UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

**O MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL E O CICLO DE ABERTURAS DE CAPITAL
NO PERÍODO 2004/2007: UM ESTUDO EXPLORATÓRIO-DESCRIPTIVO**

José Machado Barbosa Neto

Orientador: Prof. Dr. Iran Siqueira Lima

SÃO PAULO

2008

Profa. Dra. Suely Vilela
Reitora da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Carlos Roberto Azzoni
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Fábio Frezatti
Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária

Prof. Dr. Gilberto de Andrade Martins
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

JOSÉ MACHADO BARBOSA NETO

**O MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL E O CICLO DE ABERTURAS DE CAPITAL
NO PERÍODO 2004/2007: UM ESTUDO EXPLORATÓRIO-DESCRIPTIVO**

Dissertação apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Iran Siqueira Lima

SÃO PAULO

2008

Dissertação defendida e aprovada no Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, pela seguinte banca examinadora:

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Barbosa Neto, José Machado

O mercado de ações no Brasil e o ciclo de aberturas de capital no período 2004/2007: um estudo exploratório-descritivo / José Machado Barbosa Neto. -- São Paulo, 2008.

98 p.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2009
Bibliografia.

1. Mercado de capitais 2. Ações 3. Capital (Economia) I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade II. Título.

CDD – 332.041

**À minha mãe, pela presença de sempre,
e aos meus filhos, pela razão de tudo.**

Agradecimentos

Em um percurso de quase três anos, são muitas as pessoas a quem devo agradecimentos. Pessoas que, direta ou indiretamente, algumas mesmo sem sabê-lo, ajudaram na concretização deste trabalho.

Inicialmente, quero agradecer àqueles que são os pilares da minha vida: minha mãe, D. Cida, pelo exemplo e força de sempre, e meus filhos, Isabele e Rodrigo, pela alegria, companheirismo e amor, e por tornarem minha existência mais completa.

À minha família, meus irmãos Rosa Paula (Cuca), Rubens (Bui) e Juliane (Jú), meu pai Rubens (*in memorian*), meu sobrinho Aristides (Netinho), minha tia Neyde (minha segunda mãe) e meu cunhado Luis Paulo (Lula). Mesmo à distância, a presença de todos é constante e fundamental.

Ainda na família, agradeço minha sobrinha Tatiana (Tati), que tem que agüentar o vigiar constante do tio.

Na esfera acadêmica, agradeço meu orientador, Prof. Dr. Iran Siqueira Lima, pelo exemplo de conduta e pelo apoio constante ao longo desse período. Seu suporte foi fundamental para a conclusão deste trabalho.

Agradeço também aos demais professores da FEA, com os quais tive a oportunidade e o privilégio de conviver. Cada um, à sua maneira, deixou um tipo de ensinamento.

Aos colegas de curso, com os quais compartilhei as dificuldades dessa etapa de vida. Menção especial ao Daniel e ao Mizu.

Aos funcionários da USP, nas suas diversas áreas, em especial à Cristina e ao Rodolfo, pelo apoio constante.

Alguns amigos que, nas horas de necessidade, estão sempre presentes, também merecem agradecimentos: Acrisio Leite, Estevão Alexandre, Luciana Takahashi, Zilda Mendes e Dorothy. A eles agradeço o apoio em momentos de grande dificuldade.

Agradeço também à Neiva, com quem compartilhei bons momentos, pelo apoio nessa travessia.

E, por fim, ao Criador, por todas as bênçãos com as quais me privilegiou. Espero poder retribuir à vida tudo o que me foi dado.

**“Pois muitos outros queremos um
Brasil para os que hoje não recebem os
meios de uma vida humanamente
justa. Essa história de futuro tem 500
anos de Brasil. E nem por um só dos
seus invocadores foi mais do que uma
fuga às suas responsabilidades.”**

Jânio de Freitas

RESUMO

O Sistema Financeiro de um país tem como uma de suas funções principais a de permitir a eficiência alocativa de recursos da sociedade, ou seja, viabilizar a transferência de recursos entre agentes superavitários e agentes deficitários, de maneira que os benefícios sejam adequadamente distribuídos, incentivando tanto a poupança quanto o investimento produtivo. O Mercado de Capitais, por sua vez, como um dos segmentos do sistema financeiro, atua na intermediação financeira de médio e longo prazo, disponibilizando recursos para investimentos com prazos de maturação mais longos, assumindo um relevante papel no desenvolvimento econômico. No Brasil, o mercado de capitais se especializou, historicamente, no repasse de recursos de dívida (debt). No entanto, nos últimos 4 anos, especificamente a partir de 2004, um segmento do mercado de capitais aflorou novamente: o de recursos de capital (equity). De fato, o volume de aberturas de capital via emissão pública de ações (initial public offer – IPO) cresceu mais de 600% entre 2004 e 2007, saltando de um volume de R\$ 9,2 bilhões naquele ano para cerca de R\$ 67,3 bilhões em 2007. Para que se torne uma alternativa de financiamento permanente às empresas brasileiras, objetivo historicamente sempre perseguido pelas autoridades econômicas, é fundamental que os benefícios decorrentes do funcionamento desse mercado estejam sendo adequadamente distribuídos entre tomadores e doadores de recursos. Nessa lógica, o presente estudo possui dois objetivos específicos: (i) traçar um quadro geral do processo de abertura de capital via oferta pública de ações ocorrido no período 2004/2007 e (ii) verificar se os benefícios de tal processo estão sendo adequadamente distribuídos entre vendedores e compradores desses papéis. Para tanto, numa abordagem exploratório-descritiva, o trabalho foi estruturado em duas linhas: (i) análise comparada do atual ciclo de emissão de ações com os ciclos anteriores de abertura de capital, e (ii) análise dos retornos gerados por essas ações após sua emissão, a curto e longo prazo, analisando seus efeitos e conseqüências para vendedores e compradores, bem como para a sociedade em geral. Pela análise comparada com os ciclos anteriores, verificou-se a repetição do mesmo conjunto de características, com destaque para os indícios de especulação financeira. Na análise dos retornos dessas ações, verificou-se a ocorrência do *underpricing* no primeiro dia, enquanto que, no médio e longo prazo, observou-se a ocorrência de *overpricing*. Já quando comparadas com o retorno do Ibovespa, essas ações apresentaram retornos inferiores, enquanto o esperado seria um retorno superior, em função do risco mais elevado das novas ações. Em termos de retornos nominais, essas novas ações apresentaram retornos positivos enquanto o mercado estava em um ciclo de alta (20.05.08, pico de Ibovespa), e forte retorno negativo quando o mercado mudou para um período de queda (data-base 31.10.08). Por fim, foram apurados, mediante consulta aos prospectos de emissão, os valores patrimoniais das novas ações antes da emissão, identificando-se um conjunto de preços bem inferiores aos respectivos preços de lançamento. Tal realidade indica que as empresas e sócios que fizeram a venda desses papéis via oferta pública inicial obtiveram preços bastante elevados, que dificilmente obteriam em negociações privadas de ativos. Nessa lógica, a questão do *underpricing* perde consistência, cuja perda seria compensada pelo ganho com a abertura de capital. Esse conjunto de análises aponta que o atual ciclo vem trazendo ótimos retornos para os vendedores (empresas e sócios), mas retornos negativos aos compradores (investidores), com o que não estaria sendo benéfico para a sociedade como um todo.

ABSTRACT

The Financial System of a country has as one of its main features that of allowing the efficient allocation of resources of the society, that is, promote the transfer of resources between superavitary and deficitary agents, so that the benefits can be suitably distributed, fostering both savings and the productive investment. The Capital Market, on its side, as one of the segments of the financial system, acts in the financial intermediation of medium and long term, making resources available for investments with longer maturity terms, taking over a relevant role in the economic development. In Brazil, the capital markets historically specialized in the transfer of debt resources (debt). However, during the last 4 years, specifically as of 2004, a segment of the capital market has once again come up: that of capital resources (equity). Actually, the volume of the capital openings through public issue of shares (initial public offer - IPO) grew more than 600% between 2004 and 2007, jumping from a volume of R\$ 9.2 billion during such year to around R\$ 67.3 billion in 2007. In order to remain a permanent finance alternative for the Brazilian companies, the object which has been historically pursued by the economic authorities, it is essential that the benefits originated from the operation of such market are suitably distributed among receivers and donors of resources. Within this logic, the present study has two specific purposes: (i) trace a general picture of the capital opening process by public offer of shares occurred during the period 2004/2007 and (ii) check whether the benefits of such process are being suitably distributed among sellers and buyers of such papers. For such purpose, in a descriptive-exploratory view, the work was structured in two lines: (i) comparative analysis of the current cycle of issue of shares with the previous cycles of capital opening, and (ii) analysis of returns generated by such shares after their issue, at short and long term, analyzing their effects and consequences for sellers and buyers, as well as for the general society. From the compared analysis with the previous cycles, we found the repetition of the same set of characteristics, with emphasis for the indications of financial speculation. From the analysis of the returns of such shares, we found the occurrence of underpricing on the first day, whilst at the medium and long range, overpricing was determined. When compared with the Ibovespa return, such shares showed inferior returns, whilst the expected would be a higher return, as a consequence of the higher risk of the new shares. In terms of nominal returns, such new shares showed positive returns whilst the market was in a height cycle (05.20.08, Ibovespa peak), and strong negative return when the market changed to a drop period (base date 10.31.08). Finally, there were determined, by means of consultation of the issue prospectus, the book values of the new shares prior to issue, identifying a set of prices quite lower than the corresponding launching prices. Such reality indicates that the companies and partners performing the sale of such papers through initial public offer obtained quite high prices, which would seldom be obtained in private negotiations of assets. Under such logic, the issue of underpricing looses consistency, which loss would be offset by the gains due to the open capital. This set of analysis points out that the current cycle has been producing excellent returns to the sellers (companies and partners) but negative returns to the buyers (investors), reason why it would not be beneficial to the society as a whole.

SUMÁRIO

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS.....	2
LISTA DE TABELAS.....	3
1 INTRODUÇÃO	4
1.1 Apresentação	4
1.2 Contextualização da Pesquisa.....	6
1.3 Formulação da Situação-Problema	6
1.4 Objetivos da Pesquisa: Geral e Específico.....	7
1.5 Justificativa e Relevância da Pesquisa	8
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	10
2.1 O mercado de capitais e sua importância na economia.....	10
2.2 Mercado de ações e abertura de capital.....	13
2.2.1 As normas brasileiras para emissões de ações e sua precificação.....	13
2.3 Precificação de ações e <i>valuation</i>	15
2.3.1 A teoria contábil e a avaliação de valor.....	16
2.3.2 A informação contábil e o mercado de capitais	18
2.3.3 Os modelos de precificação de ações	19
2.4 Estudos sobre IPOs	22
3 METODOLOGIA DA PESQUISA.....	25
4 OS CICLOS ANTERIORES DE ABERTURAS DE CAPITAL NO BRASIL	30
4.1 O Ciclo 1968/1971	31
4.2 O ciclo 1889/91.....	37
5 O CICLO DE ABERTURAS DE CAPITAL NO PERÍODO 2004/2007 – ANÁLISE QUALITATIVA	38
6 O CICLO DE ABERTURAS DE CAPITAL NO PERÍODO 2004/2007 – ANÁLISE QUANTITATIVA	44
6.1 Comportamento dos retornos	44
6.2 Retorno Nominal das Ações	48
6.3 Valor de Emissão e Valor Patrimonial.....	52
7 CONCLUSÕES FINAIS E CONSIDERAÇÕES	60
REFERÊNCIAS	64

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

Bacen: Banco Central do Brasil

Bovespa: Bolsa de Valores de São Paulo

BNDES: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

CAPM: Capital Asset Pricing Model

CMN: Conselho Monetário Nacional

CVM: Comissão de Valores Mobiliários

FCD: Fluxo de Caixa Descontado

FGTS: Fundo de Garantia por Tempo de Serviço

Ibovespa: Índice da Bolsa de Valores de São Paulo

IPO: Initial Public Offer

NM: Novo Mercado

N1: Nível 1 de Governança Corporativa

N2: Nível 2 de Governança Corporativa

P: Preço

PE/VC: Private Equity e Venture Capital

PL: Patrimônio Líquido

P/L: Índice Preço/Lucro

VP: Valor Patrimonial

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Emissões de Ações no Brasil - Período 2004/2007	5
Tabela 2 - Empresas que fizeram abertura de capital no período 2004/2007	27
Tabela 3 - Empresas de capital aberto listadas na Bovespa - 1970/2008.....	30
Tabela 4 - Brasil: taxas de crescimento do PIB e da Indústria - 1968-77	33
Tabela 5 - Taxas de variação no valor das emissões de ações e debêntures (Taxas Anuais de Variação*)	33
Tabela 6 - Valor das Transações de Ações nas Bolsas de Valores (Taxas Anuais de Variação*)	34
Tabela 7 - Empresas emissoras e volumes de emissão - 2004/2007	38
Tabela 8 - Empresas emissoras - Segmento de Mercado, Classificação Setorial, Nr. de Investidores e Participação de Estrangeiros (%).	41
Tabela 9 - Emissões por segmento de mercado da Bovespa.....	43
Tabela 10 - Retorno dos IPOs em diferentes prazos - Base 100 na data de início da série	45
Tabela 11 - Retorno dos IPOs em diferentes prazos - Estatísticas descritivas.....	47
Tabela 12 - Retorno nominal dos IPOs - Base 100 na data de início da série	49
Tabela 13 - Retorno nominal dos IPOs - Estatísticas descritivas.....	52
Tabela 14 - Ganho no valor patrimonial para sócios anteriores.....	53
Tabela 15 - Geração de Valor para os sócios anteriores	55
Tabela 16 - Diluição para novos sócios	57

1 INTRODUÇÃO

1.1 Apresentação

Dentro da economia de um país, o Sistema Financeiro possui funções fundamentais para o perfeito funcionamento da economia. Dentre suas várias funções, existem duas básicas, quais sejam:

- (i) permitir a circulação de recursos entre os detentores de capital (poupadores) e os tomadores (tomadores) de recursos;
- (ii) permitir a alocação ótima de recursos, ou seja, que os capitais excedentes da sociedade sejam empregados da forma mais racional possível, tanto para poupadores quanto para tomadores.

O Mercado de Capitais constitui uma das vertentes do Sistema Financeiro, sendo responsável pela alocação de recursos de investimentos de médio e longo prazo. Nessa lógica, um mercado de capitais desenvolvido pode assumir um papel fundamental no desenvolvimento econômico do país.

O Mercado de Ações, por sua vez, representa um segmento do mercado de capitais, permitindo que as empresas (tomadores) captem recursos junto aos investidores (poupadores) na forma de participação de capital. Esses recursos, de longo prazo, permitem que as empresas cresçam, gerando emprego e renda, contribuindo dessa forma para o crescimento e desenvolvimento do país. Essa captação ocorre através do mecanismo denominado “Oferta Pública Inicial”¹.

O mercado de IPO's no Brasil nunca desempenhou um papel importante como alternativa de captação para as empresas brasileiras. No entanto, nos últimos anos, principalmente a partir

¹ Em inglês, esse mecanismo é denominado *Initial Public Offer*, geralmente representado pela sigla IPO. Essa sigla será, doravante, adotada neste trabalho, por ser o termo normalmente utilizado nos estudos acadêmicos.

de 2004, esse quadro mudou radicalmente, em função de um forte incremento verificado nas captações de recursos via emissão de ações, conforme detalhado abaixo (Tabela 1):

Tabela 1 - Emissões de Ações no Brasil - Período 2004/2007

Ano	Emissões		Total
	Primárias	Secundárias	
2004	4.522.552.764,89	4.682.650.177,38	9.205.202.942,27
2005	4.559.643.361,71	6.581.611.678,44	11.141.255.040,15
2006	14.212.632.881,23	12.771.278.339,25	26.983.911.220,48
2007	33.200.705.420,02	34.122.238.111,60	67.322.943.531,62

Fonte: CVM

De fato, a partir de maio/2004, com a emissão de ações da empresa Natura, observou-se um movimento crescente de abertura de capital via emissão de ações por parte de várias empresas. Assim, no período de quatro anos, o volume de emissões de ações cresceu cerca de 600%, crescimento bastante expressivo, com mais de 100 empresas abrindo o capital no período. Ou seja, percebe-se que as empresas, necessitadas de recursos de longo prazo, passaram a contar com essa alternativa de obtenção de recursos e de financiamento.

Pelo lado dos poupadores, esse crescimento também foi observado. Como veremos adiante, diferentes poupadores passaram a investir recursos nesse mercado: investidores institucionais (nacionais e internacionais), empresas, bancos e pessoas físicas. No caso deste último, o crescimento foi expressivo, ajudado pela popularização das ferramentas de investimento via internet (denominadas *home-broker*).

Em função desse crescimento, vários artigos e entrevistas com especialistas vêm discutindo o tema na imprensa nacional. No entanto, no meio acadêmico, esse discussão vem tomando corpo mais recentemente. Isso decorre do fato de que o processo é relativamente novo (cientificamente falando), ou seja, possui apenas quatro anos, com o que os estudos encontram algumas limitantes. Ademais, é um processo que está ocorrendo (está em plena marcha), o que gera mais uma limitante para o seu completo entendimento.

No entanto, apesar dessas limitantes, esse processo já permite identificar algumas características importantes. Ademais, por ser uma alternativa de captação de recursos muito importante para as empresas, com reflexos diretos no crescimento do país, é fundamental que seja melhor estudado e compreendido.

1.2 Contextualização da Pesquisa

Considerando-se os comentários anteriores, a presente pesquisa tem como contexto geral o Mercado de Capitais brasileiro. Mais objetivamente, teremos, como contexto específico, o mercado de ações brasileiro e o processo de abertura de capital via emissão pública de ações, o chamado mercado de IPO.

Esse mercado será estudado dentro de um período determinado, compreendido entre os anos de 2004 e 2007. As ações aqui estudadas serão aquelas emitidas pelas empresas que abriram seu capital no período em questão, descritas no capítulo 3, que discute a metodologia adotada no presente estudo.

Para o estudo das ações emitidas nesse período, consideraremos dois conjuntos de informação:

- (i) a evolução de seus preços em períodos específicos de tempo, detalhados no respectivo capítulo;
- (ii) dados específicos sobre seus valores patrimoniais .

Em relação ao item (i) retro, os dados foram obtidos da base de dados da Economática. Já em relação ao item (ii), as informações foram obtidas mediante consulta as prospectos de emissão divulgados pelas empresas quando da abertura de capital, os quais foram obtidos no endereço eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

1.3 Formulação da Situação-Problema

Segundo Kerlinger (1980, p. 34), “...um problema é uma questão que mostra uma situação necessitada de discussão, investigação, decisão ou solução”.

Nesse sentido, e dado o contexto descrito anteriormente, o problema geral de pesquisa do presente estudo pode ser assim formulado:

O ciclo (movimento) de aberturas de capital, iniciado em 2004, está trazendo benefícios reais à economia brasileira, na forma de um mercado de ações que permita uma captação saudável às empresas e uma alternativa de alocação de recursos atraente aos investidores, ou se esgotará como mais um movimento especulativo, tal qual os ciclos anteriores?

1.4 Objetivos da Pesquisa: Geral e Específico

Objetivo Geral:

Verificar se as aberturas de capital efetuadas via emissão pública de ações, ocorridas no Brasil no período compreendido entre os anos 2004 e 2007, estão trazendo benefícios reais à sociedade brasileira, na forma de retornos positivos aos dois agentes econômicos principais envolvidos nesse processo, vendedores e compradores dessas ações. O período em questão foi denominado “ciclo 2004/2007”

Objetivos Específicos:

1 Traçar um quadro geral das aberturas de capital via emissão pública de ações ocorridas no Brasil no período compreendido entre os anos 2004 e 2007, analisando e descrevendo seus principais componentes, por meio de uma análise descritiva e exploratória, pois, segundo Gil, estas são as formas de pesquisa mais utilizadas por pesquisadores sociais preocupados com a atuação prática.

2 Efetivar uma análise comparada desse ciclo com os ciclos anteriores de emissões de ações no Brasil, particularmente como ciclo verificado entre os anos de 1968 e 1971 (denominado “ciclo 1968/71”);

3 Observar o comportamento dos preços dessas novas emissões ao longo do tempo, com base nos retornos gerados por essas ações em datas específicas, discutindo-os à luz dos conceitos de *underpricing* (no primeiro dia) e *overpricing* (médio e longo prazo), encontrados na literatura e estudos sobre abertura de capital;

4 Com base nos resultados apurados no item anterior, verificar se esse processo está gerando benefícios econômicos para os dois lados principais de um IPO: vendedor e comprador do papel (da ação) no momento da emissão. Somente nessa condição o processo de abertura de capital será benéfico à sociedade.

1.5 Justificativa e Relevância da Pesquisa

Segundo Martins (2000, p. 24), no aspecto metodológico, “[...] um tema profícuo para a pesquisa científica deve atender, simultaneamente, a três quesitos:”

Viabilidade	“[...] a questão da viabilidade do tema escolhido está relacionada às evidências empíricas que permitem observações, testes e validações dos possíveis achados da investigação, bem como às condições de prazo, custos e potencialidade do pesquisador. ”
Importância	“[...] o tema é importante quando, de alguma forma, está relacionado a uma questão que polariza, ou afeta, um segmento substancial da sociedade . Ou, ainda, está direcionado a uma questão teórica que merece atenção: isto é, melhor definição, maior precisão etc.”
Originalidade	“[...] um tema é original quando há indicadores de que seus resultados irão causar alguma surpresa . Isto é, se há possibilidades de encontrar novos resultados ainda não disseminados no ambiente científico-profissional. O original, em síntese, é a leitura do aluno-autor sobre o tema pesquisado. É evidenciado pelo valor da reconstrução racional e lógica do tema escolhido.”

Fonte: Adaptado de Martins (2000, p. 24)

Nesse aspecto, entendemos que o presente estudo atende aos três requisitos. É viável, por tratar de um momento histórico específico, onde as informações são de fácil acesso. É importante em função de envolver valores expressivos para a economia como um todo, sendo de fundamental importância o fortalecimento do mercado de capitais para o país. É original em função da abordagem aqui adotada, pois busca analisar a questão do underpricing sob um enfoque não observado em estudos anteriores.

Ademais, temos que considerar que o ressurgimento das aberturas de capital e emissão de ações, ocorrido a partir de maio de 2004 com a emissão da Natura, representou uma profunda mudança no mercado de capitais no Brasil, particularmente para o mercado de ações.

Alem de reabrir essa alternativa de financiamento às empresas, esse mercado vem atraindo a atenção de um volume expressivo de novos investidores, nacionais e estrangeiros. No caso dos investidores nacionais, particularmente das pessoas físicas, percebe-se a mudança da cultura de investimentos no país, com o investimento em ações passando a fazer parte de seu leque de alternativas para aplicação de suas poupanças.

Considerando-se esse conjunto de fatores, o ideal é que essa retomada das emissões primárias seja perene, duradoura, representando uma alternativa permanente de financiamento às empresas e uma alternativa de investimento de longo prazo aos investidores nacionais e estrangeiros. Tal realidade só ocorrerá se os benefícios desse processo estiverem ocorrendo tanto para vendedores quanto para compradores, o que precisa ser verificado. Esse é um dos objetivos do presente estudo.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Este capítulo visa apresentar e discutir todo o arcabouço teórico que dá suporte aos temas aqui discutidos. Seu objetivo é repassar a teoria de finanças relativa aos pontos aqui analisados, proporcionando o suporte teórico para discussão e eventuais conclusões.

Nesse sentido, foi estruturado da seguinte maneira. No tópico 2.1, discutiremos o sistema financeiro nacional e a importância de um mercado de capitais forte e dinâmico para as empresas, a economia e a sociedade em geral. No item seguinte, 2.2, discutiremos o processo de abertura de capital, detalhando esse processo em linhas gerais e a legislação específica sobre o tema, emanada pelas autoridades reguladoras no Brasil. Posteriormente, em 2.3, discutiremos o processo de precificação de ações, inicialmente de maneira geral para, em seguida, discorrer sobre a precificação de ações objeto de ofertas públicas iniciais. Por fim, no tópico 2.4, apresentaremos alguns estudos sobre IPO's e sua precificação.

É de se destacar que, neste enfoque, a abordagem do tema vai do geral ao particular, ou seja, inicia discutindo a questão de maneira abrangente e, de forma gradativa, vai particularizando a discussão. Tal enfoque está em linha com a forma como é abordado o tema nesta dissertação, descrita tanto no capítulo 1 (Introdução) quanto no capítulo 3 (Metodologia).

2.1 O mercado de capitais e sua importância na economia

A evolução histórica das sociedades fez com que elas se tornassem, gradativamente, cada vez mais complexas. No aspecto econômico, uma das características básicas dessa complexidade é “[...] a crescente distância que separa o início da produção e o consumo final dos bens” (CASTRO E LESSA, pág. 25).

Para estudar, entender e explicar essa complexidade no aspecto econômico, os compêndios de Economia dividem o Sistema Econômico em duas vertentes: o chamado “lado real”, que compreende a produção de bens e serviços, e o “lado monetário”, com discussões sobre a moeda e suas funções na economia.

Esse “lado monetário” dos sistemas econômicos atuais funciona através do chamado Sistema Financeiro (SF). Apesar de sua complexidade no mundo moderno, o sistema financeiro tem suas origens ligada à mais básica das funções da moeda: funcionar como o denominador comum das trocas. À medida que os países foram evoluindo, foram surgindo as moedas nacionais. Nesse processo, alguns agentes econômicos passaram a acumular moedas, fazendo com que, através do processo histórico, surgissem os bancos, especificamente para efetivar a guarda desse dinheiro. Com o passar do tempo, os bancos foram percebendo que, na maior parte do tempo, esse dinheiro permanecia em seu poder, o que significava, em outras palavras, que os bancos não precisavam manter um volume de disponibilidade de moeda igual ao volume dos depósitos existentes. Mais especificamente, perceberam que bastava manter uma pequena parcela de dinheiro em caixa, para fazer frente aos saques, podendo assim emprestar parte dos recursos captados.

Nesse quadro, a atividade bancária foi evoluindo gradativamente, em um longo processo histórico, ao mesmo tempo em que os sistemas financeiros foram se tornando cada vez mais complexos. Essa história, aqui resumida em poucas linhas, tomou vários séculos, desembocando na complexa economia atual.

Segundo Assaf Neto (2008, p. 16), o Sistema Financeiro:

[...] é constituído por instituições financeiras, de natureza pública e privada, que viabilizam as transferências de recursos de agentes superavitários – com capacidade de poupança – para os agentes deficitários – que demandam recursos para consumo e investimentos.

Ou seja, compete ao sistema financeiro permitir a circulação da “liquidez” da economia.

Os agentes superavitários são capazes de gerar recursos em volumes superiores às suas necessidades, sendo denominados também “poupadores” ou “doadores” de recursos. Por outro lado, os agentes deficitários seriam aqueles cuja demanda de recursos é superior à sua capacidade de geração, sendo também denominados “tomadores” de recursos. Vale mencionar que, na prática, os agentes econômicos podem assumir e intercambiar seus papéis, de poupadores ou de tomadores de recursos, a qualquer momento.

Na interação entre esses dois tipos de agentes econômicos, encontramos situações diametralmente opostas. Os poupadores visam alocar seus recursos excedentes à melhor taxa

possível, buscando o máximo de retorno. Já os tomadores de recursos buscam tomar recursos à menor taxa possível, a fim de minimizar seus custos. Desse conflito, surge um outro, e talvez mais importante, papel desempenhado pelo sistema financeiro: permitir a alocação ótima de recursos, benéficas às duas partes, poupadores e tomadores.

Esse conceito de alocação ótima não pode ser visualizado apenas no aspecto microeconômico, ou seja, pela ótica de cada investidor. À medida que cada investidor conseguir efetivar uma alocação ótima de seus recursos, o conjunto da economia também estaria fazendo uma alocação ótima de seus recursos. Ou seja, numa visão macroeconômica, também teríamos uma alocação ótima.

Por outro lado, poderia ser discutível essa generalização da visão micro para a visão macro, ou seja, poderíamos nos precipitar em afirmar que, pelo fato dos investidores efetivarem alocações ótimas, sob seus pontos de vista, a economia, como um todo, estaria realizando alocações ótimas. Um exemplo seria uma alta de juros, por parte do governo, nos títulos de sua emissão. No momento em que eleva os juros, o governo propicia uma alocação melhor de recursos para os investidores detentores de capital, fazendo com que os mesmos possam optar por comprar mais títulos do governo, obtendo um retorno superior, o que poderia significar uma alocação ótima do ponto de vista individual. Todavia, pelo fato de atrair recursos que poderiam estar investidos na atividade produtiva, a sociedade, como um todo, poderia não estar fazendo uma alocação ótima de seus recursos nesse momento.

No entanto, aqui poderíamos argumentar que, no momento que o governo aumenta os juros da economia, o faz com um propósito específico (geralmente o de combater a inflação). Nesse momento, ele estaria buscando aquilo que entende como o melhor para a economia, já que, pelo seu ponto de vista (do governo), seria mais conveniente a alocação de recursos na atividade rentista (mercado financeiro) e não na atividade produtiva. Ou seja, ao aumentar os juros, estaria havendo uma alocação ótima sob o ponto de vista da autoridade econômica.

Como se vê, o tema permite vários pontos de vista, e larga discussão, como que o poderíamos prejudicar o andamento do presente trabalho.

Em consequência, a visão de alocação ótima deste estudo, sob o ponto de vista de cada uma das partes, doador e tomador de recursos, será feita sob os seguintes ângulos:

- (i) Vendedores: será ótima se permitir que, pela emissão pública de ações, obtiver preços superiores aos que obteria através de negociações privadas de seus ativos;
- (ii) Compradores: se estiver gerando retornos positivos ao longo do tempo, sob diferentes enfoques.

2.2 Mercado de ações e abertura de capital

A discussão na teoria de Finanças sobre abertura de capital via emissão pública de ações e suas motivações é bastante longa.

A Abertura de Capital de qualquer empresa ocorre através do processo de “Oferta Pública Inicial” (IPO – Initial Public Offer).

2.2.1 As normas brasileiras para emissões de ações e sua precificação

As emissões de ações no Brasil são disciplinadas pela Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404, de 15.12.1976 - LSAs) e também por instrução da CVM (Instrução 400/03, de 29.12.2003).

A LSAs é mais abrangente, sendo o instrumento legal que disciplina toda a vida das sociedades por ações. Em seu capítulo XIV, particularmente nos artigos 170 a 172, trata do aumento do capital social mediante subscrição de ações. No tocante ao preço de emissão de ações, diz, em seu art. 170:

“§ 1º O preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente:
I – a perspectiva de rentabilidade da companhia;
II – o valor do patrimônio líquido da ação; ...”

Já a Instrução CMV 400 trata especificamente sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, tanto no mercado primário quanto no secundário.

No parágrafo 1º do art. 23, diz essa instrução:

O ofertante poderá estabelecer que o preço e, tratando-se de valores mobiliários representativos de dívida, também a taxa de juros, sejam determinados no dia da apuração do resultado da coleta de intenções de investimento, desde que sejam indicados os critérios objetivos que presidem à sua fixação no Prospecto Preliminar e no aviso a que se refere o art. 53.

Um pouco mais adiante, em seu artigo 32, essa Instrução determina que será obrigatória a apresentação de “estudo de viabilidade econômico-financeira da emissora” quando, entre outros fatores:

[...]

III. a fixação do preço da oferta baseie-se, de modo preponderante, nas perspectivas de rentabilidade futura da emissora;

IV. houver emissão de valores mobiliários em montante superior ao patrimônio líquido da emissora, considerando o balanço referente ao último exercício social, e os recursos captados visarem à expansão ou diversificação das atividades ou investimento em controladas ou coligadas;

[...]

Ainda no mesmo documento, em seu art. 39, quando determina os dados e informações a serem incluídos no Prospecto da emissão, encontramos:

§ 1º Caso sejam incluídas as previsões relativas à evolução da atividade e dos resultados da emissora, bem como à evolução dos preços dos valores mobiliários que são objeto da oferta, deverão:

- a. ser claras e objetivas; e
- b. apoiar-se em opinião de auditor independente sobre os pressupostos, os critérios utilizados e a sua consistência e coerência com as previsões.

§ 2º A CVM poderá exigir do ofertante e da emissora, inclusive com vistas à inclusão no Prospecto, as informações adicionais que julgar adequadas, além de advertências e considerações que entender cabíveis para a análise e compreensão do Prospecto pelos investidores.

Ainda no documento da CVM, o mesmo fala sobre “consulta sobre a viabilidade da oferta”.

Para tanto, em seu art. 43, determina:

É permitida a consulta a potenciais investidores pelo ofertante e pela instituição líder da distribuição para apurar a viabilidade ou o interesse de uma eventual oferta pública de distribuição, devendo esta consulta não exceder de 20 investidores e ter critérios razoáveis para o controle da confidencialidade e do sigilo, caso já tenha havido a contratação prévia de instituição intermediária pelo ofertante.

Vale acrescentar que, ainda nesse mesmo artigo, em parágrafos posteriores, determina que deverá ser mantida lista detalhada com informações sobre as pessoas consultadas, a data e hora em que foram consultadas e suas respectivas respostas, devendo essa lista ser apresentada à CVM junto aos demais documentos do pedido de registro da emissão naquele órgão.

Um pouco mais adiante, encontramos o artigo que trata da “COLETA DE INTENÇÕES DE INVESTIMENTO”. Nos prospectos de emissão, esse tema aparece denominado como “*processo de bookbuilding*”, termo pelo qual esse processo é conhecido no mercado. Diz o texto da CVM:

Art. 44 – É permitida a coleta de intenções de investimento, com ou sem o recebimento de reservas, a partir da divulgação de Prospecto Preliminar e do protocolo do pedido de registro de distribuição na CVM.

Parágrafo único. A intenção de realizar a coleta de intenções de investimento deverá ser comunicada à CVM juntamente com o pedido de registro de distribuição realizado nos termos do art. 7º.

2.3 Precificação de ações e *valuation*

A precificação de ativos, processo também conhecido como “valuation”, é um tema chave na ciência econômica, com discussões particulares na Teoria de Finanças.

Nas últimas décadas, inúmeros modelos de precificação foram criados, todos buscando sempre um único objetivo: a melhor forma de se determinar o preço correto de negociação de um ativo.

No caso do mercado de ações, essa discussão assume aspectos particulares. Isso se deve à dinâmica do mercado de ações, onde esses ativos, transacionados em bolsas de valores, passam a sofrer influências de uma série de outros fatores, que vão muito além da simples realidade das empresas.

No prefácio de seu livro, DAMODARAN (2002, p. XVII) apresenta a seguinte reflexão:

Será que as regras antigas ainda valem? Será que precisamos de novas medidas de avaliação, ou será que as antigas são flexíveis o bastante para lidarem com as empresas que constituem a nova

economia? Será possível avaliar uma empresa que não tenha lucros ou histórico e que não seja comparável a quaisquer outras?

Quando tratamos de empresas em processo de abertura de capital, geralmente nos deparamos com questionamentos similares. Na referida obra, o autor levanta essas reflexões em relação às empresas de tecnologia (classificando-as como pertencentes à “nova economia), em função de características particulares, quais sejam:

- i. expansão em função do investimento em pesquisa e por aquisições;
- ii. baixos investimentos em ativos fixos (construção de instalações e compra de equipamentos);
- iii. taxas elevadas (e, em alguns casos, astronômicas) de crescimento das receitas, simultaneamente à ocorrência de poucos lucros;
- iv. “seus ativos são, muitas vezes, patentes, tecnologia e empregados habilidosos” (DAMODARAN, op. cit., p. XVIII)

2.3.1 A teoria contábil e a avaliação de valor

A avaliação de valor pode ser definida como o processo prévio a todo investimento, onde se procura determinar o preço adequado do ativo, considerando sua perspectiva de retorno, tempo e risco. Possui vários sinônimos, como valoração, precificação e *valuation*. Doravante, esses termos serão usados indistintamente.

Quando um investidor está comprando ações, seja em uma emissão primária ou secundária, ele está comprando, na prática, uma parte da empresa. Mais especificamente, cada ação comprada representa a parcela mínima do patrimônio da empresa. Ou seja, nesse processo, estamos falando do “patrimônio líquido”. Devemos então caracterizar melhor esse termo.

Segundo Iudícibus (2004), existem três definições centrais para o termo. O primeiro, fundamentado na “teoria do proprietário”, define patrimônio líquido como a diferença entre ativo e passivo. É a abordagem mais antiga, onde o proprietário é o centro da atenção da contabilidade. Os dividendos representariam retiradas de capital, e os lucros acumulados são parte da propriedade. Segundo esse autor, essa teoria se aplicaria melhor às organizações mais simples, como as firmas individuais, do que às sociedades por ações, apesar da teoria do proprietário ainda influenciar os autores que tratam dessas últimas.

Uma segunda definição, baseada na “teoria da entidade”, afirma que as atividades da entidade devem ser tratadas de maneira distinta em relação às atividades e interesses dos proprietários detentores de parcelas do capital. Ganhos e lucros são tratados como pertencentes à entidade, até que ocorra a transferência dessa riqueza, no todo ou em parte, para os participantes individuais por intermédio de uma declaração de dividendos.

A terceira definição é baseada na “teoria do fundo”, onde são abandonadas as relações pessoais, que sustenta a teoria do proprietário, bem como a personalização da empresa como entidade, como ocorre na teoria da entidade. Nessa terceira definição, segundo Iudícibus (2004):

[...] o capital investido representa uma restrição financeira ou legal para o uso dos ativos, isto é, o capital investido precisa ser mantido intacto, a não ser que uma autorização específica tenha sido obtida para uma liquidação completa ou mesmo parcial.

Existem algumas definições diferentes, mas que, na prática, seriam uma variante de uma das três teorias acima.

É fácil prever que diferentes teorias e definições de PL poderiam originar diferentes métodos de avaliação de valor.

Segundo Pova (2004):

[...] o objetivo mais importante do avaliador é, através da aplicação de uma teoria específica ou algumas combinadas, atingir não necessariamente um só valor, mas uma região de preço para o ativo. É necessário nunca perder de vista que, em qualquer análise que esteja sendo realizada, existem duas dimensões que jamais podem se ignoradas: o potencial de retorno, seja de lucros ou de fluxo de caixa, e o risco embutido nessa projeção”.

Martins, em texto que fala sobre avaliação de empresas, afirma:

A grande confusão parece, pelo menos em parte, devido à não percepção de que todos os modelos até hoje surgidos nada mais são do que visões temporalmente diferentes do mesmo objeto: o patrimônio; e mais, são todos eles, numa perspectiva ainda mais simples, visões temporais de um único elemento patrimonial: o caixa.

Damodaran (1997) lembra que grande parte dos investidores tem utilizado a relação entre o preço e o valor contábil em algumas estratégias de investimento. Segundo esse autor, “[...]”

alguns têm utilizado baixos valores de índices preço / valor contábil como um filtro para selecionar ações subvalorizadas”.

Mais adiante, informa:

Vários estudos estabeleceram a relação entre os índices P/VP e os retornos adicionais. Rosenberg, Reid e Lanstein (1985) descobriram que os retornos médios das ações norte-americanas relacionavam-se positivamente com as razões entre o valor contábil e de mercado. Entre 1973 e 1984, a estratégia de se selecionar ações com altos índices valor contábil / preço (baixos índices preço / valor contábil) rendeu um retorno adicional de 36 pontos básicos por mês. Fama e French (1992), ao examinarem o perfil de retornos esperados de ações entre 1963 e 1990, estabeleceram que a relação positiva entre o índice valor contábil / preço e os retornos médios tanto em testes univariantes quanto em multivariantes, é ainda mais forte que o efeito do porte da empresa para justificar os retornos. Quando classificaram empresas em 12 carteiras com base nos índices valor contábil / preço, as empresas da classe de menor valor contábil / preço (maiores P/VP) obtiveram um retorno médio mensal de 0,30%, ao passo que as empresa da classe de mais alto valor contábil / preço (menores P/VP) obtiveram um retorno médio mensal de 1,83% no período 1963-1990.

Segundo Lopes (2002):

[...] a relação do patrimônio da empresa com seu preço de mercado também tem sido estudada pelos pesquisadores em contabilidade. A diferença entre o valor de livro da empresa e o seu preço de mercado é conhecida como erro de mensuração (measurement error) e deveria ser igual a zero no longo prazo se não houvesse diferenças entre a mensuração contábil e os preços de mercado.

2.3.2 A informação contábil e o mercado de capitais

A relação entre informação contábil e mercado de capitais vem sendo largamente estudada nos últimos anos pela teoria contábil, mais especificamente pela Teoria Contábil Positiva.

Até o advento dessa nova corrente de pesquisa contábil, predominava a tradição normativa. Com base nessa abordagem, a pesquisa contábil realizada até então, segundo Lopes e Martins (2005):

[...] preocupava-se principalmente com a avaliação de práticas contábeis de acordo com padrões teóricos daquilo que se considerava como ideal. O “ideal” normalmente era baseado em conceitos econômicos de lucro e riqueza.

Mais adiante, mencionam que a abordagem normativa pode ser visualizada na observação de recomendações contábeis originadas pelos órgãos reguladores e teóricos da contabilidade.

A Teoria Positiva surgiu no final dos anos 60, onde a ênfase da contabilidade começou a migrar da tradição econômica e normativa para uma perspectiva baseada na informação, que ficou conhecida como “*informational approach*”. Nessa abordagem, a ciência contábil deixa de ser prescritiva, passando a ter um caráter explicativo e preditivo. Como exemplo, caso uma pesquisa nessa linha tivesse como tema a realidade contábil brasileira, ela não buscaria julgar a qualidade da contabilidade brasileira, mas buscaria entender com o mercado trabalha com essa informação.

Segundo Iudícibus e Lopes, pesquisas com abordagem positiva tem sido raras no Brasil. No entanto, destacam o trabalho de Lopes (2001), onde foi investigado o papel das informações contábeis para explicar o comportamento dos preços dos títulos negociados na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Essa análise foi realizada dentro de três áreas gerais: (i) comparação entre o modelo de avaliação baseado em variáveis contábeis e o modelo de avaliação baseado em dividendos futuros; (ii) poder explicativo das variáveis contábeis correntes para explicar preços correntes; (iii) relação entre o reconhecimento do resultado econômico pelo contábil e a assimetria nesse processo.

Segundo Lopes (2002), os resultados demonstraram que os números contábeis são significativamente relevantes para a explicação dos preços. Mais adiante, informa que os resultados da pesquisa “[...] demonstram que grande parte da relevância dos números contábeis se deve ao valor do patrimônio líquido e não aos lucros”.

Diante do discutido, fica evidente que a informação contábil, particularmente o patrimônio líquido, possui informação relevante. A pergunta que se apresenta é como as novas emissões tem ignorado totalmente o conteúdo informacional dos dados contábeis? Como ações são emitidas a preços tão elevados e superiores ao seu valor patrimonial e aos resultados passados da empresa?

2.3.3 Os modelos de precificação de ações

2.3.3.1 O Modelo de Indicadores de Mercado

2.3.3.1.1. – Índice Preço/Lucro (P/L)

Segundo Assaf Neto (2000), “[...] o índice preço/lucro constitui-se em um dos quocientes mais tradicionais do processo de análise de ações, sendo bastante utilizado pelos investidores”.

É calculado pela seguinte fórmula:

$$P / L = \frac{\text{Preço de Mercado da Ação}}{\text{Lucro por Ação (LPA)}}$$

Sua larga utilização deve-se, em grande parte, ao fato de ser um índice de fácil entendimento e apuração. Esse índice indica o número de anos que serão necessários para o investidor recuperar o capital investido.

Para um investimento ideal, com retorno anual de 12%, esse índice teria o valor de 8,33 (1 / 0,12). Qualquer investimento com índice P/L inferior a 8,33 estaria proporcionando um retorno superior a 12%, enquanto um investimento com indicador superior estaria proporcionando um rendimento inferior ao ideal. Alguns investidores chegam a calcular esse índice com base no rendimento proporcionado pela taxa referencial paga pelo governo em seus títulos (taxa SELIC). Neste caso, considerando um rendimento anual de 15%, o índice P/L máximo seria 6,67, sendo que qualquer investimento com índice preço/lucro superior a esse seria descartado, por proporcionar menor rentabilidade e tomar mais tempo para retorno do capital investido.

2.3.3.1.2. – Índice Preço/Valor Patrimonial (P/VP)

Outro índice bastante utilizado, esse índice aponta quantas vezes o valor de mercado da ação supera seu valor patrimonial (ou valor em livros).

Seu cálculo se dá pela seguinte fórmula:

$$P / VP = \frac{\text{Preço de Mercado da Ação}}{\text{Valor Patrimonial da Ação (VP)}}$$

2.3.3.1.3 Considerações e críticas a esses índices

Existem várias críticas à utilização de índices e indicadores na análise de ações. Uma primeira crítica é que esses indicadores possuem natureza estática, ou seja, não incorporam variações futuras, que ocorrem de maneira contínua nas empresas e em seus números. Outra crítica é que esses índices são calculados com base em números contábeis, sujeitos a toda sorte de manipulações.

Em que pese a validade dessas e de outras críticas, esses indicadores nos dão alguma informação sobre as ações e seus preços, sendo bastante utilizados e servindo para várias conclusões, dependendo do método de investimento de cada aplicador.

2.3.3.2 O modelo de Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

Como já mencionado, o processo de análise de valor (doravante AV) é fundamental em finanças. Para alguns, seria nesse momento que as finanças se tornariam uma ciência.

A utilização de indicadores de mercado, como feita no item anterior, serve como um importante referencial. No entanto, todo investimento, para ser considerado de boa qualidade, deve ser precedido por um processo de AV, com base nas modernas técnicas das finanças.

A técnica mais conhecida, e largamente utilizada, é a do Fluxo de Caixa Descontado, que discutiremos adiante.

Conforme Damodaran (1997), “[...] esta abordagem tem sua fundamentação na regra de ‘valor presente’, onde o valor de qualquer ativo é o valor presente dos fluxos de caixa futuros dele esperados”.

Apesar de aparentemente simples, as dificuldades aparecem logo no início do processo. A primeira delas advém do fato de trabalharmos com fluxos futuros, que não podem ser determinados, mas apenas estimados. E é nessa estimativa que surgem as grandes variações. Como estimar a taxa de crescimento da empresa e de seus fluxos, qual referencial ou método utilizar?

Em consequência do nível de crescimento estimado, Damodaran (1997), cita diferentes modelos para o “fluxo de caixa livre”, para crescimento estável, para crescimento em dois estágios (acelerado no período inicial e estável após este período), e também para crescimento em três estágios (alto, transição e estável). Qualquer um poderia ser aplicado às novas emissões, dependendo das particularidades de cada empresa emissora.

Outra questão: qual fluxo futuro devemos trazer a valor presente, o fluxo de caixa livre para acionista, o fluxo de caixa livre para a empresa ou o fluxo de dividendos.

Adicionalmente, temos mais um item fundamental: a taxa de desconto a ser utilizada, cuja estimativa é fundamental.

Não é nossa intenção aqui discorrer largamente sobre esse método, pois existem vários livros especializados sobre o tema. Apenas levantamos suas particularidades pois, dadas as várias questões que se apresentam na sua utilização, no momento de sua aplicação podem surgir muitas variações nos preços das valorações realizadas.

Vale citar que, segundo, Copeland, Koller e Murrin (1996), o FCD proporciona um quadro mais sofisticado e confiável do valor de uma empresa que a abordagem contábil (baseada em índices e indicadores).

2.4 Estudos sobre IPOs

O processo de abertura de capital é amplamente estudado em finanças, em vários aspectos. No entanto, a quantidade de estudos desse tipo nos Estados Unidos e Europa é bastante superior ao volume dessas pesquisas no Brasil. Essa realidade se deve, basicamente, ao fato de os mercados de ofertas públicas naqueles países serem extremamente maduros, funcionando como uma efetiva fonte de alocação e tomada de recursos a investidores e empresas, enquanto que, no Brasil, apesar do expressivo crescimento de aberturas de capital no período 2004/2007, ainda não temos um mercado de ofertas públicas plenamente amadurecido.

Outros dois fatores que dificultam os estudos da espécie no Brasil são:

- desde o fim do ciclo de aberturas de capital de 1970, até o início do presente ciclo, o volume de aberturas de capital no Brasil foi bastante tímido, propiciando um volume de casos muito pequeno;
- o período de maior volume, iniciado em 2004, ainda é, relativamente, muito recente, dado o tempo demandado para se verificar as ocorrências propostas nos estudos. Ademais, esse processo ainda está ocorrendo, não se encerrou, dificultando o distanciamento e análise dos pesquisadores.

2.4.1 Estudos Internacionais

Leal (1991, p. 119) realizou uma revisão das teorias explicativas dos retornos anormais nas aberturas de capital, definindo como retorno anormal a elevada valorização de novas ações nos primeiros dias de negociação, mesmo quando ajustado pelo retorno do mercado em tal período. Dividindo o trabalho em três etapas, discutiu inicialmente as hipóteses mais populares (tradicionais), encontradas nos primeiros trabalhos sobre o tema, para depois, nas etapas seguintes, analisar o fenômeno pelo enfoque da assimetria de informação e pela hipótese da bolha especulativa. Entre as hipóteses tradicionais, tínhamos as seguintes hipóteses: a colocação mais fácil de papéis mais baratos, a colocação mais rápida também em função do baixo preço, possibilidade dos agentes colocadores receberem suas comissões em ações (ganhando com a valorização da ação) e, por fim, pelo fato do baixo preço permitir que os investidores tenham mais boa vontade com emissões subseqüentes da empresa. Sob o enfoque da assimetria informacional, discutiu três hipóteses: assimetria informacional entre a empresa emissora e o mercado (mediada pelo agente colocador), a assimetria informacional entre os investidores (informados e não informados) e, como terceira hipótese, a associação entre o prestígio do agente colocador e o resultado da emissão. Na terceira etapa do trabalho, revisa as teorias que associam os retornos iniciais anormais a bolhas especulativas, onde os preços dos negócios iniciais não refletiriam os fundamentos, por estarem inflados. Ademais, os excessos nos retornos iniciais seriam seguidos por retornos negativos excessivos em prazos mais longos, o que comprovaria a existência e estouro da bolha especulativa inicial. Importante mencionar novamente que o estudo em questão é todo teórico, ou seja, apresenta uma rápida revisão da literatura sobre o tema, sem discutir qualquer exemplo empírico.

Em outro estudo, Leal (2001, p. 132) discutiu três razões que, segundo ele, inibiriam as aberturas de capital por emissões de ações no Brasil. O primeiro motivo seria o elevado custo

do capital próprio, tanto pelo enfoque do “prêmio de risco adicionado ao custo da dívida da empresa”, quanto pelo CAPM – Capital Asset Pricing Model. Ou seja, o elevado custo dos novos recursos, decorrentes da abertura de capital, seria um forte inibidor ao processo. O segundo motivo seria a falta de proteção ao acionista minoritário, dado o fato do Brasil não oferecer proteção legal ao pequeno acionista (aqui, temos que considerar que, decorridos sete anos da data do artigo, e mesmo com a evolução do processo de governança corporativa no país, essa discussão ainda é pertinente, apesar de alguma evolução legal). Já o terceiro motivo inibidor das aberturas de capital no Brasil seriam os custos indiretos de emissão, ou seja, o fato de que os elevados retornos iniciais das emissões públicas faria com que as empresas emissoras deixassem muito “dinheiro sobre a mesa” (pelo fato de que essa valorização inicial seria absorvida pelos compradores da ação e não pela empresa emissora). Essa elevada diferença entre o preço de emissão e o preço de mercado nos primeiros dias seria frustrante para a empresa emissora, funcionando como um inibidor.

Charchat (2001, p. 141) analisa aquilo que ele denomina a triste história das aberturas de capital no Brasil: o comportamento de longo prazo das empresas que abriram seu capital no ano de 1986, durante o Plano Cruzado. Especificamente durante a primeira metade daquele ano, ocorreu um volume recorde de emissões de ações, dado o sucesso do referido plano econômico e a elevada valorização do mercado de ações no período. Nesse sentido, o autor analisou o comportamento de longo prazo dos papéis de 24 empresas que emitiram ações naquele ano. Sem querer simplificar o estudo, que apresenta várias informações, o autor concluiu que haviam evidências empíricas de que as empresas se aproveitaram do momento de euforia por parte dos investidores, abrindo seu capital valendo-se de uma “janela de oportunidade” causada por essa euforia. A *performance* de longo prazo dos papéis foi bastante ruim, gerando fortes prejuízos aos investidores. Vale destacar que, passados 10 anos, apenas 8 (oito) sobreviveram. Ainda dentro das 24 empresas analisadas, 9 (38%) pediram concordata e 10 (42%) foram alienadas ou sofreram alteração do grupo controlador.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Um homem nada faria se, para principiar a fazer as coisas, esperasse até fazê-las com tal perfeição que ninguém lhes acharia defeito.

Cardeal Newman

Existem vários conceitos e definições para a palavra “método”. Lakatos e Marconi (2006, p. 44) chegam a citar 9 definições do termo, de diferentes autores. Entre as várias definições ali citadas, tomaremos a seguinte:

“Método é a forma de proceder ao longo de um caminho. Na ciência os métodos constituem os instrumentos básicos que ordenam de início o pensamento em sistemas, traçam de modo ordenado a forma de proceder do cientista ao longo de um percurso para alcançar um objetivo” (Trujillo, 1974:24)

Na discussão do mesmo tema, encontramos a seguinte definição em Gil (2000, p. 31):

Etimologicamente, método significa caminho para se chegar a um fim. Assim, método científico pode ser entendido como “o caminho para se chegar à verdade em ciência” ou como “o conjunto de procedimentos que ordenam o pensamento e esclarecem acerca dos meios adequados para se chegar ao conhecimento.

Operacionalmente, utilizaremos essas duas definições como guia. Nessa lógica, podemos dizer que a metodologia compreende a adoção da abordagem metodológica mais adequada para o estudo, considerando-se o problema de pesquisa e os objetivos do trabalho, previamente definidos em etapa anterior.

Em relação à abordagem metodológica, encontramos em Marconi e Lakatos (1999, p. 32) a seguinte orientação:

A seleção do instrumental metodológico está, portanto, diretamente relacionada com o problema a ser estudado: a escolha dependerá dos vários fatores relacionados com a pesquisa, ou seja, a natureza dos fenômenos, o objeto da pesquisa, os recursos financeiros, a equipe humana e outros elementos que possam surgir no campo da investigação.

A abordagem metodológica, por sua vez, está relacionada à forma como as pesquisas podem ser classificadas. Tal qual a definição da palavra metodologia, encontramos também várias formas de classificação das pesquisas científicas. No entanto, de maneira geral, elas são

classificadas em três grandes grupos: exploratórias, descritivas e explicativas. Em Gil (2002, p.41, encontramos as seguintes considerações:

(i) Pesquisas exploratórias

Estas pesquisas têm como objetivo proporcionar maior familiaridade com o problema, com vistas a torná-lo mais explícito ou a constituir hipóteses. Pode-se dizer que estas pesquisas têm como objetivo principal o aprimoramento de idéias ou a descoberta de intuições. Seu planejamento é, portanto, bastante flexível, de modo que possibilite a consideração dos mais variados aspectos relativos ao fato estudado. Na maioria dos casos, essas pesquisas envolvem: (a) levantamento bibliográfico; (b) entrevistas com pessoas que tiveram experiências práticas com o problema pesquisado; e (c) análise de exemplos que “estimulem a compreensão” [...]

(ii) Pesquisas descritivas

As pesquisas descritivas têm como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre variáveis. São inúmeros os estudos que podem ser classificados sob este título e uma de suas características mais significativas está na utilização de técnicas padronizadas de coleta de dados, tais como o questionário e a observação sistemática.

(iii) Pesquisas explicativas

Estas pesquisas têm como preocupação central identificar os fatores que determinam ou que contribuem para a ocorrência dos fenômenos. Esse é o tipo de pesquisa que mais aprofunda o conhecimento da realidade, porque explica a razão, o porquê das coisas. Por isso mesmo, é o tipo mais complexo e delicado, já que o risco de cometer erros aumenta consideravelmente.

Com base no exposto, podemos dizer que a presente pesquisa pode ser classificada como exploratório-descritiva. Seu caráter exploratório deve-se ao fato de que buscaremos aprofundar o conhecimento sobre o tema (ciclo de aberturas de capital no período 2004/2007), a fim de adquirir maior familiaridade com o tema. Isso nos permitirá também que, ao final, possamos levantar hipóteses sobre o tema, indicativas para futuros estudos, uma das características das pesquisas exploratórias.

Por outro lado, o caráter descritivo da presente pesquisa decorre da abordagem quantitativa que faremos do tema, buscando descrever o comportamento dos preços das novas ações emitidas no período em questão e seus efeitos em termos de geração de riqueza. Essa análise terá um foco apenas descritivo, sem que busquemos estabelecer relações entre quaisquer das variáveis analisadas. Vale ressaltar que essas variáveis não receberão um tratamento estatístico aprofundado, mas apenas o levantamento de suas estatísticas descritivas.

3.1 Dados

Conforme já detalhado, no presente trabalho serão estudadas as ações das empresas que fizeram abertura de seu capital no período compreendido entre os anos de 2004/2007. Dessa forma, as ações a serem estudadas são aquelas discriminadas na tabela abaixo (Tabela 2):

Tabela 2 - Empresas que fizeram abertura de capital no período 2004/2007

	Empresa	Código na Bolsa	Data do Início da Série
1	Natura	NATU3	25/05/04
2	Gol	GOLL4	23/06/04
3	CPFL Energia	CPFE3	28/09/04
4	Grendene	GRND3	28/10/04
5	Dasa	DASA3	18/11/04
6	Porto Seguro	PSSA3	19/11/04
7	Renar	RNAR3	25/02/05
8	B2W Varejo - ex-Submarino	SUBA3+BTOW3	29/03/05
9	Localiza	RENT3	20/05/05
10	Energias BR	ENBR3	12/07/05
11	OHL Brasil	OHLB3	14/07/05
12	TAM S/A	TAMM3	09/08/05
13	Nossa Caixa	BNCA3	27/10/05
14	Cosan	CSAN3	17/11/05
15	Uol	UOLL4	15/12/05
16	Copasa	CSMG3	07/02/06
17	Vivax	VVAX11	07/02/06
18	Gafisa	GFSA3	16/02/06
19	Company	CPNY3	01/03/06
20	Totvs	TOTS3	08/03/06
21	Equatorial	EQTL11+EQTL3	31/03/06
22	Abnote	ABNB3	26/04/06
23	BrasilAgro	AGRO3	28/04/06
24	CSU CardSystem	CARD3	28/04/06
25	Lupatech	LUPA3	12/05/06
26	GP Invest	GPIV11	31/05/06
27	Datasul	DSUL3	01/06/06
28	MMX Miner	MMXM3	21/07/06
29	Abyara	ABYA3	26/07/06
30	Medial Saude	MEDI3	21/09/06
31	Klabinsegall	KSSA3	06/10/06
32	Santos BRP	STBR11+STBP11	12/10/06
33	M. Diasbranco	MDIA3	17/10/06
34	Brascan Res	BISA3	20/10/06
35	Profarma	PFRM3	25/10/06
36	Terna Part	TRNA11	26/10/06
37	Ecodiesel	ECOD3	21/11/06
38	Odontoprev	ODPV3	30/11/06
39	Positivo Inf	POSI3	08/12/06
40	Lopes Brasil	LPSB3	15/12/06
41	Dufrybras	DUFB11	19/12/06
42	PDG Realt	PDGR3	25/01/07
43	CC Des Imob	CCIM3	30/01/07
44	Rodobensimob	RDNI3	30/01/07

45	Tecnisa	TCSA3	31/01/07
46	Iguatemi	IGTA3	06/02/07
47	GVT Holding	GVTT3	15/02/07
48	Anhanguera	AEDU11	09/03/07
49	JBS	JBSS3	28/03/07
50	Even	EVEN3	30/03/07
51	Pine	PINE4	30/03/07
52	BR Malls Par	BRML3	04/04/07
53	Fer Heringer	FHER3	11/04/07
54	JHSF Part	JHSF3	11/04/07
55	Metalfrio	FRIO3	12/04/07
56	Bematech	BEMA3	18/04/07
57	CR2	CRDE3	20/04/07
58	Agra Incorp	AGIN3	25/04/07
59	Cremer	CREM3	27/04/07
60	Wilson Sons	WSON11	27/04/07
61	Sofisa	SFSA4	30/04/07
62	Tarpon	TARP11	30/05/07
63	Inpar S/A	INPR3	05/06/07
64	Parana	PRBC4	13/06/07
65	SLC Agricola	SLCE3	14/06/07
66	Log-In	LOGN3	20/06/07
67	Eztec	EZTC3	21/06/07
68	Cruzeiro Sul	CZRS4	25/06/07
69	Daycoval	DAYC4	28/06/07
70	Marfrig	MRFG3	28/06/07
71	Tegma	TGMA3	02/07/07
72	Indusval	IDVL4	11/07/07
73	Redecard	RDCD3	12/07/07
74	Invest Tur	IVTT3	13/07/07
75	Banco Patagonia	BPAT11	19/07/07
76	Minerva	BEEF3	19/07/07
77	Guarani	ACGU3	20/07/07
78	Kroton	KROT11	20/07/07
79	MRV	MRVE3	20/07/07
80	Triunfo Part	TPIS3	20/07/07
81	Abc Brasil	ABCB4	24/07/07
82	Multiplan	MULT3	26/07/07
83	Providencia	PRVI3	26/07/07
84	Springs	SGPS3	26/07/07
85	Estacio	ESTC11+ESTC3	27/07/07
86	Generalshop	GSHP3	27/07/07
87	Cosan Ltd	CZLT11	16/08/07
88	Satipel	SATI3	20/09/07
89	Sul America	SULA11	04/10/07
90	Bicbanco	BICB4	11/10/07
91	Tenda	TEND3	11/10/07
92	Trisul	TRIS3	11/10/07
93	Seb	SEBB11	17/10/07
94	Marisa	MARI3	19/10/07
95	Agrenco	AGEN11	24/10/07
96	Bovespa Holding	BOVH3	25/10/07

97	Amil	AMIL3	26/10/07
98	Br Brokers	BBRK3	26/10/07
99	Helbor	HBOR3	26/10/07
100	Laep	MILK11	30/10/07
101	Panamericano	BPNM4	16/11/07
102	BM&F	BMEF3	29/11/07
103	MPX Energia	MPXE3	13/12/07
104	Tempo Part	TEMP3	17/12/07

Fonte: CVM, Economática, Bovespa

Compreende um total de 104 ações, sendo que os dados foram obtidos de diferentes fontes, a saber: endereços eletrônicos da CVM (<http://www.cvm.gov.br>) e da Bovespa (<http://www.bovespa.com.br>), e do sistema de informações Economática.

4 OS CICLOS ANTERIORES DE ABERTURAS DE CAPITAL NO BRASIL

Na tabela ... abaixo, encontramos o número de empresas listadas na Bovespa em cada um dos anos compreendidos no período 1970/2008. Num longo período de quase 40 anos, um ano em particular se destaca: 1971, quando o crescimento de empresas listadas cresceu expressivos 68,5%. Como veremos a seguir, o período de 1968/71 apresentou um forte crescimento do mercado de ações, com um grande número de empresas abrindo seu capital via emissão de ações.

Outro período importante para o mercado de ações foi o ano de 1889, exatamente o primeiro ano da República, onde, em função de um forte apoio governamental, um número expressivo de empresas efetivaram a abertura de capital.

Esses dois períodos serão aqui analisados, a fim de identificar suas características principais. Veremos que, apesar de um longo intervalo entre esses dois momentos, as características foram bastante similares, principalmente o movimento de especulação financeira. Posteriormente, esses ciclos serão comparados com o atual ciclo, a fim de determinar possíveis riscos ao ciclo atual.

Tabela 3 - Empresas de capital aberto listadas na Bovespa - 1970/2008

Ano	Número de Empresas	Variação no número de Empresas	Variação percentual	Ano	Número de Empresas	Variação no número de Empresas	Variação percentual
1970	200	-	-	1990	579	-13	-2,2%
1971	337	137	68,5%	1991	570	-9	-1,6%
1972	381	44	13,1%	1992	565	-5	-0,9%
1973	395	14	3,7%	1993	551	-14	-2,5%
1974	398	3	0,8%	1994	549	-2	-0,4%
1975	362	-36	-9,0%	1995	547	-2	-0,4%
1976	387	25	6,9%	1996	554	7	1,3%
1977	452	65	16,8%	1997	545	-9	-1,6%
1978	399	-53	-11,7%	1998	535	-10	-1,8%
1979	404	5	1,3%	1999	487	-48	-9,0%
1980	426	22	5,4%	2000	467	-20	-4,1%
1981	488	62	14,6%	2001	441	-26	-5,6%
1982	493	5	1,0%	2002	412	-29	-6,6%
1983	506	13	2,6%	2003	388	-24	-5,8%
1984	522	16	3,2%	2004	362	-26	-6,7%
1985	541	19	3,6%	2005	355	-7	-1,9%
1986	592	51	9,4%	2006	339	-16	-4,5%

1987	590	-2	-0,3%	2007	366	27	8,0%
1988	589	-1	-0,2%	2008	400	34	9,3%
1989	592	3	0,5%	2009	-	-	-

Fonte: Bovespa (1970-1999) e CVM

4.1 O Ciclo 1968/1971

Durante a década de 60 do século passado (doravante denominado “anos 60”), o Brasil vivenciou um período político extremamente conturbado, em decorrência de uma série de fatos e acontecimentos. Por não estarem relacionados ao escopo deste trabalho, serão apenas citados, já que estão na origem das mudanças econômicas ocorridas naquele período. Tais fatos foram: fim do governo de Juscelino Kubitscheck, eleição de Jânio Quadros, sua renúncia com apenas 7 meses de governo, dificuldades para assunção do governo pelo vice-presidente à época, João Goulart, instalação do parlamentarismo, fim do parlamentarismo por plebiscito nacional e assunção de João Goulart. O período do governo Goulart (1962-1964) foi também bastante conturbado, política e economicamente, sendo encerrado através de um golpe militar.

O governo militar assumiu o país em abril de 1964, dando início a uma série de reformas econômicas. Considerando o período 1964/1972, podemos destacar dois conjuntos de medidas: (i) aquelas decorrentes do diagnóstico econômico inicial do governo militar, consubstanciadas no Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG.), no período de 1964/1967, e (ii) aquelas adotadas pelo ministro do planejamento Delfim Neto, a partir de 1967.

Nesse conjunto de medidas econômicas, um dos objetivos do governo militar era construir um novo padrão de financiamento da economia. Nesse sentido, afirma Rodrigues (2002, p. 14):

[...] o Governo empenhou-se na montagem de um novo padrão de financiamento do crescimento econômico. Os problemas cruciais identificados no Plano eram o baixo volume da poupança privada, a inexistência de mecanismos de financiamento de longo prazo (exceto os governamentais, através do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico – BNDE) e um mercado de capitais incipiente. Tendo em vista a superação desses problemas, empreendeu-se uma ampla reordenação do Sistema Financeiro Nacional bem como incentivou-se a entrada de capital estrangeiro, tanto sob a forma de empréstimo quanto de investimento direto, para complementar a poupança nacional.

Na mesma lógica, Lago (1990, p. 259) afirma:

A partir de 1964, e também de 1967-1973, o governo buscou atingir o duplo objetivo de: (i) conter as necessidades de financiamento do setor público e (ii) assegurar uma oferta de crédito adequada ao setor privado.

Em julho de 1964, foi promulgada a Lei nº 4.357, através da qual eram criadas as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTNs), além da concessão de uma série de incentivos fiscais à aplicação em ativos financeiros.

Logo em seguida, através da Lei nº 4.380, de agosto do mesmo ano, foi constituído o Sistema Financeiro de Habitação (SFH), através da criação do Banco Nacional da Habitação (BNH). A fim de criar mecanismos de financiamento dos programas habitacionais, criou mecanismos de poupança voluntária (letras imobiliárias e hipotecárias e a caderneta de poupança) e compulsória (Fundo de Garantia por Tempo de Serviço – FGTS).

Em 31 de dezembro de 1964, através da Lei 4.595, o governo deu início à Reforma Bancária, através da qual reformulou todo o SFN. Nessa lei, foram criados o Conselho Monetário Nacional (CMN) – responsável pela política monetária e financeira -, e o Banco Central (BACEN).

Posteriormente, em 16 de julho de 1965, foi publicada a Lei 4.728, denominada Lei do Mercado de Capitais. Segundo Rodrigues (op. cit., p. 17):

Através desse diploma legal o Governo pretendia resolver os problemas afetos ao financiamento de investimentos privados a médio e longo prazos bem como estimular o mercado de ações, que deveria se constituir num importante instrumento de capitalização das empresas privadas nacionais criando, dessa forma, as condições para o desenvolvimento das modernas S/A.

Nesse contexto, foi criado um novo tipo de instituição financeira: os Bancos Privados de Investimento (BIs). A criação dos bancos de investimento tinha como objetivo criar uma fonte de financiamento para investimentos privados de médio e longo prazo, além de fomentar a captação de recursos pelas empresas através da abertura de seu capital social.

Posteriormente, seriam criados os “Fundos 157”. Segundo Lago (op. cit., p. 263):

Esse mecanismo iria canalizar volumosos recursos para as bolsas de valores e seria reforçado pela retomada do crescimento econômico, pelo aumento de lucratividade das empresas, por aprimoramentos no tratamento contábil dos resultados das empresas, e por uma tributação favorável dos dividendos.

Uma maior demanda do público e dos fundos de ações diante de uma oferta limitada de títulos levou a um forte aumento de preços, “culminando com um boom especulativo seguido de um traumático processo de reajuste em 1971”.

Como resultado do conjunto de medidas econômicas do período, observou-se, a partir de 1968, uma vigorosa retomada do crescimento econômico, cujo auge ocorreu no início dos anos 70. Esse período de crescimento, entre 1968 e 1973, ficou conhecido como “Milagre Brasileiro”, cujos números estão apresentados a seguir (Tabela 4):

Tabela 4 - Brasil: taxas de crescimento do PIB e da Indústria - 1968-77

(percentagem em relação ao ano anterior)

Ano	PIB	Indústria
1968	9,8	13,3
1969	9,5	12,1
1970	10,4	11,9
1971	11,3	11,8
1972	11,9	14,2
1973	14,0	17,0
1974	8,2	8,5
1975	5,2	6,2
1976	10,3	10,7
1977	4,9	3,9

Fonte: Gremaud *et al* (1997, p. 184).

Adaptado.

No bojo desse crescimento econômico, e fruto do conjunto de medidas institucionais e de incentivos adotadas pelo governo, o mercado de capitais passou a vivenciar um forte crescimento no volume de emissões de ações e debêntures, conforme demonstra a Tabela 5:

Tabela 5 - Taxas de variação no valor das emissões de ações e debêntures (Taxas Anuais de Variação*)

Ano	Oferta Comum	DL-157	Incentivos Fiscais	Total	Número Total de Registros
1968	1.136,20	57,40	1.571,40	384,50	143
1969	-64,00	103,50	53,00	26,40	150
1970	43,50	-68,80	2.120,00	-5,50	137
1971	457,30	50,00	401,60	349,50	307
1972	-82,60	-92,60	-74,20	-83,50	111
1973	-4,40	nd	76,80	21,00	128
1974	-16,20	nd	-40,60	-31,10	

					78
1975	-47,00	nd	-42,90	-42,00	59
1976	152,70	nd	44,10	110,00	74
1977	36,70	nd	-69,00	-20,10	74

Fonte: Rodrigues (2002, p. 128)

(*) em termos reais, a preços de 1970

Ao mesmo tempo que cresciam as emissões, elevavam-se também os volumes transacionados, conforme detalhado abaixo (Tabela 6):

Tabela 6 - Valor das Transações de Ações nas Bolsas de Valores (Taxas Anuais de Variação*)

Ano	%
1968	24,60
1969	389,70
1970	54,60
1971	365,50
1972	39,80
1973	-13,90
1974	-40,90
1975	53,80
1976	-25,50
1977	-5,90

Fonte: Rodrigues (2002, p. 129)

(*) em termos reais, a preços de 1970

O crescimento do volume de emissões e nos valores transacionados foi acompanhado por um forte movimento especulativo. Nesse sentido, Tavares (1974, p. 232), em ensaio preparado para o seminário denominado “Mercado de Capitais e Desenvolvimento Econômico”, realizado pelo IBMEC (Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais) em setembro de 1971, afirmou:

A partir de fins de 1968, ao acelerado desenvolvimento financeiro ligado à multiplicação das relações de débito dentro do setor urbano da economia veio juntar-se a euforia especulativa das ações em bolsa, trazendo para o centro das atenções o problema do mercado de capitais.

Resultados do processo. Segundo Lago (op. cit., p. 263):

A partir de fins de 1971 e até o final da década, o mercado de ações deixou de exercer a mesma atração sobre os investidores do que a observada antes da “crise” de 1971, e portanto falhou a tentativa de torná-lo um instrumento duradouro de capitalização das empresas.

Análise desse ciclo:

O ciclo de aberturas de capital ocorrido no início dos anos 70 está compreendido dentro de um processo mais amplo, qual seja, a tentativa dos governos militares, a partir do ano de 1964, de montar um sistema privado de financiamento da economia. Nas palavras de Pereira (1998, p. 130):

No Brasil, a partir de 1964, todas as tentativas foram feitas no sentido de se montar um sistema privado de financiamento da acumulação, mas afinal esse financiamento acabou sendo fundamentalmente público.

A base inicial para isso foi a criação da correção monetária, a fim de incentivar os rentistas a aplicar seu dinheiro a juros. Novamente segundo Pereira (1998, p. 130):

A partir dessa inovação básica, tentaram-se outras medidas que visavam desenvolver um sistema de financiamento da acumulação. Tentou-se desenvolver as bolsas de valores e o mercado de ações. A compra de novas ações seria uma forma por excelência de financiamento privado da acumulação. Criaram-se incentivos aos investimentos em ações. Mas, na verdade, as bolsas são muito mais instituições que garantem a liquidez dos títulos (além de procurarem legitimar ideologicamente o sistema capitalista por meio da idéia de “democratização” da propriedade) do que meios de financiar a acumulação. As esperanças nas ações e nas bolsas de valores terminaram com a grande especulação de 1971.

Importante mencionar que o processo de incentivo ao crescimento do mercado de capitais, e especificamente ao mercado de ações, como já mencionado, fazia parte de um conjunto de medidas econômicas, que incluía, entre outras, a criação dos bancos de investimento, o incentivo à fusão de bancos e à formação de conglomerados financeiros, como também a criação de uma série de fundos de poupança forçada – PIS, PASEP, FGTS etc.

Na análise desse processo, Pereira (1998, p. 131) comenta:

O fracasso da instalação de um sistema privado de financiamento da acumulação não se deveu, entretanto, apenas à falta de capital disponível por parte dos rentistas. Esta é uma causa básica, estrutural. A grande maioria dos capitalistas no Brasil ainda são ativos empresários. Mas há uma segunda razão: a especulação atingiu graus elevadíssimos no mercado financeiro brasileiro. Grandes lucros foram realizados nesse mercado às custas de lucros e investimentos no setor privado.

Também analisando esse processo, especificamente o mercado de ações, Rodrigues (2002, p. 89) afirma:

O mercado de ações, reestruturado para se constituir num eficiente instrumento à capitalização das empresas e à formação das modernas S/A, após um curto período de euforia mergulhou num forte estado de apatia do qual nem mesmo todo o aparato de incentivos conseguiu reanimá-lo.

Mais adiante, Pereira destaca os efeitos positivos desse processo, tendo em vista o crescimento no volume das operações de crédito e o relativo amadurecimento do mercado financeiro no período. No entanto, ressalva (p. 132):

“Esse aprofundamento financeiro permitiu, sem dúvida, uma melhor captação de poupanças privadas. Mas seus limites são muito claros, já que o Estado continua a ser o grande agente financiador da acumulação privada. Por outro lado, foi muito alto o custo para o país desse desenvolvimento financeiro marcado por especulação desenfreada e pelo aventureirismo, sempre bancados pelo Estado. Este, para salvar o mercado, garantia o pagamento dos créditos aos aplicadores individuais, ou seja, aos rentistas, quando as empresas financeiras se tornavam insolventes, incapazes de pagar seus compromissos.”.

Por fim, conclui com um comentário que resume o processo naquele período:

Apesar de seus defeitos, especialmente do seu excessivo custo e de seu caráter especulativo, não há dúvida de que se constituiu um mercado financeiro poderoso. E que esse mercado, desde que devidamente controlado, poderá ser um instrumento importante para o desenvolvimento brasileiro. Para isto, entretanto, será essencial que se torne compatível com taxas de juros reais consideravelmente mais baixas do que aquelas que vêm sendo praticadas na economia brasileira.

Esse comentário, pertinente para o ciclo dos anos 70, servirá também para analisarmos, mais adiante, o ciclo de aberturas de capital iniciado em 2004.

Uma outra característica desse ciclo, e que também será discutida adiante, é que o governo, à época, incentivou o mercado de capitais imbuído de um propósito louvável, qual seja: o de permitir que o mercado de capitais se tornasse uma alternativa de financiamento de longo prazo à economia. Para isso, adotou uma série de medidas, que, de qualquer maneira, permitiram um crescimento do mercado de ações. No entanto, ao longo do tempo, surgiu uma outra característica desse processo: a dificuldade, ou mesmo a impossibilidade, do governo de administrar e coibir a especulação financeira, que foi a grande causadora do fim desse processo. Seja numa visão mais romântica, onde o criatura se volta contra seu criador, ou seja numa visão dialética (e mais científica), onde a tese dá origem à sua antítese, ao não controlar a especulação financeira, criam-se as condições para o fim do processo.

4.2 O ciclo 1889/91

Logo após a proclamação da República, o novo governo implanta uma série de medidas econômicas, a fim de estimular a economia.

Dentre esse conjunto de medidas, criaram-se vários incentivos à abertura de novas empresas.

Esse processo fez aflorar uma forte especulação financeira.

Conforme Prado Junior (1970, p. 220):

Começam a surgir em grande número novas empresas de toda ordem e finalidade. Eram bancos, firmas comerciais, companhias industriais, de estradas de ferro, toda sorte de negócios possíveis e impossíveis. Entre a data da proclamação da República e o fim da aventura (1891) incorporaram-se no Rio de Janeiro sociedades com capital global de 3.000.000 de contos; ao iniciar-se a especulação, isto é, em novembro de 1889, o capital de todas as sociedades existentes no país apenas ultrapassava 800.000 contos. Quintuplicara-se quase este capital em pouco mais de dois anos!

Mais adiante, Prado Junior continua sua análise (1970, p. 220):

Naturalmente, a quase totalidade das novas empresas era fantástica e não tinha existência senão no papel. Organizavam-se apenas com o fito de emitir ações e despejá-las no mercado de títulos, onde passavam rapidamente de mão em mão em valorizações sucessivas. Chegaram a faltar nomes apropriados para designar novas sociedades, e inventaram-se as mais extravagantes denominações. Ao lado de projetos irrealizáveis, como estradas de ferro transcontinentais, grandes empresas de navegação, colonização de territórios os mais afastados, e inacessíveis do país, surgem negócios de todo disparatados. Ninguém se lembrava nunca de indagar da exequibilidade de uma empresa, das perspectivas de negócio. Tudo era apenas pretexto para incorporação de sociedades, emissão de títulos e especulação.

5 O CICLO DE ABERTURAS DE CAPITAL NO PERÍODO 2004/2007 – ANÁLISE QUALITATIVA

5.1 Antecedentes

Tal qual o ciclo de aberturas de capital analisado no capítulo anterior, o ciclo 2004/2007 também ocorreu após uma série de mudanças ocorridas nos anos precedentes.

Durante as décadas de 80 e 90, não se verificou a ocorrência de períodos mais longos de aberturas de capital. O que se viu foram momentos pontuais vividos pelo mercado, em um ou outro ano, mas sem qualquer consolidação. Esses pequenos momentos ocorreram em anos específicos, em função de fatos econômicos.

Tabela 7 - Empresas emissoras e volumes de emissão - 2004/2007

NOME DE PREGÃO	INÍCIO DE NEGOCIAÇÃO	VOLUME PRIMÁRIA (R\$)	VOLUME SECUNDÁRIA (R\$)	VOLUME TOTAL (R\$)
NATURA	26/05/04	-	768.120.637	768.120.637
GOL	24/06/04	498.187.500	379.951.000	878.138.500
CPFL ENERGIA	29/09/04	684.649.515	136.312.659	820.962.174
GRENDENE	29/10/04	-	616.900.000	616.900.000
DASA	19/11/04	126.136.300	311.247.720	437.384.020
PORTO SEGURO	22/11/04	129.022.800	248.311.894	377.334.694
RENAR	28/02/05	16.000.000	-	16.000.000
SUBMARINO	30/03/05	135.125.000	337.812.500	472.937.500
LOCALIZA	23/05/05	-	264.802.738	264.802.738
TAM S/A	14/06/05	383.942.160	164.546.640	548.488.800
ENERGIAS BR	13/07/05	1.170.132.696	14.570.028	1.184.702.724
OHL BRASIL	15/07/05	135.000.000	360.999.990	495.999.990
NOSSA CAIXA	28/10/05	-	953.955.994	953.955.994
COSAN	18/11/05	885.767.328	-	885.767.328
UOL	16/12/05	322.972.416	301.708.170	624.680.586
COPASA	08/02/06	813.461.524	-	813.461.524
VIVAX	08/02/06	58.800.000	470.400.000	529.200.000
GAFISA	17/02/06	494.394.000	432.594.750	926.988.750
COMPANY	02/03/06	208.000.000	73.600.000	281.600.000
TOTVS	09/03/06	344.800.000	115.200.000	460.000.000
EQUATORIAL	03/04/06	185.600.000	354.670.000	540.270.000
ABNOTE	27/04/06	-	480.434.790	480.434.790
CSU CARDSYST	02/05/06			

		100.288.746	240.683.832	340.972.578
BRASILAGRO	02/05/06	583.200.000	-	583.200.000
LUPATECH	15/05/06	155.048.652	297.691.372	452.740.024
GP INVEST ¹	01/06/06	705.980.849	-	705.980.849
DATASUL	02/06/06	150.697.674	166.314.834	317.012.508
MMX MINER	24/07/06	1.118.895.570	-	1.118.895.570
ABYARA	27/07/06	163.770.250	-	163.770.250
MEDIAL SAUDE	22/09/06	474.075.000	268.212.328	742.287.328
KLABINSEGALL	09/10/06	360.573.750	166.773.750	527.347.500
SANTOS BRAS	13/10/06	924.968.759	8.433.341	933.402.100
M.DIASBRANCO	18/10/06	-	410.766.300	410.766.300
BRASCAN RES	23/10/06	940.000.000	248.000.000	1.188.000.000
PROFARMA	26/10/06	310.500.000	90.562.500	401.062.500
TERNA PART	27/10/06	371.360.304	255.310.209	626.670.513
ECODIESEL	22/11/06	378.932.220	-	378.932.220
ODONTOPREV	01/12/06	161.913.052	360.118.192	522.031.244
POSITIVO INF	11/12/06	65.800.000	538.312.150	604.112.150
LOPES BRASIL	18/12/06	-	474.720.000	474.720.000
DUFYBRAS	20/12/06	-	849.754.937	849.754.937
PDG REALT	26/01/07	432.263.062	216.131.538	648.394.600
RODOBENSIMOB	31/01/07	448.500.000	-	448.500.000
CC DES IMOB	31/01/07	478.500.000	43.499.986	521.999.986
TECNISA	01/02/07	590.652.257	200.650.827	791.303.084
IGUATEMI	07/02/07	548.677.440	-	548.677.440
SAO MARTINHO	12/02/07	260.000.000	163.680.000	423.680.000
GVT HOLDING	16/02/07	1.076.400.000	-	1.076.400.000
ANHANGUERA	12/03/07	426.825.000	85.500.000	512.325.000
JBS	29/03/07	1.216.750.400	400.000.000	1.616.750.400
PINE	02/04/07	356.859.900	160.328.365	517.188.265
EVEN	02/04/07	460.000.000	-	460.000.000
BR MALLS PAR	05/04/07	657.118.665	-	657.118.665
FER HERINGER	12/04/07	203.163.056	146.414.302	349.577.358
JHSF PART	12/04/07	432.400.000	-	432.400.000
METALFRIO	13/04/07	302.280.500	150.670.000	452.950.500
BEMATECH	19/04/07	270.000.030	136.630.020	406.630.050
CR2	23/04/07	307.575.000	-	307.575.000
AGRA INCORP	26/04/07	752.348.515	33.688.985	786.037.500
CREMER	30/04/07	210.000.000	341.631.500	551.631.500
WILSON SONS	30/04/07	261.470.000	444.499.000	705.969.000
SOFISA	02/05/07	497.336.256	7.207.728	504.543.984
TARPON	31/05/07	443.828.000	-	443.828.000
INPAR S/A	06/06/07	756.000.000	-	756.000.000
PARANA	14/06/07			

		529.200.000	-	529.200.000
SLC AGRICOLA	15/06/07	308.000.000	182.043.750	490.043.750
LOG-IN	21/06/07	443.333.318	404.913.337	848.246.654
EZTEC	22/06/07	542.145.813	-	542.145.813
CRUZEIRO SUL	26/06/07	439.695.785	133.820.459	573.516.244
DAYCOVAL	29/06/07	936.406.104	156.067.684	1.092.473.788
MARFRIG	29/06/07	654.065.548	366.444.452	1.020.510.000
TEGMA	03/07/07	290.228.506	313.751.494	603.980.000
INDUSVAL	12/07/07	227.500.018	25.060.753	252.560.770
REDECARD	13/07/07	419.999.985	4.222.694.700	4.642.694.685
INVEST TUR	16/07/07	945.000.000	-	945.000.000
MINERVA	20/07/07	370.000.000	74.000.000	444.000.000
PATAGONIA ¹	20/07/07	7.619.850	68.336.750	75.956.600
MRV	23/07/07	1.071.155.202	122.244.798	1.193.400.000
KROTON	23/07/07	395.695.287	83.078.463	478.773.750
GUARANI	23/07/07	665.758.062	-	665.758.062
TRIUNFO PART	23/07/07	304.438.720	208.561.281	513.000.000
ABC BRASIL	25/07/07	599.400.000	9.450.000	608.850.000
SPRINGS	27/07/07	446.500.000	209.000.000	655.500.000
PROVIDENCIA	27/07/07	468.750.000	-	468.750.000
MULTIPLAN	27/07/07	688.327.725	236.200.650	924.528.375
GENERALSHOPP	30/07/07	286.728.400	-	286.728.400
ESTACIO PART	30/07/07	268.164.000	178.776.000	446.940.000
COSAN LTD ¹	17/08/07	275.016.440	-	275.016.440
SATIPEL	21/09/07	227.766.344	184.774.057	412.540.401
SUL AMERICA	05/10/07	775.000.000	-	775.000.000
BICBANCO	15/10/07	492.915.645	328.610.430	821.526.075
TRISUL	15/10/07	330.281.050	-	330.281.050
TENDA	15/10/07	603.000.000	-	603.000.000
SEB	18/10/07	288.750.000	123.750.000	412.500.000
MARISA	22/10/07	506.000.000	-	506.000.000
AGRENCO	25/10/07	666.187.454	-	666.187.454
BOVESPA HLD	26/10/07	-	6.625.520.875	6.625.520.875
BR BROKERS	29/10/07	304.017.100	395.087.900	699.105.000
AMIL	29/10/07	994.700.000	406.000.000	1.400.700.000
HELBOR	29/10/07	251.832.053	-	251.832.053
LAEP	31/10/07	507.611.108	-	507.611.108
PANAMERICANO	19/11/07	700.426.000	-	700.426.000
BMF	30/11/07	-	5.983.696.920	5.983.696.920
MPX ENERGIA	14/12/07	2.035.409.887	-	2.035.409.887
TEMPO PART	19/12/07	393.750.000	26.045.600	419.795.600

Fonte: Bovespa

Tabela 8 - Empresas emissoras - Segmento de Mercado, Classificação Setorial, Nr. de Investidores e Participação de Estrangeiros (%).

NOME DE PREGÃO	LISTAGEM NA OFERTA	CLASSIFICAÇÃO SETORIAL BOVESPA (SEGMENTO)	Nº DE INVESTIDORES	PARTICIPAÇÃO ESTRANGEIROS ²
NATURA	NM	Prod. de Uso Pessoal	5.460	67%
GOL	N2	Transporte Aéreo	12.380	75%
CPFL ENERGIA	NM	Energia Elétrica	3.271	69%
GRENDENE	NM	Calçados	8.998	64%
DASA	NM	Serv. Méd. Hospit., Análises e Diagnósticos	3.482	68%
PORTO SEGURO	NM	Seguradoras	6.499	71%
RENAR	NM	Alimentos Diversos	1.781	5%
SUBMARINO	NM	Produtos Diversos	4.368	65%
LOCALIZA	NM	Aluguel de Carros	958	87%
TAM S/A	N2	Transporte Aéreo	1.647	74%
ENERGIAS BR	NM	Energia Elétrica	1.473	26%
OHL BRASIL	NM	Exploração de Rodovias	1.367	70%
NOSSA CAIXA	NM	Bancos	8.983	71%
COSAN	NM	Alimentos Diversos	10.359	72%
UOL	N2	Programas e Serviços	14.346	71%
COPASA	NM	Água e Saneamento	17.214	74%
VIVAX	N2	Televisão Por Assinatura	9.017	69%
GAFISA	NM	Construção Civil	15.560	72%
COMPANY	NM	Construção Civil	13.701	64%
TOTVS	NM	Programas e Serviços	17.600	69%
EQUATORIAL	N2	Energia Elétrica	7.886	77%
ABNOTE	NM	Serviços Diversos	16.861	70%
CSU CARDSYST	NM	Serviços Diversos	15.585	72%
BRASILAGRO	NM	Exploração de Imóveis	39	82%
LUPATECH	NM	Motores, Compressores e Outros	12.203	73%
GP INVEST ¹	BDR	Holdings Diversificadas	2.524	76%
DATASUL	NM	Programas e Serviços	5.973	72%
MMX MINER	NM	Minerais Metálicos	110	76%
ABYARA	NM	Construção Civil	37	83%
MEDIAL SAUDE	NM	Serv. Méd. Hospit., Análises e Diagnósticos	3.596	76%
KLABINSEGALL	NM	Construção Civil	5.131	65%
SANTOS BRAS	N2	Serviços de Apoio e Armazenagem	4.873	77%
M.DIASBRANCO	NM	Alimentos Diversos	3.737	71%
BRASCAN RES	NM	Construção Civil	4.735	87%
PROFARMA	NM	Medicamentos	4.995	70%
TERNA PART	N2	Energia Elétrica	7.326	65%
ECODIESEL	NM	Exploração e/ou Refino	9.841	59%
ODONTOPREV	NM	Serv. Méd. Hospit., Análises e Diagnósticos	9.772	63%

POSITIVO INF	NM	Computadores e Equipamentos	19.543	64%
LOPES BRASIL	NM	Intermediação Imobiliária	10.438	71%
DUFYBRAS	BDR	Produtos Diversos	10.805	69%
PDG REALT	NM	Construção Civil	12.422	84%
RODOBENSIMOB	NM	Construção Civil	14.782	67%
CC DES IMOB	NM	Construção Civil	23.552	48%
TECNISA	NM	Construção Civil	18.216	59%
IGUATEMI	NM	Exploração de Imóveis	18.100	72%
SAO MARTINHO	NM	Alimentos Diversos	25.864	53%
GVT HOLDING	NM	Telefonia Fixa	15.645	76%
ANHANGUERA	N2	Serviços Educacionais	14.651	76%
JBS	NM	Carnes e Derivados	23.690	74%
PINE	N1	Bancos	20.668	78%
EVEN	NM	Construção Civil	11.634	53%
BR MALLS PAR	NM	Exploração de Imóveis	14.518	68%
FER HERINGER	NM	Fertilizantes e Defensivos	9.770	65%
JHSF PART	NM	Construção Civil	4.749	89%
METALFRIO	NM	Equipamentos Elétricos	9.970	57%
BEMATECH	NM	Computadores e Equipamentos	9.331	70%
CR2	NM	Construção Civil	2.926	0%
AGRA INCORP	NM	Construção Civil	5.651	67%
CREMER	NM	Medicamentos e Outros Produtos	9.717	76%
WILSON SONS	BDR	Serviços de Apoio e Armazenagem	12.393	74%
SOFISA	N1	Bancos	7.521	76%
TARPON	BDR	Holdings Diversificadas	10.949	87%
INPAR S/A	NM	Construção Civil	10.114	70%
PARANA	N1	Bancos	8.800	78%
SLC AGRICOLA	NM	Alimentos Diversos	10.166	70%
LOG-IN	NM	Transporte Hidroviário	28.172	75%
EZTEC	NM	Construção Civil	5.802	68%
CRUZEIRO SUL	N1	Bancos	4.442	59%
DAYCOVAL	N1	Bancos	8.014	70%
MARFRIG	NM	Carnes e Derivados	5.527	68%
TEGMA	NM	Transporte Rodoviário	7.147	59%
INDUSVAL	N1	Bancos	348	88%
REDECARD	NM	Serviços Financeiros Diversos	31.297	72%
INVEST TUR	NM	Exploração de Imóveis	114	87%
MINERVA	NM	Carnes e Derivados	12.115	62%
PATAGONIA ¹	BDR	Bancos	2.917	97%
MRV	NM	Construção Civil	16.745	73%
KROTON	N2	Serviços Educacionais	12.081	70%
GUARANI	NM	Alimentos Diversos	12.750	45%

TRIUNFO PART	NM	Exploração de Rodovias	7.427	75%
ABC BRASIL	N2	Bancos	6.364	65%
SPRINGS	NM	Fios e Tecidos	7.592	37%
PROVIDENCIA	NM	Materiais Diversos	11.615	67%
MULTIPLAN	N2	Exploração de Imóveis	25.531	64%
GENERALSHOPP	NM	Exploração de Imóveis	5.168	66%
ESTACIO PART	N2	Serviços Educacionais	11.320	64%
COSAN LTD ¹	BDR	Alimentos Diversos	1.819	93%
SATIPEL	NM	Madeira	7.211	69%
SUL AMERICA	N2	Seguradoras	19.979	72%
BICBANCO	N1	Bancos	6.257	85%
TRISUL	NM	Construção Civil	2.713	91%
TENDA	NM	Construção Civil	10.636	66%
SEB	N2	Serviços Educacionais	3.875	80%
MARISA	NM	Tecidos, Vestuário e Calçados	13.733	64%
AGRENCO	BDR	Alimentos	908	88%
BOVESPA HLD	NM	Serviços Financeiros Diversos	67.914	78%
BR BROKERS	NM	Intermediação Imobiliária	130	98%
AMIL	NM	Serv. Méd. Hospit., Análises e Diagnósticos	4.675	80%
HELBOR	NM	Construção Civil	845	56%
LAEP	BDR	Laticínios	706	64%
PANAMERICANO	N1	Bancos	21.792	67%
BMF	NM	Serviços Financeiros Diversos	260.946	77%
MPX ENERGIA	NM	Energia Elétrica	325	71%
TEMPO PART	NM	Serv. Méd. Hospit., Análises e Diagnósticos	3.938	84%

Fonte: Bovespa

¹ Dados referentes somente à ("Oferta Brasileira").

² Participação no volume antes da Recompra no Âmbito das Atividades de Estabilização.

Tabela 9 - Emissões por segmento de mercado da Bovespa

NM	N2	N1	BDR
75	14	8	8

6 O CICLO DE ABERTURAS DE CAPITAL NO PERÍODO 2004/2007 – ANÁLISE QUANTITATIVA

No capítulo anterior, buscamos conhecer, de maneira qualitativa, o atual ciclo de aberturas de capital. Buscou-se conhecer aspectos relevantes desse período, além de efetuarmos uma comparação histórica com o ciclo dos anos 70.

Neste capítulo, daremos continuidade à análise do ciclo atual, no entanto, com um enfoque mais quantitativo.

Nesse sentido, faremos uma análise das emissões selecionadas, apresentadas no capítulo 3, sob três diferentes enfoques:

- (i) Retorno em relação ao índice Bovespa: verificaremos como se comportaram os preços dessas ações no período posterior ao IPO. Essa verificação ocorrerá tanto para o primeiro dia, quanto para períodos mais longos, conforme descrição e detalhamento adiante;
- (ii) Retorno nominal das ações: analisaremos o retorno individual ... usar CAGR;
- (iii) Valor de emissão X Valor Patrimonial: comparação do preço de abertura com os valores patrimoniais dessas ações, processo também detalhado adiante.

Os objetivos deste capítulo são basicamente dois, a saber:

- (i) identificar o comportamento dos preços no curto e longo prazo, a fim de verificar se existe um comportamento padrão para os preços dessas ações;
- (ii) considerando esse comportamento de preços, e comparando-o com os valores patrimoniais das ações, buscar identificar se essas novas emissões permitem uma alocação adequada tanto para vendedores quanto para compradores, ou se existem detalhes não observados ou ainda não devidamente caracterizados.

6.1 Comportamento dos retornos

Neste tópico, verificaremos como se comportaram os preços dessas ações após a abertura do capital.

Existe vasta literatura a respeito do comportamento dos preços das ações após o IPO. Esses estudos geralmente identificam ... citar estudos

Na tabela a seguir (Tabela 10), apresentamos os retornos das ações emitidas no período 2004/2007, em diferentes períodos:

Tabela 10 - Retorno dos IPOs em diferentes prazos - Base 100 na data de início da série

Empresa	Data do Início da Série	1º dia	30 dias	90 dias	180 dias	1 ano	540 dias	2 anos	3 anos	20.05.08	31.10.08
Natura	25/05/04	114,34	117,65	116,00	133,09	156,19	160,99	178,07	142,38	82,91	155,96
Gol	23/06/04	106,03	92,65	102,54	134,27	114,53	154,40	176,02	96,06	30,18	21,09
CPFL Energia	28/09/04	100,15	96,79	90,40	94,02	110,03	123,88	119,16	100,19	94,20	157,35
Grendene	28/10/04	111,49	97,94	92,58	53,71	44,74	34,20	36,48	31,33	20,16	27,22
Dasa	18/11/04	120,54	109,15	138,46	145,45	159,09	164,05	142,40	67,93	70,68	81,91
Porto Seguro	19/11/04	104,62	93,93	128,69	110,67	117,45	149,01	180,28	162,33	113,08	129,53
Renar	25/02/05	102,28	86,50	72,58	46,68	32,67	32,61	31,66	58,68	101,82	97,11
B2W Varejo - ex-Submarino	29/03/05	97,63	83,24	83,87	107,24	167,01	139,90	209,30	137,62	130,76	103,21
Localiza	20/05/05	101,27	95,30	125,90	164,31	255,22	297,48	300,44	205,31	205,31	164,89
Energias BR	12/07/05	109,80	128,92	111,22	124,98	112,03	108,80	107,24	84,22	70,63	99,43
OHL Brasil	14/07/05	103,91	102,59	108,59	112,72	90,19	97,03	93,52	64,38	53,35	47,66
TAM S/A	09/08/05	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Nossa Caixa	27/10/05	116,83	107,46	131,58	116,40	128,21	66,98	49,74	100,72	39,59	95,20
Cosan	17/11/05	115,78	125,48	178,68	259,63	176,07	176,19	77,00	64,72	73,29	57,02
Uol	15/12/05	116,32	99,14	79,37	60,35	99,53	42,79	34,61	32,40*	21,09	32,71
Copasa	07/02/06	104,80	100,19	79,30	78,33	98,86	88,99	66,35		68,38	61,92
Vivax	07/02/06	110,80	108,47	116,38	127,47	151,95	nd	nd		nd	nd
Gafisa	16/02/06	128,90	127,36	119,35	140,67	150,95	108,43	97,67		97,70	85,50
Company	01/03/06	118,91	114,20	84,33	92,88	129,92	153,60	115,83		87,20	79,36
Totvs	08/03/06	109,11	109,86	115,09	127,47	142,09	130,13	100,91		97,02	120,71
Equatorial	31/03/06	114,65	100,51	107,18	114,53	106,85	89,74	79,29		71,21	100,99
Abnote	26/04/06	107,64	95,32	94,61	107,67	94,48	74,14	62,12		58,31	73,86
BrasilAgro	28/04/06	108,25	126,37	nd	97,50	106,50	75,10	67,98		71,37	102,64
CSU CardSystem	28/04/06	95,67	98,68	72,34	74,12	52,61	26,23	15,71		16,17	12,82
Lupatech	12/05/06	108,49	119,84	126,16	122,54	147,54	151,39	151,06		154,66	91,07
GP Invest	31/05/06	96,86	100,66	111,80	114,40	150,78	130,19	106,95		104,38	86,73
Datasul	01/06/06	92,86	105,06	84,83	97,94	95,04	68,83	63,31		60,76	nd
MMX Miner	21/07/06	97,91	97,32	90,20	101,33	157,77	257,97	229,43		261,91	86,40
Abyara	26/07/06	99,21	103,05	118,40	138,43	255,30	123,79	103,07		103,70	18,44
Medial Saude	21/09/06	102,88	95,58	89,62	92,31	63,99	49,98	38,86		43,06	29,20
Klabinssegall	06/10/06	98,79	93,15	108,97	93,81	76,21	36,04	15,94		41,29	19,25
Santos BRP	12/10/06	106,15	99,43	104,39	90,09	67,00	72,02	50,06		65,86	45,08
M. Dias Branco	17/10/06	101,27	97,96	104,89	104,09	79,36	59,18	96,39		64,54	82,69
Brascan Res	20/10/06	104,67	113,03	97,21	68,19	52,72	32,76	23,82		33,04	20,56

Profarma	25/10/06	114,21	117,06	141,65	113,27	95,30	81,42	47,10		66,76	45,13
Terna Part	26/10/06	109,92	108,73	100,74	105,77	97,35	98,13	121,67		88,49	98,68
Ecodiesel	21/11/06	98,36	91,03	86,36	86,24	44,03	26,26	6,98		26,62	8,09
Odontoprev	30/11/06	117,37	115,16	140,74	149,02	120,06	91,32	110,06*		90,06	115,30
Positivo Inf	08/12/06	97,78	101,88	120,21	140,14	134,79	48,84	29,62*		45,21	30,39
Lopes Brasil	15/12/06	115,98	117,73	105,27	100,16	105,79	105,53	32,45 *		100,88	48,94
Dufrybras	19/12/06	110,13	112,38	129,07	127,80	118,67	91,95	54,18 *		87,04	58,73
PDG Realt	25/01/07	100,62	97,11	92,38	132,39	107,82	123,75			113,41	97,46
CC Des Imob	30/01/07	96,55	82,35	69,21	84,09	49,40	39,52			42,40	16,75
Rodobensimob	30/01/07	115,11	113,21	91,77	94,38	71,88	77,83			72,99	42,78
Tecnisa	31/01/07	103,44	95,40	79,10	80,42	48,79	43,63			40,96	26,48
Iguatemi	06/02/07	113,92	106,16	99,96	83,96	68,52	54,61			52,47	43,12
GVT Holding	15/02/07	127,52	132,73	145,04	170,17	153,67	167,79			134,11	161,11
Anhanguera	09/03/07	121,07	122,97	128,85	139,23	108,98	133,64			101,39	105,23
JBS	28/03/07	85,82	90,36	80,10	75,31	61,08	55,85			63,16	58,96
Even	30/03/07	96,96	108,61	125,95	114,22	66,61	32,32			63,70	29,97
Pine	30/03/07	98,34	88,59	76,89	94,49	44,67	33,11			47,07	32,82
BR Malls Par	04/04/07	105,12	94,46	141,87	120,22	78,02	74,32			81,86	66,64
Fer Heringer	11/04/07	99,43	101,98	117,05	114,86	92,46	41,24			84,51	34,87
JHSF Part	11/04/07	102,86	96,83	124,94	84,55	58,44	33,13			64,28	31,67
Metalfrio	12/04/07	106,59	105,20	123,81	75,65	88,52	97,55			76,45	57,35
Bematech	18/04/07	111,94	103,26	99,40	73,97	36,51	39,79			36,88	34,67
CR2	20/04/07	95,48	74,95	94,62	85,60	34,98	29,09			45,42	29,57
Agra Incorp	25/04/07	107,79	132,05	169,89	127,02	67,69	20,23			60,81	18,51
Cremer	27/04/07	100,56	108,73	115,77	87,05	63,44	72,38			56,50	70,51
Wilson Sons	27/04/07	101,53	101,11	103,71	70,57	62,75	68,73			61,63	54,87
Sofisa	30/04/07	110,50	108,66	112,14	96,63	50,66	36,79			56,00	37,09
Tarpon	30/05/07	100,50	93,94	76,79	79,58	77,82	80,79 *			81,75	81,47
Inpar S/A	05/06/07	102,49	111,40	100,45	74,86	46,88				45,45	11,01
Parana	13/06/07	95,14	87,66	82,38	54,07	52,17				53,53	28,27
SLC Agricola	14/06/07	99,93	97,84	108,07	97,69	174,56				162,76	115,66
Log-In	20/06/07	113,49	99,34	84,95	74,95	78,16				59,26	46,77
Eztec	21/06/07	96,14	118,94	91,98	64,57	35,58				40,61	26,71
Cruzeiro Sul	25/06/07	96,53	99,61	85,11	65,51	39,07				46,61	48,97
Daycoval	28/06/07	101,60	103,52	94,03	85,99	59,48				66,82	45,35
Marfrig	28/06/07	107,22	119,77	100,08	76,92	101,69				90,95	90,81
Tegma	02/07/07	101,32	122,66	95,41	76,65	61,06				56,69	31,14
Indusval	11/07/07	99,81	106,08	111,62	103,88	74,20				74,27	43,59
Redecard	12/07/07	124,01	125,54	119,24	90,40	96,63				98,39	144,00
Invest Tur	13/07/07	105,49	115,43	85,05	70,91	77,52				62,73	62,66
Banco Patagonia	19/07/07	105,62	107,63	81,88	88,05	39,08				49,78	41,62
Minerva	19/07/07	105,02	113,29	94,16	52,33	48,21				44,57	16,82
Guarani	20/07/07	96,04	100,31	76,86	76,36	62,56				57,47	26,72
Kroton	20/07/07	112,12	113,74	94,33	61,47	73,66				66,09	31,63
MRV	20/07/07	118,01	139,19	124,44	116,41	125,71				111,62	68,36
Triunfo Part	20/07/07	98,98	92,16	74,37	62,04	50,40				51,40	29,21
Abc Brasil	24/07/07	93,99	93,03	98,99	73,96	66,04				59,95	47,80
Multiplan	26/07/07	97,76	99,25	85,49	68,46	66,33				60,11	61,91

Providencia	26/07/07	101,83	87,45	75,46	46,89	36,07				30,31	31,41
Springs	26/07/07	103,44	112,39	111,43	81,44	49,44				63,66	20,94
Estacio	27/07/07	95,94	99,71	61,11	53,62	94,87				68,02	88,52
Generalshop	27/07/07	96,98	99,71	83,45	85,45	58,16				62,99	60,88
Cosan Ltd	16/08/07	99,16	90,12	68,31	90,09	78,84				68,88	37,35
Satipel	20/09/07	93,99	96,33	76,25	73,04	54,59				70,86	41,80
Sul America	04/10/07	95,68	94,80	91,34	77,58	78,65				81,78	85,92
Bicbanco	11/10/07	109,02	103,01	85,57	70,39	53,72				74,04	39,68
Tenda	11/10/07	99,18	86,31	112,03	91,48	16,95				111,57	21,79
Trisul	11/10/07	100,18	112,11	93,50	67,31	40,22				69,83	33,52
Seb	17/10/07	91,26	79,94	88,97	62,30	60,50				62,25	38,04
Marisa	19/10/07	101,96	105,01	67,03	48,30	55,37				50,92	53,76
Agrenco	24/10/07	86,16	69,23	75,45	36,83	2,68				37,27	1,78
Bovespa Holding	25/10/07	147,55	141,81	116,42	88,34	41,43				105,29	48,92
Amil	26/10/07	114,84	118,22	99,87	71,73	145,16				82,71	124,88
Br Brokers	26/10/07	112,34	116,52	151,89	145,83	54,80				144,03	46,31
Helbor	26/10/07	98,82	103,87	94,57	89,63	55,85				74,93	45,62
Laep	30/10/07	92,39	68,94	84,01	71,46	7,79				68,31	9,22
Panamericano	16/11/07	103,65	100,88	85,80	88,19	40,56				89,33	48,52
BM&F	29/11/07	120,35	121,62	88,32	79,60	41,43				77,99	48,92
MPX Energia	13/12/07	100,70	101,42	89,14	91,99	26,54 *				89,19	19,61
Tempo Part	17/12/07	94,86	104,75	69,07	88,67	60,94 *				77,31	75,70

Fonte: Economática

* Utilizada cotação de 26.11.08

nd = não disponível

Na tabela a seguir (Tabela 11), apresentamos as estatísticas descritivas dos retornos indicados na tabela anterior:

Tabela 11 - Retorno dos IPOs em diferentes prazos - Estatísticas descritivas

	1º dia	30 dias	90 dias	180 dias	1 ano	540 dias	2 anos	3 anos	20.05.08	31.10.08
Média	105,10	104,33	101,34	95,05	84,81	89,61	92,89	96,31	74,23	59,08
Maior	147,55	141,81	178,68	259,63	255,30	297,48	300,44	205,31	261,91	164,89
Menor	85,82	68,94	61,11	36,83	2,68	20,23	6,98	31,33	16,17	1,78
Desvio-padrão	9,54	13,65	22,40	31,75	46,12	55,73	64,38	48,40	35,88	37,29
Nr. de observações	103	103	102	103	103	60	39	14	102	101

De fato, a média dos retornos para o primeiro dia é positiva, com um retorno médio de 5,10% acima da variação do Índice Bovespa. Ademais, observa-se que essa média de retorno vai gradativamente diminuindo, à medida que vai aumentando o prazo de observação dos preços. Até o prazo de 90 dias, a média dos retornos é positiva. No entanto, a partir do prazo de 180 dias, esses retornos passam a ficar inferiores ao retorno do Ibovespa.

Já em relação ao desvio-padrão, ocorre o mesmo, ou seja, à medida que aumentamos o prazo das cotações, essa medida estatística também aumenta, e de maneira bastante expressiva. Se considerarmos que o Risco é, por definição, “a variabilidade do retorno”, podemos dizer que o risco dessas ações aumenta à medida que aumenta o tempo de distância em relação ao IPO, o que significa um aumento do risco de manutenção desses papéis em uma carteira de investimentos de maior prazo de maturação.

6.2 Retorno Nominal das Ações

Neste tópico, faremos uma análise dos retornos nominais das ações emitidas no período 2004/2007.

Partimos de uma base 100, ou seja, a todas as ações é atribuído um valor 100 na data de lançamento. A partir dessa data, esses valores são corrigidos de acordo com a variação observada na ação ao longo do tempo, com os devidos ajustes em função dos proventos, inclusive dividendos, que tenham sido distribuídos nesse período.

Esses valores foram calculados até duas datas específicas, a saber:

- (i) 20.05.08: essa data corresponde ao ponto histórico mais alto do índice Bovespa – 73.516. Até essa data, o mercado de ações vinha subindo fortemente, impulsionado pelo fato do Brasil ter sido elevado a grau de investimento por uma importante agência internacional de classificação de risco;
- (ii) 31.10.08: data escolhida aleatoriamente. Após atingir o pico em maio de 2008, o mercado de ações passou a cair vertiginosamente alguns meses depois, em função da crise no mercado imobiliário americano. Em 31.10.08, o índice Bovespa estava em

A escolha dessas duas datas tem objetivos definidos e muito claros, detalhados a seguir:

- (i) 20.05.08: como o mercado vinha subindo fortemente até essa data, esse fato deveria estar impulsionando a grande maioria das ações cotadas na Bovespa,

inclusive os IPOs aqui estudados. Em consequência, o efeito do mercado (risco sistemático) estaria atuando positivamente sobre o preço do papel, sendo que qualquer comportamento negativo na ação decorreria apenas de fatores específicos do título (risco não sistemático, ou específico), identificados ou atribuídos pelo mercado de maneira específica;

- (ii) 31.10.08: tal qual ocorrido no ciclo de aberturas de capital do período 1968/72, uma queda forte do mercado deixou patente a especulação que vinha ocorrendo sobre essas novas emissões. Numa correção do mercado, as fragilidades do papel são potencializadas em função do risco sistêmico, fazendo com que esses papéis tenham quedas acentuadas. O objetivo é verificar se tal fato vem ocorrendo também na queda atual. Ademais, estaríamos observando as emissões do atual ciclo em dois períodos distintos, um período de alta, até 20.05.08, e um período de baixa, até 31.10.08.

As informações, na forma descrita acima, foram obtidas do sistema Econômica, sendo posteriormente estruturadas na tabela abaixo (Tabela 12):

Tabela 12 - Retorno nominal dos IPOs - Base 100 na data de início da série

Empresa	Código na Bolsa	Data do Início da Série	Cotação, em moeda original 100, ajustada por proventos		Valores em Reais		
			20.05.08	31.10.08	Valor Original da Emissão	Valor em 20.05.08	Valor em 31.10.08
Natura	NATU3	25/05/04	323,22	308,09	768.120.636,50	2.482.703.494,00	2.366.527.716,01
Gol	GOLL4	23/06/04	106,47	37,72	1.009.859.275,00	1.075.210.488,32	380.871.389,02
CPFL Energia	CPFE3	28/09/04	298,12	252,35	940.556.882,16	2.803.964.767,95	2.373.531.584,08
Grendene	GRND3	28/10/04	64,65	44,24	616.900.000,00	398.831.723,79	272.904.225,78
Dasa	DASA3	18/11/04	215,24	126,40	437.384.060,00	941.404.372,81	552.860.312,52
Porto Seguro	PSSA3	19/11/04	345,89	200,80	442.958.118,75	1.532.139.132,15	889.468.879,97
Renar	RNAR3	25/02/05	263,34	127,28	16.000.000,00	42.134.062,93	20.364.797,08
B2W Varejo - ex-Submarino	SUBA3+BTOW3	29/03/05	371,99	148,80	543.878.125,00	2.023.166.462,18	809.266.584,86
Localiza	RENT3	20/05/05	615,50	250,52	284.039.937,50	1.748.273.262,13	711.565.603,02
Energias BR	ENBR3	12/07/05	203,33	145,06	1.184.702.724,00	2.408.835.746,81	1.718.498.672,99
OHL Brasil	OHLB3	14/07/05	151,33	68,50	495.999.990,00	750.598.673,93	339.759.627,01
Tam	TAMM3	09/08/05	nd	nd	nd	nd	nd
Nossa Caixa	BNCA3	27/10/05	99,90	121,75	953.955.994,00	953.017.486,68	1.161.413.027,91
Cosan	CSAN3	17/11/05	173,32	68,34	885.767.328,00	1.535.241.330,00	605.332.471,47
Uol	UOLL4	15/12/05	46,72	36,71	532.135.314,00	248.626.371,70	195.349.292,05
Copasa	CSMG3	07/02/06	137,50	63,10	813.461.524,00	1.118.513.320,67	513.269.073,69
Vivax	VVAX11	07/02/06	nd	nd	nd	nd	nd
Gafisa	GFSA3	16/02/06	187,76	83,26	926.988.750,00	1.740.471.269,49	771.856.773,40
Company	CPNY3	01/03/06	163,64	75,47	281.600.000,00	460.810.019,76	212.512.351,06

Totvs	TOTS3	08/03/06	191,27	120,60	460.000.000,00	879.857.204,47	554.757.423,82
Equatorial	EQTL11+EQTL3	31/03/06	137,94	99,15	540.000.000,00	744.875.263,12	535.392.877,08
Abnote	ABNB3	26/04/06	106,09	68,10	552.500.000,00	586.133.630,88	376.246.355,87
BrasilAgro	AGRO3	28/04/06	130,00	90,18	583.200.000,00	758.160.000,00	525.929.760,00
CSU CardSystem	CARD3	28/04/06	29,44	11,83	392.118.462,00	115.457.102,70	46.400.684,67
Lupatech	LUPA3	12/05/06	282,77	84,37	483.036.224,00	1.365.871.564,22	407.558.450,61
GP Invest	GPIV11	31/05/06	210,07	88,45	706.000.000,00	1.483.102.689,37	624.464.290,26
Datasul	DSUL3	01/06/06	118,34	nd	364.564.350,00	431.422.753,25	nd
MMX Miner	MMXM3	21/07/06	542,23	90,64	1.183.362.070,00	6.416.581.177,55	1.072.646.974,56
Abyara	ABYA3	26/07/06	208,34	18,77	188.312.500,00	392.328.901,58	35.355.220,78
Medial Saude	MEDI3	21/09/06	90,89	31,23	742.287.328,00	674.681.855,16	231.813.765,62
Klabinsgall	KSSA3	06/10/06	80,02	18,91	557.175.000,00	445.832.600,57	105.344.411,95
Santos BRP	STBR11+STBP11	12/10/06	126,34	43,83	933.000.000,00	1.178.765.685,30	408.916.945,70
M. Diasbranco	MDIA3	17/10/06	121,97	79,20	415.863.000,00	507.243.016,90	329.352.179,32
Brascan Res	BISA3	20/10/06	62,86	19,82	1.188.000.000,00	746.733.150,85	235.449.534,29
Profarma	PFRM3	25/10/06	123,92	42,50	401.062.500,00	496.996.650,00	170.450.391,09
Terna Part	TRNA11	26/10/06	164,10	92,73	627.000.000,00	1.028.890.762,39	581.444.258,25
Ecodiesel	ECOD3	21/11/06	47,08	7,25	435.772.056,00	205.176.009,70	31.593.474,06
Odontoprev	ODPV3	30/11/06	157,91	102,45	522.031.188,00	824.330.155,88	534.816.277,58
Positivo Inf	POSI3	08/12/06	77,34	26,34	644.781.250,00	498.677.300,45	169.849.132,00
Lopes Brasil	LPSB3	15/12/06	170,12	41,82	474.720.000,00	807.588.439,28	198.547.384,02
Dufrybras	DUFB11	19/12/06	146,80	50,20	850.000.000,00	1.247.764.530,52	426.664.517,63
PDG Realt	PDGR3	25/01/07	186,57	81,26	724.500.000,00	1.351.727.554,19	588.706.054,49
CC Des Imob	CCIM3	30/01/07	70,77	14,17	600.299.985,50	424.812.070,08	85.045.385,12
Rodobensimob	RDNI3	30/01/07	121,83	36,19	448.500.000,00	546.407.709,62	162.294.715,46
Tecnisa	TCSA3	31/01/07	67,46	22,10	909.998.544,00	613.857.653,86	201.091.300,40
Iguatemi	IGTA3	06/02/07	85,06	35,43	548.677.440,00	466.701.989,97	194.379.758,99
GVT Holding	GVTT3	15/02/07	214,56	130,61	1.076.400.000,00	2.309.476.000,05	1.405.897.999,99
Anhanguera	AEDU11	09/03/07	168,89	88,83	512.330.000,00	865.269.587,25	455.120.417,77
JBS	JBSS3	28/03/07	104,38	49,38	1.840.000.000,00	1.920.614.254,62	908.554.048,64
Even	EVEN3	30/03/07	102,24	24,38	460.000.000,00	470.302.870,88	112.149.146,14
Pine	PINE4	30/03/07	75,55	26,70	594.766.500,00	449.373.195,01	158.775.374,79
BR Malls Par	BRML3	04/04/07	129,27	53,33	696.070.665,00	899.787.346,31	371.237.688,00
Fer Heringer	FHER3	11/04/07	132,37	27,68	349.577.358,00	462.720.188,36	96.750.584,84
JHSF Part	JHSF3	11/04/07	100,67	25,14	432.400.000,00	435.293.251,75	108.687.453,62
Metalfrio	FRIO3	12/04/07	118,71	45,13	452.950.500,00	537.715.592,93	204.422.779,89
Bematech	BEMA3	18/04/07	55,67	26,51	406.630.050,00	226.357.394,50	107.814.680,88
CR2	CRDE3	20/04/07	67,58	22,30	353.711.240,00	239.027.140,50	78.864.810,84
Agra Incorp	AGIN3	25/04/07	90,00	13,88	786.037.500,00	707.433.750,00	109.120.500,00
Cremer	CREM3	27/04/07	84,37	53,36	584.034.500,00	492.747.333,75	311.631.382,23
Wilson Sons	WSON11	27/04/07	92,03	41,52	706.000.000,00	649.761.726,40	293.148.313,77
Sofisa	SFSA4	30/04/07	84,09	28,23	504.543.984,00	424.265.431,19	142.410.774,11
Tarpon	TARP11	30/05/07	114,41	58,08	444.000.000,00	507.980.941,77	257.875.200,00
Inpar S/A	INPR3	05/06/07	62,86	7,71	756.000.000,00	475.200.000,00	58.320.000,00
Parana	PRBC4	13/06/07	74,27	19,87	604.800.000,00	449.155.838,44	120.201.827,39
SLC Agricola	SLCE3	14/06/07	222,77	80,23	490.043.750,00	1.091.680.149,65	393.145.262,89
Log-In	LOGN3	20/06/07	80,63	32,25	848.246.654,25	683.918.476,99	273.567.390,79
Eztec	EZTC3	21/06/07	54,63	18,21	542.145.813,00	296.167.253,49	98.722.417,83
Cruzeiro Sul	CZRS4	25/06/07					

			63,41	33,76	644.197.794,00	408.493.304,01	217.481.074,62
Daycoval	DAYC4	28/06/07	90,73	31,21	1.092.473.788,00	991.174.899,32	340.920.039,81
Marfrig	MRFG3	28/06/07	123,48	62,48	1.020.510.000,00	1.260.142.480,38	637.662.460,00
Tegma	TGMA3	02/07/07	75,27	20,95	603.980.000,00	454.605.539,30	126.539.613,17
Indusval	IDVL4	11/07/07	96,89	28,82	260.000.020,00	251.913.169,99	74.925.319,61
Redecard	RDCD3	12/07/07	125,55	93,12	4.642.694.685,00	5.828.698.040,95	4.323.240.795,38
Invest Tur	IVTT3	13/07/07	80,00	40,50	945.000.000,00	755.990.550,00	382.725.000,00
Banco Patagonia	BPAT11	19/07/07	62,96	26,68	76.000.000,00	47.847.517,57	20.274.371,85
Minerva	BEEF3	19/07/07	56,38	10,78	510.600.000,00	287.859.449,63	55.056.613,18
Guarani	ACGU3	20/07/07	73,56	17,33	765.621.760,50	563.157.339,39	132.707.771,82
Kroton	KROT11	20/07/07	84,59	20,51	479.000.000,00	405.184.871,80	98.256.410,26
MRV	MRVE3	20/07/07	142,85	44,34	1.193.400.000,00	1.704.762.497,44	529.143.555,20
Triunfo Part	TPIS3	20/07/07	65,79	18,95	589.950.000,00	388.125.000,00	111.780.000,00
Abc Brasil	ABCB4	24/07/07	78,99	31,92	699.300.000,00	552.384.522,85	223.225.351,63
Multiplan	MULT3	26/07/07	82,00	42,80	1.062.008.750,00	870.847.175,00	454.539.745,00
Providencia	PRVI3	26/07/07	41,35	21,71	609.375.000,00	251.988.313,54	132.304.041,84
Springs	SGPS3	26/07/07	86,84	14,47	655.500.000,00	569.250.000,00	94.875.000,00
Estacio	ESTC11+ESTC3	27/07/07	94,49	62,32	447.000.000,00	422.348.202,30	278.548.695,32
Generalshop	GSHP3	27/07/07	87,50	42,86	313.950.000,00	274.706.250,00	134.550.000,00
Cosan Ltd	CZLT11	16/08/07	105,46	28,98	275.000.000,00	290.023.752,95	79.691.211,40
Satipel	SATI3	20/09/07	91,54	27,37	457.572.128,00	418.872.565,20	125.229.887,44
Sul America	SULA11	04/10/07	99,53	52,99	775.000.000,00	771.333.949,97	410.693.617,29
Bicbanco	BICB4	11/10/07	87,16	23,67	821.526.075,00	716.013.330,36	194.445.954,98
Tenda	TEND3	11/10/07	131,33	13,00	693.450.000,00	910.730.999,98	90.148.500,00
Trisul	TRIS3	11/10/07	82,19	20,00	366.660.250,00	301.375.019,30	73.325.618,53
Seb	SEBB11	17/10/07	72,42	22,42	413.000.000,00	299.112.121,21	92.612.121,21
Marisa	MARI3	19/10/07	61,48	32,89	506.000.000,00	311.066.370,92	166.443.343,66
Agrenco	AGEN11	24/10/07	43,75	1,06	666.000.000,00	291.375.000,00	7.044.230,77
Bovespa Holding	BOVH3	25/10/07	124,16	39,01*	6.625.520.875,00	8.226.245.694,09	2.584.868.940,82
Amil	AMIL3	26/10/07	94,61	72,39	1.400.700.000,00	1.325.136.711,85	1.013.930.362,86
Br Brokers	BBRK3	26/10/07	164,74	26,84	699.183.850,00	1.151.813.395,03	187.675.665,00
Helbor	HBOR3	26/10/07	85,71	26,44	267.327.753,00	229.117.591,47	70.685.214,39
Laep	MILK11	30/10/07	78,00	5,33	508.000.000,00	396.240.000,00	27.093.333,33
Panamericano	BPNM4	16/11/07	101,64	27,98	777.024.000,00	789.784.766,08	217.414.796,88
BM&F	BMEF3	29/11/07	92,24	29,32	5.983.696.920,00	5.519.646.584,98	1.754.657.954,41
MPX Energia	MPXE3	13/12/07	104,31	11,62	2.203.819.085,52	2.298.747.306,92	256.148.567,99
Tempo Part	TEMP3	17/12/07	95,00	47,14	452.812.500,00	430.171.875,00	213.468.750,00
Fonte: CVM, Economática, Bovespa, Lopes Filho (*) No caso da Bovespa Holding, que não possuía cotação na data de 31.10.08, foi utilizado o retorno da ação da BM&F (29,32), empresa com a qual integrou suas operações, corrigido pelo fator de 1,330441, que corresponde à relação entre os retornos na última data existente, 19.08.08.				TOTAL	81.554.614.304,68	103.064.453.289,72	44.730.615.889,59

Da tabela anterior, podemos apresentar os seguintes comentários:

- (i) conforme a coluna “Valor Original da Emissão”, as emissões efetuadas nesse período, excluída a emissão da empresa TAM (em função da não obtenção de

dados completos sobre a mesma), totalizaram, em valor nominal, R\$ 81.554.614.304,68. Trata-se de um valor nominal, sem qualquer correção em função da variação de preços no período, mas será bastante útil para efeito de análises que faremos posteriormente;

- (ii) Na coluna “Valor em 20.05.08”, temos o valor original da emissão (coluna anterior), corrigido pela variação nos preços observada em cada ação, informada na coluna “Cotação, em moeda original 100, ajustada por proventos – 20.05.08”. Ou seja, informa o valor, na data de 20.05.08, da emissão total, considerando a valorização ou desvalorização de cada ação respectiva.
- (iii) Já a coluna “Valor em 31.10.08” repete o procedimento acima, apenas alterando a data de cálculo para 31.10.08.

A tabela anterior permite importantes comentários. Pela coluna mencionada no item (ii) retro, verificamos que o valor total das emissões de ações ali mencionadas alcançavam a soma de ...

Na tabela a seguir (Tabela 13), apresentamos as estatísticas descritivas dos retornos apresentados na tabela anterior (Tabela 12):

Tabela 13 - Retorno nominal dos IPOs - Estatísticas descritivas

	Cotação, em moeda original 100, ajustada por proventos		Valores em Reais		
	20.05.08	31.10.08	Valor Original da Emissão	Valor em 20.05.08	Valor em 31.10.08
Média	129,25	55,68	799.555.042,20	1.010.435.816,57	442.877.385,05
Maior	615,50	308,09	6.625.520.875,00	8.226.245.694,09	4.323.240.795,38
Menor	29,44	1,06	16.000.000,00	42.134.062,93	7.044.230,77
Desvio-padrão	91,32	52,60	930.054.790,91	1.261.807.057,93	623.871.618,14
Nr. de observações	102	101	102	102	101

6.3 Valor de Emissão e Valor Patrimonial

Conforme apresentado no capítulo 2, existe muita discussão sobre o conteúdo informacional do Valor Patrimonial de uma ação.

Tabela 14 - Ganho no valor patrimonial para sócios anteriores

Empresa	Emissão		Valor Patrimonial antes da Emissão - R\$		VP após Oferta R\$	Aumento do VP para sócios anteriores R\$	Variação % no VP para sócios anteriores
	Data	Valor	Data do Balanço	VP			
Natura	25/05/04	36,50	31/03/04	4,22	4,22	-	0,00%
Gol	23/06/04	26,57	31/03/04	1,89	4,36	2,47	130,69%
CPFL Energia	28/09/04	17,22	30/06/04	8,24	9,03	0,79	9,59%
Grendene	28/10/04	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Dasa	18/11/04	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Porto Seguro	19/11/04	18,75	30/09/04	11,86	12,42	0,56	4,72%
Renar	25/02/05	1,60	30/09/04	0,98	1,10	0,12	12,24%
B2W Varejo - ex-Submarino	29/03/05	21,62	31/12/04	0,98	10,26	9,28	946,94%
Localiza	20/05/05	11,50	31/03/05	4,66	4,66	-	0,00%
Energias BR	12/07/05	18,00	31/05/05	22,72	19,90	(2,82)	-12,41%
OHL Brasil	14/07/05	18,00	31/03/05	6,47	7,63	1,16	17,93%
Nossa Caixa	27/10/05	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Cosan	17/11/05	48,00	31/07/05	11,96	20,83	8,87	74,16%
Uol	15/12/05	18,00	30/09/05	1,19	3,40	2,21	185,71%
Copasa	07/02/06	23,50	30/09/05	26,78	25,87	(0,91)	-3,40%
Vivax	07/02/06	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Gafisa	16/02/06	26,00	31/12/05	7,41	10,12	2,71	36,57%
Company	01/03/06	16,60	31/12/05	2,12	6,44	4,32	203,77%
Totvs	08/03/06	32,00	31/12/05	4,28	12,70	8,42	196,73%
Equatorial	31/03/06	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Abnote	26/04/06	nd	nd	nd	nd	nd	nd
BrasilAgro	28/04/06	nd	nd	nd	nd	nd	nd
CSU CardSystem	28/04/06	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Lupatech	12/05/06	22,00	31/03/06	2,13	5,04	2,91	136,62%
GP Invest	31/05/06	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Datasul	01/06/06	18,00	31/03/06	1,79	6,48	4,69	262,01%
MMX Miner	21/07/06	815,00	31/03/06	5,22	258,20	252,98	4846,36%
Abyara	26/07/06	25,00	31/05/06	0,32	8,99	8,67	2709,38%
Medial Saude	21/09/06	21,50	30/06/06	0,91	6,24	5,33	585,71%
Klabinsegall	06/10/06	15,00	30/06/06	1,87	6,72	4,85	259,36%
Santos BRP	12/10/06	nd	nd	nd	nd	nd	nd
M. Diasbranco	17/10/06	21,00	30/06/06	6,00	6,00	-	0,00%
Brascan Res	20/10/06	16,00	30/06/06	1,17	5,17	4,00	341,88%
Profarma	25/10/06	22,50	30/06/06	3,95	9,85	5,90	149,37%
Terna Part	26/10/06	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Ecodiesel	21/11/06	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Odontoprev	30/11/06	28,00	30/09/06	1,20	7,05	5,85	487,50%
Positivo Inf	08/12/06	23,50	30/09/06	2,38	3,01	0,63	26,47%
Lopes Brasil	15/12/06	20,00	30/09/06	0,09	0,09	-	0,00%
Dufrybras	19/12/06	nd	nd	nd	nd	nd	nd
PDG Realt	25/01/07	14,00	30/09/06	2,98	5,84	2,86	95,97%
CC Des Imob	30/01/07	14,50	30/09/06	0,52	4,37	3,85	740,38%
Rodobensimob	30/01/07	19,50	30/09/06	2,10	9,30	7,20	342,86%

Tecnisa	31/01/07	13,00	30/09/06	1,47	4,85	3,38	229,93%
Iguatemi	06/02/07	30,00	30/09/06	6,23	12,30	6,07	97,43%
GVT Holding	15/02/07	18,00	31/12/06	8,83	12,36	3,53	39,98%
Anhanguera	09/03/07	nd	nd	nd	nd	nd	nd
JBS	28/03/07	8,00	31/12/06	0,26	1,63	1,37	526,92%
Even	30/03/07	11,50	31/12/06	1,35	3,99	2,64	195,56%
Pine	30/03/07	19,00	31/12/06	4,65	7,46	2,81	60,43%
BR Malls Par	04/04/07	15,00	31/12/06	5,17	7,82	2,65	51,26%
Fer Heringer	11/04/07	17,00	31/12/06	6,10	8,32	2,22	36,39%
JHSF Part	11/04/07	8,00	31/12/06	0,30	1,22	0,92	306,67%
Metalfrio	12/04/07	19,00	31/12/06	1,88	7,37	5,49	292,02%
Bematech	18/04/07	15,00	31/12/06	2,03	5,50	3,47	170,94%
CR2	20/04/07	20,00	31/12/06	2,05	8,03	5,98	291,71%
Agra Incorp	25/04/07	8,50	31/12/06	1,39	5,08	3,69	265,47%
Cremer	27/04/07	17,50	31/12/06	5,25	9,30	4,05	77,14%
Wilson Sons	27/04/07	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Sofisa	30/04/07	12,00	31/12/06	2,89	5,02	2,13	73,70%
Tarpon	30/05/07	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Inpar S/A	05/06/07	17,50	31/03/07	0,65	7,02	6,37	980,00%
Parana	13/06/07	nd	nd	nd	nd	nd	nd
SLC Agricola	14/06/07	14,00	31/03/07	2,93	5,46	2,53	86,35%
Log-In	20/06/07	14,25	31/03/07	1,59	5,35	3,76	236,48%
Eztec	21/06/07	11,00	31/03/07	1,82	4,40	2,58	141,76%
Cruzeiro Sul	25/06/07	15,50	31/03/07	2,46	4,82	2,36	95,93%
Daycoval	28/06/07	17,00	31/03/07	2,97	6,28	3,31	111,45%
Marfrig	28/06/07	17,00	31/03/07	3,71	5,91	2,20	59,30%
Tegma	02/07/07	26,00	31/03/07	1,53	4,89	3,36	219,61%
Indusval	11/07/07	17,50	31/03/07	5,22	8,61	3,39	64,94%
Redecard	12/07/07	27,00	31/03/07	0,10	0,70	0,60	600,00%
Invest Tur	13/07/07	1.000,00	31/08/07	1.000,00	932,48	(67,52)	-6,75%
Banco Patagonia	19/07/07	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Minerva	19/07/07	18,50	31/03/07	3,63	7,11	3,48	95,87%
Guarani	20/07/07	13,50	30/04/07	5,06	7,39	2,33	46,05%
Kroton	20/07/07	nd	nd	nd	nd	nd	nd
MRV	20/07/07	26,00	31/03/07	2,90	9,27	6,37	219,66%
Triunfo Part	20/07/07	9,50	31/03/07	1,97	3,71	1,74	88,32%
Abe Brasil	24/07/07	13,50	31/03/07	5,03	7,61	2,58	51,29%
Multiplan	26/07/07	25,00	31/03/07	8,22	11,20	2,98	36,25%
Providencia	26/07/07	15,00	31/03/07	0,08	5,33	5,25	6562,50%
Springs	26/07/07	19,00	31/03/07	26,47	24,49	(1,98)	-7,48%
Estacio	27/07/07	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Generalshop	27/07/07	14,00	31/03/07	3,76	7,45	3,69	98,14%
Cosan Ltd	16/08/07	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Satipel	20/09/07	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Sul America	04/10/07	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Bicbanco	11/10/07	12,75	30/06/07	4,27	5,53	1,26	29,51%

Tenda	11/10/07	9,00	30/06/07	0,59	4,12	3,53	598,31%
Trisul	11/10/07	11,00	30/06/07	2,48	5,42	2,94	118,55%
Seb	17/10/07	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Marisa	19/10/07	10,00	30/06/07	0,35	2,64	2,29	654,29%
Agrenco	24/10/07	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Bovespa Holding	25/10/07	23,00	30/06/07	2,06	2,06	-	0,00%
Amil	26/10/07	14,00	30/06/07	0,56	2,70	2,14	382,14%
Br Brokers	26/10/07	950,00	30/06/07	0,12	174,18	174,06	143850,41%
Helbor	26/10/07	11,00	30/06/07	3,47	6,36	2,89	83,29%
Laep	30/10/07	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Panamericano	16/11/07	10,00	30/09/07	2,56	4,52	1,96	76,56%
BM&F	29/11/07	20,00	01/10/07	1,42	1,42	-	0,00%
MPX Energia	13/12/07	1.006,63	30/09/07	0,38	272,48	272,10	71605,26%
Tempo Part	17/12/07	7,00	30/09/07	0,59	2,58	1,99	337,29%

Tabela 15 - Geração de Valor para os sócios anteriores

Empresa	Código	Emissão		Valor Patrimonial antes da Emissão - R\$		Geração de valor para sócios anteriores	
		Data	Valor	Data do Balanço	VP	Valor	%
Natura	NATU3	25/05/04	36,50	31/03/04	4,22	32,28	764,9%
Gol	GOLL4	23/06/04	26,57	31/03/04	1,89	24,68	1305,8%
CPFL Energia	CPFE3	28/09/04	17,22	30/06/04	8,24	8,98	109,0%
Grendene	GRND3	28/10/04	nd	nd	nd	nd	nd
Dasa	DASA3	18/11/04	nd	nd	nd	nd	nd
Porto Seguro	PSSA3	19/11/04	18,75	30/09/04	11,86	6,89	58,1%
Renar	RNAR3	25/02/05	1,60	30/09/04	0,98	0,62	63,3%
B2W Varejo - ex-Submarino	SUBA3+BTOW3	29/03/05	21,62	31/12/04	0,98	20,64	2106,1%
Localiza	RENT3	20/05/05	11,50	31/03/05	4,66	6,84	146,8%
Energias BR	ENBR3	12/07/05	18,00	31/05/05	22,72	(4,72)	-20,8%
OHL Brasil	OHLB3	14/07/05	18,00	31/03/05	6,47	11,53	178,2%
Nossa Caixa	BNCA3	27/10/05	nd	nd	nd	nd	nd
Cosan	CSAN3	17/11/05	48,00	31/07/05	11,96	36,04	301,3%
Uol	UOLL4	15/12/05	18,00	30/09/05	1,19	16,81	1412,6%
Copasa	CSMG3	07/02/06	23,50	30/09/05	26,78	(3,28)	-12,2%
Vivax	VVAX11	07/02/06	nd	nd	nd	nd	nd
Gafisa	GFSA3	16/02/06	26,00	31/12/05	7,41	18,59	250,9%
Company	CPNY3	01/03/06	16,60	31/12/05	2,12	14,48	683,0%
Totvs	TOTS3	08/03/06	32,00	31/12/05	4,28	27,72	647,7%
Equatorial	EQTL11+EQTL3	31/03/06	nd	nd	nd	nd	nd
Abnote	ABNB3	26/04/06	nd	nd	nd	nd	nd
BrasilAgro	AGRO3	28/04/06	nd	nd	nd	nd	nd
CSU CardSystem	CARD3	28/04/06	nd	nd	nd	nd	nd
Lupatech	LUPA3	12/05/06	22,00	31/03/06	2,13	19,87	932,9%
GP Invest	GPIV11	31/05/06	nd	nd	nd	nd	nd
Datasul	DSUL3	01/06/06	18,00	31/03/06	1,79	16,21	905,6%
MMX Miner	MMXM3	21/07/06	815,00	31/03/06	5,22	809,78	15513,0%

Abyara	ABYA3	26/07/06	25,00	31/05/06	0,32	24,68	7712,5%
Medial Saude	MEDI3	21/09/06	21,50	30/06/06	0,91	20,59	2262,6%
Klabinsegall	KSSA3	06/10/06	15,00	30/06/06	1,87	13,13	702,1%
Santos BRP	STBR11+STBP11	12/10/06	nd	nd	nd	nd	nd
M. Diasbranco	MDIA3	17/10/06	21,00	30/06/06	6,00	15,00	250,0%
Brascan Res	BISA3	20/10/06	16,00	30/06/06	1,17	14,83	1267,5%
Profarma	PFRM3	25/10/06	22,50	30/06/06	3,95	18,55	469,6%
Terna Part	TRNA11	26/10/06	nd	nd	nd	nd	nd
Ecodiesel	ECOD3	21/11/06	nd	nd	nd	nd	nd
Odontoprev	ODPV3	30/11/06	28,00	30/09/06	1,20	26,80	2233,3%
Positivo Inf	POSI3	08/12/06	23,50	30/09/06	2,38	21,12	887,4%
Lopes Brasil	LPSB3	15/12/06	20,00	30/09/06	0,09	19,91	22122,2%
Dufrybras	DUFB11	19/12/06	nd	nd	nd	nd	nd
PDG Realt	PDGR3	25/01/07	14,00	30/09/06	2,98	11,02	369,8%
CC Des Imob	CCIM3	30/01/07	14,50	30/09/06	0,52	13,98	2688,5%
Rodobensimob	RDNI3	30/01/07	19,50	30/09/06	2,10	17,40	828,6%
Tecnisa	TCSA3	31/01/07	13,00	30/09/06	1,47	11,53	784,4%
Iguatemi	IGTA3	06/02/07	30,00	30/09/06	6,23	23,77	381,5%
GVT Holding	GVTT3	15/02/07	18,00	31/12/06	8,83	9,17	103,9%
Anhanguera	AEDU11	09/03/07	nd	nd	nd	nd	nd
JBS	JBSS3	28/03/07	8,00	31/12/06	0,26	7,74	2976,9%
Even	EVEN3	30/03/07	11,50	31/12/06	1,35	10,15	751,9%
Pine	PINE4	30/03/07	19,00	31/12/06	4,65	14,35	308,6%
BR Malls Par	BRML3	04/04/07	15,00	31/12/06	5,17	9,83	190,1%
Fer Heringer	FHER3	11/04/07	17,00	31/12/06	6,10	10,90	178,7%
JHSF Part	JHSF3	11/04/07	8,00	31/12/06	0,30	7,70	2566,7%
Metalfrio	FRIO3	12/04/07	19,00	31/12/06	1,88	17,12	910,6%
Bematech	BEMA3	18/04/07	15,00	31/12/06	2,03	12,97	638,9%
CR2	CRDE3	20/04/07	20,00	31/12/06	2,05	17,95	875,6%
Agra Incorp	AGIN3	25/04/07	8,50	31/12/06	1,39	7,11	511,5%
Cremer	CREM3	27/04/07	17,50	31/12/06	5,25	12,25	233,3%
Wilson Sons	WSON11	27/04/07	nd	nd	nd	nd	nd
Sofisa	SFSA4	30/04/07	12,00	31/12/06	2,89	9,11	315,2%
Tarpon	TARP11	30/05/07	nd	nd	nd	nd	nd
Inpar S/A	INPR3	05/06/07	17,50	31/03/07	0,65	16,85	2592,3%
Parana	PRBC4	13/06/07	nd	nd	nd	nd	nd
SLC Agricola	SLCE3	14/06/07	14,00	31/03/07	2,93	11,07	377,8%
Log-In	LOGN3	20/06/07	14,25	31/03/07	1,59	12,66	796,2%
Eztec	EZTC3	21/06/07	11,00	31/03/07	1,82	9,18	504,4%
Cruzeiro Sul	CZRS4	25/06/07	15,50	31/03/07	2,46	13,04	530,1%
Daycoval	DAYC4	28/06/07	17,00	31/03/07	2,97	14,03	472,4%
Marfrig	MRFG3	28/06/07	17,00	31/03/07	3,71	13,29	358,2%
Tegma	TGMA3	02/07/07	26,00	31/03/07	1,53	24,47	1599,3%
Indusval	IDVL4	11/07/07	17,50	31/03/07	5,22	12,28	235,2%
Redecard	RDCD3	12/07/07	27,00	31/03/07	0,10	26,90	26900,0%
Invest Tur	IVTT3	13/07/07	1.000,00	31/08/07		-	0,0%

					1.000,00		
Banco Patagonia	BPAT11	19/07/07	nd	nd	nd	nd	nd
Minerva	BEEF3	19/07/07	18,50	31/03/07	3,63	14,87	409,6%
Guarani	ACGU3	20/07/07	13,50	30/04/07	5,06	8,44	166,8%
Kroton	KROT11	20/07/07	nd	nd	nd	nd	nd
MRV	MRVE3	20/07/07	26,00	31/03/07	2,90	23,10	796,6%
Triunfo Part	TPIS3	20/07/07	9,50	31/03/07	1,97	7,53	382,2%
Abc Brasil	ABCB4	24/07/07	13,50	31/03/07	5,03	8,47	168,4%
Multiplan	MULT3	26/07/07	25,00	31/03/07	8,22	16,78	204,1%
Providencia	PRVI3	26/07/07	15,00	31/03/07	0,08	14,92	18650,0%
Springs	SGPS3	26/07/07	19,00	31/03/07	26,47	(7,47)	-28,2%
Estacio	ESTC11+ESTC3	27/07/07	nd	nd	nd	nd	nd
Generalshop	GSHP3	27/07/07	14,00	31/03/07	3,76	10,24	272,3%
Cosan Ltd	CZLT11	16/08/07	nd	nd	nd	nd	nd
Satipel	SATI3	20/09/07	nd	nd	nd	nd	nd
Sul America	SULA11	04/10/07	nd	nd	nd	nd	nd
Bicbanco	BICB4	11/10/07	12,75	30/06/07	4,27	8,48	198,6%
Tenda	TEND3	11/10/07	9,00	30/06/07	0,59	8,41	1425,4%
Trisul	TRIS3	11/10/07	11,00	30/06/07	2,48	8,52	343,5%
Seb	SEBB11	17/10/07	nd	nd	nd	nd	nd
Marisa	MARI3	19/10/07	10,00	30/06/07	0,35	9,65	2757,1%
Agrenco	AGEN11	24/10/07	nd	nd	nd	nd	nd
Bovespa Holding	BOVH3	25/10/07	23,00	30/06/07	2,06	20,94	1016,5%
Amil	AMIL3	26/10/07	14,00	30/06/07	0,56	13,44	2400,0%
Br Brokers	BBRK3	26/10/07	950,00	30/06/07	0,12	949,88	785024,0%
Helbor	HBOR3	26/10/07	11,00	30/06/07	3,47	7,53	217,0%
Laep	MILK11	30/10/07	nd	nd	nd	nd	nd
Panamericano	BPNM4	16/11/07	10,00	30/09/07	2,56	7,44	290,6%
BM&F	BMEF3	29/11/07	20,00	01/10/07	1,42	18,58	1308,5%
MPX Energia	MPXE3	13/12/07	1.006,63	30/09/07	0,38	1.006,25	264802,6%
Tempo Part	TEMP3	17/12/07	7,00	30/09/07	0,59	6,41	1086,4%

Fonte: CVM - Prospectos de emissão

"nd" indica que não foi possível obter a informação, por diferentes razões (não obtenção de prospecto, ou não detalhamento suficiente da informação).

Tabela 16 - Diluição para novos sócios

Empresa	Código	Emissão		Valor Patrimonial antes da Emissão - R\$		VP após Oferta R\$	Diluição para novos sócios	
		Data	Valor	Data do Balanço	VP		Valor	%
Natura	NATU3	25/05/04	36,50	31/03/04	4,22	4,22	32,28	88,4%
Gol	GOLL4	23/06/04	26,57	31/03/04	1,89	4,36	22,21	83,6%
CPFL Energia	CPFE3	28/09/04	17,22	30/06/04	8,24	9,03	8,19	47,6%
Grendene	GRND3	28/10/04	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Dasa	DASA3	18/11/04	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Porto Seguro	PSSA3	19/11/04	18,75	30/09/04	11,86	12,42	6,89	36,7%
Renar	RNAR3	25/02/05	1,60	30/09/04	0,98	1,10	0,50	31,3%
B2W Varejo - ex-Submarino	SUBA3+BTOW3	29/03/05	21,62	31/12/04	0,98	10,26	11,36	52,5%
Localiza	RENT3	20/05/05	11,50	31/03/05	4,66	4,66	6,84	59,5%
Energias BR	ENBR3	12/07/05	18,00	31/05/05	22,72	19,90	(1,90)	-10,6%
OHL Brasil	OHLB3	14/07/05	18,00	31/03/05	6,47	7,63	10,37	57,6%
Nossa Caixa	BNCA3	27/10/05	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Cosan	CSAN3	17/11/05	48,00	31/07/05	11,96	20,83	27,17	56,6%
Uol	UOLL4	15/12/05	18,00	30/09/05	1,19	3,40	14,60	81,1%

Copasa	CSMG3	07/02/06	23,50	30/09/05	26,78	25,87	(2,37)	-10,1%
Vivax	VVAX11	07/02/06	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Gafisa	GFSA3	16/02/06	26,00	31/12/05	7,41	10,12	15,88	61,1%
Company	CPNY3	01/03/06	16,60	31/12/05	2,12	6,44	9,56	57,6%
Totvs	TOTS3	08/03/06	32,00	31/12/05	4,28	12,70	19,30	60,3%
Equatorial	EQTL11+EQTL3	31/03/06	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Abnote	ABNB3	26/04/06	nd	nd	nd	nd	nd	nd
BrasilAgro	AGRO3	28/04/06	nd	nd	nd	nd	nd	nd
CSU CardSystem	CARD3	28/04/06	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Lupatech	LUPA3	12/05/06	22,00	31/03/06	2,13	5,04	16,96	77,1%
GP Invest	GPIV11	31/05/06	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Datasul	DSUL3	01/06/06	18,00	31/03/06	1,79	6,48	11,52	64,0%
MMX Miner	MMXM3	21/07/06	815,00	31/03/06	5,22	258,20	556,80	68,3%
Abyara	ABYA3	26/07/06	25,00	31/05/06	0,32	8,99	16,01	64,0%
Medial Saude	MEDI3	21/09/06	21,50	30/06/06	0,91	6,24	15,26	71,0%
Klabinsgall	KSSA3	06/10/06	15,00	30/06/06	1,87	6,72	8,28	55,2%
Santos BRP	STBR11+STBP11	12/10/06	nd	nd	nd	nd	nd	nd
M. Diasbranco	MDIA3	17/10/06	21,00	30/06/06	6,00	6,00	15,00	71,4%
Brascan Res	BISA3	20/10/06	16,00	30/06/06	1,17	5,17	10,83	67,7%
Profarma	PFRM3	25/10/06	22,50	30/06/06	3,95	9,85	12,65	56,2%
Terna Part	TRNA11	26/10/06	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Ecodiesel	ECOD3	21/11/06	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Odontoprev	ODPV3	30/11/06	28,00	30/09/06	1,20	7,05	20,95	74,8%
Positivo Inf	POSI3	08/12/06	23,50	30/09/06	2,38	3,01	20,49	87,2%
Lopes Brasil	LPSB3	15/12/06	20,00	30/09/06	0,09	0,09	19,91	99,6%
Dufrybras	DUFB11	19/12/06	nd	nd	nd	nd	nd	nd
PDG Realt	PDGR3	25/01/07	14,00	30/09/06	2,98	5,84	8,16	58,3%
CC Des Imob	CCIM3	30/01/07	14,50	30/09/06	0,52	4,37	10,13	69,9%
Rodobensimob	RDNI3	30/01/07	19,50	30/09/06	2,10	9,30	10,20	52,3%
Tecnisa	TCSA3	31/01/07	13,00	30/09/06	1,47	4,85	8,15	62,7%
Iguatemi	IGTA3	06/02/07	30,00	30/09/06	6,23	12,30	17,70	59,0%
GVT Holding	GVTT3	15/02/07	18,00	31/12/06	8,83	12,36	5,64	31,3%
Anhanguera	AEDU11	09/03/07	nd	nd	nd	nd	nd	nd
JBS	JBSS3	28/03/07	8,00	31/12/06	0,26	1,63	6,37	79,6%
Even	EVEN3	30/03/07	11,50	31/12/06	1,35	3,99	7,51	65,3%
Pine	PINE4	30/03/07	19,00	31/12/06	4,65	7,46	11,54	60,7%
BR Malls Par	BRML3	04/04/07	15,00	31/12/06	5,17	7,82	7,18	47,9%
Fer Heringer	FHER3	11/04/07	17,00	31/12/06	6,10	8,32	8,68	51,1%
JHSF Part	JHSF3	11/04/07	8,00	31/12/06	0,30	1,22	6,78	84,8%
Metalrio	FRIO3	12/04/07	19,00	31/12/06	1,88	7,37	11,63	61,2%
Bematech	BEMA3	18/04/07	15,00	31/12/06	2,03	5,50	9,50	63,3%
CR2	CRDE3	20/04/07	20,00	31/12/06	2,05	8,03	11,97	59,9%
Agra Incorp	AGIN3	25/04/07	8,50	31/12/06	1,39	5,08	3,42	40,2%
Cremer	CREM3	27/04/07	17,50	31/12/06	5,25	9,30	8,20	46,9%
Wilson Sons	WSON11	27/04/07	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Sofisa	SFSA4	30/04/07	12,00	31/12/06	2,89	5,02	6,98	58,2%
Tarpon	TARP11	30/05/07	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Inpar S/A	INPR3	05/06/07	17,50	31/03/07	0,65	7,02	10,48	59,9%
Parana	PRBC4	13/06/07	nd	nd	nd	nd	nd	nd
SLC Agricola	SLCE3	14/06/07	14,00	31/03/07	2,93	5,46	8,54	61,0%
Log-In	LOGN3	20/06/07	14,25	31/03/07	1,59	5,35	8,90	62,5%
Eztec	EZTC3	21/06/07	11,00	31/03/07	1,82	4,40	6,60	60,0%
Cruzeiro Sul	CZRS4	25/06/07	15,50	31/03/07	2,46	4,82	10,68	68,9%
Daycoval	DAYC4	28/06/07	17,00	31/03/07	2,97	6,28	10,72	63,1%
Marfrig	MRFG3	28/06/07	17,00	31/03/07	3,71	5,91	11,09	65,2%
Tegma	TGMA3	02/07/07	26,00	31/03/07	1,53	4,89	21,11	81,2%
Indusval	IDVL4	11/07/07	17,50	31/03/07	5,22	8,61	8,89	50,8%
Redecard	RDCE3	12/07/07	27,00	31/03/07	0,10	0,70	26,30	97,4%
Invest Tur	IVTT3	13/07/07	1.000,00	31/08/07	1.000,00	932,48	67,52	6,8%
Banco Patagonia	BPAT11	19/07/07	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Minerva	BEEF3	19/07/07	18,50	31/03/07	3,63	7,11	11,39	61,6%
Guarani	ACGU3	20/07/07	13,50	30/04/07	5,06	7,39	6,11	45,3%
Kroton	KROT11	20/07/07	nd	nd	nd	nd	nd	nd
MRV	MRVE3	20/07/07	26,00	31/03/07	2,90	9,27	16,73	64,3%
Triunfo Part	TPIS3	20/07/07	9,50	31/03/07	1,97	3,71	5,79	60,9%
Abc Brasil	ABCB4	24/07/07	13,50	31/03/07	5,03	7,61	5,89	43,6%
Multiplan	MULT3	26/07/07	25,00	31/03/07	8,22	11,20	13,80	55,2%
Providencia	PRVI3	26/07/07	15,00	31/03/07	0,08	5,33	9,67	64,5%
Springs	SGPS3	26/07/07	19,00	31/03/07	26,47	24,49	(5,49)	-28,9%
Estacio	ESTC11+ESTC3	27/07/07	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Generalshop	GSHP3	27/07/07	14,00	31/03/07	3,76	7,45	6,55	46,8%

Cosan Ltd	CZLT11	16/08/07	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Satipel	SATI3	20/09/07	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Sul America	SULA11	04/10/07	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Bicbanco	BICB4	11/10/07	12,75	30/06/07	4,27	5,53	7,22	56,6%
Tenda	TEND3	11/10/07	9,00	30/06/07	0,59	4,12	4,88	54,2%
Trisul	TRIS3	11/10/07	11,00	30/06/07	2,48	5,42	5,58	50,7%
Seb	SEBB11	17/10/07	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Marisa	MARI3	19/10/07	10,00	30/06/07	0,35	2,64	7,36	73,6%
Agrenco	AGEN11	24/10/07	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Bovespa Holding	BOVH3	25/10/07	23,00	30/06/07	2,06	2,06	20,94	91,0%
Amil	AMIL3	26/10/07	14,00	30/06/07	0,56	2,70	11,30	80,7%
Br Brokers	BBRK3	26/10/07	950,00	30/06/07	0,12	174,18	775,82	81,7%
Helbor	HBOR3	26/10/07	11,00	30/06/07	3,47	6,36	4,64	42,2%
Laep	MILK11	30/10/07	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Panamericano	BPNM4	16/11/07	10,00	30/09/07	2,56	4,52	5,48	54,8%
BM&F	BMEF3	29/11/07	20,00	01/10/07	1,42	1,42	18,58	92,9%
MPX Energia	MPXE3	13/12/07	1.006,63	30/09/07	0,38	272,48	734,15	72,9%
Tempo Part	TEMP3	17/12/07	7,00	30/09/07	0,59	2,58	4,42	63,1%

Fonte: CVM - Prospectos de emissão

"nd" indica que não foi possível obter a informação, por diferentes razões (não obtenção de prospecto, ou não detalhamento suficiente da informação).

Média	65,92		16,85	27,91	38,01	0,59
Maior	1.006,63		1.000,00	932,48	775,82	1,00
Menor	1,60		0,08	0,09	(5,49)	(0,29)
Desvio-padrão	206,15		112,89	113,16	132,71	0,22
Nr. de observações	77		77	77	77	77

7 CONCLUSÕES FINAIS E CONSIDERAÇÕES

Maria da Conceição Tavares, quando da análise do período econômico compreendido entre os anos de 1966 e 1970, teceu as seguintes considerações:

No período decorrido entre 1966 e a atualidade (final de 1970) foram tomando forma algumas das características pertencentes ao novo estilo de desenvolvimento capitalista. Seria difícil pensar em dar uma visão integrada do novo esquema, seja por tratar-se de um processo inacabado, seja pela escassez de pesquisas de apoio, ou ainda, por uma certa dificuldade de afastar-se dos padrões tradicionais de análise.” (p. 173). “Por esses motivos, limitar-nos-emos à análise de certos traços que caracterizam os processos de expansão, incorporação e difusão do progresso técnico e da reconcentração na economia [...].

Essa realidade, e principalmente a dificuldade apontada pela citada autora, também se aplica nas conclusões que possam ser feitas em relação ao ciclo de aberturas de capital do período 2004/2007 aqui estudado. O fato desse processo ainda estar ocorrendo, em conjunto com uma crise internacional de elevada magnitude, obriga o pesquisador a ser bastante criterioso em suas conclusões. O ritmo das mudanças econômicas é elevado, o que pode fazer com que afirmações conclusivas sejam rapidamente questionadas.

Em função dessa realidade, optou-se, no presente estudo, por uma abordagem exploratório-descritiva, considerada a mais adequada dentro desse contexto.

Retomando o problema de pesquisa inicialmente traçado, a questão que se apresentava era verificar se o movimento de aberturas de capital via emissão de ações, iniciado em 2007, vinha trazendo benefícios reais à economia brasileira como um todo. Uma vez que esse processo, como toda relação econômica, envolve vendedores e compradores, a questão seria verificar se esses benefícios alcançavam os dois lados envolvidos, ou seja, as empresas e investidores que estavam vendendo essas ações, bem como os investidores compradores, pessoas físicas ou jurídicas, nacionais ou estrangeiras, que tenham investido nesses papéis, e consequentemente nessas empresas.

Na economia em geral, e no mundo das finanças em particular, os benefícios são determinados pelo retorno gerado. Em decorrência dessa realidade, os “benefícios reais à economia brasileira” foram analisados em função dos retornos das ações emitidas nesse período.

No entanto, antes de realizar tal tarefa, este trabalho passou por etapas anteriores, a fim de cumprir os objetivos secundários traçados inicialmente.

A pesquisa bibliográfica foi subdividida em quatro tópicos. Inicialmente, foi discutida a importância do sistema financeiro, e particularmente do mercado de capitais, como fonte de financiamento de longo prazo às empresas. Essa importância justifica a constante busca pelas autoridades governamentais pela fixação de condições propícias para o crescimento e solidificação do mercado de capitais como um todo, principalmente do mercado de ações. Um mercado dinâmico permitiria que a economia não vivesse apenas ciclos esporádicos de abertura de capital pela emissão de ações, mas sim experimentasse uma constante disponibilidade de capitais em busca de novas emissões. Isso possibilitaria que as empresas, no momento de necessidade de capitais de longo prazo, tivessem diferentes alternativas de captação, permitindo uma alocação de recursos mais eficiente para a sociedade.

Posteriormente, repassamos o processo de abertura de capital, buscando descrever e conhecer, em linhas gerais, todas as diferentes etapas pelas quais a empresa precisa passar para negociar suas ações em bolsa de valores. Como vimos, uma empresa que queira contar com essa alternativa de financiamento precisa cumprir diferentes exigências, que visam proteger os investidores e o mercado em geral.

Em seguida, discutiu-se a questão do valor e o processo de determinação do mesmo, sob diferentes enfoques. Além de existirem diferentes metodologias para seu cálculo, a questão ainda é controversa, tendo em vista as variáveis consideradas em cada metodologia. Essas dificuldades são ainda mais marcantes para empresas que estão abrindo seu capital, onde o conjunto de informações disponíveis ainda é pequeno, tornando mais complexa a determinação do valor dessa nova ação.

Terminando essa etapa, foram repassados alguns estudos sobre IPOs, no Brasil e no exterior, particularmente aqueles estudos que serviram de base para a abordagem aqui construída. Esses estudos mostraram que existe uma ampla diferenciação nas abordagens sobre o tema. Um tema que se destaca nesses estudos é a questão do *underpricing* no primeiro dia, gerando diferentes discussões. Vários trabalhos indicam que a valorização expressiva verificada no primeiro dia de negociação das novas ações seriam indícios de sub-precificação, fazendo com

que as empresas, e/ou os sócios vendedores (dependendo se a emissão é primária ou secundária), percam dinheiro. Esse fato é identificado pela expressão “dinheiro sobre a mesa” (*money in the table*). A comparação aqui realizada, comentada mais adiante, levanta questionamentos a esse fato, pois ao mesmo tempo em que deixam de receber o equivalente à valorização verificada no primeiro dia, a empresa, e/ou os sócios vendedores conseguem obter uma valorização bastante expressiva em seus papéis, considerando o valor patrimonial prévio de suas ações. Ao trocar a situação de baixíssima liquidez antes da emissão pela situação de liquidez após a oferta, conseguem valorizações expressivas em seus ativos, as quais dificilmente seriam possíveis se optassem por uma negociação privada desses ativos. Considerando-se ainda que a tomada de dívida, com base em sua situação patrimonial prévia, teria várias limitantes, principalmente no volume de recursos que poderiam ser alavancados, essa troca de uma situação de não liquidez para a posição de liquidez gera expressivos ganhos, muitas vezes superiores à valorização verificada no primeiro dia de negociação da ação, da qual abrem mão.

Essa realidade não é contemplada nos estudos sobre *underpricing*, razão pela qual acreditamos que o presente estudo, ao levantar e apontar tal realidade, poderá contribuir para futuros trabalhos sobre o tema.

A etapa seguinte consistiu na comparação do atual ciclo de emissões (2004/2007) com os ciclos anteriores de emissões verificados no Brasil, especificamente o ciclo ocorrido no período 1968/71 e o ciclo verificado nos primeiros anos da república no Brasil, no período de 1889/91, num período de crise econômica denominada Encilhamento. Apesar de ocorrerem em períodos históricos e econômicos completamente distintos do atual, verificamos que todos apresentam as mesmas características gerais, sendo as principais o (i) forte crescimento do volume de negócios no mercado de ações, a (ii) expressiva valorização do mercado de ações em tais períodos, o (iii) forte crescimento no volume e número de empresas abrindo seu capital, o (iv) crescente número de investidores participando do mercado de ações, (v) elevada especulação financeira, com certa dose de euforia e, posteriormente, (vi) quedas abruptas nos índices de ação, que resulta em fortes perdas aos investidores e forte diminuição no mercado de emissões primárias, até a ocorrência de um novo ciclo.

Assim, no capítulo 4, efetuamos um breve estudo sobre os ciclos do período 1968/71 e do período do Encilhamento, traçando suas características gerais e suas consequências para o mercado de capitais brasileiro.

No capítulo seguinte, efetuamos uma análise qualitativa do ciclo 2004/2007, identificando seus antecedentes e as condições que permitiram sua ocorrência: as condições macroeconômicas do país, a conjuntura internacional de crescimento mundial, a elevada liquidez internacional, as mudanças nos marcos legais e no ambiente de negócios do país, as práticas de governança corporativa e os diferentes níveis de mercado criados pela Bovespa, a atuação dos intermediários (bancos de investimento, corretoras e escritórios de advocacia) e de novos agentes (fundos de *Private Equity* e *Venture Capital*), dentre outros fatores.

Como vimos, o forte volume verificado no ano de 2007 não vem se repetindo neste ano de 2008, quando foram verificadas apenas quatro emissões de ações, com forte redução dos volumes transacionados. Tal realidade, pela ótica do presente estudo, decorreu de duas realidades, uma intrínseca ao mercado de ações (endógena) e outra externa (exógena). A primeira decorreria de alguns problemas verificados no mercado de IPOs no Brasil, particularmente a forte desvalorização sofrida por algumas ações, em decorrência de problemas societários em alguns casos e, principalmente, por uma hipótese que levantamos no presente estudo: uma precificação (valuation) equivocada efetuada pelo mercado no momento da emissão, que resultaria nas fortes desvalorizações posteriores. Como demonstrado, mesmo até a data de 20.05.08, pico histórico do Ibovespa (73.516 pontos), grande parte das novas ações vinham apresentando retornos inferiores ao índice do mercado, além de apresentarem fortes desvalorizações até tal data.

Por fim, no capítulo 6, discutimos essas novas emissões com base nos retornos observados, utilizando os conceitos de *underpricing* no curto prazo e *overpricing* no longo prazo, previstos na literatura e estudos sobre IPOs. Essa realidade também se observa no mercado brasileiro, sendo que o *underpricing*, no nosso caso, atinge níveis inferiores aos verificados nos mercados externos. Em relação ao *overpricing*, verificamos que, na visão dos acionistas compradores dessas ações, o retorno, no conjunto, vem sendo negativo, redundando na perda de riqueza para os mesmos. Na última etapa, analisamos os valores patrimoniais prévios às emissões, comparando-os com os preços de emissão, verificando uma forte geração de riqueza para os acionistas vendedores e elevada diluição societária para os novos acionistas.

REFERÊNCIAS

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

BRUNI, Adriano Leal. *As Decisões de Investimentos*. São Paulo: Atlas, 2003.

CASTRO, Antonio Barros de; LESSA, Carlos Francisco. *Introdução à Economia: Uma Abordagem Estruturalista*. 26ª Ed.. Rio de Janeiro: Forense-Universitária, 1984.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução 361 de 05.03.2002.

_____. Instrução 400 de 29.12.2003.

_____. Instrução 436 de 05.07.2006.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. *Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies*. Second Edition. McKinsey & Company, Inc., 1995.

DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de Investimentos: Ferramentas e Técnicas para a Determinação do Valor de Qualquer Ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 1997.

DAMODARAN, Aswath. *A Face Oculta da Avaliação*. São Paulo: Makron Books, 2002.

FACHIN, Odília. *Fundamentos de Metodologia*. 4. ed. – São Paulo: Saraiva, 2005.

GIL, Antonio Carlos. *Técnicas de pesquisa em economia e elaboração de monografias*. 3ª edição. São Paulo: Atlas, 2000.

_____. *Como elaborar projetos de pesquisa*. 4ª edição. São Paulo: Atlas, 2002.

GREMAUD, A. P.; SAES, F.A.M.; TONETO JUNIOR, R. *Formação Econômica do Brasil*. São Paulo: Atlas, 1997.

IUDÍCIBUS, S. *Teoria da Contabilidade*. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2004.

_____; LOPES, Alexsandro B. *Teoria Avançada da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2004.

KERLINGER, Fred N. Metodologia da Pesquisa em Ciências Sociais. São Paulo: EPU, 1980.

LAGO, Luiz Aranha Corrêa do. A Retomada do Crescimento e as Distorções do “Milagre”: 1967-1973”. In: Abreu, Marcelo de Paiva (org.). “A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica Republicana, 1889-1989”. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. Metodologia científica. 4. ed. – 3. reimpr. – São Paulo: Atlas, 2006.

LEAL, Ricardo P. Câmara. Por que há Retornos Anormais nas Aberturas de Capital? Revista de Administração da USP, v. 25, nº 4, p.107-112, out./dez. 1991. In: LEAL, Ricardo P. C. (Org.). Finanças Corporativas. São Paulo: Atlas, 2001.

_____. Três Desafios para as Aberturas de Capital. In: LEAL, Ricardo P. C. (Org.). Finanças Corporativas. São Paulo: Atlas, 2001.

LOPES, Alexsandro B. *A informação contábil e o mercado de capitais*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

_____; MARTINS, Eliseu. *Teoria da Contabilidade – Uma Nova Abordagem*. São Paulo: Atlas, 2005.

MARCONI, Marina de A.; LAKATOS, Eva M. Técnicas de Pesquisa. 4ª edição. São Paulo: Atlas, 1999.

MARTINS, Eliseu. Avaliação de Empresas: da Mensuração Contábil à Econômica – artigo obtido na internet.

Martins, Gilberto de Andrade. Guia para Elaboração de Monografias e trabalhos de conclusão de curso. São Paulo: Atrás, 2000.

PEREIRA, Luiz C. Bresser. Economia Brasileira: Uma Introdução Crítica; 3ª edição. São Paulo: Ed. 34, 1998.

PÓVOA, Alexandre. *Valuation – Como Precificar Ações*. São Paulo: Globo, 2004.

PRADO JÚNIOR, Caio. História Econômica do Brasil. 13ª edição. São Paulo: Editora Brasiliense, 1970.

RODRIGUES, Hélio. Um Estudo do Sistema Financeiro Nacional: 1964-1978. Araraquara: FCL / Laboratório Editorial / UNESP; São Paulo: Cultura Acadêmica Editora, 2002.

TAVARES, Maria da Conceição. Natureza e Contradição do Desenvolvimento Financeiro Recente. In _____. Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro – Ensaios sobre a Economia Brasileira. 3ª edição. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1974.