que abriram seu capital no intervalo entre 1995 e 2003, representado um total de 5 companhias, enquanto 114 realizaram sua oferta pública inicial de ações (*Initial Public Offering* – IPO, na sigla em inglês) na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) entre 2004 e 25/11/2009 (dados CVM).

No ano 2000, ocorreu a criação do Novo Mercado (segmento destinado às empresas que exercem práticas de governança corporativa adicionais às exigidas por lei), criando um ambiente mais convidativo para as empresas buscarem sua alternativa de financiamento. Entretanto, o efeito não se propagou de imediato, ocorrendo entre 2001 e 2003 apenas uma emissão primária de ações. O avanço quantitativo da abertura de capitais, acelerando a desenvoltura da bolsa de valores brasileira, torna-se observável a partir de 2004, ano marcado por 7 IPOs, o que representa 116,67% das 6 empresas que concretizaram sua oferta pública inicial nos nove anos anteriores.



Tal crescimento foi acompanhado por um progressivo interesse na mídia e na economia por parte das firmas emissoras. Sob a ótica do investidor, há uma extensa literatura que direciona os estudos para os retornos das ofertas primárias no curto prazo, principalmente seus resultados elevados no primeiro dia de negociação. Uma pesquisa recente do Centro de Estudos em Finanças da FGV, considerando os últimos 111 IPOs ocorridos na bolsa brasileira, desde a abertura da Natura em 2004 até 31/09/2009, aponta um ganho médio de 5% para os investidores que compraram ações durante o período de



reservas e venderam-nas no primeiro dia de negociação (prática conhecida como *flipagem*). Do mesmo modo, trabalhos realizados atualmente, como dissertações de mestrado estudaram a recente onda de aberturas de capital, mostrando que a mesma foi acompanhada por significativos retornos no primeiro dia de negociação. A tese “*IPOs no Novo Mercado: Estratégias de Capitalização e/ou de Saída?*” (LEX, A., 2007, PUC-RJ), como ilustração, utiliza uma amostra de 46 Ofertas Públicas Iniciais de ações de empresas privadas ocorridas na Bovespa de 1994 a 2006, preocupou-se em avaliar a relação entre o Novo Mercado e a fração do capital vendida, provando esta ser maior para as firmas que optam por participar deste segmento. Em busca de justificativas para tal evento, a autora mensura a diferença entre o preço de fechamento do primeiro dia de negociação e preço da oferta primária, com intuito de inferir o percentual do lucro responsável pela aderência ao mencionado nível de governança corporativa. A variação média encontrada entre os preços foi de 6,24%. O estudo, contudo, não contempla o desempenho posterior das ações recém-lançadas na bolsa. Do mesmo modo, a dissertação “*Casamento ou aventura? Empréstimos entre firmas e coordenadores em ofertas públicas iniciais de ações*” (LIMA, F., 2009, PUC-RJ) investiga razões para a existência de empréstimos pré-IPOs concedidos pelos bancos coordenadores às firmas emissoras. Coletando dados à respeito de 90 ofertas públicas iniciais ocorridas entre 2004 e 2008, o artigo articula hipóteses, das quais as comissões pagas aos coordenadores e a revisão dos preços iniciais são informações importantes para o conhecimento do incentivo em prover empréstimos. A revisão da faixa inicial dos preços encontrada foi de 4,86% para as empresas submetidas a empréstimos a priori e de 6,53% para aquelas que não fizeram tal uso financeiro. Entretanto, nenhum alcance foi dado ao retorno de longo prazo.

O presente trabalho objetiva analisar o retorno de um ano das ações de empresas que abriram seu capital no período entre 2004 e 2008. Como a formulação dos preços de tais ativos está sujeita à divergência entre os participantes (firma, investidor, coordenadores), é interessante examinar sua evolução, em termos relativos ao mercado, fixando como parâmetro comparativo o Índice da Bolsa de Valores (Ibovespa). Embora a teoria de mercados eficientes defenda que uma vez exposto ao público, os IPOs se comportam como os outros ativos, evidências empíricas mostram a existência de particularidades. Ritter et al. (2002) comparou a rentabilidade acumulada de uma carteira formada por 6249 IPOs ocorridos entre 1980-2001, após três anos de negociação, com

um índice ponderado criado pela CRSP<sup>1</sup>, utilizando as firmas que compõe Amex, Nasdaq e NYSE. Como resultado, encontrou um desempenho inferior em 23,4 pontos percentuais em relação a este mercado ajustado. Com intuito de confrontar estas ofertas públicas iniciais com empresas similares, selecionou companhias com capitalização de mercado<sup>2</sup> mais próximas e *book-to-market*<sup>3</sup> semelhantes, a fim de evitar interferências causadas por um referencial muito amplo. Os IPOs apresentaram, em média, um desempenho 5,1% inferior à firma equiparada. Embora, a diferença tenha diminuído, os retornos acumulados permaneceram abaixo do benchmark no longo prazo. Busca-se neste artigo, avaliar empiricamente se os retornos acumulados de longo prazo das aberturas de capital realizadas no Brasil se movimentam aquém da rentabilidade do mercado no intervalo de tempo entre os anos 2004 e 2008.

Com a finalidade de obter evidências empíricas sobre a questão proposta, desenvolveu-se uma pesquisa quantitativa, apoiada no modelo de regressão linear múltipla para analisar a consistência teórica do tema para o mercado brasileiro. A partir de uma amostra incluindo 101 empresas que participaram dos IPOs entre 2004 e 2008 e suas respectivas cotações para o período de um ano após a abertura de capital, calculou-se os retornos dentro do prazo estipulado, sujeitos, posteriormente a comparação com o desempenho do Ibovespa para o intervalo delineado para cada companhia. Objetivando caracterizar as firmas que compõe a amostra, as receitas brutas operacionais auferidas no ano anterior à oferta pública inicial e o volume financeiro proveniente do IPO foram acrescentadas ao conteúdo. As mencionadas variáveis foram escolhidas por possibilitarem interferência nos resultados, uma vez que a atração do investidor em permanecer acionista pode estar correlacionada com ambas características. A análise

---

<sup>1</sup> CRSP-Center for Research in Security Prices é parte integrante da University of Chicago Graduate School of Business, responsável por desenvolver um banco de dados voltados para os mercados financeiros. São notados por construir índices ponderados de ações, através dos índices mais utilizados pelo mercado

<sup>2</sup> A capitalização de mercado é definida como o somatório das ações emitidas por cada empresa da bolsa multiplicadas por suas respectivas cotações

<sup>3</sup> Book-to-market é a razão usada para encontrar o valor de uma empresa através da comparação entre o valor contábil de uma empresa e o seu valor de mercado. O valor de mercado é determinado no mercado de ações através de sua capitalização de mercado. Tal razão tenta identificar se os ativos estão subvalorizados ou supervalorizados.

prosseguiu utilizando a metodologia dos mínimos quadrados ordinários, em que  $\alpha$  é a constante de interesse para a questão proposta. Adicionalmente, o parâmetro  $\beta$  permite que se avalie o risco sistêmico característicos dos IPOs, esperando que este supere o risco do mercado como um todo, uma vez que se trata de ativos sem histórico de negociação. Por último, um modelo foi especificado com o objetivo de captar as particularidades das ofertas públicas iniciais ocorridas em 2008, único ano da amostra marcado por um mercado com tendência de queda. Espera-se que empresas mais sólidas usufruam de tal momento para realizar o IPO, confiantes na viabilidade do seu crescimento, refletindo em lucros para os acionistas. De outra forma, os preços das ofertas podem estar subvalorizados, atraindo os investidores em um cenário pessimista. Ambas as possibilidades compensariam uma performance inferiorizada no longo prazo.

Os resultados encontrados manifestam correspondência com a expectativa apresentada quanto aos retornos inferiores. As aberturas de capital, acumulam uma rentabilidade, em média, 18,23% abaixo da rentabilidade do Ibovespa após um ano de negociação. Esta disparidade se torna ainda mais acentuada para as empresas menores, assinaladas por retornos acumulados 38,83% distantes do índice. Em contrapartida, o tamanho da emissão não se mostrou estatisticamente significativa, não interferindo no desempenho de longo prazo dos ativos. As emissões realizadas no ano de 2008 apresentaram uma rentabilidade, em média, 44,78 pontos percentuais acima do mercado, corroborando com a hipótese de que IPOs ocorridos em um contexto de desvalorização do mercado, tendem a ser compensados em um horizonte estendido.

Adicionalmente a Introdução, a organização do presente trabalho acompanha à seguinte seqüência: A seção 2 descreve a constituição do banco de dados e as estatísticas descritivas da amostra. A seção 3 delinea a metodologia utilizada para estudo da questão. A seção 4 discute os resultados empíricos obtidos. A seção 5 expõe as conclusões da pesquisa. Informações complementares sobre dados, estatísticas e estudos aproveitadas neste artigo estão localizadas nos apêndices.

## 2. Amostra e estatística descritiva

O presente trabalho é caracterizado por ser uma pesquisa descritiva, objetivando primordialmente realizar um estudo empírico da relação existente entre novas ações lançadas na bolsa de valores e o desempenho do mercado no longo prazo. Para tanto, definiu-se uma amostra de dados e um modelo de tratamento desta para a apuração de resultados consistentes, sujeitos a testes de hipóteses.

### 2.1 Base de dados

Para o estudo do evento, foram selecionadas primeiramente todas as companhias que abriram seu capital durante o período estipulado de 2004 à 2008, por se tratar de uma quantidade razoável de emissões, quando comparadas a demais intervalos e por ser possível à extensão da análise temporal à periodicidade de um ano. A amostra inicial se constituiu de 110 empresas, sendo sujeitas à critérios de exclusão para a validação da pesquisa. Primeiramente, a distinção priorizou o acesso às cotações no período de um ano das ações relativas às sociedades mencionadas, resultando na eliminação da companhia ABC Brasil por não possuir tais informações. O segundo e último critério fundamentou-se no país sede da empresa emissora, sendo retirados 8 IPOs, por serem ofertas de *brazilian depository receipts* (“BDRs”), caracterizados por representar certificados de companhias estrangeiras, não submetidas à todas as regras estabelecidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Nessa qualidade, o incentivo dos investidores pode sofrer uma alternância quanto à visão do destino e da permanência na alocação dos seus recursos. A amostra final é composta por 101 empresas.

A base de dados é constituída pelos preços de fechamento das cotações da amostra, a partir do primeiro dia de negociação, e do Ibovespa, durante o período de um ano. Ambas informações foram obtidas através do banco de dados Economatica. A título de comparação, o fechamento do índice selecionado corresponde à linha temporal de evolução para cada ação particular. Inclui-se ao banco de dados, duas características qualitativas das firmas, passíveis de julgamento do investidor na sua tomada de decisão quanto sua posição como acionista: o volume

gerado pelo processo de abertura de capital ( calculado através do preço da oferta, após o *bookbuilding* <sup>4</sup>, multiplicado pelo número de ações vendidas ao público), precedente dos prospectos definitivos e a receita bruta proveniente das vendas no ano anterior à abertura, a fim de dimensionar o tamanho das empresas que selecionam a Bolsa como alternativa para captação de recursos.

## 2.2 Análise de dados

Para a análise do fenômeno, foi calculada a rentabilidade decorrente em um ano dos cotações das firmas, através dos preços de fechamento do primeiro dia de negociação na bolsa de valores e do último preço relevante para a pesquisa, sendo determinado pela cotação final do período proposto. O cálculo foi subjugado à seguinte fórmula:

$$\Delta = \frac{P_1}{Pf} \text{ em que,}$$

$P_1$  é o preço de fechamento da ação, ajustada para proventos, no primeiro dia de negociação;

$Pf$  é o preço de fechamento da ação, ajustada para proventos, transcorrido um ano de negociação.

A variação do Ibovespa seguiu o mesmo critério a partir da pontuação coincidente com o intervalo atribuído à rentabilidade das cotações .

Para utilização futura do tamanho da oferta e a receita bruta operacional, foram encontradas as respectivas medianas da amostra.

## 2.3 Estatísticas descritivas

A tabela I apresenta as características gerais da amostra, separadas pelo ano em que a abertura de capital foi realizada. A primeira linha permite observar a tendência de crescimento da quantidade de IPOs, sendo a crise financeira ocorrida no final de 2007, responsável pela desaceleração no ano de 2008. O dimensionamento temporal mostra, também, a inclinação para um aumento do volume médio captado nas ofertas iniciais, observado ao comparar o tamanho das emissões no último ano analisado com

---

<sup>4</sup> *Bookbuilding* é o processo no qual o coordenador do IPO avalia, junto aos investidores, a demanda pelas ações da companhia que abrirá seu capital, estabelecendo o preço da oferta.

o volume arrecadado em 2004, correspondendo a quase três vezes mais. Tal qualidade fornece um incentivo às firmas entre as opções de captar recursos. Outro aspecto relevante é ampliação das empresas que tem como estímulo conduzir uma distribuição pública de ações, avaliadas pela receita bruta operacional. O ano de 2008 caracteriza firmas com produto das vendas cinco vezes menor do que o ano inicial da amostra.

Utilizando o quadro para avaliar a ótica do investidor, os IPOs revelam-se alternativas majoritariamente atraentes para investimento de longo prazo, uma vez que a valorização do Ibovespa está aquém da rentabilidade das novas ações negociadas na bolsa. A simples análise do quadro, entretanto, não permite conclusões realistas quanto aos retornos dos IPOs e o respectivo desempenho do mercado. Ocorre que nenhuma das aberturas de capital ocorreu no primeiro dia do ano e, do mesmo modo, não compartilham a mesma data de realização impossibilitando uma resposta para evidência de retornos abaixo do Ibovespa apenas com os dados do desempenho anual deste.

**Tabela I**  
Estatística descritiva da amostra

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Nº IPOs</b>	7	9	26	64	4
<b>Tamanho IPOs ( R\$ milhões)</b>	R\$ 634	R\$ 623	R\$ 583	R\$ 933	R\$ 1.900
<b>Receita (Vendas R\$ milhões)</b>	R\$ 1.948	R\$ 1.943	R\$ 556	R\$ 672	R\$ 340
<b>Ibovespa</b>	17,81%	27,71%	32,93%	43,65%	-41,22%
<b>Retorno IPOs 1 ano</b>	32,58%	77,55%	43,49%	-29,96%	0,01%

A tabela II exibe a diferença média do comportamento de um ano entre os ativos pesquisados e o benchmark escolhido, a partir da filtragem pelo volume do IPO. Os dados evidenciam um retorno 14,01% abaixo do Ibovespa para as distribuições iniciais, cujo o tamanho é inferior ou igual à mediana e uma rentabilidade 16,64% aquém do mesmo índice referencial para as aberturas de maior capitalização. Entretanto, estas diferenças não são estatisticamente significantes a níveis convencionais, apresentando p-valor bilateral igual a 0,8179. O volume, nessa ocasião, distingue-se por não interferir nos resultados, sendo uma variável que impede uma inferência sobre o desempenho das futuras emissões públicas.

**Tabela II**  
Diferença do retorno filtrado pelo volume

	<b>Retorno IPO</b>	<b>Retorno Ibovespa</b>	<b>Diferença de Retorno</b>
<b>Volume IPO &gt; Mediana</b>	-1,56%	15,08%	-16,64%
<b>Volume IPO &lt; Mediana</b>	6,67%	20,68%	-14,01%

Mediana : R\$ 583.200.000,00

A tabela III apresenta informação similar à tabela II, com a alteração do parâmetro responsável pela filtragem, sendo por vez a receita operacional das firmas. Àquelas assinaladas por maior volume das vendas, mostram um retorno 4,31% abaixo do Ibovespa. Em contrapartida, as empresas caracterizadas por uma receita operacional bruta inferior à mediana da amostra, esta incluída, possuem uma rentabilidade média 26,40% menor que a evolução do benchmark selecionado. A diferença das médias é estatisticamente significativa ao nível de significância de 10%<sup>5</sup>. Um argumento para esta divergência é a dificuldade das firmas menores em expandir suas atividades, gerando uma descrença por parte dos acionistas, que preferem negócios com uma solidez mais aguçada para sua permanência como investidor. Redirecionam seus recursos por razões de maior liquidez, menores volatilidades e por expectativas de dividendos mais generosos, conduzindo a uma desvalorização dos preços das ações destas companhias ou a um desempenho relativamente inferior às cotações das empresas de grande porte com melhores perspectivas de ganho.

**Tabela III**  
Diferença de retorno filtrada por receita operacional

	<b>Retorno IPO</b>	<b>Retorno Ibovespa</b>	<b>Diferença de Retorno</b>
<b>R\$ Vendas &gt; Mediana</b>	15,13%	19,44%	-4,31%
<b>R\$ Vendas &lt; Mediana</b>	-9,70%	16,40%	-26,10%

Mediana : R\$ 291.655.000,00

Para solucionar o problema de incompatibilidade dos períodos, afim de obter um resultado crível quanto as diferenças nos retornos das ofertas públicas iniciais e o Ibovespa no período de um ano , o conteúdo da amostra foi sujeitado a um estudo mais aprimorado, envolvendo um modelo Econométrico.

<sup>5</sup> Estatística-t do teste de diferenças de média é de - 1,94509

### 3. Modelo Econométrico

Objetivando encontrar a relação entre a performance de longo prazo das empresas selecionadas para a pesquisa e o mercado, afim de concluir empiricamente a ocorrência de uma rentabilidade inferior destas, optou-se pela realização do modelo de regressão linear por Mínimos Quadrados Ordinários. O mesmo permite mensurar os efeitos individuais de fatores externos sobre uma determinada variável dependente, que no caso, assume o papel dos retornos acumulados das ações amostrais. A relação de causalidade de interesse se baseia na variação, após um ano, destes ativos comparado à rentabilidade do Ibovespa para o exato período, sendo este o benchmark padrão como medida para o comportamento do mercado. Assumi-se como hipótese que o risco sistemático do IPO difere do resto do mercado, uma vez que são empresas sem um histórico de desempenho na Bolsa de Valores, impedindo previsões comportamentais pautadas sob algum embasamento na ocasião de mudanças sistêmicas.

O primeiro modelo é construído voltado apenas pela relação entre as duas variáveis mencionadas, relevando outros aspectos que podem influir no resultado. Objetiva-se salientar a ligação entre Ibovespa e as ações recém-negociadas e a ocorrência de déficits na valorização destas. O coeficiente de interesse é o  $\alpha$  da regressão, que responde à respeito da compensação média por permanecer acionista das empresas que abriram seu capital há um ano, na hipótese do retorno em excesso do mercado for nulo. Quando  $\alpha < 1$ , os IPOs sofrem desvalorização em relação ao mercado. Um coeficiente igual a zero significa retornos equivalentes para as duas variáveis e  $\alpha > 0$  indica excesso de retorno para as novas ações. Espera-se que as ofertas públicas iniciais apresentem um desempenho inferior que o índice referencial incluído na regressão, o que implica na expectativa de  $\alpha$  negativo.

O coeficiente  $\beta$  retrata o risco das ofertas públicas iniciais relativo à carteira de mercado. Por se admitir que esta eliminou todo o risco não sistemático através da diversificação, assumi-se que contém unicamente o risco sistemático. Quando sua estimativa for maior que 1, a evidência é de que os IPOs apresentam um risco sistemático maior que o benchmark padrão, enquanto que ao assumir um valor inferior à unidade, os ativos se caracterizam como “defensivos”, e seus retornos não acompanham à carteira



teórica de ações pré-existentes. Na ocasião em que  $\beta$  de um ativo for exatamente igual a 1, é observado um movimento na mesma direção do mercado como um todo.

$$AR_{it} = \alpha_{it} + \beta * Ibovespa_{it} + u_{it} \quad (1)$$

$AR_{it}$  é o retorno acumulado da ação da empresa  $i$  ;

$\alpha_{it}$  é o excesso de retorno acumulado dos IPOs em relação ao Ibovespa ;

$Ibovespa_{it}$  é o retorno acumulado do Ibovespa no período equivalente à empresa  $i$  ;

$u_{it}$  são os fatores não-observáveis que determinam a variável dependente

Para o controle de elementos qualitativos que podem afetar, simultaneamente, o retorno de longo prazo dos IPOs, inclui-se na regressão, variáveis binárias para o tamanho da oferta e a receita bruta do último balanço anual da empresa.

O volume da abertura de capital pode refletir na decisão de permanência no investimento e na atratividade de outros investidores, dependendo das expectativas dos indivíduos dado a onisciência do valor arrecadado pela empresa. Uma capitalização acima da média representa uma maior possibilidade de financiamento das companhias, permitindo uma expansão sobressalente. Os investidores devem, então, julgar positivo conservar sua posição de acionista. Adicionalmente, novos investidores passam a se interessar por ações das firmas responsáveis pelos maiores IPOs. Espera-se, então, que o volume abaixo da média interfira negativamente no retorno acumulado das ofertas públicas, de tal ordem que agravem um possível movimento aquém do mercado.

A receita auferida através das atividades operacionais expressa a força de atuação da firma, a capacidade de gerar lucros líquidos (revertidos em dividendos para os investidores), possibilidade de duração econômica e futuras expectativas financeiras, informações que são absorvidas na análise de permanência do investidor. Empresas que apresentam uma receita operacional bruta superior à média amostral devem ser interpretadas como relativamente mais sólidas do que as demais, instigando um relacionamento mais duradouro por parte dos detentores destas ações, sustentando uma valorização dos ativos. O efeito citado reduziria a propensão de retornos inferiores ao do mercado.

$$AR_{it} = \alpha_{it} + \beta * Ibovespa_{it} + \delta_1 volmédio_{it} + \delta_2 recmédia_{it} + u_{it} \quad (2)$$

$AR_{it}$  é o retorno acumulado da ação da empresa  $i$  após um ano de negociação ;

$Ibovespa_{it}$  é o retorno acumulado de um ano do Ibovespa para o mesmo período de negociação da empresa  $i$  após o IPO ;

$volmédio_{it}$  é a variável binária definida como igual a 1, quando a oferta da empresa  $i$  é inferior ou igual à média total e zero, caso contrário ;

$recmédia_{it}$  é a variável binária definida como igual a 1, quando a receita bruta da empresa  $i$  é inferior ou igual à média total e zero, caso contrário ;

$u_{it}$  são os fatores não-observáveis que determinam a variável dependente

O terceiro modelo a ser rodado tem o intuito de capturar o efeito de um mercado com tendência de baixa vinculado à crise econômica mundial. O anos das ofertas são comparadas ao ano base de 2008 , na tentativa de controlar o efeito das características dos retornos acumulados por empresas que realizaram o IPO sob um contexto diferente das outras âmbito do pessimismo mais emergido. As outras variáveis são mantidas.

$$AR_{it} = \alpha_{it} + \beta * Ibovespa_{it} + \delta_1 volmédio_{it} + \delta_2 recmédia_{it} + \delta_3 D2008_i + u_{it}$$

(3)

$\delta_3 D2008_i$  é a variável binária definida como igual a 1, quando a oferta da empresa  $i$  foi realizada em 2008, e igual a zero, caso contrário.

### 3.1 Limitações do Trabalho

Por a amostra da pesquisa ainda se encontrar em estágio incipiente, não permitindo alongar o prazo de observações, janelas de resultados para períodos distintos não são possíveis de serem examinadas. As respostas assumem consistência para o prazo de um ano apenas, impedindo a obtenção de informações mais conclusivas.

Outro aspecto de possível interferência na pesquisa é relativo aos diferentes setores que as empresas da amostra estão inseridas. As distintas presenças setoriais podem impossibilitar a existência de resultados perfeitamente comparáveis. Cada ramo de atividade em particular pode se comportar de forma diferente, o que não se adapta necessariamente à uma relação similar com o Ibovespa. Para contornar este problema, seria necessário montar carteiras teóricas específicas para cada setor, a fim de atingir um grau de correlação mais consistente. Em todo caso, por as ofertas públicas iniciais da amostra estarem divididas em anos diferentes, uma determinada conjuntura capaz de influenciar uma atividade em particular se mostra diluída, permitindo que tal problema não impeça a validade dos resultados atingidos. Adicionalmente, teste de hipóteses foram feitas com intuito de validar os valores encontrados.

Por último, é importante ressaltar que apenas o ano de 2008 foi controlado, impossibilitando o controle de contextos macroeconômicos distintos. A interferência, porém não se torna problemática, uma vez que os outros períodos retratam um mercado de alta, informação suficiente para serem tratados como cenários similares.

#### 4. Resultados e discussão

A tabela IV apresenta os resultados da estimação do Modelo de Regressão Simples. A estimativa da constante implica que os IPOs, em média, revelam um desempenho 18,23% inferior ao mercado, decorrido um ano da distribuição pública primária ( p-valor de 0,0073). As razões para o fato estabelecido podem ser alocadas em dois grupos: características das empresas antes do lançamento e as inferências que os IPOs despertaram em uma escala temporal abrangente. Destaca-se no primeiro conjunto, a discussão acerca da ocorrência de mudanças financeiras nas companhias no período que imediatamente antecede a oferta pública inicial. Teoh, Welch e Wong (1996) sustentam a ideia de que as firmas tendem a melhorar seu balanço patrimonial previamente ao IPO, através de empréstimos, com intuito de atrair um maior número de investidores e aumentar o preço da oferta. Ao longo do tempo, o mercado passa a distinguir as reais características das empresas daquelas adicionadas para o processo de abertura, gerando uma re-precificação das ações. Argumentando sob a ótica do segundo grupo, Miller (1977) priorizou as expectativas dos investidores na valorização da firma. O autor assume a existência de premissas heterogêneas por parte dos acionistas, em que os otimistas compram ações das emissões primárias, e com o passar do tempo, a variância das opiniões convergem para uma valorização menos significativa, sujeitando o preço ao acompanhamento desta queda diante às expectativas.

O  $\beta$  da regressão assume o valor de 1,16. Entretanto, não rejeita-se  $H_0 = 1$  em favor de  $H_1 > 1$  aos níveis de significância convencionais, levando à constatação que o risco sistemático do IPO é o mesmo que o risco do mercado como um todo. O modelo é equivalente ao CAPM<sup>6</sup>, em que o alfa de Jensen<sup>7</sup> aponta para um desempenho dos ativos abaixo das expectativas no período de regressão.

O  $R^2$  resultante é 0,269483, indicando que quase 27% dos retornos acumulados dos IPOs da amostra durante um ano são explicados pelo comportamento do Ibovespa para respectivo período.

---

<sup>6</sup> CAPM – Capital Asset Pricing Model é um modelo de precificação de ativos, que relaciona os componentes básicos para tal resultado : risco e retorno.

<sup>7</sup> O alfa de Jensen mensura o excesso de retorno, não incorporado no retorno esperado da ação calculado pelo modelo CAPM.

**Tabela IV**  
Resultados da estimação do Modelo de Regressão Simples

	<b>Coefficiente</b>	<b>Erro Padrão</b>	<b>Razão t</b>	<b>P-valor</b>
<b><math>\alpha</math></b>	-0,1823	0,0665	-2,742	0,0073
<b>Ibovespa</b>	1,1631	0,1925	6,043	0,000000027

A tabela V apresenta os resultados para o modelo (2). O coeficiente  $\alpha$  implica em um retorno acumulado 13,96% abaixo do retorno acumulado do Ibovespa para o período correspondente ao se fazer um controle mais abrangente de variáveis. Os efeitos das particularidades das firmas no âmbito das receitas (característica pré-IPO) e tamanho da oferta (característica pós-IPO) refletem, a princípio, no seu desempenho. O coeficiente estimado é significativo ao nível de 10%.

O  $\beta$  da regressão tem implicação similar ao  $\beta$  do modelo (1), denotando a mesma avaliação de risco sistemático dos IPOs e do mercado como um todo, uma vez que a hipótese nula,  $H_0 = 1$ , não é rejeitada em favor da hipótese alternativa  $H_1 > 1$  sob os níveis de significância geralmente admitidos.

A estimativa para a variável *volmédio* tem impacto positivo sobre o desempenho anualizado dos IPOs, sugerindo que as emissões primárias menores em capitalização da empresa mostram um comportamento de longo prazo mais favorável do aquelas de maior volume. Enquanto os grandes IPOs apresentam desvalorização de 13,96% quando comparados ao Ibovespa, os caracterizados por um tamanho abaixo da média possuem um desempenho 0,48% aquém do Índice, indicando um retorno 29 vezes superior aos maiores. Uma possível razão para esta disparidade acentuada encontra-se no preço da oferta. O tamanho da captação é dividido entre o número de ações oferecidas ao mercado e seu respectivo valor. As empresas que se lançam na bolsa de valores sobrevalorizadas tendem a ser re-precificadas ao longo do tempo. Outro ângulo da questão é observar a quantidade de ações. Firmas que abrem seu capital com um preço alinhado às verdadeiras expectativas financeiras e ofertam um maior número de ativos, disponibilizam maior liquidez às suas negociações, atraindo mais investidores no longo prazo. Entretanto, o p-valor para esta estimativa é alto, tornando o resultado não estatisticamente significativo.

O coeficiente para a variável binária representativa da receita média expressa um retorno 34,56 pontos percentuais inferior ao benchmark padrão de mercado para as companhias assinaladas por um receita operacional bruta abaixo da média. Representa uma performance 2,5 vezes pior do que para as empresas caracterizadas por resultados operacionais superiores. Pode-se inferir que o desempenho negativo acentuado das ações

acompanha os desempenhos operacionais inferiores. Uma hipótese para explicar tal fato é a preferência dos acionistas por empresas de grande porte para investimentos de longo prazo. O mercado acionário toma decisões a partir dos diferentes julgamentos quanto ao valor contábil<sup>8</sup> da firma. O mencionado indicador financeiro é correlacionado com o potencial de geração de resultados futuros, medida que interfere diretamente no potencial ganho dos acionistas, portanto, existe uma tendência de apreciação das companhias que demonstram vendas maiores. A estimativa é estatisticamente significativa ao nível de 5%.

O  $R^2$  encontrado é 0,2946, revelando que o incremento das duas novas variáveis é responsável por explicar 2,52% dos retornos acumulados por um ano dos IPOs.

Tabela V

	<b>Coefficiente</b>	<b>Erro Padrão</b>	<b>Razão t</b>	<b>P-valor</b>
<b><math>\alpha</math></b>	-0,1396	0,095	-1,4966	0,1458
<b>Ibovespa</b>	1,1215	0,1929	5,815	0,000000078
<b>volmédio</b>	0,1348	0,1188	1,134	0,2596
<b>recmédia</b>	-0,206	0,1183	-1,741	0,0848

A tabela VI apresenta os resultados do modelo (3). A constante  $\alpha$ , que exprime a rentabilidade dos IPOs relativamente ao retorno acumulado do Ibovespa para o mesmo período assume, mais uma vez, caráter negativo. As ofertas públicas amostrais mostram uma performance 17,55 pontos percentuais abaixo do mercado em um ano de negociação, corroborando com a hipótese inicial.<sup>9</sup>

O  $\beta$  do modelo CAPM é 1,2486. Entretanto, a estatística t não é suficiente para rejeitar a hipótese nula de risco sistêmico equivalente entre as emissões primárias e o mercado como um todo.<sup>10</sup>

A variável *volmédio* permanece com impacto positivo sobre os retornos acumulados das novas ações para as firmas com capitalização abaixo da média. Entretanto, o resultado não é estatisticamente significativo a níveis convencionais de significância.

Como de esperado, a receita inferior à média amostral para tal valor afeta negativamente o coeficiente  $\alpha$ , indicando um desempenho 40,22% abaixo do Ibovespa

<sup>8</sup> Valor contábil = Ativo Total Contábil – Passivo Exigível Contábil = Patrimônio Líquido

<sup>9</sup> P-valor igual 0,684

<sup>10</sup> Estatística –t é 1,2467

para as firmas com pior força de vendas contra uma redução de 17,55 pontos percentuais para as companhias de grande porte. ( p-valor de 0,0051).

O coeficiente da variável binária de ofertas realizadas no ano de 2008 é significativamente positivo, compensando a comparação negativa contra à rentabilidade do Ibovespa. Os IPOs ocorridos neste período resultam em uma valorização de 44,78% acima do benchmark padrão, sendo estatisticamente significante ao de nível de 5% . Uma possibilidade para o mencionado comportamento é o contexto do mercado de baixa, em que as empresas que escolhem lançar suas ações ao público sob esta atmosfera, apresentam uma capacidade de expansão menos correlacionada com o cenário mundial, intuindo uma confiança no investidor no prazo de um ano. Outra hipótese a ser considerada é um de preço de oferta mais abaixo devido a necessidade de um maior esforço para atrair acionistas diante a conjuntura do IPO, refletindo em valorização no longo prazo com a reversão da tendência baixista do mercado.

O  $R^2$  da regressão é 0,3241 revelando que as variáveis do modelo são responsáveis por explicar 32,41% dos retornos acumulados das ofertas públicas iniciais do período entre 2004 e 2008.

Tabela VI

	<b>Coeficiente</b>	<b>Erro Padrão</b>	<b>Razão t</b>	<b>P-valor</b>
<b><math>\alpha</math></b>	-0,1755	0,095	-1,843	0,0684
<b>Ibovespa</b>	1,2486	0,1994	6,263	0,0000000106
<b>volmédio</b>	0,1321	0,1169	1,13	0,2611
<b>recmédia</b>	-0,2267	0,1168	-1,941	0,0051
<b>D2008</b>	0,6233	0,301	2,071	0,0411

Como esperado, o desempenho dos IPOs se mostrou aquém do comportamento do mercado para um período de um ano. O tamanho das ofertas, entretanto, não afeta a valorização neste intervalo.

As receitas brutas das firmas, auferidas no ano anterior às aberturas de capital, se mostraram de acordo com a hipótese de que empresas menores assumem uma retorno ainda menor que as companhias de grande porte, quando comparado ao Ibovespa. São incentivadas a abrir seu capital em um momento otimista do mercado, não acompanhando, porém, sua tendência de alta.

O risco sistemático do IPO apresentou um resultado diferente da expectativa, manifestando um risco igual ao do mercado como um todo. Por serem ativos recentes

quanto à negociação pública, esperava-se que fossem tratado como um investimento mais “agressivo”. Como esta forma de capitalização ainda está estágio incipiente, uma razão para um  $\beta$  igual a um, pode ser respondida pelo fato de que as firmas que optam por esta prática serem previamente de conhecimento público, despertando uma segurança na sua evolução.



## 5. Conclusão

A recente onda de aberturas de capital no mercado brasileiro, ocorrida entre os anos 2004 e 2008, foi acompanhada por um histórico de excesso de retorno no primeiro dia de negociação. Este artigo analisou o desempenho destas valorizações, tendo como referência o Ibovespa, decorrido um ano das ofertas públicas iniciais. A hipótese da impossibilidade de sustentação desta tendência altista no longo prazo direcionou o estudo, acrescida da expectativa de retornos acumulados inferiores ao benchmark padrão.

A partir de uma amostra de 101 empresas que realizaram a emissão primária de ações distribuídas no intervalo referido, foram calculadas as rentabilidades após um ano de negociação destes ativos e o comportamento do Ibovespa para o período correspondente ao IPO de cada empresa. A comparação mostrou um desempenho médio aquém do mercado em 18,23 pontos percentuais, confirmando a hipótese inicial. Adicionalmente, firmas assinaladas por um receita de vendas inferiores a média apresentam um retorno acumulado 20,60% ainda menor que empresas de grande porte. O tamanho da oferta não se revelou estatisticamente significativa na interferência da valorização dos ativos.

Os resultados sugerem que as empresas lançam as ações em momentos de sobrevalorização do mercado, aproveitando o contexto para obter melhores termos na oferta. Na presença de um cenário mais pessimista, um menor número de companhias optam por abrir seu capital, e aquelas que o fazem, são caracterizadas por ativos que superam o Ibovespa em 44,78 pontos percentuais em média após um ano.

O trabalho identificou que o risco sistemático dos IPOs acompanha o risco do mercado como um todo, o que pode ser interpretado por um ambiente ainda comedido quanto a aberturas de capital ao se comparar países desenvolvidos. Desta forma, as empresas que lançam suas ações na bolsa previamente possuem um relacionamento com o público, não sendo caracterizadas por um maior risco, mesmo na ausência de um histórico de negociação.

A estratégia de um investimento de longo prazo em ofertas públicas iniciais revelou, em média, não superar o então costume de se desfazer das ações no primeiro dia de negociação. É possível, no entanto, que o desempenho inferior ao mercado seja contornado ao estender o prazo de observação.

## 6. REFERÊNCIAS

AGGARWAL,R.;LEAL,R.;HERNANDEZ,L. The aftermarket performance of initial public offerings in Latin America, *Financial Management* 22, 42-53, 1993

FAMA, E. Market efficiency, long-term returns and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*, v. 49, p283-306, 1998

IBBOTSON, R.; JAFFE, J. Hot Issue Markets, *Journal of Finance* 30, 1027-1042, 1975

LEAL, Ricardo P.C., Por que há retornos anormais nas aberturas de capital? *Revista de Administração da USP*,v.26, n. 4, Out / Dez , 1991

LOUGHRAN, T.; RITTER, J. Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs? *Review of Financial Studies*, Oxford University Press for Society for Financial Studies, v. 15(2), p. 413-444, Março, 2002

LUBOS, P.;VERONESI, P.. Rational IPO Waves. *Journal of Finance*, 60(4), pp. 1713, 2005

NETO, ALEXANDRE A., Mercado Financeiro. 8ª Edição. Editora Atlas, 2008

SIEGEL, J. Investindo em ações no Longo Prazo. Editora Campus/Elsevier., 2009

RITTER, J.; WELCH, I. A review of IPO activity, pricing and allocations. Yale ICF Pape Number 02-01, February, 2002

TEOH,S.;WELCH I.;WONG,T. Earnings Management and the long-run market performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, vol. 53, p.1935-1974, Dez, 1998

<http://www.world-exchanges.org> - The World Federation of Exchanges

<http://www.cvm.gov.br/>- Comissão de Valores Mobiliários

<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp> - Bolsa de Valores de São Paulo

## 7. ANEXOS

TABELA V

**Retornos do primeiro dia de negociação dos IPOs entre 2004-2008**

Apresenta os retornos brutos do primeiro dia de negociação, calculados através do preço de fechamento do primeiro dia de negociação e do preço final da oferta. As variações percentuais mencionadas são associadas a rentabilidade do Ibovespa no dia correspondente à oferta. Na última coluna, encontra-se o resultado líquido do investimento.

	<b>Data</b>	<b>Retorno 1º dia</b>	<b>Retorno Ibovespa</b>	<b>Diferença</b>
Natura	26/05/2004	15,62%	1,11%	14,50%
Gol	24/06/2004	-0,61%	6,00%	-6,61%
America Latina Log	25/06/2004	13,16%	0,203%	12,96%
CPFL	29/09/2004	0,06%	-0,095%	0,15%
Grendene	29/10/2004	12,10%	0,541%	11,56%
DASA	19/11/2004	20,00%	-0,451%	20,45%
Porto Seguro	22/11/2004	6,40%	1,706%	4,69%
Renar	28/02/2005	1,25%	-1,006%	2,26%
Submarino	30/03/2005	0,00%	2,426%	-2,43%
Localiza	23/05/2005	0,00%	-1,256%	1,26%
TAM	15/06/2005	0,00%	-1,022%	1,02%
Energias BR	13/07/2005	11,17%	1,249%	9,92%
OHL	15/07/2005	1,11%	-2,693%	3,80%
Nossa Caixa	28/10/2005	17,58%	0,638%	16,94%
Cosan	18/11/2005	15,83%	0,048%	15,79%
UOL	16/12/2005	16,67%	0,295%	16,37%
Copasa	08/02/2006	10,61%	-0,170%	10,78%
Vivax	08/02/2006	4,68%	-0,170%	4,85%
Gafisa	17/02/2006	29,46%	0,431%	29,03%
Company	02/03/2006	18,75%	-0,133%	18,88%
Totvs	09/03/2006	6,25%	-2,620%	8,87%
Equatorial	03/04/2006	16,97%	2,018%	14,95%
ABnote	27/04/2006	5,88%	-1,631%	7,51%
CSU CardSyst	02/05/2006	-2,78%	1,618%	-4,40%
BrasilAgro	02/05/2006	10,00%	1,62%	8,38%
Lupatech	15/05/2006	5,95%	-2,338%	8,29%
Datasul	02/06/2006	-6,67%	-7,181%	0,51%
MMX Miner	24/07/2006	-0,12%	2,011%	-2,13%
Abyara	27/07/2006	0,00%	0,80%	-0,80%
Medial Saude	22/09/2006	2,79%	-0,092%	2,88%
Klabinsegall	09/10/2006	0,00%	1,228%	-1,23%
Santos Bras	13/10/2006	7,61%	1,38%	6,23%
M.Diasbranco	18/10/2006	0,71%	1,259%	-0,55%
Brascan Res	23/10/2006	6,25%	1,511%	4,74%
Profarma	26/10/2006	14,44%	0,207%	14,24%
Terna Part	27/10/2006	9,05%	-0,797%	9,84%

Ecodiesel	22/11/2006	-0,83%	0,823%	-1,66%
Odontoprev	01/12/2006	15,68%	-1,440%	17,12%
Positivo Inf	11/12/2006	-1,49%	-2,23%	0,74%
Lopes Brasil	18/12/2006	15,75%	-0,200%	15,95%
PDG Realt	26/01/2007	0,00%	-0,613%	0,61%
CC Des Imob	31/01/2007	-2,14%	1,355%	-3,49%
Rodobensimob	31/01/2007	16,67%	1,355%	15,31%
Tecnisa	01/02/2007	3,85%	0,390%	3,46%
Iguatemi	07/02/2007	12,00%	-1,685%	13,68%
Sao Martinho	12/02/2007	18,30%	-0,790%	19,09%
GVT Holding	16/02/2007	27,22%	-0,231%	27,45%
Anhanguera	12/03/2007	21,39%	0,263%	21,13%
JBS	29/03/2007	-12,50%	1,958%	-14,46%
Pine	02/04/2007	-3,48%	-0,452%	-3,03%
Even	02/04/2007	-2,11%	-0,452%	-1,65%
BR Malls Par	05/04/2007	5,33%	0,200%	5,13%
JHSF Part	12/04/2007	0,29%	0,867%	-0,57%
Fer Heringer	12/04/2007	3,75%	0,867%	2,88%
Metalfrio	13/04/2007	7,89%	1,225%	6,67%
Bematech	19/04/2007	12,07%	1,325%	10,74%
CR2	23/04/2007	-5,00%	-0,498%	-4,50%
Agra Incorp	26/04/2007	6,47%	-1,224%	7,69%
Cremer	30/04/2007	0,00%	-0,555%	0,55%
Sofisa	02/05/2007	11,67%	1,052%	10,61%
Inpar S/A	06/06/2007	0,34%	-2,094%	2,44%
Parana	13/06/2007	-7,14%	0,592%	-7,74%
SLC Agricola	15/06/2007	1,43%	1,501%	-0,07%
Log-In	21/06/2007	14,81%	1,160%	13,65%
EZTec	22/06/2007	-4,55%	-0,712%	-3,83%
Cruzeiro Sul	26/06/2007	-3,81%	-0,352%	-3,45%
Daycoval	29/06/2007	2,06%	0,454%	1,60%
Marfrig	29/06/2007	7,71%	0,454%	7,25%
Tegma	03/07/2007	1,92%	0,592%	1,33%
Indusval	12/07/2007	0,00%	-3,764%	3,76%
Redecard	13/07/2007	24,07%	0,054%	24,02%
Invest Tur	16/07/2007	5,00%	-0,468%	5,47%
Minerva	20/07/2007	3,78%	-1,173%	4,96%
Triunfo Part	23/07/2007	-2,96%	1,034%	-4,00%
Guarani	23/07/2007	13,28%	1,034%	12,25%
Kroton	23/07/2007	19,23%	1,034%	18,20%
MRV	23/07/2007	0,00%	1,034%	-1,03%
Providencia	27/07/2007	-4,00%	-1,802%	-2,20%
Springs	27/07/2007	0,00%	-1,802%	1,80%
Multiplan	27/07/2007	1,58%	-1,802%	3,38%
Generalshopp	30/07/2007	-1,07%	3,118%	-4,18%
Estacio Part	30/07/2007	0,00%	3,118%	-3,12%

Satipel	21/09/2007	-4,54%	1,567%	-6,11%
Sul America	05/10/2007	-1,29%	3,165%	-4,46%
BicBanco	15/10/2007	13,04%	1,196%	11,85%
Trisul	15/10/2007	0,00%	0,823%	-0,82%
Tenda	15/10/2007	1,00%	0,823%	0,18%
SEB	18/10/2007	-8,64%	0,108%	-8,74%
Marisa	22/10/2007	2,50%	0,527%	1,97%
Bovespa Hld	26/10/2007	52,13%	3,102%	49,03%
Amil	29/10/2007	16,21%	1,196%	15,02%
Helbor	29/10/2007	13,68%	1,20%	12,49%
BR Brokers	29/10/2007	0,00%	1,196%	-1,20%
Panamericano	19/11/2007	0,00%	-3,518%	3,52%
BMF	30/11/2007	22,00%	1,368%	20,63%
MPX Energia	14/12/2007	0,04%	-0,662%	0,70%
Tempo Part	18/12/2007	-2,14%	1,023%	-3,17%
Nutriplant	12/02/2008	5,00%	-34,47%	39,47%
Hypermarcas	17/04/2008	-1,76%	-29,08%	27,32%
Le Lis Blanc	28/04/2008	-9,95%	-30,23%	20,29%
OGX Petroleo	12/06/2008	52,13%	-20,30%	72,43%

TABELA VI

**Tamanho da oferta e receita das firmas no ano anterior à oferta**

Apresenta volume arrecadado por cada empresa com a abertura de capital, calculado através do preço da oferta e as ações vendidas ao público, e a receita operacional bruta de cada firma no ano anterior à oferta. As empresas caracterizadas por receita de vendas igual a zero, encontram-se em fase pré-operacional, não auferindo ganhos por suas atividades.

	<b>Volume da emissão</b>	<b>Receita(vendas)</b>
Natura	R\$ 768.120.636,50	R\$ 1.910.100.000,00
Gol	R\$ 878.138.500,00	R\$ 1.400.590.000,00
America Latina Log	R\$ 588.225.000,00	R\$ 853.800.000,00
CPFL	R\$ 820.962.174,06	R\$ 7.577.000.000,00
Grendene	R\$ 616.900.000,00	R\$ 1.276.365.000,00
DASA	R\$ 437.384.060,00	R\$ 399.825.000,00
Porto Seguro	R\$ 328.117.125,00	R\$ 222.800.000,00
Renar	R\$ 16.000.000,00	R\$ 49.800.000,00
Submarino	R\$ 543.878.125,00	R\$ 360.896.000,00
Localiza	R\$ 284.039.937,50	R\$ 637.489.000,00
TAM	R\$ 624.933.000,00	R\$ 4.572.320.000,00
Energias BR	R\$ 1.184.702.724,00	R\$ 4.912.294.000,00
OHL	R\$ 495.999.990,00	R\$ 291.655.000,00
Nossa Caixa	R\$ 953.955.994,00	R\$ 5.067.595.000,00
Cosan	R\$ 885.767.328,00	R\$ 1.117.545.000,00
UOL	R\$ 624.680.586,00	R\$ 479.200.000,00
Copasa	R\$ 529.000.000,00	R\$ 314.082.000,00
Vivax	R\$ 813.461.524,00	R\$ 1.637.632.000,00
Gafisa	R\$ 926.988.750,00	R\$ 517.645.000,00
Company	R\$ 281.600.000,00	R\$ 155.607.476,00
Totvs	R\$ 460.000.000,00	R\$ 347.923.000,00
Equatorial	R\$ 469.800.000,00	R\$ 884.185.000,00
ABnote	R\$ 552.500.000,00	R\$ 459.388.000,00
CSU CardSyst	R\$ 392.118.462,00	R\$ 0,00
BrasilAgro	R\$ 583.200.000,00	R\$ 335.700.000,00
Lupatech	R\$ 483.036.224,00	R\$ 203.837.000,00
Datasul	R\$ 364.564.350,00	R\$ 0,00
MMX Miner	R\$ 1.183.362.070,00	R\$ 0,00
Abyara	R\$ 188.312.500,00	R\$ 0,00
Medial Saude	R\$ 742.287.328,00	R\$ 238.453.000,00
Klabinsegall	R\$ 557.175.000,00	R\$ 100.488.000,00
Santos Bras	R\$ 843.410.000,00	R\$ 386.611.000,00
M.Diasbranco	R\$ 415.863.000,00	R\$ 1.592.100.000,00
Brascan Res	R\$ 1.188.000.000,00	R\$ 271.857.000,00
Profarma	R\$ 401.062.500,00	R\$ 1.725.000.000,00
Terna Part	R\$ 557.040.456,00	R\$ 494.913.627,00
Ecodiesel	R\$ 435.772.056,00	R\$ 213.000.000,00
Odontoprev	R\$ 522.031.188,00	R\$ 147.899.000,00

Tabela VI ( Continuação)

Positivo Inf	R\$ 644.781.250,00	R\$ 541.782.000,00
Lopes Brasil	R\$ 474.720.000,00	R\$ 90.608.000,00
PDG Realt	R\$ 630.000.000,00	R\$ 113.116.000,00
CC Des Imob	R\$ 448.500.000,00	R\$ 49.597.000,00
Rodobensimob	R\$ 600.299.985,50	R\$ 113.336.000,00
Tecnisa	R\$ 791.303.084,00	R\$ 149.670.000,00
Iguatemi	R\$ 548.677.440,00	R\$ 120.846.000,00
Sao Martinho	R\$ 423.680.000,00	R\$ 314.059.000,00
GVT Holding	R\$ 1.076.400.000,00	R\$ 1.199.882.000,00
Anhanguera	R\$ 512.325.000,00	R\$ 148.700.000,00
JBS	R\$ 1.600.000.000,00	R\$ 4.333.935.000,00
Pine	R\$ 460.000.000,00	R\$ 215.405.000,00
Even	R\$ 594.766.500,00	R\$ 499.073.000,00
BR Malls Par	R\$ 696.070.665,00	R\$ 20.349.000,00
JHSF Part	R\$ 349.577.358,00	R\$ 115.444.000,00
Fer Heringer	R\$ 432.400.000,00	R\$ 1.454.366.000,00
Metalfrio	R\$ 452.950.500,00	R\$ 421.151.000,00
Bematech	R\$ 406.630.050,00	R\$ 192.293.000,00
CR2	R\$ 353.711.240,00	R\$ 916.000,00
Agra Incorp	R\$ 786.037.500,00	R\$ 173.317.000,00
Cremer	R\$ 584.034.500,00	R\$ 321.128.000,00
Sofisa	R\$ 504.543.984,00	R\$ 282.449.000,00
Inpar S/A	R\$ 756.000.000,00	R\$ 218.525.000,00
Parana	R\$ 529.200.000,00	R\$ 220.793.000,00
SLC Agricola	R\$ 490.043.750,00	R\$ 228.527.000,00
Log-In	R\$ 848.246.654,25	R\$ 108.000.000,00
EZTec	R\$ 542.145.813,00	R\$ 130.242.000,00
Cruzeiro Sul	R\$ 644.197.794,00	R\$ 450.253.000,00
Daycoval	R\$ 1.020.510.000,00	R\$ 476.377.000,00
Marfrig	R\$ 1.092.473.788,00	R\$ 2.391.021.000,00
Tegma	R\$ 603.980.000,00	R\$ 512.655.000,00
Indusval	R\$ 260.000.020,00	R\$ 184.623.000,00
Redecard	R\$ 4.642.694.685,00	R\$ 442.763.000,00
Invest Tur	R\$ 945.000.000,00	R\$ 0,00
Minerva	R\$ 510.600.000,00	R\$ 1.312.332.000,00
Triunfo Part	R\$ 416.325.000,00	R\$ 102.238.000,00
Guarani	R\$ 589.950.000,00	R\$ 104.516.000,00
Kroton	R\$ 665.758.062,00	R\$ 183.530.000,00
MRV	R\$ 1.193.400.000,00	R\$ 923.459.000,00
Providencia	R\$ 468.750.000,00	R\$ 276.487.000,00
Springs	R\$ 655.500.000,00	R\$ 558.272.000,00
Multiplan	R\$ 994.462.100,00	R\$ 5.496.814.000,00
Generalshopp	R\$ 313.950.000,00	R\$ 46.090.000,00
Estacio Part	R\$ 446.940.000,00	R\$ 1.212.700.000,00
Satipel	R\$ 457.572.128,00	R\$ 466.064.000,00
Sul America	R\$ 673.913.092,00	R\$ 6.692.961.000,00

Tabela VI ( Continuação)

BicBanco	R\$ 366.660.250,00	R\$ 122.381.000,00
Trisul	R\$ 693.450.000,00	R\$ 122.976.000,00
Tenda	R\$ 821.526.075,00	R\$ 1.104.123.000,00
SEB	R\$ 412.500.000,00	R\$ 128.700.000,00
Marisa	R\$ 506.000.000,00	R\$ 1.299.000.000,00
Bovespa Hld	R\$ 6.625.520.875,00	R\$ 0,00
Amil	R\$ 267.327.753,00	R\$ 19.056.000,00
Helbor	R\$ 699.183.850,00	R\$ 153.488.000,00
BR Brokers	R\$ 1.400.700.000,00	R\$ 2.600.000.000,00
Panamericano	R\$ 777.024.000,00	R\$ 1.638.316.000,00
BMF	R\$ 5.983.696.920,00	R\$ 432.300.000,00
MPX Energia	R\$ 2.203.819.085,52	R\$ 0,00
Tempo Part	R\$ 452.812.500,00	R\$ 265.500.000,00
Nutriplant	R\$ 20.701.000,00	R\$ 38.081.000,00
Hypermarcas	R\$ 699.911.097,00	R\$ 1.102.404.000,00
Le Lis Blanc	R\$ 169.425.000,00	R\$ 199.489.000,00
OGX Petroleo	R\$ 6.711.662.763,00	R\$ 0,00



TABELA VII

**Comportamento após um ano dos IPOs ( 2004-2008)**

Apresenta o retorno acumulado após um ano de negociação das ações e o retorno acumulado do Ibovespa referente ao mesmo período, mostrando as diferenças de rentabilidade.

	<b>AR ação</b>	<b>AR Ibov Acumulado</b>	<b>Diferença</b>
Natura	75,34%	28,37%	46,98%
Gol	27,09%	21,57%	5,52%
America Latina Log	13,35%	21,57%	-8,22%
CPFL	45,98%	34,47%	11,51%
Grendene	-48,96%	27,18%	-76,14%
DASA	70,79%	29,41%	41,38%
Porto Seguro	44,43%	28,82%	15,61%
Renar	-56,17%	37,21%	-93,38%
Submarino	143,41%	42,72%	100,69%
Localiza	265,84%	50,72%	215,12%
TAM	176,96%	29,28%	147,69%
Energias BR	43,50%	36,74%	6,76%
OHL	20,88%	38,24%	-17,36%
Nossa Caixa	47,20%	34,14%	13,06%
Cosan	100,61%	31,92%	68,69%
UOL	-44,24%	30,95%	-75,19%
Copasa	14,33%	22,99%	-8,66%
Vivax	67,90%	22,99%	44,90%
Gafisa	39,72%	19,33%	20,38%
Company	17,89%	7,98%	9,92%
Totvs	55,88%	19,70%	36,18%
Equatorial	10,26%	17,77%	-7,51%
ABnote	7,21%	23,84%	-16,64%
CSU CardSyst	-34,34%	20,61%	-54,96%
BrasilAgro	29,90%	21,97%	7,93%
Lupatech	76,48%	28,62%	47,86%
Datasul	44,11%	40,80%	3,31%
MMX Miner	158,97%	60,21%	98,75%
Abyara	275,99%	46,10%	229,89%
Medial Saude	3,30%	66,10%	-62,79%
Klabinsegall	30,92%	65,46%	-34,55%
Santos Bras	1,49%	62,08%	-60,60%
M.Diasbranco	30,12%	63,53%	-33,41%
Brascan Res	-22,98%	58,48%	-81,46%
Profarma	31,22%	57,25%	-26,03%
Terna Part	44,74%	63,43%	-18,70%
Ecodiesel	-35,29%	44,54%	-79,84%
Odontoprev	55,95%	52,46%	3,49%
Positivo Inf	108,97%	51,60%	57,37%
Lopes Brasil	30,92%	43,52%	-12,61%
PDG Realt	31,84%	31,93%	-0,09%

CC Des Imob	-33,51%	33,26%	-66,78%
Rodobensimob	-17,00%	33,26%	-50,26%
Tecnisa	-42,50%	36,29%	-78,80%
Iguatemi	-21,09%	32,25%	-53,34%
Sao Martinho	10,37%	40,68%	-30,31%
GVT Holding	63,97%	36,97%	27,00%
Anhanguera	12,72%	40,51%	-27,79%
JBS	-5,13%	33,29%	-38,42%
Pine	-42,05%	37,67%	-79,72%
Even	-5,50%	38,97%	-44,46%
BR Malls Par	4,87%	37,58%	-32,71%
JHSF Part	-24,90%	32,19%	-57,08%
Fer Heringer	22,92%	31,27%	-8,36%
Metalfrio	5,18%	29,69%	-24,50%
Bematech	-56,57%	33,14%	-89,71%
CR2	-51,88%	32,11%	-83,98%
Agra Incorp	-16,57%	33,85%	-50,43%
Cremer	-16,29%	38,63%	-54,92%
Sofisa	-33,80%	40,22%	-74,01%
Inpar S/A	-37,41%	36,81%	-74,23%
Parana	-28,75%	6,42%	-35,17%
SLC Agricola	118,22%	23,42%	94,81%
Log-In	-18,58%	18,22%	-36,80%
EZTec	-54,78%	19,11%	-73,89%
Cruzeiro Sul	-50,79%	18,75%	-69,54%
Daycoval	-30,18%	19,53%	-49,71%
Marfrig	14,65%	19,53%	-4,89%
Tegma	-33,89%	9,71%	-43,60%
Indusval	-26,12%	6,13%	-32,26%
Redecard	-19,86%	5,34%	-25,19%
Invest Tur	-22,38%	6,35%	-28,73%
Minerva	-52,06%	5,80%	-57,86%
Triunfo Part	-47,37%	2,78%	-50,14%
Guarani	-31,30%	2,38%	-33,68%
Kroton	-33,59%	2,78%	-36,37%
MRV	15,93%	2,78%	13,15%
Providencia	-61,59%	7,46%	-69,05%
Springs	-49,74%	7,46%	-57,20%
Multiplan	-27,04%	7,46%	-34,50%
Generalshopp	-35,71%	9,94%	-45,66%
Estacio Part	6,87%	10,41%	-3,53%
Satipel	-47,43%	-10,83%	-36,60%
Sul America	-45,64%	-32,44%	-13,20%
BicBanco	-83,58%	-46,43%	-37,15%
Trisul	-75,48%	-33,98%	-41,49%
Tenda	-88,78%	-33,98%	-54,79%

---

SEB	-61,86%	-42,46%	-19,40%
Marisa	-66,54%	-36,22%	-30,32%
Bovespa Hld	-51,80%	-16,55%	-35,25%
Amil	-40,18%	-54,75%	14,57%
Helbor	-72,74%	-48,67%	-24,07%
BR Brokers	-76,85%	-46,43%	-30,42%
Panamericano	-75,97%	-45,31%	-30,67%
BMF	-54,82%	-14,87%	-39,95%
MPX Energia	-86,40%	-38,63%	-47,76%
Tempo Part	-59,12%	-36,60%	-22,52%
Nutriplant	-42,86%	-34,40%	-8,46%
Hypermarcas	4,79%	-29,52%	34,31%
Le Lis Blanc	-39,76%	-25,79%	-13,97%
OGX Petroleo	77,87%	-20,40%	98,26%

---