

Universidade de Brasília (UnB)
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade (FACE)
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA)
Bacharelado em Ciências Contábeis

Guilherme Mendonça da Silva

RETORNOS DE OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS DE AÇÕES EM PERÍODOS DE CRISE

Brasília, DF
2013

Professor Doutor Ivan Marques de Toledo Camargo
Reitor da Universidade de Brasília

Professor Doutor Mauro Luiz Rabelo
Decana de Ensino de Graduação

Professor Doutor Jaime Martins de Santana
Decana de Pesquisa e Pós-graduação

Professor Doutor Roberto Ellery
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Professor Mestre Wagner Rodrigues dos Santos
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais

Professor Doutor César Augusto Tibúrcio Silva
Coordenador Geral do Programa Multiinstitucional e Inter-regional de
Pós-graduação em Ciências Contábeis da UnB, UFPB e UFRN

Professora Mestre Rosane Maria Pio da Silva
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - diurno

Professor Doutor Bruno Vinícius Ramos Fernandes
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - noturno

Guilherme Mendonça da Silva

RETORNOS DE OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS DE AÇÕES EM PERÍODOS DE CRISE

Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia) apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília como parte dos requisitos para conclusão da disciplina Pesquisa em Ciências Contábeis e obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Paulo Augusto Pettenuzzo de Britto, PhD

Linha de pesquisa:
Contabilidade e Mercado Financeiro

Área:
Contabilidade financeira/internacional

Brasília, DF
2013

SILVA, Guilherme Mendonça
RETORNOS DE OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS DE AÇÕES EM
PERÍODOS DE CRISE / Guilherme Mendonça da Silva - Brasília, 2013.
43 p.

Orientador(a): Prof. Paulo Augusto Pettenuzzo de Britto, PhD

Trabalho de Conclusão de curso (Monografia - Graduação) – Universidade de
Brasília, 1º Semestre letivo de 2013.

Bibliografia.

1. Abertura de Capital. 2.IPO 3. Retorno de longo prazo 4. Crise financeira
mundial

I. Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de
Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília. II.
Título.

Guilherme Mendonça da Silva

RETORNOS DE OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS DE AÇÕES EM PERÍODOS DE CRISE

Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia) defendido e aprovado no Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília como parte dos requisitos para conclusão da disciplina Pesquisa em Ciências Contábeis e obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis, aprovado pela seguinte comissão examinadora:

Aprovado em: __/__/____

Prof. Paulo Augusto Pettenuzzo de Britto, PhD
Orientador
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais
Universidade Brasília (UnB)

Examinador - Instituição

Brasília, ____ de _____ de 2013

A minha família, que me apoiou em todos os momentos ao longo do curso e que sempre me incentivou a estudar e ir em busca dos meus sonhos, vocês foram essenciais.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus, por estar sempre ao meu lado nos momentos mais difíceis, e a minha família, meus amigos e colegas, aos meu professores e a todos que me ajudaram a chegar até aqui.

Ao meu professor orientador, pela sua atenção e por toda a ajuda e contribuição que recebi na elaboração deste trabalho.

"Seja você quem for, seja qual for a posição social que você tenha na vida, a mais alta ou a mais baixa, tenha sempre como meta muita força, muita determinação e sempre faça tudo com muito amor e com muita fé em Deus, que um dia você chega lá. De alguma maneira você chega lá."

Ayrton Senna

RETORNOS DE OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS DE AÇÕES EM PERÍODOS DE CRISE

RESUMO

O *Initial Public Offering* (IPO) é um processo no qual uma empresa lança ações no mercado de capitais pela primeira vez e é uma forma para se expandir suas operações e investimentos. Num cenário econômico desfavorável, como o encontrado no período da crise de 2008, os IPOs ocorreram em menor número, apenas quatro em 2008 e seis em 2009, enquanto o ano de 2007 teve 64 operações. Isso pode ter acontecido pelo temor do mercado e pelos riscos envolvidos para as empresas que desejam abrir capital em uma crise. A falta de confiança dos investidores faz com que o mercado espere resultados negativos para períodos conturbados. Neste contexto, o objetivo deste estudo é verificar se os IPOs realizados nos anos de 2008 e 2009 apresentaram retornos de longo prazo positivos ou negativos, e se estavam de acordo com as anomalias observadas por outros autores quanto aos retornos de longo prazo de ações. Para a realização do trabalho utilizou-se o método do estudo de eventos, e junto com as cotações das ações durante o período de 2008 a 2012, foi possível analisar os desempenhos das empresas que lançaram ações nesta época. O resultado mostrou que as ações das empresas tiveram, em sua maioria, retornos positivos no longo prazo, diferentemente do observado por outros autores que também analisaram o retorno de longo prazo de IPOs realizados em outros anos.

Palavras-chaves: abertura de capital. IPO. retorno de longo prazo. crise financeira mundial.

LISTA DE TABELAS E GRÁFICOS

Tabela 1 -	24
Tabela 2 -	29
Tabela 3 -	31
Tabela 4 -	34
Tabela A1 -	38
Tabela A2 -	38
Tabela A3-	39
Gráfico 1 -	30
Gráfico 2 -	31
Gráfico 3 -	32
Gráfico 4 -	33

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	10
1.1	OBJETIVOS.....	12
1.2	JUSTIFICATIVAS.....	12
1.3	SITUAÇÃO PROBLEMA.....	12
2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	13
2.1	O IPO E O MERCADO FINANCEIRO.....	14
2.2	O LANÇAMENTO DE AÇÕES NA BOLSA.....	16
2.3	A DECISÃO DE INVESTIR NOS IPOS.....	17
2.4	O RETORNO DAS AÇÕES APÓS O IPO.....	19
2.5	A CRISE FINANCEIRA DE 2008.....	21
3	METODOLOGIA.....	23
3.1	OS IPOS DE 2008 E 2009.....	24
3.2	O RETORNO ANUAL DOS IPOS.....	27
3.3	O RETORNO AJUSTADO ANUAL DOS IPOS.....	27
3.4	O RETORNO ACUMULADO AJUSTADO ANUAL.....	27
4	ANÁLISES E RESULTADOS.....	29
4.1	O CÁLCULO DO RETORNO ANUAL.....	29
4.2	O CÁLCULO DO RETORNO AJUSTADO ANUAL.....	30
4.3	O CÁLCULO DO RETORNO ACUMULADO AJUSTADO ANUAL.....	32
5	CONCLUSÃO.....	35
	APÊNDICE	37
	REFERÊNCIAS.....	40

1 INTRODUÇÃO

Abrir o capital na bolsa de valores é uma das decisões mais importantes na vida de uma empresa. Segundo Assaf Neto (2005), esta é uma forma de captação de recursos para a realização de seus projetos, sem comprometer tanto o caixa da organização. A empresa terá que cumprir novas exigências previstas pela Comissão de Valores Mobiliários, a CVM, que tem como objetivo regular e manter a eficiência do mercado de capitais brasileiro.

Realizar uma oferta pública inicial de ações, também conhecida como IPO (sigla inglesa para *Initial Public Offering*), é uma atividade que transforma a organização em uma companhia aberta e requer um planejamento prévio, para que os reais objetivos sejam alcançados. A abertura de capital é uma operação que gera custos para a empresa, mas também trará novas fontes de investimentos e financiamentos, com a elevação do seu patrimônio líquido (TIROLE, 2006). Nos últimos anos, principalmente entre 2004 e 2007, várias novas empresas abriram capital na bolsa brasileira. Foram 64 IPOs somente em 2007, e este período é conhecido como o "boom" das ofertas iniciais no Brasil (WARDIL, 2009).

Durante esses anos havia uma maior liquidez no mercado, um maior número de investidores de outros países e um aumento na confiança na economia brasileira. Houve também a profissionalização da bolsa com a criação do Novo Mercado, uma melhora significativa na governança corporativa e um crescimento econômico mundial. Esses fatores econômicos explicam a decisão de várias empresas por buscar a abertura do seu capital. (SILVA, OLIVEIRA e GOMES, 2009). O mercado acionário brasileiro cresceu e novos investidores chegaram buscando grandes retornos nas ações brasileiras. No entanto, no ano de 2008, o "boom" da bolsa deu lugar a uma crise financeira, o que mudou o cenário dos IPOs no Brasil.

A economia mundial enfrentou uma crise de grandes proporções em 2008, considerada por muitos a crise financeira mais impactante desde a grande recessão em 1929. Devido a facilidade para os americanos adquirirem crédito através dos imóveis, e a subsequente desvalorização destes, houve um aumento na inadimplência no país, ocasionando na quebra de grandes bancos. O problema financeiro se estendeu pelo globo e a oferta de crédito ficou escassa. (BRESSER-PEREIRA, 2009)

No mercado acionário brasileiro, o que ocorreu foi que a partir da crise poucas empresas decidiram por abrir seu capital na bolsa de valores. Isso porque, conforme Brau e Fawcett (2006), o cenário mundial do mercado de capitais é um fator decisivo para a escolha

das empresas em negociar ou não ações pela primeira vez, embora existam outros fatores internos e externos presentes. O que se espera em situações de crise é que a precificação dos ativos apresentem distorções, diante da grande volatilidade do mercado (SILVA, OLIVEIRA e GOMES, 2009).

O que se tem visto no Brasil é que estas constatações se fizeram verdadeiras. Após a crise de 2008, ocorreram 4 IPOs na bolsa de São Paulo em 2008 e 6 IPOs no ano de 2009. Estes números ilustram o temor das empresas sobre o retorno de suas ações durante os próximos anos, devido as incertezas no cenário econômico mundial.

No que tange as pesquisas sobre o retorno de longo prazo das ações, pode-se observar dois conjuntos de resultados distintos. Autores como Silva e Famá (2011), Casotti e Motta (2007), Ritter (1991) e Silva Oliveira e Gomes (2009) verificaram que após os IPOs das empresas, suas cotações inicialmente tinham uma elevação no curto prazo, mas depois ficavam abaixo do preço de abertura, ou seja, seus retornos eram negativos e havia um sobrepeço embutido.

Já a outra linha de pesquisa observa uma tendência contrária, onde as empresas tiveram em suas ações retornos positivos no longo prazo, como observado nos trabalhos de Khurshed, Mudambi e Goergen (2001) e Bessler e Thies (2002).

A discussão acerca do retorno de longo prazo das ações pode nunca acabar. Como os períodos e mercados analisados pelo autores não são os mesmos em cada estudo, abre-se a possibilidade para que novas pesquisas sejam realizadas em novos cenários.

Este trabalho, buscando utilizar o cenário econômico de crise que surgiu em 2008, irá se propor em verificar como foi o retorno das principais ações lançadas na bolsa do Brasil nos anos de 2008 e 2009. Após muitos IPOs serem realizadas no período anterior a crise, empresas que pretendiam abrir seu capital podem ter desistido de o fazerem. No entanto, algumas empresas decidiram assumir o risco e ofertaram ações pela primeira vez na bolsa e, nesse contexto, se deseja investigar se os IPOs num período de incerteza registraram resultados diferentes dos realizados em circunstância diversa.

Uma hipótese para o resultado deste estudo é que as ações destas empresas estreantes na bolsa no período de crise registraram cotações abaixo do preço de abertura no final do período analisado, pois a confiança do mercado estaria abaixo da média no mercado brasileiro e mundial.

O trabalho está dividido em cinco capítulos, sendo o primeiro esta introdução. O capítulo dois traz uma análise teórica sobre o assunto e sobre os principais temas envolvidos.

O capítulo três descreve a metodologia e os dados utilizado. O capítulo quatro traz a análise do resultados obtidos. No final, o capítulo cinco resume as conclusões do estudo.

1.1 Objetivos

O objetivo deste estudo é verificar qual foi o retorno destas ações lançadas entre 2008 e 2009 no período de 2008 até 2012, e se elas apresentaram anomalias, além de verificar se os resultados estão de acordo com a primeira ou com a segunda linha de pesquisa sobre os retornos dos IPOs.

1.2 Justificativas

Obter recursos através de um IPO é um instrumento utilizado por várias empresas e vinha sendo amplamente utilizado até o ano de 2007, quando uma crise financeira mundial surgiu e mudou o cenário econômico. Poucas empresas realizaram IPOs nos anos seguintes por temerem um baixa no mercado. Neste estudo será analisado se os IPOs realizadas neste período terão uma reação diferente no mercado de capitais das empresas que abriram capital nos anos anteriores. Os investidores também poderão verificar se em épocas de crise é realmente melhor não investir em novas empresas.

1.3 Situação problema

A crise financeira mundial afetou o retorno dos IPOs realizados por empresas brasileiras nos anos de 2008 e 2009? Qual foi o retorno destas ações em comparação com IPOs de anos anteriores no Brasil e com o retorno do índice Ibovespa no período?

2 REFERENCIAL TEÓRICO

A área de estudos das finanças corporativas evoluiu nos últimos anos devido ao grande número de estudos empíricos realizados, trazendo uma imagem mais clara dos padrões das empresas e de suas governanças, além do impacto destas no comportamento da atividade macroeconômica (TIROLE, 2006).

Os estudos na área permitiram uma expansão da visão sobre o que ocorria no mercado financeiro mundial e tanto empresas como investidores começaram a perceber novas tendências e anomalias no que tange o crédito e o investimento na economia, e à estrutura da capital das empresas.

Segundo Ross, Westerfield, Jaffe (2011) a empresa é uma forma de organizar a atividade econômica de vários indivíduos, devido à vários motivos diferentes, sendo que um deles é facilitar a obtenção de recursos financeiros que permita a consecução de uma atividade operacional. A sociedade por ações é o mais importante tipo de empresa na economia, sendo uma entidade jurídica distinta, podendo desfrutar de vários poderes legais.

Em sua forma mais simples, envolve os acionistas, os executivos e os diretores. Geralmente, os acionistas, que são os donos, controlam a orientação da empresa e elegem os diretores. Estes, então, contratam os executivos que serão responsáveis pela gestão. Todos deverão trabalhar de acordo com o interesse de maximizar a riqueza dos acionistas (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 2011).

Uma das formas para as empresas conseguirem recursos para financiar duas atividades é o lançamento de ações na bolsa. Os possíveis investidores têm interesse em saber se terão lucro investindo em uma empresas e estas, por seu turno, se o custo do financiamento com capital próprio é menor, na margem, que o custo da dívida para se tornar uma companhia aberta.

As ações dessas sociedades representam a parcela da qual o acionista é dono da empresa, bem como o seu direito de votar nas decisões que sejam levadas a votação, como a escolha do conselho administrativo e de políticas a serem adotadas pela empresa. O acionista também tem o risco de não obter o retorno esperado pelo investimento e não receber a quantidade de dividendos desejados.

2.1 O IPO e o mercado financeiro

O IPO (*Initial Public Offering*), ou Oferta Pública Inicial de Ação (OPA), é uma operação onde uma empresa oferece ações pela primeira vez no mercado acionário. Ebram Neto et. al. (2010) definem o principal objetivo de um IPO:

"Seu principal propósito para as organizações é obter capital para ser investido em novos projetos, ou na ampliação dos já existentes. Assim sendo, os IPOs tornam-se particularmente interessantes no cenário em que as empresas possuem bons projetos de investimento e vislumbram mercados promissores."

Com o IPO, a organização terá ações negociadas na bolsa e novos investidores poderão adquiri-las, geralmente esperando obter lucro neste processo. Utilizada, então, como uma forma de captação de recursos para a empresa, o IPO oferece a oportunidade para que esta amplie seus negócios e alcance novos mercados. O IPO geralmente é realizado no ambiente de uma bolsa de valores.

Niyama e Gomes (2012) descrevem como bolsa de valores as associações civis que possuem como principais objetivos manter um local ou sistema adequado para a compra e venda de títulos e valores imobiliários, além de promover transparência a essas operações e realizar sistemas de negociação que permitam a liquidez e continuidade dos preços praticados.

A BM&FBovespa S.A é a bolsa de valores oficial do Brasil e está localizada em São Paulo. Seu índice de referência é o Ibovespa. No final de 2012, a bolsa brasileira era a 8ª maior do mundo em capitalização de mercado, com 1,22 trilhão de dólares e participação mundial de 3%. (SOUZA, 2012)

A BM&FBovespa (2013) lista algumas das vantagens das empresas que realizam um IPO, como a diminuição do risco para a obtenção de capital, liquidez patrimonial para os sócios da empresa que poderão transformar suas ações em dinheiro, utilização das ações como forma de pagamento em transações, a criação de um referencial de avaliação da organização por meio do valor que as ações possuem no mercado, uma melhora da imagem institucional pela maior credibilidade adquirida, uma aproximação com o público devido a maior projeção nacional e a reestruturação dos passivos se for necessário para a sobrevivência da empresa.

A decisão de abrir o capital deve ser tomada após uma análise detalhada do setor em que a empresa está inserida e se existe um potencial de crescimento, verificando também sua rentabilidade e endividamento atuais e informações dos sócios controladores (GALDINO 2010). O IPO trás novas responsabilidades para a empresa, como a necessidade de seguir as

leis e normas para as empresas de capital aberta, além dos custos envolvidos no processo de abertura.

Tornando-se uma Companhia Aberta a empresa enfrentará mudanças internas e externas e também deverá repensar sua relação com os investidores. Ebram Neto et. al. (2010) fazem uma referência a algumas destas modificações:

"Além das imposições legais, é necessário que a companhia adote uma postura ética, a qual se estende a seus administradores, de forma a que não se beneficiem de informações privilegiadas quando da negociação de seus ativos. Por outro lado, as companhias também devem melhorar as relações com os investidores, através da prática de maior transparência e confiabilidade das informações divulgadas, de forma que sinalizem as tendências da empresa; da ampla divulgação das informações, sem benefícios de grupos de investidores; e de respeito ao sócio minoritário, além de contribuir para o desenvolvimento de todo o mercado acionário. "

Brau e Fawcett (2006) fizeram um estudo para entender a tomada de decisão por parte dos diretores de uma empresa para levá-la a público e realizar um IPO. O levantamento contou com 336 diretores financeiros de diversas empresas, e foram examinados sete fatores principais: motivações para ir a público, o período do IPO, a seleção do intermediário financeiro, definição do preço inicial (*underpricing* ou *overpricing*), sinalização da oferta, problemas no processo de IPO, e a decisão de permanecer privada. O resultado desta pesquisa foi que a principal razão para uma empresa permanecer fechada é manter o controle da tomada de decisão e da propriedade da empresa. Por outro lado, o principal motivo para se tornar pública, segundo os diretores, é para facilitar aquisições de outras empresas, e eles planejam o momento que irão realizar o IPO de acordo com a tendência do mercado e se as perspectivas são positivas. Daí a importância de se conhecer bem o mercado financeiro antes de propor uma IPO.

Os mercados financeiros são formados pelos mercados monetários (mercados de títulos de dívida que vencem a curto prazo) e pelos mercados de capitais (mercado de dívida a longo prazo e ações). O mercado financeiro ainda pode ser dividido em mercado primário e secundário (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 2011).

Ainda segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2011), o mercado primário é utilizado quando o governo e as empresas fazem a venda inicial de títulos, sendo que estas últimas fazem dois tipos de vendas de títulos e ações: ofertas públicas e colocações fechadas. Com a ajuda de um intermediário as ofertas são registradas e lançadas para venda. Esse processo envolve custos e uma grande preparação. Após sua venda original, os títulos e ações são

negociados no mercado secundário em dois tipos de negociação: os mercados de pregão e os mercados de balcão. As ações geralmente são negociadas nos mercados de pregão, como as bolsas de valores, e os títulos de dívida são vendidos nos mercados de balcão, onde as distribuidoras se comunicam com os investidores através de telefone e outros meios de comunicação para realizar as vendas.

Chamada de *underwriting*, ou subscrição na tradução para a língua Portuguesa, a abertura de capital através da emissão de ações é uma operação do mercado primário e somente ocorre com a intermediação de uma instituição financeira. (BM&FBOVESPA, 2013). Segundo Silva, Oliveira e Gomes (2009), após as ações estarem listadas na bolsa seu preço será determinado pelo mercado secundário que, pó seu turno, é influenciado por outros fatores de mercado.

De acordo com Galdino (2012):

"O mercado de capitais pode ser definido como um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem o propósito de compatibilizar os diversos interesses entre companhias e investidores, proporcionando liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizando seu processo de capitalização, isto é, o mercado de capitais viabiliza a transferência de recursos financeiros entre tomadores (companhias abertas), que necessitam destes para realizar investimentos produtivos, e aplicadores (investidores), que possuem recursos financeiros excedentes que precisam ser aplicados de maneira rentável, valorizando-se ao longo do tempo e aumentando o capital do investidor."

2.2 O lançamento de ações na bolsa

A BM&FBovespa (2013) enumera três etapas a serem seguidas antes da IPO:

- Analisar a conveniência: fase onde se julga os benefícios e os custos do IPO para a organização. Podendo ser realizada por profissionais da empresa ou por uma consultoria externa, a avaliação deve mostrar se o retorno financeiro obtido através da abertura de capital compensará os custos que ela trará, como os custos para se manter uma companhia aberta. Deve-se verificar também se a empresa tem o perfil para se tornar aberta e se será capaz de se adaptar às novas exigências que virão.
- Escolha de um intermediário financeiro: Como toda oferta pública de ações deve ser realizada por meio de uma instituição financeira, a empresa deverá contratar um intermediário, que pode ser uma corretora de valores, um banco

de investimentos ou uma distribuidora de valores mobiliários. Este intermediador que irá auxiliar a organização durante todo o processo do IPO, em etapas como a definição do preço mais atrativo e o tamanho da oferta.

- Preparação da documentação e a reforma estatutária: A empresa terá que entrar com o pedido de registro de companhia aberta na CVM , que é o órgão regulador e fiscalizador do mercado acionário no Brasil. Ela terá que cumprir regulamentações específicas da CVM e da bolsa de valores, além de solicitar junto a CVM a autorização para realizar a venda de ações ao público. Deverá ocorrer também a mudança do estatuto da organização, que agora terá as características de uma companhia aberta, para estar de acordo com as exigências legais.

2.3 A decisão de investir nos IPOs

Quando as ações estiverem finalmente disponíveis no mercado através do IPO, chegará o momento da empresa capitalizar o valor das negociações realizadas. As empresas que abrem capital devem conhecer os seus possíveis investidores e entender o que eles estão pensando sobre o IPO que irá ocorrer.

A bolsa geralmente os classifica em investidores de varejo (pessoas físicas e clubes de investimento), investidores institucionais, instituições financeiras, investidores estrangeiros e pessoas jurídicas.(BM&FBOVESPA, 2013) A presença deles varia dependendo da empresa e do setor.

O aumento do interesse das pessoas físicas possibilita que a empresa venda suas ações para um público maior. No entanto, o mais importante é a empresa ter uma estratégia definida para seu IPO e focar na obtenção de novos investidores (BM&FBOVESPA, 2013).

A BM&FBovespa lista cinco fatores principais que os investidores levarão em consideração na hora de decidir investir em uma IPO:

- A situação econômica do país: A disposição de comprar ou não uma ação estará ligada à situação econômica que o país vive. Abrir o capital em um cenário favorável é mais fácil, pois há mais receptividade por parte do mercado e as pessoas estão dispostas a pagar mais pelas ações, possibilitando retornos maiores. Já abrir capital numa época de conjuntura negativa pode ser mais complicado, por causa das incertezas presentes no mercado. Os investidores tendem a comprar mais ações e especular no mercado quando a economia é

favorável. No entanto, é possível que a empresa consiga obter sucesso e arrecadar recursos quando é feita uma boa estratégia e projetos com altas perspectivas de retorno para os investidores.

- **Liquidez das ações na bolsa:** Está ligado a facilidade que um investidor terá de vender sua ação no mercado por um valor próximo ao que foi comprado, em qualquer momento que lhe for conveniente. Se no momento do IPO os investidores perceberem que a ação não terá liquidez, provavelmente a demanda será menor, pois eles irão querer vender suas ações em certos momentos para obter dinheiro. A empresa conseguindo dar uma maior liquidez aos seus papéis terá um maior número de investidores dispostos a comprá-los.
- **Práticas de governança corporativa adotadas pela empresa:** Os investidores irão analisar como são as práticas de governança da empresa, ou seja, como funciona o relacionamento entre as diversas áreas de decisão e as práticas adotadas pelos diretores e acionistas. Em resumo, como a empresa é administrada. Uma empresa com boas práticas de governança corporativa aumenta o valor da sociedade e atrai investimentos. A bolsa criou dois tipos de listagem de ações que são apenas para empresas que atendem os mais altos requisitos de governança corporativa, e alguns investidores aceitam adquirir ações apenas delas. O Novo Mercado possui as empresas com os mais elevados níveis de governança, cumprindo todos os requisitos da bolsa, e dando maior confiança aos investidores. Já o Bovespa Mais é semelhante no que tange as práticas de governança, mas é um segmento para empresas que decidirem por emitir um volume menor de ações.
- **Atratividade do negócio:** Um dos fatores mais importantes para a decisão. A empresa precisa de um negócio sólido e com boas perspectivas para atrair investidores, que irão analisar o ramo da empresa, sua força frente aos concorrentes, a qualidade dos seus projetos e produtos, dentre outras características de mercado.
- **Política de distribuição de dividendos:** Se os investidores estiverem interessados em receberem dividendos, uma boa política de distribuição de dividendos irá atrair um maior número de compradores. Esses investidores

consideram os dividendos como parte da remuneração de seu capital e querem receber boas quantias.

Analisando esses fatores pode-se perceber que é importante para a empresa contratar um bom intermediário financeiro para ajudá-la a conquistar o maior número possível de investidores, convencendo-os da atratividade do IPO a ser realizado.

"Um das questões mais importantes no estudo da OPA refere-se à valoração dos títulos. A determinação do preço das ações é importante não somente no que diz respeito ao processo de investimento, mas também nos estudos de preço de ativos. De uma maneira geral, as pesquisas têm mostrado que as ofertas públicas ocorridas em outros países apresentam valores iniciais superestimados, quando se compara a cotação a médio e longo prazo com o valor estabelecido no primeiro pregão." (SILVA, OLIVEIRA e GOMES, 2009)

2.4 O retorno das ações após o IPO

Os retornos de IPOs podem ser estudados de duas maneiras principais: retornos de curto prazo, também chamado de retornos iniciais (short-run returns), e retornos de longo prazo (longrun returns). Enquanto os primeiros podem ser definidos como os retornos do primeiro dia de negociação na bolsa, como por exemplo o preço de fechamento em relação ao preço de abertura, os de longo prazo normalmente consideram um período maior, que pode ser de 1 até 3 anos após a emissão. (PROCIANOY e CIGERZA, 2007).

O retorno de longo prazo das ações estará diretamente ligado aos fatores elencados anteriormente, pois os preços das ações dependem de um IPO realizado com sucesso e da atratividade dos papéis frente aos investidores no mercado secundário.

Para se entender melhor uma IPO e a literatura sobre o tema é interessante conhecer os conceitos de *underpricing*, ou sub-avaliação, e *overpricing*, ou super-avaliação. Em um estudo dos retornos de curto prazo, o retorno é determinado pela diferença de preço de uma ação em seu fechamento e do preço que foi estipulado em sua abertura na bolsa, no primeiro dia em que houve negociações deste papel. Se o preço de fechamento for maior que o preço da abertura, então ocorreu um *underpricing*, ou seja, a ação foi sub-avaliada e o investidor obteve um retorno em um período muito pequeno. No entanto, pode acontecer o inverso e o preço de fechamento ser menor que o preço de abertura, ocasionando um *overpricing*, a ação foi super-avaliada e o investidor terá retornos negativos. (CASOTTI E MOTTA, 2008).

Já o estudo dos retornos de longo prazo possuem dois conjuntos de resultados. Estes podem demonstrar retornos positivos para as ações lançadas, ou podem apresentar retornos negativos ao longo dos anos. Os retornos positivos ou negativos dependerão do período em que o estudo foi realizado. A tendência do mercado tem sido obter uma queda nas cotações das empresas em comparação com suas cotações iniciais na bolsa.

Ritter (1991) observou em seu trabalho que os investidores que compraram ações de IPOs no final do primeiro dia de negociações na bolsa e mantiveram esses papéis por três anos obtiveram um retorno negativo de 17%. O retorno das ações novas na bolsa americana foi inferior a média das outras ações comercializadas. Para fazer sua pesquisa, Ritter (1991) utilizou 1526 empresas no período de 1975 a 1984, e usou a metodologia de estudos de eventos.

Casotti e Motta (2008) analisaram as IPOs realizadas nos anos de 2004 a 2006 e utilizaram o conceito de avaliação por múltiplos para verificar se as ações estavam subavaliadas ou superavaliadas. Eles então perceberam no seu estudo que havia retornos iniciais elevados, ou seja, no curto prazo os retornos das ações eram positivos. Já no longo prazo, os retornos foram baixos para a amostra.

Silva, Oliveira e Gomes (2009) estudaram os retornos de longo prazo das ações lançadas entre 2004 e 2006. Usando 39 empresas por um período de até 54 meses, eles observaram a existência de anomalias. Os preços iniciais eram superestimados, mas no longo prazo os preços começavam a cair e tinham retornos negativos. Depois de algum tempo, as ações valiam em média 62,63% do valor de lançamento, mostrando que existe uma anomalia nos preços de longo prazo das IPOs, de acordo com outras pesquisas.

Silva e Famá (2011) tinham o objetivo de analisar a presença de anomalias na precificação das ações no momento das IPOs. Utilizando o estudo de evento em um total de 106 IPOs realizados entre 2004 e 2007, com as cotações de janeiro de 2004 a junho de 2008. Os resultados da pesquisa mostraram que no primeiro dia de negociações as empresas obtiveram retornos anormais positivos, evidenciando a sobrevalorização nos preços das ações. Já no período subsequente foi observada uma significativa queda nos preços e retornos no longo prazo, caracterizando um desempenho abaixo da média.

Todos esses autores obtiveram resultados que demonstravam o baixo retorno das IPOs no longo prazo. Neste estudo será feita uma análise com as IPOs nos anos de 2008 e 2009, período coincidente com o da crise financeira mundial, e espera-se encontrar também resultados negativos para o desempenho das ações no longo prazo.

Alguns outros autores encontraram retornos positivos para os IPOs no longo prazo. Khurshed, Mudambi e Goergen (2001) estudaram e utilizaram dados de empresas do Reino Unido para observarem que o retorno de longo prazo dos IPOs dependem de fatores precedentes ao lançamento inicial das ações, como as decisões gerenciais e o desempenho da empresa no mercado. Segundo estes autores, empresas com alta porcentagem de ações lançadas e com um alto grau de multinacionalidade conseguiam retornos positivos de longo prazo no mercado com seus IPOs.

Bessler e Thies (2002) também encontraram em seu estudo retornos positivos. Observando empresas que realizaram IPOs na Alemanha, durante o período de 1977 a 1995, eles constataram que as empresas que levantaram fundos após o IPO através de uma oferta secundária apresentaram retornos positivos acima do mercado no longo prazo. Observaram também que há uma diferença dos retornos destas empresas para as organizações que não realizaram ofertas secundárias.

2.5 A crise financeira de 2008

A crise mundial de 2008 foi grave, comparável com a crise de 1929, e gerou uma grande crise de confiança devido a uma cadeia de empréstimos, originalmente imobiliários, baseados em devedores insolventes que, não liquidando suas obrigações, acabaram por quebrar bancos e outras empresas (BRESSER-PEREIRA, 2009). Apesar dos governos terem agido prontamente para tentar salvar os bancos e garantirem a liquidez do mercado, o pessimismo se espalhou pelo globo.

Naquela época, o sistema financeiro remunerava pouco quem concedia crédito no mercado utilizando as operações tradicionais, como empréstimos. Buscando uma mudança, os bancos ofereceram para as famílias americanas com uma renda mais baixa o sonho de terem uma casa própria e, ao mesmo tempo, ofereceu aos mais ricos a chance de uma alta rentabilidade, em operações de crédito compatibilizando os dois grupos. Os americanos mais pobres, indivíduos chamados de *subprimes* ou “subcidadãos”, supostamente pagariam juros mais altos para os credores, fazendo com que os sonhos de ambos se tornassem realidade (SICSÚ, 2009).

No entanto, os financiamentos imobiliários concedidos aos “subcidadãos” tinham um risco elevado, devido ao fato de que suas garantias de pagamento eram baseadas em trabalhos informais e rendas variáveis, ocasionando então que os credores perdessem essas garantias e

que as pessoas não conseguissem mais pagar suas parcelas imobiliárias com altos juros imbutidos. Essa foi a base para toda a crise que se seguiu. (SICSÚ, 2009).

A solução dos credores era repassar essas dívidas não pagas para outras instituições mais representativas no mercado financeiro. Segundo Sicsú (2009), o sistema financeiro vendeu as dívidas dos subprimes para grandes bancos e instituições financeiras a altas taxas de juros, ainda com garantias no pagamento das prestações imobiliárias. Como este processo foi adotado por quase todo o mercado, estes títulos perderam valor instantaneamente, e quando ativos têm uma queda muito grande de preço, diz-se que existe uma crise de liquidez.

Essa venda de títulos baseados em credores que não tinham condições de pagar suas dívidas foi um grande erro cometido, ainda por cima por terem sido negociados como papéis seguros e de alta liquidez. E as agências de risco também queriam agradar seus clientes, classificando suas dívidas com um alto grau de confiabilidade (BRESSER-PEREIRA, 2009).

Os papéis de subprimes compunham os ativos de várias instituições financeiras, e com a perda de valor destes ativos eles eram incapazes de liquidar seus passivos, desequilibrando as contas. As instituições simplesmente não tinham condições de continuar suas operações, gerando também uma crise patrimonial (SICSÚ, 2009). Neste cenário que ocorreu a quebra do banco Lehman Brothers, um dos pontos chave da crise.

A reação do governo americano, bem como de outros países, foi imediata, compreendendo a gravidade do problema que havia sido criado na economia mundial e não hesitando em injetar dinheiro no mercado para garantir a liquidez e aumentar a solvência, impedindo que as instituições financeiras quebrassem. Mesmo assim, a falta de confiança na economia aumentou em todo o globo e o mercado não esperava uma recuperação com as medidas tomadas (BRESSER-PEREIRA, 2009).

A falta de confiança do mercado foi um dos principais “legados” deixados pela crise, e o pessimismo chegou às bolsas de valores, que tiveram seus principais índices no vermelho no período subsequente. A rentabilidade dos investidores estava ameaçada. O desafio após a crise mundial era recuperar a confiança de todos os agentes econômicos, que tinham receio em investir e não recuperar nada do capital aplicado.

3 METODOLOGIA

Para a realização da pesquisa foi utilizado parcialmente a metodologia de estudos de eventos para a investigação do preço das IPOs a longo prazo, baseada na metodologia utilizada no trabalho de Campbell et al (1997).

Os estudos de eventos são muito utilizados nos trabalhos relacionados às Finanças, principalmente para a análise do mercado e da eficiência das informações presentes em sua forma semiforte. (CAMARGOS e BARBOSA, 2003)

Ainda segundo Camargos e Barbosa (2003), o estudo de eventos é uma metodologia que consiste na análise do efeito de informações específicas de determinados fatores sobre outra variável. Em aplicações dessa metodologia ao estudos de mercado financeiros, serve para a análise do efeito de um fator sobre, por exemplo, o preço das ações de uma empresa, permitindo que se teste com que velocidade o mercado precifica uma mudança no conjunto de informações disponível aos investidores.

No presente estudo, foi aplicada esta metodologia para o estudo dos IPOs ocorridos entre 2008 e 2009, inclusive. Este período foi escolhido de forma a permitir uma análise do impacto da crise de 2008 sobre o desempenho das ações emitidas através desses IPOs. Optou-se por não se incluir na análise os IPOs de 2007, cuja análise já foi feita em Silva, Oliveira e Gomes (2009) e cujos resultados serão usados para comparação.

Enquanto no ano de 2007 houve 64 IPOs no Brasil, sendo o ano com maior número de novas ofertas no mercado de capitais, o ano de 2008 apresentou apenas 4 IPOs, e o ano de 2009 seguiu a tendência do mercado e teve outros 6 IPOs. Esses dados são da BM&FBovespa (2013). Um dos motivos para a diminuição nos números de IPOs no Brasil foi a crise econômica mundial que ocorreu em 2008, fazendo com que empresas desistissem de abrir capital na bolsa, devido às incertezas e baixas expectativas que o mercado possuía na época.

Os dados utilizados foram as cotações dos IPOs na data de lançamento e no final de cada ano no período de 2008 a 2009, bem como a variação do Ibovespa, e foram retirados dos sites da BM&F Bovespa (2013), Yahoo! Finanças (2013) e UOL Economia (2013) . A Tabela A1 do Apêndice 1 mostra todas as cotações das ações no final de cada ano e nas datas de lançamento.

Foram calculados os retornos anuais dos IPOs de 2008 e 2009, no período de 2008 a 2012, utilizando as cotações das ações no fim do mês de dezembro destes anos. As variações dos retornos das empresas foram então comparadas com os retornos obtidos pelo índice

Ibovespa no mesmo período, calculando-se o retorno anual ajustado dos IPOs. Os retornos anuais acumulados ajustados também foram calculados, para cada ano entre 2008 e 2012, e para as dez empresas consideradas.

A partir deste dados, foram realizadas as análises do mercado no período e as comparações com outros estudos da mesma área, principalmente com o trabalho de Silva, Oliveira e Gomes (2009).

3.1 Os IPOs de 2008 e 2009

Todas as dez IPOs realizadas nos anos de 2008 e 2009 foram utilizadas no trabalho, não havendo nenhum tipo de exclusão. No ano de 2008 foram quatro o número de IPOs e seis no ano de 2009, segundo a BM&FBovespa (2013). Essas empresas decidiram abrir capital na bolsa mesmo sabendo das incertezas presentes no mercado de capitais, devido a crise e a falta de confiança dos investidores. Essas empresas estão listadas na tabela a seguir:

Tabela 1 - IPOs de 2008 e 2009

Empresa	Código BOVESPA	Data do Lançamento	Preço Lançamento
Nutriplant	NUTR3M	14/2/2008	10.75
Hypermarcas	HYPE3	18/4/2008	8.35
Le Lis Blanc Deux	LLIS3	29/4/2008	5.40
OGX	OGXP3	13/6/2008	12.25
Visanet/CIELO	CIEL3	29/6/2009	34.94
Santander	SAMB11	10/7/2009	22.62
TIVIT *	TVIT3	28/9/2009	14.50
CETIP	CTIP3	28/10/2009	11.76
Direcional	DIRR3	19/11/2009	10.70
Fleury	FLRT3	17/12/2009	18.25

Fonte: BM&FBOVESPA

*As ações da empresa TIVIT tiveram suas negociações encerradas na bolsa na data de 11/04/2011

A Nutriplant foi a primeira empresa a realizar um IPO em 2008 e foi uma operação considerada pequena, captando apenas R\$ 20,7 milhões. Foi lançada no Bovespa Mais, que é

uma modalidade para IPOs de menor porte e as novas ações foram compradas por um grupo restrito de investidores, por R\$ 10,00 cada, preço menor que o antes previsto, que era um mínimo de R\$ 14,00. (GAMEZ, 2008)

Após ela houve o IPO da empresa de produtos de consumo Hypermarchas. Segundo o jornal Estadão (2008), o IPO captou cerca de R\$ 700 milhões com a operação e estreiou no Novo Mercado em uma época de crise, onde muitas outras empresa já tinham desistido de realizar a oferta de ações. Mesmo assim, conseguiu completar o lançamento, vendendo cada ação por volta de R\$ 17,00. No entanto, o valor também foi abaixo da expectativa da empresa, que era de R\$ 22,00.

Também em abril, a empresa Le lis Blanc Deux realizou seu IPO, e este seguiu a tendência do mercado no período, com suas ações caindo 20% no primeiro dia de negociações. Vendidas por R\$ 6,75 aos investidores, o preço estava abaixo do estimado para a oferta, que seria entre R\$ 7,50 e R\$ 8,50. (CAMILLO, 2008)

O maior IPO do ano foi da empresa da OGX, capaz de captar R\$ 6,7 bilhões, levando o título de maior IPO no Brasil na história até aquele momento, e a demanda pelos papéis chegou a ser 10 vezes maior que a oferta. No final do primeiro dia na bolsa, as ações já subiam 8%, depois de já terem seu preço inicial fixado no teto da estimativa. A OGX foi na contramão do mercado, e diferentemente das outras três empresas que realizaram IPOs em 2008, estreou com alta na bolsa, mas esta não era a tendência em uma economia que vivenciava uma crise. Dados da revista Exame (2008).

Considerando as quatro ações lançadas na bolsa, apenas a OGX conseguiu um preço inicial acima das estimativas do mercado e estreiou com ganhos no primeiro dia do pregão, além de ter sido um dos maiores IPOs da história. As outras três não conseguiram vender suas ações pelo preço estimado no processo de IPO e tiveram resultados negativos no primeiro dia de negociações, de acordo com a tendência mundial, e confirmando o temor de muitas empresas que desistiram de realizar um IPO aquele ano.

Em 2009, a primeira empresa a se arriscar na bolsa foi a VisaNet, e apenas no mês de junho, ainda por causa do cenário econômico mundial desfavorável. Segundo o jornal O Globo (2008) a ação da maior administradora de cartões de crédito no país foi lançada no preço de R\$ 15,00, considerado o teto nas estimativas. Ela arrecadou cerca de R\$ 8,4 bilhões, superando o IPO da OGX e se tornando o maior IPO da história até aquela data e seus papéis valorizaram no primeiro dia na bolsa. As ações da VisaNet mudaram de nome e começaram a ser negociadas como Cielo.

Em julho, foi a vez das ações do banco Santander estrear na bolsa de São Paulo, e de novo foi uma megaoperação, assim como a da VisaNet. Arrecadando cerca de R\$ 14 bilhões, as cerca de 600 milhões de ações confirmaram as expectativas do mercado com um grande IPO. O preço de abertura ficou dentro de estimativa, definido em R\$ 23,50. Este IPO representou o ápice do grande investimento do banco espanhol no Brasil, mesmo numa época conturbada. Dados segundo a revista VEJA (2008).

A empresa de tecnologia TIVIT acabou lançando suas ações na bolsa abaixo do piso esperado antes do IPO. A faixa estabelecida para a estreia era entre R\$ 16,50 e R\$ 20,50, no entanto, saíram com o preço de R\$ 15,00, e arrecadaram R\$ 660,7 milhões. A TIVIT já vinha esperando desde 2008 para realizar este IPO, mas esperou por um cenário econômico um pouco melhor que o visto durante a crise de 2008, apesar de ainda sentir seus efeitos (BIANCONI, 2009). Foi a única das ações estudadas que teve seu negócio encerrado na bolsa de valores de São Paulo, no ano de 2011.

A CETIP, empresa participante do mercado financeiro, realizou seu IPO em outubro de 2009, com uma movimentação de R\$ 881,3 milhões. Suas ações obtiveram o preço de R\$ 13,00, no piso da faixa estimada para o lançamento, que era entre R\$ 13,00 e R\$ 17,00, mas foi considerado alto pelo mercado, o que prejudicou um pouco as vendas destas ações. A empresa era considerada boa e com boa perspectiva de crescimento nos anos futuros, mas a situação de um mercado mais seletivo, pessimista e em crise fizeram com que investidores considerassem alto o preço do IPO. (PINHEIRO, 2009)

Com a Direcional Engenharia ocorreu algo diferente da tendência do mercado para os IPOs mais recentes. A empresa, com um lançamento de menor porte, captou R\$ 241 milhões, uma das menores ofertas ocorridas no período, no entanto, suas ações valorizaram 4,5 % no dois primeiros dias, enquanto o Ibovespa teve queda de 1% nesse intervalo. Isto poderia indicar que os investidores estariam mais receptivos a ofertas de menor porte, por causa do cenário econômico, e talvez menos otimistas com outros IPOs. (FOGAÇA, 2009)

A última empresa a lançar ações no ano de 2009 foi a Fleury, do ramo de laboratórios. Segundo Kahil (2009), as ações da empresa subiram cerca de 15% na sua estreia, maior variação positiva de uma IPO no ano. Lançadas a R\$ 16,00, chegaram a valer R\$ 18,25 no final do pregão e captaram no total R\$ 630 milhões.

O ano de 2009 acabou marcado por duas IPOs gigantescas, levantando bilhões de reais e lançadas dentro do preço estimado, e outras quatro nem tanto, com resultados menos expressivos, mas que deram uma direção aos investidores de como o mercado reagiria às novas ofertas num período economicamente conturbado.

3.2 O Retorno Anual dos IPOs

Para o cálculo dos retornos anuais das ações lançadas nos anos de 2008 e 2009 foi utilizado as cotações de cada ação no final de cada ano dentro do período de 2008 a 2012. A data zero utilizada foi a cotação final no primeiro dia de negociações na bolsa. A partir disto, foi calculado o retorno anual de cada empresa, segundo a fórmula de Campbell et al. (1997):

$$r_{it} = \left[\frac{p_t}{p^{(t-1)}} \right] - 1$$

O r_{it} representa o retorno anual no ano t , sendo p_t o preço da ação no final do ano t e $p^{(t-1)}$ o preço da mesma ação do ano anterior, ou na data do lançamento, no caso do primeiro retorno calculado. A ação da OGX, por exemplo, tinha a cotação de R\$ 17,10 no final de 2009 e R\$ 20,00 no final de 2010. Aplicando-se então esta fórmula, tem-se um retorno de 0.17 da ação, ou 17 %. Foi calculado também a média dos retornos das ações em cada ano.

3.3 O Retorno Ajustado Anual dos IPOs

O cálculo dos retornos anuais ajustados foi utilizado para se evitar que fatores do mercado pudessem interferir no preço das ações no período, e se ter uma melhor avaliação dos retornos. Para esse cálculo, tomou-se como referência do mercado o Ibovespa, no dia do lançamento das ações, bem como no final de cada ano estudado. Com a variação do Ibovespa no período, desde o lançamento da ação até o final de 2012, é possível se aplicar a fórmula do trabalho de Campbell et al. (1997):

$$ar_{it} = r_{it} - r_{mt}$$

Nesta fórmula, o ar_{it} representa o retorno ajustado da ação no ano t . O r_{mt} é a variação do Ibovespa e o r_{it} é o retorno anual da ação. Como exemplo, a ação da Le Lis Blanc teve um retorno de 0,05 em 2012, ou 5%, e o Ibovespa teve uma variação de 0,07, ou 7%. Utilizando a fórmula, tem-se que o retorno ajustado da ação da Le Lis Blanc é de -2%.

3.4 O Retorno Acumulado Ajustado Anual

Depois de calculado o retorno anual ajustado das ações, calculou-se o retorno acumulado anual ajustado, da seguinte maneira. Considerou-se como 100 o valor da cotação no final do primeiro dia de negociações, e multiplicou-se esse valor com o retorno ajustado da ação no ano inicial mais um. Essa expressão a seguir foi baseada no trabalho de Campbell et al. (1997):

$$CAR = CAR_{t-1} (ar_{it} + 1)$$

CAR é o retorno acumulado anual da ação, CAR_{t-1} é o retorno acumulado do período anterior, sendo que no período 0 assume-se o valor de 100. O ar_{it} é o retorno ajustado calculado.

4 ANÁLISES E RESULTADOS

Nesta parte do trabalho será verificado o desempenho das ações lançadas nos anos de 2008 e 2009. O cenário estudado é o período da crise mundial de 2008 e sua possível ligação com o desempenho destas IPOs durante os anos de 2008 a 2012. A data zero do estudo é a data de lançamento das ações e as demais datas para análise são a última cotação disponível em cada um dos anos subsequentes, utilizadas para se calcular o retorno anual das ações. As fórmulas utilizadas são baseadas no trabalho de Campbell et al (1997).

4.1 O Cálculo do Retorno Anual

Utilizou-se a fórmula de Campbell et al. (1997) para os cálculos utilizando os dados coletados:

$$r_{it} = \{ p_t / p^{(t-1)} \} - 1$$

Os resultados estão na tabela a seguir:

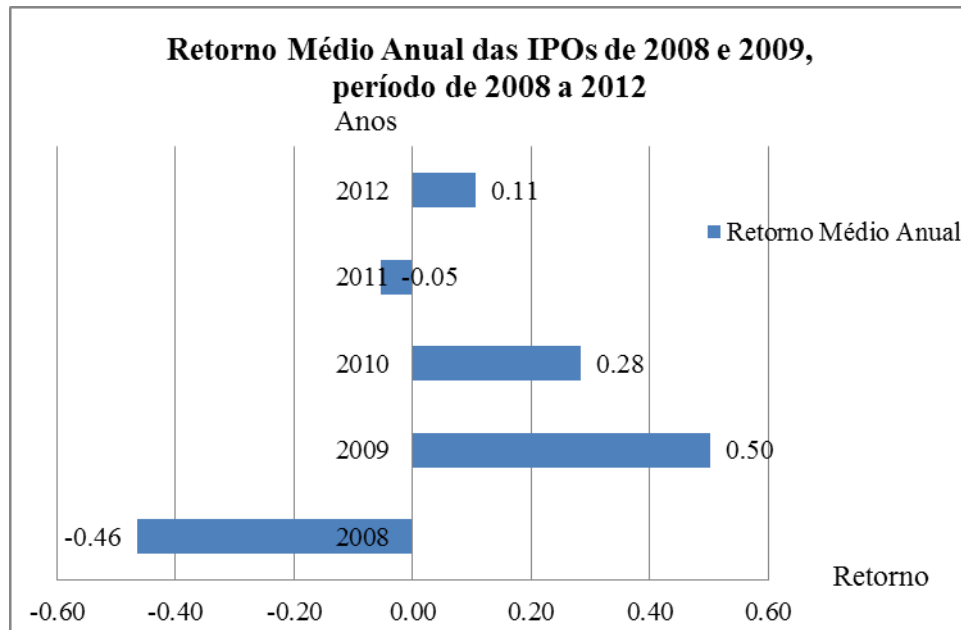
Tabela 2- Retorno Anual das IPOs

Empresa	Retorno por Período				
	2008 t1	2009 t2	2010 t3	2011 t4	2012 t5
OGX	-0.57	2.25	0.17	-0.32	-0.68
Le Lis Blanc	-0.78	0.86	1.61	0.60	0.05
Hypermarcas	-0.20	1.93	0.15	-0.62	0.96
Nutriplant	-0.30	-0.37	-0.40	0.07	-0.18
Santander		0.06	-0.06	-0.34	0.00
Visanet/CIELO		-0.11	-0.10	0.43	0.42
Direcional		0.07	0.18	-0.30	0.49
TIVIT		0.10	0.19		
CETIP		0.21	0.66	0.14	-0.06
Fleury		0.01	0.45	-0.20	0.08

Fonte: BM&Fbovespa, Yahoo! Finanças e UOL Economia

Para efeito de análise, foi calculado também a média dos retornos anuais dos IPOs, representados no gráfico:

Gráfico 1: Retorno Médio Anual dos IPOs de 2008 e 2009



Fonte: Elaboração Própria

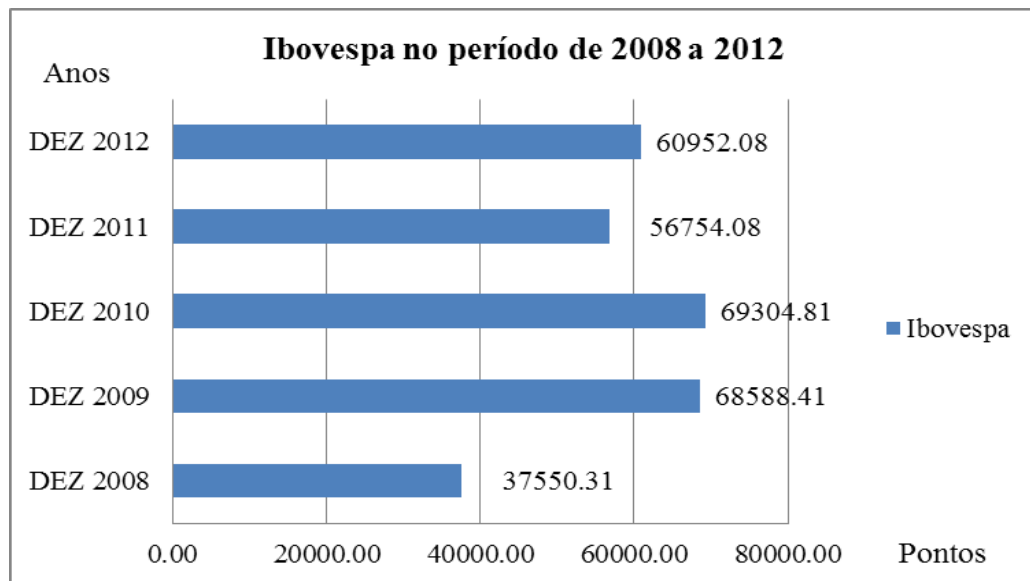
Os resultados mostram que as empresas que lançaram ações em 2008 tiveram retornos negativos no final do primeiro ano, e a média foi um bastante negativa, de 46%. Já no ano de 2009, a maioria das ações tiveram retornos positivos, bem como em 2010, evidenciando uma recuperação das cotações. Em 2011 a média das empresas foi negativa, e volta a ser positiva em 2012.

4.2 O Cálculo do Retorno Ajustado Anual

Para estes cálculos foi utilizada a fórmula de Campbell et al. (1997):

$$ar_{it} = r_{it} - r_{mt}$$

Para se realizar os cálculos foi necessário a cotação do Ibovespa na data de lançamento de cada ação do estudo, apresentadas na Tabela A2 do Apêndice A. Foi preciso também da evolução do Ibovespa no período de 2008 a 2012, no gráfico a seguir:

Gráfico 2: Ibovespa no período de 2008 a 2012.

Fonte: BM&FBovespa

A partir destas informações foi calculado a variação do Ibovespa, apresentado na Tabela A3 do Apêndice A. Com a variação dos índices é possível utilizar a fórmula do retorno ajustado, apresentados a seguir:

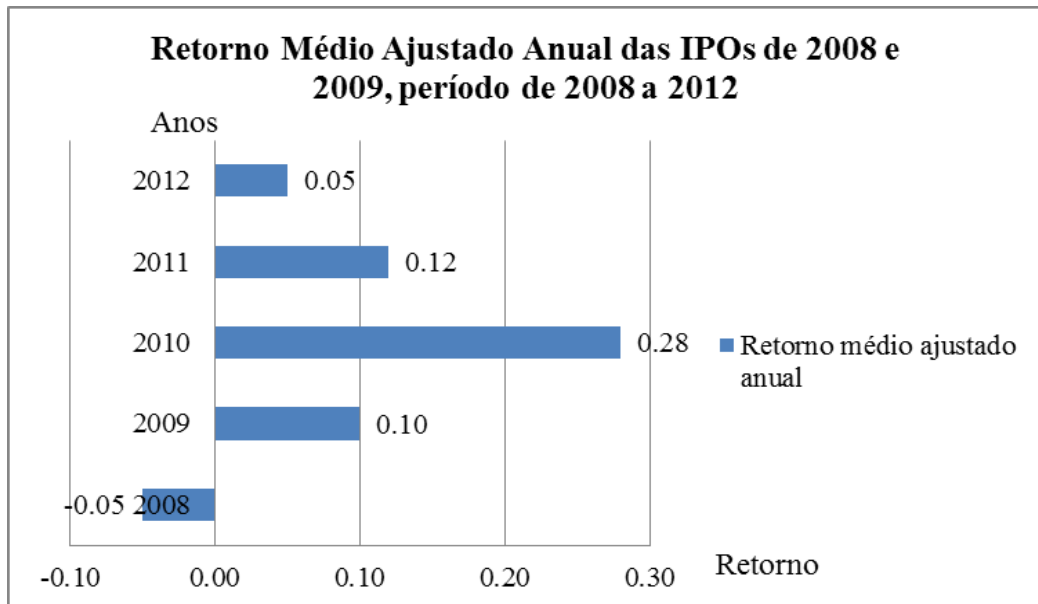
Tabela 3 - Retorno Ajustado Anual

Empresa	Retorno Ajustado por Período				
	2008 t1	2009 t2	2010 t3	2011 t4	2012 t5
OGX	-0.13	1.42	0.16	-0.14	-0.75
Le Lis Blanc	-0.37	0.03	1.60	0.78	-0.02
Hypermarcas	0.22	1.10	0.14	-0.44	0.89
Nutriplant	0.09	-1.20	-0.41	0.25	-0.25
Santander		-0.03	-0.07	-0.16	-0.07
Visanet/CIELO		-0.43	-0.11	0.61	0.35
Direcional		0.04	0.17	-0.12	0.42
TIVIT		-0.02	0.18		
CETIP		0.07	0.65	0.32	-0.13
Fleury		-0.01	0.44	-0.02	0.01

Fonte: Elaboração Própria

A média aritmética dos retornos ajustados em cada ano também foi calculada e está no gráfico:

Gráfico 3: Retorno Médio Ajustado Anual dos IPOs de 2008 e 2009



Fonte: Elaboração Própria

Enquanto alguns autores como Silva, Oliveira e Gomes (2009) observaram um retorno ajustado positivo no primeiro momento e no longo prazo as cotações estavam num patamar abaixo do observado na data do IPO, os resultados aqui obtidos mostram que os retornos ajustados das ações apresentaram um valor negativo, na média, apenas no ano de 2008, sendo que nos anos posteriores os retornos ajustados foram sempre positivos. O pico foi o ano de 2010, quando as ações lançadas em 2008 e 2009 obtiveram um retorno ajustado anual de 28%. As ações oscilaram entre retornos ajustados positivos e negativos no período, mas a tendência foram retornos positivos nestes anos.

4.3 O Cálculo do Retorno Acumulado Ajustado Anual

O cálculo do retorno acumulado ajustado anual foi realizado com a seguinte fórmula:

$$CAR = CAR_{t-1} (ar_{it} + I)$$

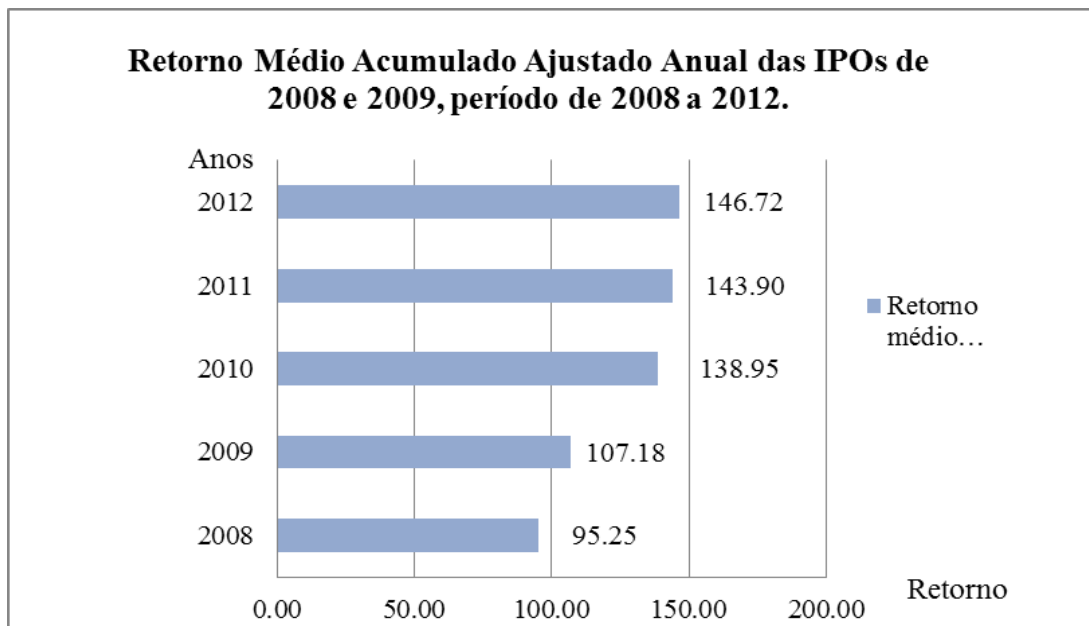
Os resultados obtidos estão na tabela a seguir, salientando que o retorno acumulado assume o valor de 100 no período 0.

Tabela 4 - Retorno Acumulado Ajustado Anual

Empresa	Retorno Acumulado Ajustado por Período				
	2008 t1	2009 t2	2010 t3	2011 t4	2012 t5
OGX	87.00	210.54	244.23	210.03	52.51
Le Lis Blanc	63.00	64.89	168.71	300.31	294.30
Hypermarcas	122.00	256.20	292.07	163.56	309.12
Nutriplant	109.00	-21.80	-12.86	-16.08	-12.06
Santander		97.00	90.21	75.78	70.47
Visanet/CIELO		57.00	50.73	81.68	110.26
Direcional		104.00	121.68	107.08	152.05
TIVIT *		98.00	115.64		
CETIP		107.00	176.55	233.05	202.75
Fleury		99.00	142.56	139.71	141.11

Fonte: Elaboração Própria

Foram calculadas as médias dos retornos acumulados ajustados para efeitos de uma análise mais ampla, representadas no gráfico:

Gráfico 4: Retorno Médio Acumulado Anual dos IPOs de 2008 e 2009

Fonte: Elaboração Própria

A maioria das IPOs estudadas também apresentaram retornos acumulados ajustados maiores que 100 nos períodos considerados, ou seja, o investidor teria um valor maior do que o investido na data de lançamento, já retirado o valor da variação do Ibovespa, que representa o mercado. Analisando a média deste retornos acumulados, tem-se que o ano de 2008 teve um retorno de 95,25, enunciando uma perda de quase 5 %, mas nos anos seguintes o retorno acumulado médio cresceu periodicamente, representando ganhos para os investidores. No ano de 2012, quem tivesse comprado as dez ações na data de lançamento teria obtido um valorização de 46%, resultado bem diferente das IPOs observadas por Silva, Oliveira e Gomes (2009), onde os investidores teriam retornos percentuais negativos.

5 CONCLUSÃO

Este estudo tinha o objetivo de analisar os retornos de longo prazo das ações lançadas nos anos de 2008 e 2009, período de um cenário econômico atípico, motivando uma análise sobre os retornos de longo prazo destes IPOs e se as reações do mercado desfavorável afetariam as ações de uma forma diferente da observada na literatura.

Os IPOs, que são os lançamentos iniciais das ações na bolsa de valores, foram analisados, bem como a maneira que as empresas e os investidores reagem durante o processo estratégico da empresa para lançar seus primeiros papéis, tornando-se uma companhia aberta regulada pela CVM.

Outro ponto abordado foi a crise econômica que afetou o mundo no período estudado. Ela trouxe uma instabilidade para todos os setores da economia e já não havia mais certeza sobre como seria a melhor maneira de diminuir seus impactos, tanto nas empresas como na sociedade em geral. O cenário, na teoria, era desfavorável para um IPO, e a hipótese inicial era de que as empresas que arriscassem entrar na bolsa teriam baixos retornos com suas ações no longo prazo e que o mercado não reagiria bem a essas ofertas. Esperava-se encontrar resultados semelhantes aos observados no trabalho de outros autores, como Silva, Oliveira e Gomes (2009) e Ritter (1991), onde os IPOs apresentavam retornos negativos no longo prazo.

Foram então compilados os dados sobre os IPOs realizados nos anos de 2008 e 2009, e através dos preços das ações no período de 2008 a 2012, pode-se realizar os cálculos dos retornos anuais, bem como dos retornos ajustados pelo Ibovespa e o retorno acumulado ajustado. Através destas informações obtidas foi possível verificar o desempenho das ações que foram lançadas e atingir o objetivo do trabalho, que era verificar como seria o retorno dos IPOs no longo prazo.

Ficou evidenciado que os retornos destes IPOs apresentaram valores positivos, na média, no período considerado. Tanto os retornos anuais como os retornos ajustados pelo mercado obtiveram variações positivas para a maioria das empresas, que realizaram IPOs numa época de crise mundial. Mesmo influenciadas por um cenário econômico desfavorável, se for considerada uma carteira de investimentos com os IPOs de 2008 e 2009, comprada na data de lançamento de cada uma das ações, o investidor teria um retorno acumulado ajustado percentual de 46%.

O resultado mostra uma tendência divergente da apresentada na literatura, onde as empresas apresentavam retornos negativos no longo prazo. Isso pode ter ocorrido por alguns

fatores presentes nesta pesquisa e que podem ter sido limitações ao estudo, como o fato de ser uma amostra pequena, de algumas ações não possuírem uma liquidez tão grande no mercado e pelo fato do cenário de crise mundial, que pode afetar como um todo os resultados obtidos.

Diante da hipótese inicial, de que os IPOs poderiam ter retornos negativos devido a influência da crise financeira, o que se obteve foi um resultado oposto, com várias das empresas conseguindo retornos positivos no período. A influência da crise não pode ser confirmada para o resultado, sendo apenas um fator externo de mercado na pesquisa, mas pode ser um dos fatores para os retornos positivos encontrados. A crise também não pode ser o único fator analisado pela empresa na hora de realizar um IPO, já que neste período conturbado os lançamentos foram positivos no longo prazo. A volatilidade do mercado, por si só, não impediu os retornos acima do mercado.

Pesquisas futuras poderão analisar um número maior de empresas em outros períodos de crise econômica, para que se possa avaliar o quanto as crises influenciam os retornos a longo prazo dos IPOs realizados neste cenário desfavorável. Analisar setores do mercado separadamente também é válido, já que podem ser atingidos de formas distintas. Considerar um período maior para o estudo pode evidenciar outras tendências do mercado fora de períodos conturbados.

APÊNDICE

Tabela A1 - Preço das ações dos IPOs de 2008 e 2009 (2008 - 2012) em reais (R\$)

Empresa	Data do Lançamento	Lançamento (t0)	Cotação (R\$)				
			Dez/2008 (t1)	Dez/2009 (t2)	Dez/2010 (t3)	Dez/2011 (t4)	Dez/2012 (t5)
OGX	13/6/2008	12.25	5.26	17.10	20.00	13.62	4.38
Le Lis Blanc	29/4/2008	5.40	1.17	2.18	5.70	9.10	9.52
Hypermarcas	18/4/2008	8.35	6.66	19.54	22.53	8.50	16.62
Nutriplant	14/2/2008	10.75	7.50	4.69	2.80	3.00	2.45
Santander	7/10/2009	22.62		23.90	22.55	14.96	14.97
Visanet/CIELO	29/06/2009	34.94		31.23	28.02	40.17	56.99
Direcional	19/11/2009	10.70		11.46	13.49	9.50	14.15
TIVIT	28/09/2009	14.50		16.01	19.00		
CETIP	28/10/2009	11.76		14.25	23.60	26.95	25.39
Fleury	17/12/2009	18.25		18.39	26.65	21.40	23.05

Fonte: BOVESPA, Yahoo! Finanças, UOL Economia

Tabela A2 - Ibovespa na data do lançamento da ações

Empresa	Data do Lançamento	Ibovespa
OGX	13/6/2008	67203,52
Le Lis Blanc	29/4/2008	63825,74
Hypermarcas	18/4/2008	64922,67
Nutriplant	14/2/2008	61818,99
Santander	10/7/2009	62638,28
Visanet/CIELO	29/6/2009	52137,58
Direcional	19/11/2009	66327,27
TIVIT	28/9/2009	61316,62

CETIP	28/10/2009	60162,31
Fleury	17/12/2009	67067,95

Fonte: BM&FBovespa

Tabela A3 - Retorno Anual do mercado , Ibovespa

Empresa	Retorno por Período do Ibovespa				
	2008 t1	2009 t2	2010 t3	2011 t4	2012 t5
OGX	-0.44	0.83	0.01	-0.18	0.07
Le Lis Blanc	-0.41	0.83	0.01	-0.18	0.07
Hypermarcas	-0.42	0.83	0.01	-0.18	0.07
Nutriplant	-0.39	0.83	0.01	-0.18	0.07
Santander		0.09	0.01	-0.18	0.07
Visanet/CIELO		0.32	0.01	-0.18	0.07
Direcional		0.03	0.01	-0.18	0.07
TIVIT		0.12	0.01	-0.18	0.07
CETIP		0.14	0.01	-0.18	0.07
Fleury		0.02	0.01	-0.18	0.07

Fonte: Elaboração Própria

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2005.

BESSLER, Wolfgang; THIES, Stefan. **Initial public offerings, subsequent seasoned equity offerings, and long-run performance**: evidence from IPOs in Germany. Center of Banking and Finance, 2002.

BIANCONI, Cesar. Ação da TIVIT sai a R15 e IPO movimentou R660,7 milhões. **O GLOBO**. 24 set. 2009. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/economia/acao-da-tivit-sai-r15-ipo-movimentou-r6607-milhoes-3146079>>. Acesso em: 18 jun. 2013.

BM&FBOVESPA. **Como e por que tornar-se uma companhia aberta**. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/guiaaber.pdf>>. Acesso em: 13 jun. 2013.

BM&FBOVESPA. **Mercados – Ações – Índices - Índice Ibovespa**. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 12 jun. 2013.

BM&FBOVESPA. **Mercados – Ações – Ofertas Públicas – Ofertas Encerradas**. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 13 jun. 2013.

BRAU, J. ; FAWCETT, S. Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. **The Journal of Finance**. vol. 62, n.1, feb. 2006.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. Crise e Recuperação da Confiança. **Revista de Economia Política**, vol. 29, nº 1 (113), p. 133-149, jan-mar/ 2009.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA , Francisco Vidal. Teoria e evidência da eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro. **Caderno de Pesquisas em Administração**. São Paulo, v. 10, nº1, jan/mar 2003.

CAMILLO, Giulia Santos. IPO da Le Lis Blanc Deux: ações estreiam na Bovespa com queda de 20%. **InfoMoney**. 29 abr. 2008. Disponível em: <<http://www.infomoney.com.br/mercados/noticia/1104863/ipo-lis-blanc-deux-ccedil-otilde-estr-eacute-iam-bovespa>>. Acesso em: 18 jun. 2013.

CAMPBELL, John et.al. **The econometrics of financial markets**. Princeton: Princeton University, 1997.

CASOTTI, Felipe Pretti; MOTTA, Luiz Felipe Jacques da. Oferta Pública Inicial no Brasil (2004-2006): Uma Abordagem da Avaliação através de Múltiplos e do Custo de Capital Próprio. **Revista Brasileira de Finanças**. vol. 6, n. 2, p. 157-204, 2008.

EBRAM NETO, Humberto et. al. **Oferta pública inicial de ações na bovespa**: um estudo sobre o processo de abertura de capital de empresas na Bolsa de Valores de São Paulo. Programa de Pós-graduação em Gestão e Desenvolvimento Regional. Universidade de Taubaté, 2010.

ESTADÃO. **Hypermarcas capta cerca de R\$ 700 milhões com IPO**. 17 abr. 2008. Disponível em: <<http://www.estadao.com.br/noticias/impreso,hypermarcas-capta-cerca-de-r-700-milhoes-com-ipo,158144,0.htm>>. Acesso em: 18 jun. 2013.

EXAME. **OGX faz o maior IPO da história da bolsa brasileira**. 13 jun. 2008. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/ogx-faz-o-maior-ipo-da-historia-da-bolsa-brasileira-m0161973>>. Acesso em: 18 jun. 2013.

FOGAÇA, Guilherme. IPO da Direcional Engenharia: um teste para o mercado. **Exame**. 23 nov. 2009. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/blogs/direto-do-pregao/2009/11/23/209574/>>. Acesso em: 17 jun. 2013.

GALDINO, Rafael de Lima. **Ofertas Públicas Inicias IPOs na BM&Fbovespa**: Um enfoque geral e do ponto de vista do investidor individual. Monografia submetida ao Departamento de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2010.

GAMEZ, Milton. Nanicos na Bolsa. **Istoé Dinheiro**. n. 542. 20 fev. 2008. Disponível em: <http://www.istoedinheiro.com.br/noticias/1910_NANICOS+NA+BOLSA> . Acesso em: 17 jun. 2013.

KAHIL, Gustavo. Laboratórios Fleury registra o melhor IPO de 2009. **Brasil Econômico**. 17 dez. 2013. Disponível em: <<http://brasileconomico.ig.com.br/index.php/noticias/nprint/73685.html>>. Acesso em: 16 jun. 2013.

KHURSHED, Arif; MUDAMBI, Ram; GOERGEN, Mark. **On the long-run performance of IPOs**. Case Weatherhead School of Management, 2001.

NIYAMA, Jorge Katsumi; GOMES, Amaro L. Oliveira. **Contabilidade de instituições financeiras**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2012.

O GLOBO. **Ação da VisaNet sai a R\$ 15 e confirma maior IPO no país, de R\$ 8,397.** 25 jun. 2009. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/economia/acao-da-visanet-sai-r-15-confirma-maior-ipo-no-pais-de-8397-bilhoes-3141371>>. Acesso em: 17 jun. 2013.

PINHEIRO, Vinícius. IPO da Cetip movimentou R\$ 881,3 milhões. **Abril.com.** 26. Out. 2009. Disponível em: <<http://www.abril.com.br/noticias/economia/ipo-cetip-movimentou-r-881-3-milhoes-579789.shtml>>. Acesso em: 16 jun. 2013.

PROCIANOY, J. L. CIGERZA, G. C. (2007). **IPOs in emerging markets: A comparison of Brazil, India and China.** Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=968300>> . Acesso em: 12/06/2013

RITTER, Jay. The Long-run performance of Initial Public Offerings. **Journal of Finance.** Vol. 46, n. 1, p. 3-27, 1991.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira: Corporate Finance.** São Paulo: Atlas, 2008.

SICSÚ, João. Para Além das Políticas de Resgate. **Revista de Economia Política**, vol. 29, nº1 (113), p. 133-149, jan-mar/ 2009.

SILVA, José Milton A.; FAMÁ, Rubens. Evidências de retornos anormais nos processos de IPO na BOVESPA no período de 2004 a 2007: um estudo de evento. **Revista de Administração**, Universidade de São Paulo, v. 46, n. 2, p. 178-190, abr./maio/jun. 2011.

SILVA, C. A. T.; OLIVEIRA, J.D. V.; GOMES, L. B. **O retorno de longo prazo de uma oferta pública de ação.** Congresso USP, 2009.

SOUZA, Beatriz de. As 10 maiores bolsas do mundo em capitalização de mercado. **Exame**, 02/11/2012 Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/as-10-maiores-bolsas-do-mundo-em-capitalizacao-de-mercado?p=2>>. Acesso em: 10 jun. 2013.

TIROLE, Jean. **The Theory of Corporate Finance.** Princeton: Princeton University, 2006.

UOL ECONOMIA. **Cotações – Bolsa de Valores.** Disponível em: <<http://economia.uol.com.br/cotacoes/bolsas/>> . Acesso em: 11 jun. 2013.

VEJA. **IPO do Santander bate recorde: 14 bi de reais.** 7 out. 2009. Disponível em: <<http://veja.abril.com.br/noticia/economia/ipo-santander-bate-recorde-14-bi-reais>>. Acesso em: 17 jun. 2013.

WARDIL, Felipe Sacramento. **Análise do Impacto das Ofertas Públicas Iniciais sobre as Empresas Brasileiras:** utilizando indicadores contábeis calculados a partir de evidências empíricas no Brasil. Mestrado em Finanças e Economia Empresarial. FGV, 2009.

YAHOO! FINANÇAS. **Cotações – Preços Históricos.** Disponível em: <<http://br.financas.yahoo.com/q?s=&q1=1> >. Acesso em: 11 jun. 2013.