

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

CICLO DE IPO's NO BRASIL DE 2004 À 2012
ANÁLISE DO DESEMPENHO VIA ÍNDICE IPO

Luisa Carneiro Alves

Nº de Matrícula: 09101810

Orientador: Fernando Pires e Luiz Orenstein

Co-orientador: Márcio Garcia

Coordenador de Monografia: Carlos Viana

Dezembro de 2012

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

CICLO DE IPO's NO BRASIL DE 2004 À 2012
ANÁLISE DO DESEMPENHO VIA ÍNDICE IPO

Luisa Carneiro Alves

Nº de Matrícula: 09101810

Orientador: Fernando Pires e Luiz Orenstein

Co-orientador: Márcio Garcia

Coordenador de Monografia: Carlos Viana

Dezembro de 2012

“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”.

Luisa Carneiro Alves

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

AGRADECIMENTOS

Gostaria inicialmente de agradecer ao meu excelente orientador Fernando Pires, que contribuiu imensamente na realização desse trabalho de final de curso, me motivando e ajudando na investigação do tema que aqui será exposto. Gostaria também de agradecer ao meu outro renomado orientador Luiz Orenstein, por todo acolhimento e contribuição para que essa monografia fosse possível. Meus agradecimentos também ao meu co-orientador e professor Marcio Garcia, que me estimulou a procurar profissionais de excelência no mercado para melhor investigar o tema, além de ter sido um grande mestre durante a faculdade.

Gostaria de agradecer aos meus familiares por toda a dedicação a mim durante toda a minha vida. Em especial à minha mãe Inês, sempre cuidando de mim e me ajudando; ao meu pai Julio, que sempre me aconselhou, me orientou e me apoiou nas minhas decisões. À minha irmã Vitória, pela sua amizade, ensinamentos de vida e demonstrações de amor. Sem eles absolutamente nada disso teria sido possível.

Gostaria de agradecer também a todos meus amigos, principalmente aqueles que estiveram mais próximos, compartilhando comigo momentos de tensão e diversão durante esse percurso: a Isabela, Julia, Leila, Bernardo, Bruna, Juliana, e tantos outros que me acompanharam na PUC-Rio.

As minhas amigas especiais Lucyana e Rayanne, que sempre me deram força e me ajudaram a traçar meu caminho anterior à universidade. E a todos os demais grandes amigos que estiveram comigo. Gostaria também de agradecer ao Rafa, por ter estado presente, me ajudando e estimulando, em quase toda a minha vida na universidade.

Gostaria de agradecer ainda a todos os meus chefes, que contribuíram imensamente no meu crescimento enquanto profissional, em especial a Kamila Ferraz, que se tornou uma verdadeira amiga. Minha gratidão também ao antigo colega de trabalho e amigo Rodrigo Bensusan, que me auxiliou na coleta de dados para a realização desse trabalho.

“O pessimista vê dificuldade em cada oportunidade, o
otimista vê oportunidade em cada dificuldade”
(Winston Churchil)

Sumário

I - INTRODUÇÃO	7
II - MERCADOS DE CAPITAIS, IPOS E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO	8
II.1 - MERCADO DE CAPITAIS E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO:.....	8
II.2 - O CICLO RECENTE DE IPOS NO BRASIL E O MOMENTO ECONÔMICO DO PAÍS.....	11
II.3 - ASPECTOS DESTES CICLO RECENTE DE IPOS NO BRASIL	15
III – ANÁLISE DO CICLO DE IPOS NO BRASIL	16
III.1) PELO LADO DA OFERTA	17
III.1.1) MOTIVAÇÕES / BENEFÍCIOS DO IPO	17
III.1.2) OS CUSTOS DE FAZER UM IPO.....	19
III.1.3) QUANDO FAZ SENTIDO REALIZAR UM IPO	21
III.2) PELO LADO DA DEMANDA	24
III.2.1) <i>UNDERPRICING</i> DE PRIMEIRO DIA	24
III.2.2) <i>UNDERPERFORMANCE</i> DE LONGO PRAZO.....	27
III.2.3) o “ÍNDICE IPO”	28
III.2.4) ‘CUIDADOS’ QUE OS INVESTIDORES DEVEM TER	33
IV – CONCLUSÕES.....	36
V – REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	37

GRÁFICOS:

Gráfico 1: Volume dos IPOs por ano	11
Gráfico 2: Rentabilidade Índice IPO x Ibovespa.....	30

TABELAS:

Tabela 1: Número de IPOs e Volume	11
Tabela 2: Níveis de Governança.....	14
Tabela 3: IPO x Ibov (mensal)	31
Tabela 4: Etapas de um IPO.....	33

I - INTRODUÇÃO

O assim chamado *Initial Public Offering* (IPO), em português Oferta Pública Inicial, é o processo no qual uma empresa torna-se aberta, emitindo, pela primeira vez, ações para distribuição pública. Trata-se de um momento especial na vida de uma companhia, uma decisão importante, com repercussões duradouras para a (recém-nascida) sociedade (anônima).

A ideia desta monografia é a de explorar este tema, sob alguns ângulos específicos. Após esta breve introdução, no capítulo II, lembraremos a relação entre mercado de capitais e desenvolvimento econômico e, neste contexto, veremos o fenômeno dos IPOs como sinal de amadurecimento do mercado de capitais de determinado país. Ainda neste capítulo, situaremos o ciclo recente de IPOs no Brasil numa breve perspectiva histórica e, em seguida, aproveitaremos para analisar alguns aspectos particulares deste ciclo.

No capítulo III, aprofundaremos a análise deste nosso ciclo de IPOs, sob a ótica das companhias (oferta) e dos investidores (demanda). Numa discussão mais qualitativa, veremos as motivações e incentivos envolvidos nesse processo, bem como os cuidados que investidores devem observar ao decidirem participar destas ofertas. Como este nosso ciclo se iniciou em 2004, já temos condições de analisar em perspectiva o desempenho destas empresas no mercado de ações. Sendo assim, como ferramenta quantitativa, criamos um índice de ações das companhias que compõem este ciclo, a fim de compararmos a performance agregada destas empresas vis-à-vis àquelas do mercado dito ‘tradicional’. Por fim, apresentamos nossas conclusões, seguidas das referências bibliográficas utilizadas neste trabalho.

II - MERCADOS DE CAPITAIS, IPOs E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

II.1 - MERCADO DE CAPITAIS E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO:

O Sistema Financeiro de um país tem como uma de suas funções possibilitar a eficiência alocativa dos recursos da sociedade, sendo composto por Instituições responsáveis por intermediar tal processo e regulá-lo. Entende-se por eficiência alocativa a capacidade do sistema de canalizar recursos para investimentos em projetos com a maior taxa de retorno marginal disponível. O Mercado de Capitais, em particular, o mercado de ações, constitui uma importante vertente do sistema financeiro, sendo definido pela BMF&Bovespa como um "sistema de distribuição de valores mobiliários, que tem o propósito de proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização". Dessa forma, um mercado de capitais desenvolvido é fundamental para o crescimento econômico de um país.

O processo da *Initial Public Offering* (IPO), que será tema central desse trabalho, está inserido nesse Mercado de Capitais, sendo uma das opções de alocação de capital, através do Mercado de Ações. Sendo assim, é bastante relevante verificarmos a relação existente entre o Sistema Financeiro de um país e o seu desenvolvimento econômico, podendo inferir sobre a importância dos IPOs no desenvolvimento econômico do país. De maneira simples, o IPO é uma maneira das empresas captarem recursos junto a investidores, que por sua vez adquirem uma participação no capital social da empresa. Esses recursos, se bem utilizados, permitem que as empresas cresçam, gerando emprego, renda e, assim, contribuindo para o desenvolvimento socioeconômico do país.

Segundo o ganhador do Nobel Laureate Merton Miller, conforme ressaltado por Ross Levigne¹ em seu *paper*, “[the idea] that financial markets contribute to economic growth is a proposition too obvious for serious discussion.” (A ideia de que os mercados financeiros contribuem para o crescimento econômico é uma proposição muito óbvia para uma séria discussão), embora ainda haja divergências no mundo acadêmico sobre a questão.

¹ Levigne, Ross, “Finance and Growth: Theory and Evidence”

O autor do *paper* destaca também a importância da existência dos intermediários financeiros para a redução dos custos de informação, uma vez que, individualmente, os potenciais investidores poderiam não ser aptos a coletar tais informações, ou teriam custos elevados para fazê-lo, desestimulando investimentos. Dessa forma, ao prover informações mais precisas e melhores, os intermediários aceleram o crescimento econômico, possibilitando que o capital tenha uma alocação ótima, benéfica tanto para a parte tomadora quanto para a poupadora.

Levigne discute ainda a capacidade do sistema financeiro em prover serviços de diversificação de risco, afetando o crescimento da economia no longo prazo ao alterar a alocação dos recursos e as taxas de retorno. Basicamente pode-se alternar entre investimentos de maior risco com probabilidade de maior retorno, e de menor risco e, portanto, menor retorno. Além disso, um sistema financeiro sadio pode acelerar os avanços tecnológicos e o crescimento econômico ao permitir um portfólio diversificado que, ao reduzir o risco, abre espaço para o investidor se arriscar em projetos inovadores. Nesse sentido destaca-se a importância de um mercado evoluído no incentivo ao empreendedorismo e na evolução da economia como um todo.

Corroborando essa visão, Geert Bekaert e Campbell Harvey² destacam como funções do setor financeiro: i) permitir aos poupadores diversificar seu risco e manter investimentos líquidos; ii) selecionar bons projetos e recolher informações; iii) monitorar a atividade empresarial; e iv) intermediar poupadores e tomadores.

Para Bekaert e Harvey, o mercado de ações desempenha funções importantes de estímulo ao crescimento econômico. Dentre tais funções, os autores destacam a possibilidade de diversificação de risco trazida pelo mercado de ações tanto para os investidores, ao possibilitar alocação dos seus recursos em diversas empresas de segmentos distintos, quanto para as empresas, que podem se arriscar mais, ganhando capacidade para promover o desenvolvimento tecnológico, além de investir em projetos inovadores e mais eficientes.

Os autores lembram também a importância que um mercado de ações eficiente exerce sobre os empreendedores, já que os IPOs geralmente representam o desfecho bem sucedido de uma etapa da atividade empresarial. Neste sentido, o mercado de capitais atua em última instância como fomentador da capacidade de inovação numa

² Bekaert, Geert e Harvey, Campbell, "Markets: an Engine for economic growth"

economia, ao estimular “o espírito empresarial” e prover condições para que as novas “ventures” possam prosperar.

A literatura técnica também lembra que o IPO é um evento de liquidez. E como tal, traz dois benefícios principais. Primeiro, oferece uma “saída” para o empreendedor, em tese liberando a capacidade criativa para novos empreendimentos.

Além disso, a liquidez atua também no sentido de disseminar informações importantes sobre mudanças na empresa, uma vez que movimentos no preço da ação terão uma justificativa fundamentada. Isso já que, em mercados eficientes, transações de grande volume podem ser feitas sem grandes mudanças no preço, e assim, mudanças de preço representam uma sinalização mais confiável.

A questão do *moral hazard*, ou risco moral, também é levantada, uma vez que o mercado de ações eficiente tem o papel fundamental de impedir que os *managers* tenham incentivos a tomar atitudes em benefício próprio por estarem atrelados a um compromisso de curto prazo e não de longo prazo. Ao dependerem do preço das ações, em que são incorporadas, nesse tipo de mercado, todas as informações disponíveis, eles são incentivados a aumentar a produtividade e a melhorar a eficiência da empresa como um todo, ou seja, favorecem o crescimento econômico.

Dentro desse contexto Levigne discute a importância da governança corporativa, mostrando que há forte relação entre o nível em que os investidores podem monitorar o uso que é feito dos recursos na empresa e a eficiência com que tais recursos são alocados, aumentando o apetite dos investidores em financiarem a produção e a inovação. Um mecanismo de governança corporativa eficiente impactará, então, diretamente a performance da empresa, com reflexos direto nas taxas de crescimento da economia.

De um lado mais empírico, Levigne e King (1993) realizaram uma pesquisa na qual através de uma *cross-country regression* observaram que todos os indicadores financeiros tem correlação com o crescimento econômico; países com altos índices de desenvolvimento financeiro tiveram a partir de certo ponto taxas de crescimento de PIB maiores. Concluindo "our findings suggest that government policies toward financial systems may have an important causal effect on long-run growth" (pg.540)

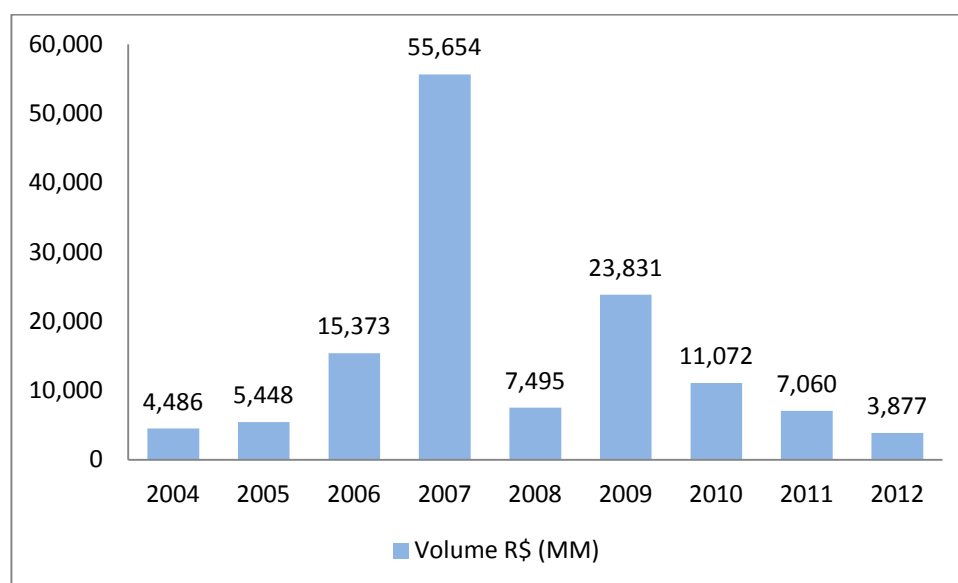
II.2 - O CICLO RECENTE DE IPOs NO BRASIL E O MOMENTO ECONÔMICO DO PAÍS

Tabela 1: Número de IPOs e Volume

Ano	Número de IPOs	Volume R\$ (MM)
2004	7	4.486,00
2005	10	5.448,00
2006	24	15.373,00
2007	66	55.654,00
2008	3	7.495,00
2009	6	23.831,00
2010	11	11.072,00
2011	11	7.060,00
2012	3	3.877,00

Conforme observado na tabela acima, entre 2004 e 2012 o Brasil teve 141 novas empresas realizando sua abertura de capital, ou seja, seu IPO. Em 2004, o volume financeiro de IPOs foi de 4,4 bilhões; já em 2007 o total foi de R\$55,6 bilhões. Entre 2008 e 2012, o volume financeiro teve um incremento de mais aproximadamente R\$53,3 bilhões. Juntas essas 141 empresas captaram R\$134,3 bilhões, equivalente a uma arrecadação média por IPO de R\$952,5 milhões.

Gráfico 1: Volume dos IPOs por ano



No entanto, antes que o mercado de ações atingisse tal momento de *boom*, o Brasil vivenciou inúmeras mudanças, tanto no aspecto macroeconômico, como também de evolução do Sistema Financeiro e da própria cultura do brasileiro.

Antes da década de 60, os brasileiros costumavam investir principalmente em ativos reais, como imóveis. Isso já que além do ambiente de inflação alta e crescente, tinha-se ainda a Lei da Usura, que limitava em 12% ao ano a taxa máxima de juros, inibindo assim investimentos tanto em títulos públicos quanto em privados, e dificultando o surgimento de um mercado de capitais ativo.

A partir de 1964, entretanto, foram realizadas diversas reformas na economia brasileira, dentre elas a de reestruturação do mercado financeiro. Para tal ocorreu a chamada Reforma Bancária que tinha como principais objetivos a criação do Banco Central do Brasil, e a concessão de autonomia às Autoridades Monetárias em relação ao Governo Federal, surgindo então o Conselho Monetário Nacional. Além disso, foi criada em 1965 a Lei nº 4.728, primeira Lei de Mercado de Capitais, disciplinando tal mercado e dando as diretrizes para seu desenvolvimento. Destaca-se ainda o surgimento de Sociedades Corretoras e de Bancos de Investimentos, além de uma diretoria no BACEN com objetivo de realizar a função atualmente exercida pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários).

Ao mesmo tempo, foram introduzidos alguns incentivos para a aplicação no mercado acionário, sendo o de maior destaque os benefícios fiscais criados pelo Governo Federal (“Fundo 157”), promovendo a entrada de um grande volume de recursos no mercado de ações.

Dessa forma, a demanda por ações aumentava constantemente levando ao *boom* da Bolsa do Rio de Janeiro em função do movimento especulativo acentuado entre dezembro de 1970 e julho de 1971. Após alcançar o seu ponto máximo em julho de 1971, começou-se um movimento de vendas acentuadas, cenário que foi agravado pelas novas emissões de ações. Apesar de ter tido pouca duração essa crise especulativa foi suficiente para atrapalhar a reputação do mercado acionário.

Em 1976, na tentativa de reerguer o mercado de ações, foram introduzidas duas novas normas legais: a nova Lei das Sociedades Anônimas e a segunda Lei do

Mercado de Capitais que, dentre outras coisas, criou a CVM. No entanto, apesar dos incentivos o crescimento do mercado de ações não atingiu o esperado.

No final da década de 80, chegou ao mercado de capitais brasileiro o processo de internacionalização. Dessa forma, a partir de meados da década de 1990 o volume de investidores estrangeiros atuando no mercado de capitais brasileiro aumentou consideravelmente. Além disso, algumas empresas brasileiras começaram a listar suas ações em bolsas de valores estrangeiras, principalmente na norte-americana, tendo que seguir as exigências da SEC (Securities and Exchange Commission), a CVM norte-americana. Assim, as empresas nacionais começaram a ter acesso aos princípios de governança corporativa, de transparência, além de passar a ter contato com investidores mais exigentes e sofisticados, inclusive acionistas institucionais estrangeiros com maior porte e conhecimento.

No entanto, devido à falta de instrumentos eficientes de supervisão das companhias listadas na bolsa de valores; a falta de transparência na gestão delas; as incertezas quanto às aplicações; e a ausência de uma lei de proteção aos acionistas minoritários, o mercado de ações brasileiro começou a perder espaço para outros mercados e as empresas passaram a ter um maior custo de capital, dado que a percepção de risco era mais acentuada.

Apesar da estabilização macroeconômica conseguida pelo Brasil após o advento do Plano Real, no final dos anos 90 a crise por qual passava o mercado de ações no Brasil era evidente. Segundo informações do portal do investidor da CVM³, “o volume negociado após atingir US\$ 191 bilhões em 1997, recuara para US\$ 101 bilhões em 2000 e US\$ 65 bilhões em 2001. Além disso, muitas companhias fechavam o capital e poucas abriam”.

Nesse sentido, algumas iniciativas foram tomadas para resolver tais problemas. Dentre elas destacam-se a reforma da Lei das S.A., e a criação pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), dos níveis de Governança Corporativa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

³ Portal do Investidor <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/> /InvestidorEstrangeiro/OMercadodeValoresMobili%C3%A1riosBrasileiro/Hist%C3%B3riadoMercadodeCapitais/tabid/134/Default.aspx

Tabela 2: Níveis de Governança

Mercado	set/12	Part. (%)
Novo Mercado	128	28,10%
Nível 2	19	4,20%
Nível 1	32	7,00%
Básico e BDRs	276	60,70%
Total	4552	100,00%
BOVESPA MAIS	3	0,70%

* Fonte BMF&Bovespa (adaptado)

E foi a partir das iniciativas citadas acima, aliadas ao equilíbrio macroeconômico conquistado e um cenário de maior regulação do mercado de ações brasileiro, que foi construído o ambiente propício para que tivesse início o recente ciclo de IPOs, tendo como marco a oferta pública de ações da Natura em 2004. Vale observar ainda que muitas das empresas que vieram a mercado naquele momento, foram além das exigências estabelecidas para determinados níveis de governança, concedendo benefícios ainda maiores do que os exigidos para os investidores minoritários, como a composição do capital majoritariamente por ações ordinárias e 100% de *tag along*.

Esse ciclo, que é tema central desse trabalho, foi um dos momentos de maior importância no mercado de capitais do Brasil, um verdadeiro divisor de águas. Além do sucesso das operações, em regra geral, as “novas” companhias passaram a ser negociadas em múltiplos superiores às demais empresas listadas no mercado “tradicional”. Esta evidência empírica deu sustentação a um resultado que já se observava em outros mercados: a governança corporativa efetivamente cria valor. Bons negócios e companhias bem geridas, transparentes, com regras societárias equitativas podem efetivamente ser negociadas com um prêmio.

Na próxima seção desse capítulo trataremos então dos principais aspectos trazidos à tona por esse ciclo eufórico de IPOs.

II.3 - ASPECTOS DESTE CICLO RECENTE DE IPOs NO BRASIL

A experiência deste ciclo recente de IPOs no Brasil na prática vem endossando muitos destes resultados acima, previstos na literatura acadêmica. Percebe-se claramente um efeito positivo na atividade empresarial. No passado, predominava no Brasil aquela mentalidade de empresa tipicamente familiar onde o sócio não controlador costumava ser visto como um ‘intruso’, um acidente de percurso que em determinado momento a família controladora teve que aceitar, a fim de manter a companhia operando ou para fazer frente às suas necessidades de crescimento.

Com o sucesso de diversas companhias no IPO, vários empresários se viram “de uma hora para outra”, milionários e, alguns, bilionários até. Isto tem gerado um efeito *spillover* em toda a cadeia de empreendedorismo no país. Vemos hoje no Brasil jovens iniciando seus negócios, admitindo desde o início na sociedade fundos de *seed money*, *venture capital* ou *privaty equity*. Ou seja, a convivência com investidores financeiros, sócios não estratégicos, começa a tornar-se um processo cotidiano, natural nos empreendimentos. Como desejam ‘chegar lá’, no IPO, estes novos empreendedores aceitam conviver e desejam atrair desde cedo outros sócios, num modelo consagrado pelos norte-americanos.

Outra característica marcante deste ciclo foi a mudança radical no conceito de governança corporativa. O mercado de capitais no Brasil pré-Novo Mercado era marcado por um regime de capital concentrado, de baixíssima transparência, onde os acionistas do bloco de controle muitas vezes expropriavam os minoritários e estes não detinham instrumentos legais para se defender. O mercado de capitais funcionava num ambiente de insegurança jurídica e desconfiança societária. Muitas vezes, o alvo da discussão na sociedade era a questão da distribuição do valor gerado e não na criação de valor adicional.

Com o sucesso dos IPOs, listados geralmente nos mais altos padrões de governança, sob as regras do Novo Mercado da Bovespa, esta situação mudou radicalmente. A agenda societária passou a ser mais positiva, focada na criação de valor, na adequada precificação da ação no mercado. Mesmo antigos controladores compreenderam que a boa governança gera um jogo de soma positiva. Com isso, verificou-se até uma migração de companhias “tradicionais” para o Novo Mercado. É

lógico, que alguns empresários oportunistas, com a mentalidade antiga, acabaram se infiltrando neste ambiente promissor, provocando perdas para os minoritários distraídos. Mas este tipo de comportamento foi exceção e, num sistema sadio, acaba sendo logo detectado.

Outro aspecto interessante e particularmente peculiar ao Brasil tem sido o impacto do sucesso dos IPOs sobre a opção de informalidade em algumas empresas e negócios. Ou seja, num contexto de IPO, o cálculo econômico da sonegação pode ser negativo. Como o ambiente do mercado de capitais é incompatível com a informalidade, o caminho do IPO está vedado para este tipo de empresa. Assim, muitos empresários, visando participar dos benefícios do mercado de capitais, passaram a acertar sua vida fiscal/tributária/trabalhista. Este processo gera efeitos positivos em toda a cadeia produtiva e, mais uma vez, no desenvolvimento socioeconômico do país.

III – ANÁLISE DO CICLO DE IPOs NO BRASIL

O IPO, *Initial Public Offering*, é extremamente conhecido como uma forma de capitalização para as empresas. No entanto, apesar de esse ser o motivo mais lembrado quando falamos da realização de uma oferta pública, existem diversos outros motivos que levam uma empresa a abrir seu capital. Dessa forma esse capítulo pretende abordar na seção III.1 as motivações para a realização de um IPO, analisando tanto os benefícios para o ofertante e para a empresa de realizar sua oferta pública, mas também os custos ou malefícios advindos de tal decisão. Aproveita para abordar as características das empresas que fazem o IPO assim como o momento que escolhem para realizá-lo. Já a seção III.2 trata do porquê de se investir em um IPO, entrando em questões como o *underpricing* de primeiro dia e a *underperformance* de longo prazo. Buscando entender se faz sentido investir em uma Oferta Pública Inicial foi criado a título de ilustração um índice hipotético de desempenho dos IPOs, no qual se compara o desempenho das empresas que se tornaram públicas entre 2004 e 2012 e o Ibovespa.

III.1) PELO LADO DA OFERTA

III.1.1) MOTIVAÇÕES / BENEFÍCIOS DO IPO

De fato, um dos principais benefícios para uma empresa ao realizar um IPO é conseguir captar recursos para suas atividades. No Brasil, o financiamento de longo-prazo a taxas competitivas se restringe praticamente ao BNDES, ou seja, para companhias que desejam crescer, emitir ações muitas vezes representa a única opção de captação de recursos de longo-prazo à um custo competitivo no país.

Além disso, vale ressaltar que uma vez que realizam seu IPO tais empresas, conforme destacado por Marco Pagano, Fabio Panetta e Luigi Zingales no *paper Why do Companies go Public? An Empirical Analysis*, conseguem ter maior poder de barganha para negociar as taxas de juros com os bancos. Isso ocorre já que, anteriormente os bancos podiam se aproveitar do fato de serem os únicos conhecedores da situação financeira de seu cliente e, assim, do merecimento de crédito de tal empresa. Uma vez que ela realiza o IPO todo o mercado passará a ter acesso a essas informações, assim, estimula-se a competitividade entre os ofertadores de recurso e consegue-se obter capital a um menor custo. Basicamente o que ocorre é o aumento do *disclosure* e da transparência da empresa que se torna pública, reduzindo a assimetria informacional e trazendo maior concorrência entre os bancos.

Desse último fato pode-se concluir que há então uma maior tendência e estímulo para que as empresas que pagam taxas de juros mais elevadas se tornem públicas, uma vez que tal custo irá reduzir e a disponibilidade de linhas de crédito irá aumentar. Assim, as empresas fazem IPO no momento em que a entrada de capital externo promoverá a redução nos custos de capital, maximizando consequentemente o valor da companhia.

O segundo fator que merece destaque é a diversificação de portfólio dos acionistas iniciais da empresa, a liquidez patrimonial dos mesmos. Isso já que a oferta pública consiste na venda de ações da empresa ou pela emissão de novas ações, oferta primária, ou pela transferência das ações dos acionistas existentes para novos investidores, oferta secundária. No primeiro caso haverá diluição na participação do acionista inicial em função do aumento do capital social da empresa (*cash in*). Nesse caso a possibilidade de diversificação de portfólio de tal acionista só se dará por investimentos da própria companhia em outros negócios ou empresas, ou seja, a

diversificação será indireta. Já no caso da oferta secundária (*cash out*) a diversificação será direta, uma vez que o acionista realizará um desinvestimento na companhia e receberá o dinheiro correspondente à participação que foi vendida por ele, podendo, assim, alocar seu capital onde desejar, diversificando seu risco.

Quanto a isso os autores Marco Pagano, Fabio Panetta e Luigi Zingales atentam para o seguinte ponto:

“Se diversificação é um motivo tão importante na decisão de se tornar pública, empresas mais arriscadas tem maior tendência a realizarem IPO, e deve-se observar se o acionista controlador está vendendo uma porção substancial de suas ações no momento do IPO ou após ele”.⁴

Esse comentário é de extrema importância uma vez que, através da decisão do acionista controlador em fazer uma oferta primária ou secundária, e os motivos do mesmo para tal, pode-se inferir sobre a situação da companhia, ou ao menos ter uma sinalização sobre sua situação.

O terceiro motivo que influencia a realização de um IPO é a profissionalização da gestão e o fortalecimento institucional. Isso ocorre dado que ao realizar sua oferta pública a empresa precisa atender a determinados requisitos de governança corporativa, conforme abordado na seção II.3. Sendo assim, algumas das assimetrias de informação são eliminadas e torna-se possível um maior controle e disciplina do *management* da empresa, inclusive através de mecanismos de incentivo a boa gestão, como, por exemplo, atrelar salários e bonificações ao preço da ação.

Além disso, o fortalecimento institucional se dá pelo aumento da exposição da empresa e de sua marca ao se tornar pública, funcionando como uma espécie de propaganda para a empresa, conforme destacado pela Carta 49 da *Dynamo, Respeitável Público! (parte 1)*. Segundo a administradora de recursos o IPO permite ainda uma “maior profissionalização da gestão e perenidade da cultura empresarial, permitindo aos colaboradores participar do quadro acionário da companhia e/ou promovendo o processo sucessório, submeter a empresa a um maior monitoramento e escrutínio de novos sócios”. Assim, o fato de uma empresa ser pública dá a ela maior credibilidade por parte tanto dos demais investidores, mas também clientes, credores e fornecedores.

⁴ Pagano, Marco; Panetta, Fabio; e Zingales, Luigi – Why do companies go public? An empirical analysis

Um quarto motivo que merece destaque é o fato de o IPO gerar liquidez para as ações da empresa, uma vez que existe um mercado organizado para transacioná-las. Caso a empresa não fosse aberta as negociações teriam que se dar em um mercado não organizado, com cada acionista que desejasse vender, ou cada investidor que desejasse comprar parte de uma empresa tendo que buscar sua contraparte. Assim, com liquidez e um custo mais baixo de operação para os investidores no mercado aberto, consegue-se agregar valor para a empresa.

III.1.2) OS CUSTOS DE FAZER UM IPO

Conforme se verificou existem alguns motivos e benefícios que levam uma empresa a realizar sua Oferta Pública Inicial de ações. Nessa seção discutiremos então quais os custos ou efeitos negativos de um IPO.

O primeiro deles que merece destaque é o desconto no preço da ação no IPO, o *underpricing*. Algumas teorias explicam tal fenômeno através da seleção adversa e do risco moral (*moral hazard*).

A seleção adversa é um problema que advém da assimetria de informação, ou seja, quando em uma transação envolvendo dois ou mais agentes, uma das partes envolvidas detém qualitativamente ou quantitativamente menos informações que a outra. Essa assimetria pode, então, provocar uma escolha equivocada. Já o risco moral é um problema pós-contratual, que consiste no risco de o agente mudar seu comportamento em função dos incentivos perversos que tem para tal, sendo fundamental para evitá-lo, o alinhamento de interesses entre as partes.

No caso do IPO o aspecto mais importante é o custo da seleção adversa. Isso ocorre já que, dado que os investidores tem informações assimétricas, as companhias de menor qualidade tendem a ter mais incentivos para realizarem suas ofertas públicas. Dessa forma, origina-se o fenômeno do *underpricing* de primeiro dia, ou seja, o preço da oferta inicial normalmente é inferior ao preço de fechamento da ação no primeiro dia de *trade* no mercado secundário, de modo a dar um prêmio para o investidor em função dessa assimetria. Tal fato será melhor abordado na próxima seção. Vale destacar que tal fenômeno é um obstáculo maior para as empresas de menor porte ou que estão a menos tempo no mercado, uma vez que as mesmas normalmente tem menor visibilidade e *track record*.

Outro ponto de relação entre seleção adversa, risco moral e o IPO é a relação entre os acionistas controladores e a rentabilidade da companhia após o IPO. Isso já que, dado que tais acionistas têm mais informações sobre a companhia, se eles realizarem um desinvestimento da mesma (oferta secundária), isso pode ser interpretado como uma sinalização negativa a respeito da empresa e de sua rentabilidade. Além disso, quanto menos participação eles detiverem, mais desalinhados estarão seus interesses em relação ao dos demais acionistas, e eles terão maiores incentivos para extrair benefícios pessoais e de curto prazo.

Um segundo efeito negativo advindo do IPO é o aumento dos gastos da empresa que se torna pública. Além dos elevados custos com todo o processo para o IPO, tais como os *fees* pagos aos *underwriters* e consultores jurídicos; despesas com a elaboração do prospecto, anúncio da oferta, publicação de balanços e sua auditoria; *roadshows*; e taxas de registro em bolsas e órgãos reguladores; após se tornar pública surgem os custos com a manutenção da condição de empresa listada na bolsa. Bons exemplos são: a contratação de uma equipe de Relações com Investidores, elaboração e publicação de demonstrativos financeiros que sejam auditados e sigam aos padrões exigidos pela agência reguladora, dentre outros. Como grande parte dessas despesas independem do tamanho da empresa, faz mais sentido que empresas de grande porte sejam as que realizem IPOs, uma vez que são teoricamente mais capazes de arcar com tais custos.

O terceiro aspecto que merece destaque é a perda de sigilo a que a empresa se submete. Isso já que, dado que ela terá que cumprir inúmeras regras estabelecidas pelos órgãos reguladores, o que inclui ter um nível de *disclosure* elevado, muitas informações que deveriam ser mantidas em segredo pela companhia acabam vindo à tona. São, por exemplo, informações que podem fragilizar sua vantagem competitiva, ao revelarem as estratégias de crescimento e marketing, por exemplo. Dessa forma, empresas cujo *core business* é tecnologia acabam tendo menos incentivo para se tornarem públicas. A preocupação com a preservação da propriedade e com o controle das informações estratégicas na tomada de decisões também é uma possível razão para a empresa escolher manter o capital fechado.

III.1.3) QUANDO FAZ SENTIDO REALIZAR UM IPO

Como ficou claro existem benefícios e custos em realizar um IPO. Dessa forma, a empresa deve se tornar pública quando os ganhos com a oferta superarem as perdas que podem ocorrer com tal ação. No entanto, conforme veremos nessa seção realizar um IPO só faz sentido para determinados tipos de empresa, com certas características. Além disso, muitas vezes tal decisão é influenciada pelo *timing*, ou seja, em que situação se encontra o mercado no momento. Dessa forma existem alguns outros fatores que influenciam na decisão de abrir capital.

Modigliani e Miller (1963), por exemplo, argumentam que as firmas fazem oferta pública de suas ações quando o mercado está super avaliado. Isso já que o custo de capital será reduzido e o valor da firma para os acionistas iniciais será maximizado.

Uma expressão empregada por Jay Ritter, também nesse sentido, é a de aproveitar as “janela de oportunidade”, ou seja, a fase do mercado de ações em alta. Juntamente com Ivo Welch no paper *A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations* eles abordam algumas teorias que levam as empresas a escolherem se tornar públicas, visando responder as duas últimas perguntas do trecho abaixo.

“The first question must be "why do firms go public?" In most cases, the primary answer is the desire to raise equity capital for the firm and to create a public market in which the founders and other shareholders can convert some of their wealth into cash at a future date. Nonfinancial reasons, such as increased publicity, play only a minor role for most firms: absent cash considerations, most entrepreneurs would rather just run their firms than concern themselves with the complex public market process. This still leaves the question of why IPOs are the best way for entrepreneurs to raise capital, and why the motivation to do an IPO is stronger in some situations or times (see Table 1) than in others”. (pág.6)⁵

A primeira delas são as chamadas “Life Cycle Theories”, ou Teorias do Ciclo de Vida, que dizem respeito ao fato de as empresas abrirem seu capital em determinado

⁵ WELCH, Ivo e RITTER Jay – A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations

momento do seu ciclo de crescimento. Nessa primeira categoria, segundo eles, a primeira teoria que foi apresentada formalmente foi desenvolvida por Zingales (1995) que afirma que a precificação de um possível *takeover* da empresa é mais fácil se a empresa for pública, assim, vendê-la por um preço superior nesse caso é menos desafiador, além disso, é mais fácil identificar um adquirente-alvo. Em 1999 Chemmanur e Fulghieri desenvolveram o ponto de que o IPO permite uma maior diversificação dos acionistas da empresa, o que traz vantagens e desvantagens. Por terem portfólios mais pulverizados, os investidores de empresas públicas estariam dispostos a pagar um preço mais elevado por elas, podendo retirar do controle os investidores de risco. No entanto tratam dos custos fixos que uma empresa tem ao se tornar pública e o custo de ter que revelar informações privadas. A conclusão é então que, empresas no início de seus ciclos de vida tendem a ser privadas, tornando-se aptas para serem públicas quando ficam suficientemente grandes.

As Teorias do Timing de Mercado (Market-Timing Theories), ou “janelas de oportunidades”, também foram abordadas no *paper* em questão. Tais teorias sugerem que as empresas adiam suas ofertas públicas quando sabem que ainda estão subavaliadas em função das condições de mercado desfavoráveis (*bear market*), aguardando pelo momento em que um mercado mais aquecido (*bull market*) ofereça um preço mais favorável. Choe, Masulis, e Nanda (1993) afirmam que as empresas evitam abrir seu capital quando poucas empresas qualificadas estão emitindo novas ações. Outras teorias argumentam ainda que o mercado fornece informações valiosas para os empreendedores através dos preços. Altos preços, por exemplo, sinalizariam aumento da oportunidade de crescimento.

Outro argumento que explica a elevada sensibilidade da decisão de realizar um IPO em momentos de mercado aquecido é o ganho que os empresários podem ter com os *spillovers* de informação entre diversos investidores com graus distintos de conhecimento. Isso já que normalmente a assimetria de informação leva ao *underpricing*, ou seja, ao desconto no preço da oferta inicial. Quando começam a haver mais ofertas públicas, os resultados dos IPOs pioneiros revelam informações anteriormente privadas de alguns investidores sobre fatores comuns de *valuation*, promovendo esse *spillover* que, ao reduzir as incertezas e assimetrias de informação, podem minimizar os custos dos IPOs subsequentes.

Nesse sentido, a carta 49 da administradora de recursos Dynamo reforça a ideia, conforme observado no trecho a seguir:

“Há muitas evidências documentadas do fenômeno dos chamados mercados aquecidos em IPOs (hot issues markets), ou seja, as ofertas iniciais de ações costumam surgir em ciclos, onde os empresários procuram aproveitar janelas de oportunidade do mercado para venderem suas empresas. No lastro das pesquisas do comportamento, alguns estudos associam os movimentos de IPOs aos períodos de excesso de otimismo dos investidores. Esta mesma linha de pesquisa argumenta ainda que as empresas aproveitam a carona do sucesso de seus antecessores no mesmo ciclo de IPOs. Daí o fenômeno de concentração setorial (cluster)”. (pág. 5)⁶

Atentam ainda para a importância dos investidores se manterem cautelosos e seletivos, dado que empresas menos interessantes ou com intenções menos nobres podem se aproveitar desse momento aquecido do mercado e realizarem seu IPO.

Com o objetivo de descobrir em que momento ou quais as características das empresas que realizam um IPO, Marco Pagano, Fabio Panetta e Luigi Zingales realizaram uma pesquisa com uma amostra de aproximadamente 20.000 empresas Italianas de 1982 a 1992, isso já que conseguiram dados de empresas desse país antes e após o IPO. Os resultados obtidos e apresentados no *paper Why do Companies go Public? An Empirical Analysis* corroboram com a Teoria do Ciclo de Vida, uma vez que o tamanho da empresa foi apontado como o segundo fator de maior importância na decisão de uma empresa se tornar pública, além da velocidade de crescimento e rentabilidade das mesmas. Para empresas de menor porte e *start-ups*, faz mais sentido na maioria dos casos captar dinheiro através dos próprios bancos, de investidores anjos, ou de fundos de *venture capital* ou *private equity*.

O principal determinante responsável por afetar a probabilidade de um IPO segundo essa pesquisa é a mediana da relação entre valor de mercado e valor contábil das empresas listadas de determinado setor. Segundo a pesquisa, o aumento de um desvio-padrão na *market-to-book ratio* aumenta em 25% a probabilidade de um IPO. Inferem que *market-to-book ratios* do setor com coeficientes positivos expressam a tentativa dos empresários de explorar momentos de euforia do mercado acionário, uma vez que verificam queda de investimentos e lucratividade após o IPO. O fato de a empresa ser independente e não uma subsidiária também foi um dos pontos

⁶ Dynamo Administração de Recursos Ltda - Carta Dynamo 49

levantados; assim como a necessidade de reequilibrar o balanço, no sentido de reduzir o nível de alavancagem.

III.2) PELO LADO DA DEMANDA

Nessa seção do capítulo III a principal questão a ser avaliada é se faz sentido investir em um IPO. Para tal foi criado um índice de desempenho dos IPO's no Brasil durante o ciclo analisado (01/01/2004 – 15/10/2012), o "Índice IPO", que será a métrica de comparação entre os retornos obtidos por um investidor que aplicou seus recursos nas empresas que foram a mercado de 2004 a 2012 vis-à-vis um investidor que aplicou o mesmo montante nas empresas que compõe o tradicional índice de ações, o Ibovespa, nesse período. O objetivo é, então, desenvolver um processo empírico para analisar o IPO pelo lado da demanda.

Ainda sob o ponto de vista dos compradores de ações, será abordada a questão do *underpricing* de primeiro dia, que gera incentivos para os investidores quererem participar da Oferta Pública Inicial e que contribui com a rentabilidade do investimento. Serão analisadas ainda as causas desse *underpricing*, intimamente relacionada à assimetria de informação entre vendedores e compradores, sendo importante ressaltar que os intermediários financeiros muitas vezes podem ter incentivos desalinhados.

O *underperformance* de longo prazo também será discutido, afinal é um fator importante a ser lembrado e considerado pelo comprador no momento da alocação do investimento.

III.2.1) UNDERPRICING DE PRIMEIRO DIA

A partir dos dados coletados, das empresas que realizaram IPO entre 2004 e 2012 observamos que a *performance* média do primeiro dia após o IPO foi de 0,21%. 64,4% das empresas fecharam o seu primeiro dia de negociações a um preço superior ao da oferta inicial, ou seja, tiveram um bom desempenho no primeiro dia.

Tal fenômeno se explica pelo fato de que a maioria dos IPOs recebe um desconto no preço de oferta, ou seja, passam pelo fenômeno do *underpricing* do primeiro dia, assim os preços tendem a subir no primeiro dia de negociação.

Na carta 50 da Administradora de Recursos Dynamo: *Respeitável Público!* (parte 2) são apontados cinco motivos para tal fenômeno: (i) assimetria de informações entre compradores e vendedores; (ii) assimetria de informações entre os próprios compradores; (iii) efeito de sinalização ; (iv) fenômeno da “cascata de informação”; (v) redutor de processos legais por parte de investidores.

A assimetria de informação entre os compradores e vendedores é o aspecto mais imediato que justifica o *underpricing* de primeiro dia. Os ofertantes, logicamente, tem mais conhecimento da empresa, tanto de sua atual condição financeira, mas também de quais as perspectivas, estratégias e possibilidades de crescimento para a mesma. Sendo assim, visando estimular a participação de investidores na oferta inicial de ações oferecem um desconto no preço das ações no primeiro dia. Pode-se entender também que o investidor exige um desconto no preço da oferta dado que não tem informações perfeitas sobre a companhia.

Pode existir, entretanto, assimetria de informações entre os próprios compradores. Nesse caso, conhecido como *winner's curse*, os investidores sabem que eles só receberão sua demanda completa se eles estiverem entre os mais otimistas, ou seja, nas ofertas menos demandadas. Dessa forma esses investidores menos informados deverão submeter suas ordens de compra com um desconto maior. Afinal, um investidor só receberá uma alocação completa (tudo o que ele demandou) em IPOs que estão superprecificados, e somente uma parte do solicitado em IPOs subprecificados. Esse caso de assimetria informacional entre investidores é mais realista segundo Ritter e Welch (2002)⁷. No entanto, em seu *paper* eles também abordam casos em que os investidores são igualmente informados e que possuem mais informação do que os investidores em relação à demanda do mercado pelas ações que serão ofertadas. Dessa forma só participam de uma oferta caso o preço esteja abaixo do consenso de mercado, ou seja, com desconto.

O efeito de sinalização (iii), ou seja, quando a companhia quer sinalizar para os investidores a sua alta qualidade e deixar um “gosto bom nos investidores”, inclusive em casos em que já tem em mente a realização de uma venda adicional posteriormente também pode explicar o *underpricing*. Os autores do *paper* apontam que somente investidores com preços abaixo da média irão desejar emitir suas ações a preços na média. Dessa maneira, os emissores de alta qualidade, visando serem

⁷ Paper: A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations – Jay Ritter e Ivo Welch

distinguidos dos de baixa qualidade irão emitir suas ações a um preço mais baixo de modo que desestimulem os de baixa qualidade a realizarem IPOs, estando dispostos a recuperar esse prejuízo posteriormente, inclusive com um *follow-on*. Resumidamente, as empresas boas abrem mão através do *underpricing* de um ganho no momento do IPO para atestarem suas superioridades.

O fenômeno da cascata de informação é a observação entre compradores da atitude dos demais, ou seja, o julgamento do interesse dos outros investidores na oferta. Dessa forma, como um preço acima do que o mercado está disposto a pagar pode significar o fracasso do IPO, assim, há uma tendência por parte dos ofertantes em admitirem um preço menor na oferta (*underpricing*) evitando esse risco e estimulando as primeiras decisões de compra.

Obviamente é visando minimizar esse problema e reduzir a assimetria de informação que se realiza o processo conhecido como “*bookbuilding*”, em que, como o próprio nome indica, monta-se o livro de ofertas da transação. Nesse momento o que o coordenador da oferta visa é exatamente realizar uma análise de sensibilidade da demanda, ou seja, avaliar junto aos investidores a demanda pelos papéis que estão sendo ofertados, chegando-se a um intervalo de preço preliminar para a oferta. Após tal momento avançam então o para o “*road show*”, em que tanto os emissores quanto os *underwriters* realizam eventos com investidores potenciais com o objetivo de divulgar a empresa e a oferta. Esse momento é de extrema importância, pois ambos conseguem ter indicações do interesse dos mesmos, balizando o preço de acordo com a demanda observada.

Vale ressaltar, entretanto, que esse fenômeno da cascata informacional pode atuar no sentido de inflar a demanda no caso da percepção de um *overbooking*, ou seja, quando a demanda supera a oferta, sendo necessária a realização do rateio pelos bancos coordenadores da operação. Isso ocorre já que a percepção de um *overbooking* faz com que os agentes incorporem em suas intenções de oferta um determinado valor de rateio, de modo que ganhem a participação “real” que desejam em determinada empresa mesmo com o corte.

Segundo pesquisa realizada por Habib e Ljungqvist (2001)⁸ o *underpricing* também funciona como um substituto para o marketing das empresas e de suas ofertas. Através da coleta de dados de IPOs de 1991 a 1995 eles concluíram que a

⁸ Abordado na página 16 do paper da nota de referência 3

cada dólar de desconto dado no preço da ação no momento da oferta, tinha-se uma redução das despesas com marketing também de um dólar.

O último aspecto, redutor de processos legais por parte de investidores (v) se dá simplesmente pelo fato de que com o *underpricing* diminuem as chances de o investidor se sentir prejudicado e, eventualmente, promover uma demanda jurídica.

Como foi analisado então, existem diversos motivos para que ocorra o fenômeno do *underpricing*, entretanto, o ponto a ser destacado nessa seção é que conforme demonstrado pelos dados coletados, de fato ocorre uma alta no preço das ações no primeiro dia de negociação, corroborando com a possível existência de um desconto no preço da ação no momento do IPO.

Sendo assim, há então um estímulo para que os investidores participem do IPO, de modo que incluam no desempenho da ação esse provável ganho no primeiro dia.

III.2.2) UNDERPERFORMANCE DE LONGO PRAZO

Conforme vimos na seção anterior o fenômeno do *underpricing* favorece o argumento de que faz sentido investir em um IPO. No entanto existe outro fenômeno que ocorre e que, diferentemente do anterior, realiza força contrária à participação em uma oferta inicial. Trata-se da *underperformance* de longo prazo. Esse fenômeno caracteriza-se por um desempenho abaixo do mercado (*benchmark*) no longo-prazo.

Uma das explicações para o *underperformance* é o fato de serem os investidores mais otimistas os responsáveis por determinar o preço da oferta, inclusive pela impossibilidade de estratégias de *short* (venda da ação) no primeiro momento.

Além disso, a divergência de informação e de opinião entre os compradores, conforme foi abordado anteriormente, pode puxar o preço para cima. Assim, com o passar do tempo, a maior homogeneização de informações entre otimistas e pessimistas acaba por levar para baixo o preço da ação, ou seja, gerar o *underperformance* de longo-prazo.

Outro ponto relevante é o esforço de vendas realizado pelos bancos coordenadores da oferta, podendo gerar um excesso de demanda aparente pelas ações a fim de serem bem sucedidos no processo, que se torna praticamente um “evento”. Assim, pode-se inferir que normalmente as empresas com maiores retornos iniciais tendem a ter piores retornos subsequentes.

Além disso, vale ressaltar que os analistas do banco coordenador (*sell-side*) são responsáveis por elaborar não apenas o relatório de início de cobertura da empresa (*initiation coverage*), mas também os relatórios posteriores, ou seja, permanecem cobrindo a empresa. Dessa forma, há um incentivo perverso para que os analistas dos bancos de investimentos, não apenas porque tem envolvimento em determinada oferta, mas também por desejarem manter um bom relacionamento com a empresa, sejam mais otimistas e favoreçam a empresa em suas projeções.

Outra explicação para essa *underperformance* no longo-prazo está relacionada as “janelas de oportunidade” tratadas anteriormente. Dado que nos momentos de *hot market* muitas empresas tornam-se públicas, é de se esperar que entre todas que fazem a oferta inicial, algumas companhias ruins se aproveitam do momento. Dessa forma, no longo-prazo, a *performance* de algumas das empresas que fizeram o IPO nos momentos de pico tende a ser inferior. Segundo Ritter, de fato o volume de IPOs aumenta nesses momentos de pico, pois é quando os *market-to-book ratios* estão elevados. Segundo eles esse fenômeno de *underperformance* é predominante não somente nas empresas que se aproveitaram do *hot issue market*, mas também das que tem menor porte.

“Indeed, for more established firms going public, and for those that went public in the lightvolume years of the mid- and late-1970s, there is no long-run underperformance. IPOs that are not associated with venture capital financing, and those not associated with high-quality investment bankers, also tend to do especially poorly”. (pg. 14)⁹

Para comprovar seu ponto, o professor mostra que a *performance* de empresas norte-americanas que realizaram seus IPOs no período de 1970-1993, produziram um retorno de 7,9% ^{aa} durante o período de cinco anos subsequentes ao IPO, usando o preço de fechamento do primeiro dia de negociação como preço de compra. Tal desempenho foi 5,2% ^{aa} inferior ao das empresas não emissoras escolhidas como grupo de referência, cujo desempenho foi de 13,1% ^{aa}.

III.2.3) O “ÍNDICE IPO”

⁹ Ritter, Jay R. – Initial Public Offering, 1998

Nessa seção apresentaremos o índice hipotético que foi criado visando comparar a *performance* relativa dos IPOs no Brasil versus o índice de ações “tradicional” (Ibovespa), inferindo sobre qual investimento faria mais sentido, ou seja, tem melhor desempenho: investir o mesmo montante (por exemplo R\$ 100 mil) no “Índice IPO” ou no índice Ibovespa.

Para o desenvolvimento desse índice, o “Índice IPO” foi feita uma coleta de dados, principalmente através do Bloomberg e da Economática conforme o procedimento a seguir:

1º) Coleta dos preços diários das ações, desde o primeiro mês em que houve IPO em 2004 até o mês do último IPO ocorrido até 15/10/2012. Cada empresa, por motivos óbvios, começou a ter seu preço coletado no dia em que realizou a abertura de capital.

2º) Realização da média mensal de preços para cada empresa, sendo que cada empresa começa a ter uma média mensal de preços no mês em que realizou seu IPO.

3º) Coleta do tamanho da oferta em milhões de reais. Esse dado é importante pois será o único critério de ponderação do índice.

4º) Ponderação através da divisão do tamanho da oferta de determinada empresa pelo tamanho total das ofertas, chegando-se ao peso que cada empresa terá no índice.

4º) Cálculo da variação percentual do preço da ação de cada empresa em cada mês $((\text{preço em } x)/(\text{preço em } x-1))-1$. Através disso será obtida a rentabilidade mensal para cada ação. Para os meses anteriores à realização do IPO pela empresa foi considerada uma variação nula dos preços.

5º) Cálculo do índice para cada empresa, multiplicando a variação percentual de preço de determinada ação pelo seu peso no índice.

6º) Soma do índice de todas as empresas a cada mês, chegando-se ao Índice IPO mensal.

7º) Coleta do índice Ibovespa para cada mês e, a partir disso, obtenção de sua rentabilidade percentual mensal, que será utilizada para comparar com o “Índice IPO”.

8º) Cálculo de quanto cada investidor estaria ganhando caso investisse o mesmo montante, por exemplo, R\$ 100 mil nas ações do nosso Índice IPO vis-à-vis as ações do índice Ibovespa. Para tal basta multiplicar o “Índice IPO” mensal por R\$ 100 mil e o índice Ibovespa do mesmo mês pelos mesmos R\$ 100mil.

Após a confecção do “Índice IPO”, observou-se que a rentabilidade das empresas que realizaram suas ofertas iniciais é superior à rentabilidade do Ibovespa na maior parte dos momentos.

Dessa forma, como o Índice Bovespa é o indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro, retratando o comportamento dos principais papéis negociados na BM&FBOVESPA, conclui-se que realizar investimentos em empresas entrantes, ou seja, que começarão a fazer parte da bolsa de valores, se mostrou uma opção melhor, no sentido de trazer maior rentabilidade.

Essa evidência pode ser observada no gráfico abaixo, construído a partir do banco de dados coletados (anexo a essa monografia). Para a confecção de tal gráfico considerou-se um investimento base de R\$ 100 mil. Após o gráfico, está apresentada a tabela com o resultado comparativo da *performance* mês a mês do Ibovespa e do Índice IPO.

Gráfico 2: Rentabilidade Índice IPO x Ibovespa

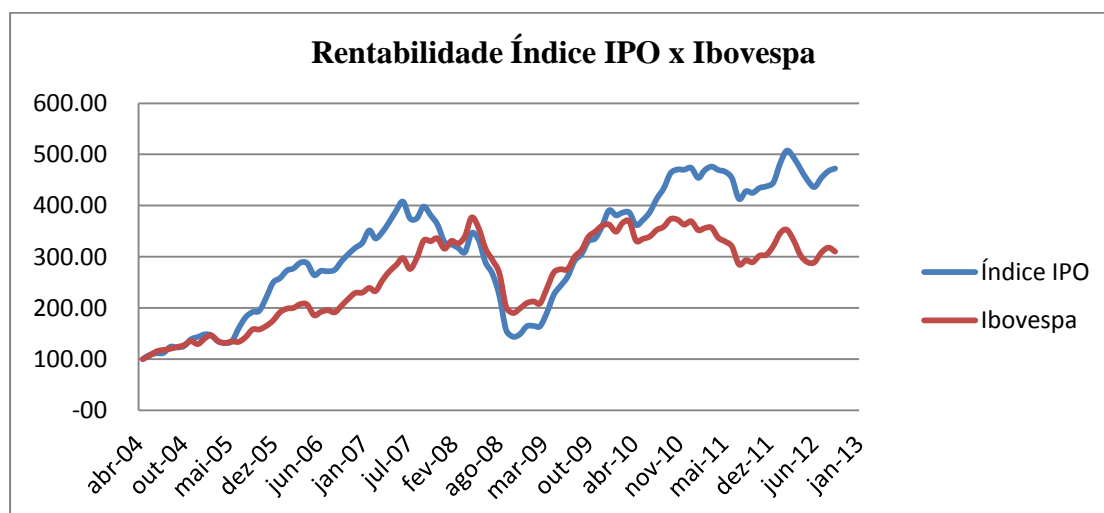


Tabela 3: IPO x Ibov (mensal)

Data	Índice IPO	Ibovespa	Ibov x IPO	Data	Índice IPO	Ibovespa	Ibov x IPO
mai-04	100	100	-	ago-08	266.88	293.75	-9.1%
jun-04	108.43	107.12	1.2%	set-08	224.02	268.00	-16.4%
jul-04	111.42	115.18	-3.3%	out-08	156.76	202.04	-22.4%
ago-04	112.11	117.95	-5.0%	nov-08	143.79	190.21	-24.4%
set-04	124.13	120.24	3.2%	dez-08	148.56	198.94	-25.3%
out-04	122.86	123.77	-0.7%	jan-09	164.18	209.60	-21.7%
nov-04	125.64	127.37	-1.4%	fev-09	164.82	212.80	-22.5%
dez-04	138.68	135.26	2.5%	mar-09	164.30	209.15	-21.4%
jan-05	143.25	129.42	10.7%	abr-09	191.92	239.52	-19.9%
fev-05	148.40	140.64	5.5%	mai-09	226.13	269.58	-16.1%
mar-05	146.31	146.58	-0.2%	jun-09	243.78	275.77	-11.6%
abr-05	134.33	135.14	-0.6%	jul-09	261.07	275.81	-5.3%
mai-05	131.88	131.42	0.3%	ago-09	291.94	300.14	-2.7%
jun-05	134.87	134.71	0.1%	set-09	305.16	313.56	-2.7%
jul-05	160.20	133.77	19.8%	out-09	330.28	338.96	-2.6%
ago-05	181.87	143.06	27.1%	nov-09	335.97	349.60	-3.9%
set-05	192.04	158.17	21.4%	dez-09	359.74	360.74	-0.3%
out-05	194.54	158.08	23.1%	jan-10	390.63	363.26	7.5%
nov-05	220.84	164.99	33.9%	fev-10	380.99	349.27	9.1%
dez-05	249.52	175.49	42.2%	mar-10	385.91	365.87	5.5%
jan-06	258.43	191.70	34.8%	abr-10	386.48	369.41	4.6%
fev-06	273.20	198.91	37.4%	mai-10	362.00	331.62	9.2%
mar-06	277.07	200.05	38.5%	jun-10	372.12	335.47	10.9%
abr-06	288.37	207.59	38.9%	jul-10	387.10	339.77	13.9%
mai-06	287.41	206.79	39.0%	ago-10	413.41	352.66	17.2%
jun-06	264.31	185.78	42.3%	set-10	433.77	359.10	20.8%
jul-06	272.36	192.30	41.6%	out-10	463.07	374.07	23.8%
ago-06	271.58	195.59	38.9%	nov-10	470.37	372.81	26.2%
set-06	274.50	191.61	43.3%	dez-10	470.09	363.10	29.5%
out-06	291.32	204.62	42.4%	jan-11	473.65	369.63	28.1%
nov-06	305.45	218.23	40.0%	fev-11	454.16	352.34	28.9%
dez-06	317.44	229.45	38.3%	mar-11	468.66	356.04	31.6%
jan-07	327.10	230.12	42.1%	abr-11	476.10	357.15	33.3%
fev-07	351.51	239.23	46.9%	mai-11	469.65	337.58	39.1%
mar-07	335.83	233.07	44.1%	jun-11	466.01	330.00	41.2%
abr-07	348.78	254.53	37.0%	jul-11	453.32	320.11	41.6%
mai-07	368.09	271.35	35.7%	ago-11	413.11	285.20	44.8%
jun-07	390.24	284.16	37.3%	set-11	427.98	293.45	45.8%
jul-07	407.77	297.69	37.0%	out-11	424.88	289.59	46.7%

ago-07	375.00	276.31	35.7%	nov-11	434.41	302.43	43.6%
set-07	375.47	298.55	25.8%	dez-11	437.58	304.09	43.9%
out-07	398.00	332.02	19.9%	jan-12	445.13	321.52	38.4%
nov-07	380.89	330.79	15.1%	fev-12	483.61	346.87	39.4%
dez-07	362.87	336.20	7.9%	mar-12	507.37	352.85	43.8%
jan-08	329.13	315.94	4.2%	abr-12	493.23	331.48	48.8%
fev-08	323.95	331.26	-2.2%	mai-12	471.05	302.65	55.6%
mar-08	317.60	325.99	-2.6%	jun-12	449.16	289.56	55.1%
abr-08	308.90	340.26	-9.2%	jul-12	436.24	289.31	50.8%
mai-08	346.38	377.20	-8.2%	ago-12	454.18	308.34	47.3%
jun-08	332.88	356.14	-6.5%	set-12	467.28	318.13	46.9%
jul-08	289.43	316.60	-8.6%	out-12	472.40	310.36	52.2%

É importante destacar, entretanto, que esse é um gráfico que representa o desempenho conjunto das ações, assim, existem casos em que as empresas, individualmente, apresentam retorno inferior ao do Ibovespa. Considerando todo o período analisado (2004-2012) tivemos, por exemplo, IPOs que apresentaram uma rentabilidade muito negativa (Renar Maçãs, CSU, Lupatech, Brasil Ecodiesel, Laep Group, dentre outras); outros que quebraram (Agra, Klabin Segall, etc.) e outros que foram incorporadas (Company, TAM); confirmando a teoria dos oportunismos no ciclo dos IPOs já abordada.

Através do gráfico acima exposto podemos observar que embora na maior parte do tempo o “Índice IPO” tenha superado o Ibovespa, nos anos de 2008 e 2009 tal desempenho se inverteu, com a melhora do Ibovespa em relação ao nosso índice hipotético.

Uma hipótese a ser levantada é a de que a crise do *subprime* que teve início em 2008 teve um efeito mais devastador no desempenho das empresas entrantes, que negociavam em múltiplos superiores e apresentavam um menor histórico de resultados.

Observamos também que a partir do final de 2010 houve um aumento da discrepância de performance entre o Ibovespa e o Índice IPO, tendo esse último superado o Ibovespa em 52,21% em outubro de 2012.

III.2.4) ‘CUIDADOS’ QUE OS INVESTIDORES DEVEM TER

Ao se analisar os Initial Public Offerings é de extrema importância atentarmos para as etapas envolvidas nesse processo. Abaixo está a tabela com todas as etapas e o tempo médio de duração de acordo com a BMF&Bovespa:

Tabela 4: Etapas de um IPO

Etapa	Envolvidos	Período
1ª etapa Definição das características da operação	Empresas Especialistas Intermediários Financeiros	Semanas 1,2,3
2ª etapa Contrato de distribuição de valores mobiliários	Empresas Especialistas Intermediários Financeiros	Semana 3
3ª etapa Adaptação do Estatuto e outros procedimentos legais	Empresas Especialistas Intermediários Financeiros	Semanas 1,2,3,4
4ª etapa Elaboração do prospecto	Empresas Especialistas Intermediários Financeiros	Semanas 2,3,4,5
5ª etapa Processo de Registro junto à CVM	Empresas Especialistas Intermediários Financeiros CVM	Semanas 4,5,6,7,8
6ª etapa Processo de Registro normal em Bolsa	Empresas Especialistas Intermediários Financeiros Bolsa de Valores	Semanas 4,5,6,7,8
7ª etapa Aviso ao Mercado e roadshow	Empresas Especialistas Intermediários Financeiros Investidores	Semanas 6,7,8
8ª etapa Período de Reserva e Bookbuilding	Intermediários Financeiros Investidores	Semanas 7,8,9
9ª etapa Obtenção do Registro CVM e Anúncio de Início	Intermediários Financeiros CVM	Semana 9
10ª etapa Subscrição e Liquidação dos novos títulos ou leilão em Bolsa	Empresas Especialistas Intermediários Financeiros Bolsa de Valores Investidores	Semana 9

11ª etapa

Início de Negociação em Bolsa ou em Bolsa de Valores Investidores Semana 9
mercado de Balcão Organizado

* Adaptado da BM&F e Bovespa

Como se percebe na segunda coluna da tabela anterior, as operações são sempre intermediadas por instituições financeiras, os bancos ou *underwriters*, que fazem a intermediação entre os compradores (demanda) e os vendedores (oferta). Dessa forma, deve atender e buscar minimizar os interesses conflitantes das duas pontas.

No entanto, além de terem interesse no sucesso da oferta, após o IPO desejam manter um bom relacionamento com a empresa, afinal eles podem ser parceiros em negociações futuras, tanto de novos IPOs como em *follow-ons* (ofertas subsequentes de ações) e M&As (fusões e aquisições).

Assim, como são eles os responsáveis não apenas pela cobertura inicial da empresa, mas também pelos relatórios seguintes, conforme tratado anteriormente, é de se esperar premissas mais otimistas vindo de tais agentes. Dessa forma o investidor deve ficar atento a esse incentivo perverso dos coordenadores, sendo cautelosos no momento de tomar a decisão de investir ou não em um IPO.

Segundo dados levantados para 110 empresas que realizaram IPO entre 2004 e 2008, Dubeux¹⁰ revela que dos relatórios de início de cobertura de 97 empresas a que teve acesso, 91 recomendavam a compra da ação. Para tal baseavam-se em um *target price* (preço alvo) estimado para o preço da ação a ser atingido em 12 meses ou ao final do ano corrente.

O autor também realizou uma comparação entre as estimativas de valorização dos intermediadores (bancos coordenadores) e os resultados efetivos alcançados pelas empresas. Segundo ele, na média, as recomendações sugerem uma valorização de 54% para os IPOs, enquanto o que de fato ocorreu foi uma queda de 6% no mesmo período (2004-2008).

Além disso, conforme demonstrado pela tabela da BMF&Bovespa, o processo do IPO dura aproximadamente 9 semanas (64 dias), sendo que desse período o contato com o investidor começa apenas na 6ª semana, quando o mercado é informado e começam os *roadshows*. Sendo assim, o investidor tem em média 3 semanas (21 dias) entre a divulgação das informações e o *pricing* para realizar sua

¹⁰ Dubeux, Bernardo Teixeira, 2011, IPO: Erro nas estimativas de Lucros dos Bancos Coordenadores

análise da oferta. Dessa forma, o tempo é curto para que haja uma formação de opinião confortável e em um grau de detalhamento prudente por parte do investidor, sendo mais um ponto para se manter atento, principalmente quando trata-se de uma empresa cujo setor de atuação não possui nenhum exemplo anterior. O problema piora quando o número de ofertas acontecendo ao mesmo tempo aumenta.

Outro ponto que deve ser visto com cautela por parte do investidor é a demanda inflada que o processo de *bookbuilding* pode gerar. Essa etapa, consiste na coleta de intenções de investimento, ou seja, a partir de um intervalo de preços os bancos avaliam a sensibilidade das demandas dos investidores até chegarem a determinado preço de corte que atenda tanto ofertantes como demandantes.

No entanto, para tal vão coletando dados dos potenciais investidores (preço que estão dispostos a pagar) e alimentando os demais compradores com tais informações. Sendo assim, podem acabar gerando uma sensação de demanda elevada e, como em caso de uma demanda superior à oferta (*overbooking*) há um rateio, os compradores podem acabar incorporando em suas intenções uma margem de modo a terem suas reais demandas atendidas.

No momento do investimento outra questão que deve ser analisada cuidadosamente pelo investidor é o tipo de oferta inicial que está sendo realizada, ou seja, se a oferta é primária, com injeção de recurso na empresa, ou se a oferta é secundária, com o recurso indo para os acionistas da empresa no momento da oferta.

No primeiro caso, conhecido como *cash-in*, o acionista inicial é parcialmente diluído, de acordo com o número de ações adicionais em relação as já existentes que serão emitidas. No entanto, o recurso vai para a empresa de modo que será utilizado pela mesma em sua estratégia de crescimento. Já no caso da oferta secundária, não são emitidas novas ações, de modo que o acionista original que está vendendo suas ações terá sua participação reduzida no montante que o total de ações vendidas representar face ao total de ações da empresa. Nesse caso o recurso irá todo para o acionista que está abrindo mão de participação.

O primeiro ponto a ser investigado pelo investidor é o motivo da saída do acionista original, ou seja, se o mesmo está precisando de liquidez por motivos pessoais, ou se está deixando parcial ou totalmente a empresa por não acreditar mais no projeto. Obviamente que quanto maior a participação vendida, mais indícios de que o segundo ponto é o real, embora uma análise caso a caso deva ser feita.

Outra desvantagem da oferta secundária é a própria destinação dos recursos. Como o dinheiro advindo da venda das ações não é injetado na empresa, as chances de ela ter um crescimento mais rápido diminuem em relação à empresa que recebe o aporte do recurso, ou seja, espera-se que a performance de longo-prazo de tais empresas seja relativamente menor.

IV – CONCLUSÕES

Após percorrermos o universo das *Initial Public Offerings*, ficou clara a importância e os motivos que levam um empresário a decidir por esse caminho. Além do fator mais evidente, o de acessar recursos para financiar os projetos e o crescimento da companhia, pode-se destacar alguns outros tais como: melhorar a estrutura de capital da empresa, reduzindo o custo do capital; aumentar a institucionalização e profissionalização da empresa, no sentido de que não apenas o *management* de uma empresa aberta será mais fiscalizado e exigido, mas haverá uma atratividade e retenção de capital humano (status de se trabalhar em uma empresa de capital aberto); funcionar como instrumento de liquidez patrimonial para o acionista original; além do fato de que uma ação bem precificada pode servir como moeda de troca no momento de uma fusão ou aquisição.

No entanto, também ficaram evidentes as motivações dos investidores para participarem como compradores em um IPO. Como vimos, muitas vezes pelo fenômeno do *underpricing* de primeiro dia, a ação recebe um desconto, garantindo uma rentabilidade inflada para aqueles que adquirem as ações nesse momento. O investidor de um IPO também pode buscar diversificar seu risco, ou até mesmo obter liquidez patrimonial, uma vez que as ações, embora com variações, costumam ter uma liquidez elevada se comparada com outros ativos de investimento. Vale ressaltar ainda que investir em ações significa receber um benefício fiscal, no sentido de que a tributação além de ser somente sobre o rendimento, só ocorre no momento em que se vende a ação.

Através do nosso índice hipotético, pudemos comprovar que, na maior parte do tempo, os IPOs são mais rentáveis que o Ibovespa, corroborando com a ideia de que até o momento fez sentido econômico investir nesse nosso ciclo de IPOs.

No entanto, não se pode ignorar os cuidados que os investidores devem ter no momento de decidem investir em uma oferta inicial de ações. Como ficou demonstrado, existem incentivos perversos por parte dos intermediários financeiros, além do fato de o tempo para uma análise de qualidade ser escasso.

Por fim, podemos concluir que o IPO e um mercado desenvolvido trazem benefícios para a economia. O aumento da informação disponível, possibilitada pelo IPO gera, por exemplo, uma melhoria na eficiência alocativa. Além disso, há um estímulo à transparência, à organização contábil da empresa, e até mesmo a formalização da economia, dado que esses são pré-requisitos para uma empresa se tornar pública.

Temos ainda o efeito *spill-over* dessa formalização, já que aqueles que anseiam um dia chegar ao patamar de realizar um IPO, já começam a se preocupar previamente com tal questão. O efeito também é positivo sobre os empresários, estimulando a atividade empreendedora a partir do momento que traz novas possibilidades para aqueles que tem ou pensam em ter sua própria empresa.

Em suma o IPO é um processo natural e de extrema importância para as empresas que o realizam, mas também pode trazer benefícios para todos aqueles envolvidos diretamente, seja no lado da oferta ou no lado da demanda; ou indiretamente, uma vez que geram benefícios para a economia como um todo.

V – REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Livros

POVOA, Alexandre, 2010, “Mercado Financeiro – O olhar de um gestor”

ASSAF NETO, Alexandre,2000, Mercado Financeiro. 3ª Ed. São Paulo: Atlas

Papers e Artigos

Dynamo Administração de Recursos Ltda - Carta Dynamo 49

Dynamo Administração de Recursos Ltda - Carta Dynamo 50

LEVINE, Ross (2005), “Finance and Growth: Theory and Evidence” – Working Paper 10766 (www.nber.org)

LEVINE, Ross,1996, “Stock Markets: A Spur to Economic Growth”

BEKAERT, Geert e HARVEY, Campbell,1997, “Capital Markets: an Engine for Economic Growth”

WELCH, Ivo e RITTER Jay,2002, “A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations”

PAGANO, Marco; PANETTA Fabio; e ZINGALES Luigi,1998, “Why do companies go public? An empirical analysis”

ROSEN, Richard J.; SMART, Scott B.; e ZUTTER Chad J,2005, “Why do Firms Go Public? Evidence from the Banking Industry”

BRAU, Jim and FAWCETT, Stan,2004, “Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice”

ALDRIGHI, Dante Mendes,2010, “As Ofertas Públicas Iniciais na Bovespa no Período Recente: Características das Empresas, Estrutura de Propriedade e de Controle, e Desempenho”

RITTER, Jay R,1991, “The Long-Run Performance of Initial Public Offerings”

RITTER, Jay R, 1998, “Initial Public Offerings, Warren Gorham & Lamont Handbook of Modern Finance”

Teses

DUBEAUX, Bernardo Teixeira ,2011, “IPO: Erro nas Estimativas de Lucros dos Bancos Coordenadores”

KLUMB, Eduardo Mendes, “Motivações para Abrir Capital no Brasil: Uma Análise Empírica Entre 1998 a 2007”

MOHTADI, Hamid E AGARWAL, Sumit, “Stock Market Development and Economic Growth: Evidence from Developing Countries”

NETO, José Machado Barbosa, “O Mercado de Ações no Brasil e o ciclo de abertura de capital no período 2004-2007: um estudo exploratório descritivo”

PINHEIRO, Douglas Beserra, “Determinantes e Efeitos da Estabilização em IPOs no Brasil”

Websites

www.bmfbovespa.com.br/Pdf/merccap.pdf

<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/UltimasEdicoes.asp>

www.cvm.gov.br

<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/InvestidorEstrangeiro/OMercadodeValoresMobili%C3%A1riosBrasileiro/Hist%C3%B3riadoMercadodeCapitais/tabid/134/Default.aspx>

http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_abertura_capital_como_abrir.asp