

Área Temática: Finanças

Análise do Desempenho de Longo Prazo de *Initial Public Offerings* no mercado acionário Brasileiro

AUTORES

ELISA ELAINE MOREIRA TEIXEIRA

Universidade Federal de Minas Gerais
elissaem@hotmail.com

FRANCISCO VIDAL BARBOSA

Universidade Federal de Minas Gerais
fbarbosa@face.ufmg.br

ANTÔNIO ARTUR DE SOUZA

Universidade Federal de Minas Gerais
artur@face.ufmg.br

Resumo

Este trabalho descreve os resultados de uma pesquisa que teve dois objetivos, quais sejam: (i) comparar o desempenho das Ofertas Públicas Iniciais (IPOs, do inglês *Initial Public Offerings*) realizadas no mercado acionário brasileiro nos anos de 2004 e 2005 com o desempenho de empresas de capital aberto; e (ii) identificar se as IPOs passaram a fazer parte do Índice Bovespa (Ibov) no período pesquisado. Em um primeiro momento, foi feito o levantamento das variações nos preços das ações a cada ano subsequente à abertura de capital. Posteriormente, foi feita a comparação entre os múltiplos das IPOs com os múltiplos das empresas de capital aberto selecionadas. Os resultados mostraram que, no primeiro e no segundo ano de aniversário, 81,25% das IPOs apresentaram retorno positivo e, no terceiro ano, apenas 50% delas tiveram retorno positivo. Observou-se que as empresas com menor idade de fundação apresentaram os maiores retornos e que 45% delas começaram a fazer parte do IBOV no período pesquisado. Comparando-se os múltiplos, observou-se que, em todas as faixas etárias, as IPOs estão mais valorizadas em relação às empresas de comparação. Conclui-se, portanto, que o desempenho das IPOs, no período pesquisado, foi superior ao desempenho das empresas de comparação.

Palavras-chave: Ofertas Públicas Iniciais, desempenho, avaliação por múltiplos.

Analysis of Long-Term Performance of Initial Public Offerings in the Brazilian Stock Market

Abstract

This paper describes the results of a twofold study that compared the performance of Initial Public Offering (IPOs) in the Brazilian stock market with that of incorporated company in 2004 and 2005 and also checked if these IPOs were included in the Bovespa Index (Ibov) in this period. We first collected data on stock price variations every year subsequente to the

public offering. Thereafter, we compared the IPOs' rates with those of the public corporations. The results show that 81.25% of the IPOs had positive returns in the first and the second years of anniversary, and only 50% of them had positive return in the third year. The youngest companies had the highest returns, and 45% of them were included in the Ibov in the period under scrutiny. The comparison of the ratios showed that IPOs of any age are more valued than the comparison companies. As a conclusion, we can say that the IPOs' performance was significantly better than that of the comparison companies in the period studied.

Keywords: *Initial Public Offerings*, performance, valuation.

1 INTRODUÇÃO

A decisão pela abertura do capital (IPO, do inglês *Initial public offering*) ocorre em geral porque, com o crescimento das empresas, há necessidade de mais aportes de recursos, com os quais é possível expandir as atividades. Essa questão tem sido recorrente objeto de estudo nas últimas décadas e, no caso brasileiro, tem despertado interesse devido às mudanças ocorridas no mercado acionário nacional, com destaque para dois eventos. O primeiro corresponde à implantação pela Bovespa, em dezembro de 2000, dos chamados Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, com o objetivo de desenvolver um ambiente propício ao aumento do interesse dos investidores e à decorrente valorização das companhias no mercado acionário. O segundo consiste na edição, pela CVM, da Instrução nº 400, de 29 de dezembro de 2003¹, que regula as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, com a finalidade de assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral. Esses dois eventos tiveram impacto positivo e resultaram no aumento do número de aberturas de capital no Brasil: durante toda a década de 1990, houve apenas sete aberturas de capital; entre 2000 e 2002, houve uma por ano; em 2003, nenhuma empresa foi a público; e, a partir de 2004, esse número aumentou ainda mais significativamente, embora em 2008 tenha havido uma queda significativa devido, possivelmente, à crise do *sub prime* (cf. TAB. 1).

Tabela 1 – Aberturas de Capital na Bovespa no período de 2004 a 2008

Ano	Total de Aberturas (IPO)	Volume (em milhões)
2008	4	7.495
2007	57	55.654
2006	26	15.373
2005	9	5.448
2004	7	4.486
Total do Período	103	88.456

Fonte: elaborada pelos autores com dados da Bovespa² e prospectos de emissões das empresas.

Dado esse contexto, este artigo tem como objetivo, a partir de uma amostra constituída de 16 aberturas de capital (IPOs) realizadas no mercado brasileiro nos anos de 2004 e 2005, investigar os retornos das IPOs no mercado brasileiro e comparar, com base nos múltiplos preço/lucro, preço/valor contábil e *payout*, o desempenho das ações dessas IPOs no mercado acionário com o desempenho das ações de 16 outras empresas de capital aberto análogas em termos de faixa de idade. De forma complementar, observou-se se e quando as IPOs passaram a fazer parte do índice de referência Ibovespa, o que configura uma abordagem inédita, haja vista que, até o presente momento, nenhum estudo buscou verificar quão rapidamente as IPOs passaram a compor um índice de referência. O tema é relevante, tendo em vista que o estudo aumenta a base de conhecimento sobre o mercado acionário brasileiro e pode auxiliar a tomada de decisão dos investidores quanto a estratégias de investimento em ativos que vierem a ser ofertados ao mercado.

O trabalho está estruturado em cinco seções, incluindo esta Introdução. Na Seção 2, apresenta-se a revisão de literatura; na Seção 3, descreve-se a metodologia; na Seção 4, desenvolve-se a análise dos dados e a discussão dos resultados; e na Seção 5, expõem-se as conclusões do trabalho.

¹ INSTRUÇÃO CVM Nº 400. Disponível em: <<http://cvm.gov.br>>. Acesso em: 14 abr. 2009.

² BOVESPA. *Listagens recentes*. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso em: 14 abr. 2009.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Dentre as motivações para que as empresas queiram ir a público, destaca-se a oportunidade de minimizar o custo de capital (MODIGLIANI; MILLER, 1963) e a possibilidade de aumentar a reputação e a publicidade da organização (MAKSIMOVIC; PICHLER, 2001). A escolha do momento mais adequado para essa abertura de capital depende, contudo, de alguns fatores (IBBOTSON; JAFFE, 1975), dentre os quais se destacam as condições históricas recentes do mercado (RITTER; WELCH, 2002)³.

Os temas dominantes nas pesquisas sobre IPO são a subvalorização (*underpricing*) e, sobretudo, o desempenho de longo prazo. Esses temas são apresentados na seção 2.1, com destaque para o segundo, foco do presente trabalho. Em seguida, na seção 2.2, tecem-se algumas considerações sobre avaliações e uso de múltiplos, tema importante para os propósitos metodológicos deste estudo.

2.1 *Underpricing* e desempenho de longo prazo das IPOs

Para Ljungqvist (2004), os principais responsáveis pelo *underpricing* são a assimetria entre as informações possuídas por empresas, bancos coordenadores e investidores e os problemas de agência entre empresa emissora e banco coordenador. Ritter (1998) coloca que os bancos têm interesse em fazer ofertas públicas iniciais de empresas com alto valor, tendo em vista que a comissão recebida depende do valor da empresa. Por outro lado, Ritter e Welch (2002) defendem que o *underpricing* é apenas uma questão de ajuste entre demanda e oferta, ocorrida no processo de *bookbuilding*, quando os bancos de investimento alocam ações para os investidores e vão ajustando os preços da ação de acordo com a procura por elas.

Quanto ao desempenho de longo prazo das IPOs, a literatura basicamente apresenta estudos posteriores a 1970 que se debruçaram sobre dados da Nasdaq, isto é, o mercado acionário americano. A única pesquisa que contempla dados anteriores a 1970 é o estudo de Gompers e Lerner (2003), cuja amostra abrangeu 3661 IPOs analisadas no período de 1935 a 1972 e cujos resultados apontaram que as IPOs acompanharam o retorno de mercado e apresentaram desempenho variável dependendo da metodologia de cálculo utilizada. Em outras palavras, o desempenho abaixo do esperado (*underperformance*), identificado a partir do método BHAR (do inglês *buy and hold abnormal return*, ou seja, retorno anormal acumulado) ponderado pelo valor de mercado, desaparece quando se utiliza o método dos pesos iguais (*equally weighted stocks*) ou do CAR (do inglês, *cumulative abnormal return*, ou seja, retorno anormal acumulado).

Em pesquisa sobre o desempenho de longo prazo de IPOs listadas na Nasdaq no período de 1960 a 1969, Ibbotson (1975) observou que, no primeiro ano, esse desempenho é positivo, sendo seguido, nos três anos subsequentes, por uma tendência de retorno negativo e, no quinto, por uma retomada dos valores positivos.

Com base em uma amostra de 934 *venture-backed* IPOs (*i.e.*, empresas nas quais houve aporte de capital provindos de fundos de investimento antes da abertura de capital) no período de 1972-1992 e de 3.407 *non-venture-backed* IPOs (*i.e.*, empresas que não contaram com o referido aporte) no período de 1975 a 1992, Brav e Gompers (1997) concluíram que aquelas apresentaram melhor desempenho que estas quando se utilizou o método dos retornos igualmente ponderados (*equally weighted*). Ao realizarem testes baseados no modelo de três

³ RITTER, J. R.; WELCH, L. *A review of IPO activity, pricing and allocations*. Disponível em: http://icf.som.yale.edu/working_papers/papers/2002/Welch01A.pdf. Acesso em: 22 de abril de 2009.

fatores de Fama e French (1993), os autores observaram que as *venture-backed* IPOs, diferentemente das demais, não apresentavam significativo desempenho insatisfatório (*underperformance*). Em estudo similar, Coakley *et al.* (2008) utilizaram uma amostra de 591 IPOs na Inglaterra para o período de 1985 a 2003 e não encontraram evidências de *underperformance* nesse mercado.

Para uma amostra de 1526 IPOs analisadas no período de 1975 a 1984, Ritter (1991) constatou que as empresas mais jovens apresentaram piores retornos de longo prazo, o que indicava a existência de relação entre idade da empresa e desempenho de suas ações no longo prazo. Esse resultado, contudo, não foi encontrado por Allen *et al.* (1999), que, a partir de uma amostra composta por 150 IPOs listadas entre 1958 e 1992 no mercado tailandês, identificaram que a idade está negativamente relacionada com o desempenho de longo prazo, haja vista que as empresas com menor idade de fundação tinham apresentado os maiores retornos.

Em um estudo sobre o desempenho de 27 IPOs brasileiras lançadas entre janeiro de 1999 e março de 2006, Saito e Maciel (2006) observaram que o retorno no primeiro dia de negociação foi em média 6%, relacionado positivamente com o tamanho da oferta e negativamente com o tamanho (total de ativos) da companhia ofertante. Para o retorno ajustado no período de um ano, os autores identificaram um percentual de 17,2, relacionado positivamente tanto com o total de ativos quando do lançamento de ações ordinárias quanto com a presença de investidores PE/VC.

2.2 Avaliações de IPOs

De acordo com Damodaran (2002), um postulado do investimento seguro é que um investidor não pague mais por um ativo do que ele realmente vale. Complementando, esse autor coloca que os preços dos ativos não podem ser justificados simplesmente com o emprego do argumento de que haverá outros investidores dispostos a pagar um preço mais alto no futuro, sendo então necessário analisar o valor da empresa e do ativo. Damodaran (2002) aponta, nesse âmbito, três abordagens de avaliação: (i) avaliação por fluxo de caixa descontado, que relaciona o valor de um ativo com o valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados para esse ativo; (ii) avaliação relativa, que estima o valor de um ativo enfocando a precificação de ativos “comparáveis” tendo-se em vista uma variável comum; e (iii) avaliação de direitos contingentes, que utiliza modelos de precificação de opções para medir o valor de ativos que possuam características de opções. No presente trabalho, que dá enfoque à precificação de ativos comparáveis, optou-se pela utilização da avaliação relativa.

Koller *at al.* (2005) afirmam que uma cuidadosa análise utilizando múltiplos pode ser útil para fazer previsões.⁴ A utilização prudente da avaliação relativa requer que se assegure que o múltiplo esteja definido de forma consistente e seja mensurado com uniformidade entre as empresas objeto de comparação. Devem-se encontrar firmas comparáveis, o que não é fácil, tendo em vista que não há firmas iguais no mesmo negócio e há, portanto, diferenças em risco, potencial de crescimento e fluxo de caixa (DAMODARAN, 2007). Para o autor, a questão não está em como controlar essas diferenças ao comparar os múltiplos de diferentes empresas, mas sim em delimitar uma variável comum e consistente. No presente trabalho,

⁴ Cumpre destacar, contudo, que os múltiplos são extensivamente utilizados na prática, mas existe uma pequena quantidade de pesquisas acadêmicas sobre o assunto (LIU *et al.*, 2002) e pouca teoria está disponível para guiar as aplicações desses múltiplos (BHOJRAJ *et al.*, 2002)

por exemplo, optou-se por comparar as empresas quanto à sua idade (fundação), metodologia similar àquela adotada por Ritter (1991) e Allen *et al.* (1999).

Damodaran (2002) cita os múltiplos preço/lucro, preço/valor contábil e preço/vendas como os mais utilizados nesse tipo de avaliação. Muito utilizado para comparar o preço entre diversas ações na tentativa de identificar sub- ou supervalorização de ativos, o múltiplo preço/lucro representa, teoricamente, o número de anos em que se daria o retorno do capital investido, caso a totalidade do lucro fosse distribuída aos acionistas e o valor do lucro se mantivesse constante em termos reais (MARTELANC *et al.*, 2004). O índice preço/lucro (P/L) é empregado por várias razões: (i) por ser uma informação que relaciona o preço pago aos lucros atuais; (ii) por ser simples de calcular; (iii) por ser um substituto de várias outras características da empresa, incluindo o risco e o crescimento. Entretanto, há problemas gerais associados à estimativa de índices P/L, a saber: (i) esses índices não têm significado quando os lucros são negativos; e (ii) a volatilidade dos lucros pode fazer com que o índice mude drasticamente de um período para outro.

Os múltiplos preço/valor contábil relacionam o preço pago com o valor contábil. Como reflete o próprio custo original, o valor contábil de um ativo pode se desviar significativamente do valor de mercado se o poder de realização de lucros do ativo tiver aumentado ou reduzido consideravelmente desde a sua aquisição. Esse índice é útil na análise de investimentos por várias razões, dentre as quais se destacam: (i) fornece medida relativamente estável de valor que pode ser comparada com o preço de mercado; (ii) tendo em vista as normas contábeis, pode ser utilizado para indicação de sub ou supervalorização; e (iii) permite a avaliação até mesmo de empresas com lucros negativos, as quais não podem ser avaliadas a partir de índices P/L (DAMODARAN, 2002). Damodaran (2002) cita que um critério utilizado para selecionar ações subvalorizadas é um baixo múltiplo preço/valor contábil.

O múltiplo preço/vendas considera a capitalização de mercado da companhia e a divide pelas receitas dos 12 últimos meses. Esse múltiplo tem se mostrado atrativo por algumas razões: (i) diferentemente dos dois anteriores, podem ser obtidos índices até mesmo para empresas com dificuldades financeiras; (ii) é difícil de se manipular a receita; e (iii) o índice não é tão volátil quanto os outros dois supracitados.

A abordagem mais comum para estimar os múltiplos de uma empresa, consoante Damodaran (2007), é escolher um grupo de empresas comparáveis, calcular o índice médio para esse grupo e ajustar subjetivamente essa média para as diferenças entre a empresa que está sendo avaliada e as empresas do grupo de comparação. Essa é a forma como foi realizada a presente pesquisa.

3 METODOLOGIA

3.1 Universo e Amostra da Pesquisa

A amostra principal é composta de 16 IPOs lançadas em 2004 e 2005, sendo que a escolha desse período se justifica pelos poucos lançamentos ocorridos no período anterior. A TAB. 2 mostra a relação dessas empresas, com os respectivos dados sobre ano da abertura de capital, ano da fundação e idade da empresa na data do lançamento.

Tabela 2 – Relação de IPOs em 2004 e 2005

Empresa	Ano da IPO	Ano da Fundação	Idade na Data da IPO
UOL	2005	1996	9
Cosan	2005	1936	69
Nossa Caixa	2005	1917	88
OHL Brasil	2005	1999	6
Energias BR-EDP	2005	1976	29
TAM S/A	2005	1961	44
Localiza	2005	1973	32
Submarino	2005	1999	6
Renar	2005	1962	45
Porto Seguro	2004	1945	59
Dasa	2004	1961	43
Grendene	2004	1971	33
CPFL Energia	2004	1912	92
ALL	2004	1997	7
Gol	2004	2001	3
Natura	2004	1969	35

Fonte: elaborado pelos autores com dados do sítio eletrônico da Bovespa e das empresas pesquisadas.

A idade das IPOs foi calculada como o ano da oferta (obtido no sítio eletrônico da Bovespa) menos o ano da fundação (obtido no sítio eletrônico da Bovespa e das próprias empresas). Os dados relativos às ações foram obtidos no *software* Econômica e nos balanços das próprias empresas. Para as IPOs de 2004, analisou-se o desempenho no período de 2005 a 2007 e, para as IPOs de 2005, analisou-se o desempenho nos anos de 2006 a 2008. Logo, a pesquisa corresponde aos três primeiros anos após o lançamento, sendo os dados agrupados em base anual.

A essa amostra acrescentam-se 16 outras empresas de capital aberto análogas em termos de faixa de idade e participantes da carteira teórica do Ibovespa no período de 2004 a 2008. Para cada empresa, calculou-se a idade no ano-base de 2004 ou 2005, tendo em vista que esses são os anos em que foram realizadas as IPOs pesquisadas. Com isso, foi possível realizar a comparação dos múltiplos, haja vista que, como aponta Damodaran (2007), somente é se podem comparar empresas que apresentem semelhanças (no caso, a faixa de idade). Como já mencionado, a idade da empresa foi calculada subtraindo-se o ano-base pelo ano de fundação, conforme dispõe a TAB. 3, a seguir.

Tabela 3 – Empresas para a comparação de múltiplos

EMPRESA	ANO-BASE	ANO FUNDAÇÃO	IDADE NO ANO-BASE
AmBev	2004	2000	4
Tran Paulist	2004	1999	6
Embraer	2004	1969	35
Itaú SA	2004	1965	39
Eletrobrás	2004	1962	42
Copel	2004	1954	50
Cemig	2004	1953	51
Bradespar	2005	2000	5
TIM Participações S/A	2005	1999	5
VCP	2005	1988	17
Sabesp	2005	1973	32
Aracruz	2005	1972	33
Usiminas	2005	1956	49
Celesc	2005	1955	50
Petrobras	2005	1953	52
Gerdau	2005	1901	104

Fonte: Sítio eletrônico das empresas e Bovespa e análise dos autores.

Cumprir fazer alguns apontamentos a respeito da TAB. 3: a AmBev foi resultado da fusão entre a Brahma e a Antártica; e a TIM Participações (Telecom Italia Mobile Participações) é resultado da venda da participação acionária na Tele Celular por parte da UGB para a Bitel Participações S.A., sendo que, quando a venda foi efetivamente aprovada pela Anatel e pelo órgão brasileiro antitruste (CADE), a companhia passou a ser controlada pela Telecom Italia Mobile (TIM), empresa do Grupo Telecom Italia.

3.2 Métodos

Busca-se, neste trabalho, investigar o desempenho de longo prazo das IPOs ocorridas no mercado acionário brasileiro nos anos de 2004 e 2005. Para tanto, apresenta-se, em um primeiro momento, a valorização das ações a partir da data da IPO até os três anos subsequentes à abertura de capital, sendo então possível identificar o desempenho de longo prazo a partir da comparação dos retornos entre si. Em um segundo momento identificou-se se as IPOs passaram a fazer parte do Índice Bovespa (Ibov) no período pesquisado. Por fim, comparam-se os múltiplos das empresas que abriram capital em 2004 e 2005 com aqueles de 16 outras empresas brasileiras (análogas em termos de faixa de idade) que fizeram parte da carteira teórica do Índice Bovespa (IBOV) entre os anos de 2004 e 2008. A escolha desse índice se pauta no fato de que o Bovespa é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro, tendo em vista que retrata o comportamento dos principais papéis negociados na Bolsa de Valores brasileira (FORTUNA, 2005).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Análise do desempenho de longo prazo x idade

Apresentam-se, nesta seção, as variações das ações a cada ano subsequente à abertura de capital, assim como a variação acumulada após o período de três anos. A TAB. 4, a seguir, mostra (i) os preços (em reais) de fechamento das ações na data do lançamento e nos três anos subsequentes, bem como a variação anual dos preços e a variação acumulada ao final do período. Cumpre destacar, com relação a esses dados, que houve fusão entre a Submarino e a Lojas Americanas em 23 de novembro de 2006, criando-se a B2W Companhia Global de Varejo, cuja ação tem o código BTOW3 em substituição ao código anterior SUBA3.

Tabela 4 – Variação no preço das ações

AÇÕES	ANO da IPO	ANO 1		ANO 2		ANO 3		ACUMUL ADO
	Cotação	Cotação	Variacã o	Cotação	Variacão	Cotação	Variacã o	Var. 3 anos
PORTO SE. (PSSA3)	22/11/2004	22/11/2005		22/11/2006		22/11/2007		22/11/2007
Fechamento	5,69	8,22	44,46%	17,26	109,98%	21,18	22,71%	272,23%
DASA (DASA3)	19/11/2004	18/11/2005		17/11/2006		19/11/2007		19/11/2007
Fechamento	23,83	40,7	70,79%	48,05	18,06%	34,76	-27,66%	45,87%
GREND. (GRND3)	29/10/2004	28/10/2005		27/10/2006		29/10/2007		29/10/2007
Fechamento	27,87	14,23	-48,94%	15,56	9,35%	21,66	39,20%	-22,28%
CPFL (CPFE3)	29/9/2004	28/9/2005		29/9/2006		28/9/2007		28/09/2007
Fechamento	12,65	18,75	48,22%	23,36	24,59%	32,97	41,14%	160,63%
ALL (ALLL11)	29/06/2004	23/6/2005		23/6/2006		25/6/2007		25/06/2007
Fechamento	0,78	1,28	64,10%	3,14	145,31%	7,88	150,96%	910,26%
GOL (GOLL4)	24/6/2004	24/6/2005		23/6/2006		22/6/2007		22/06/2007
Fechamento	26,21	33,31	27,09%	72,82	118,61%	62,23	-14,54%	137,43%
NATURA (NATU3)	26/5/2004	25/5/2005		25/5/2006		25/5/2007		25/05/2007
Fechamento	7,02	12,3	75,21%	21,53	75,04%	23,65	9,85%	236,89%
UOL (UOLL4)	16/12/2005	15/12/2006		17/12/2007		16/12/2008		16/12/2008
Fechamento	20,97	11,7	-44,21%	11,37	-2,82%	7,2	-36,68%	-65,67%
COSAN (CSAN3)	18/11/2005	17/11/2006		19/11/2007		18/11/2008		18/11/2008
Fechamento	17,88	35,87	100,62%	23,45	-34,63%	10,99	-53,13%	-38,53%
NOSSACX (BNCA3)	28/10/2005	27/10/2006		29/10/2007		29/10/2008		29/10/2008
Fechamento	31,19	45,92	47,23%	28,89	-37,09%	33,79	16,96%	8,34%
OHLB (OHLB3)	15/7/2005	14/7/2006		13/7/2007		14/7/2008		14/07/2008
Fechamento	17,64	21,46	21,66%	36,28	69,06%	26,31	-27,48%	49,15%
EDP (ENBR3)	13/7/2005	12/7/2006		12/7/2007		11/7/2008		11/07/2008
Fechamento	17,93	25,64	43,00%	39,03	52,22%	32	-18,01%	78,47%
TAM (TAMM4)	14/06/2005	14/6/2006		14/6/2007		13/6/2008		13/06/2008
Fechamento	17,4	48,19	176,95%	62,4	29,49%	30,7	-50,80%	76,44%
LOCALIZA(REN3)	23/5/2005	23/5/2006		23/5/2007		23/5/2008		23/05/2008
Fechamento	3,45	12,02	248,41%	21,53	79,12%	20,06	-6,83%	481,45%
SUBM (SUBA3)	30/3/2005	29/3/2006		29/3/2007		28/03/2008		28/03/2008
Fechamento	18,72	45,36	142,31%	68,77	51,61%	60,15	12,53%	321,31%
RENAR (RNAR3)	28/2/2005	24/2/2006		23/2/2007		25/2/2008		25/02/2008
Fechamento	1,61	0,71	-55,90%	0,82	15,49%	2,14	160,98%	32,92%

Fonte: *software* Econômica e análise dos autores.

Observa-se, pelos dados apresentados na TAB. 4, que, das 16 IPOs que constam na amostra (18,75%), apenas três tiveram desvalorização ao completar o primeiro aniversário.

Logo, 81,25% das empresas sob escrutínio obtiveram valorização no primeiro ano de vida no mercado acionário, resultado este que corrobora aquele encontrado por Ibbotson (1975), segundo o qual, no primeiro ano de aniversário, o desempenho tende a ser positivo. No aniversário do segundo ano, o cenário se repete: novamente, 81,25% das empresas se valorizaram, sendo que, das três empresas referidas anteriormente, apenas uma permaneceu com desvalorização, enquanto as outras duas tiveram recuperação. No terceiro aniversário, metade das empresas tiveram seus ativos desvalorizados, cumprindo ressaltar que a maioria delas corresponde àquelas empresas que completaram o terceiro aniversário em 2008, ano em que as bolsas no mundo inteiro tiveram grandes desvalorizações. Mais uma vez, esses resultados corroboram aqueles encontrados por Ibbotson (1975), isto é, há uma tendência de retorno negativo no terceiro ano. Observe-se, contudo, que esse resultado é em relação ao ano, e não ao período acumulado.

Quanto ao período acumulado, a TAB. 5, que agrupa as IPOs por faixa etária, mostra a variação no valor das ações na data do terceiro aniversário. A variação acumulada nos três anos aponta que apenas três empresas, no cômputo geral, tiveram suas ações desvalorizadas para o período completo, ou seja, após três anos no mercado, somente 18,75% das empresas estavam sendo negociadas abaixo da cotação do dia do lançamento.

Tabela 5 – Idade das IPOs e % acumulada nos três primeiros anos

GRUPOS	AÇÕES	IDADE	% ACUMULADO
			Var. 3 anos
I 0 A 25 ANOS	GOL (GOLL4)	3	137,43%
	OHLB (OHLB3)	6	49,15%
	SUBMARINO (SUBA3)	6	321,31%
	ALL (ALLL11)	7	910,26%
	UOL (UOLL4)	9	-65,67%
II 26 A 50 ANOS	EDP (ENBR3)	29	78,47%
	LOCALIZA (RENT3)	32	481,45%
	GRENENE (GRND3)	33	-22,28%
	NATURA (NATU3)	35	236,89%
	DASA (DASA3)	43	45,87%
	TAM (TAMM4)	44	76,44%
	RENAR (RNAR3)	45	32,92%
III ACIMA DE 51 ANOS	PORTO SEG. (PSSA3)	59	272,23%
	COSAN (CSAN3)	69	-38,53%
	NOSSA CX (BNCA3)	88	8,34%
	CPFL (CPFE3)	92	160,63%

Fonte: resultados da pesquisa.

Quanto à idade das empresas que apresentaram retorno negativo, nota-se que tinham, à época da IPO, 9, 36 e 69 anos, o que não está em linha com as pesquisas de Ritter (1991), na qual as empresas mais jovens obtiveram piores retornos a longo prazo. Os resultados sobre os retornos desta pesquisa são, por outro lado, condizentes com os de Allen *et al.* (1999), cujas empresas com menor idade de fundação necessariamente apresentaram os maiores retornos.

A média do retorno do primeiro grupo, representado pelas empresas com menor idade de fundação, foi de 270% ou de 110% (neste caso, desconsiderando-se o retorno anormal de

910% da ALL). O retorno do segundo grupo foi, em média, de 133%, enquanto o retorno do terceiro grupo, representado pelas empresas com maior idade de fundação, foi de 100%. Logo, observa-se que as empresas com menor idade de fundação apresentaram, em média, os maiores retornos.

4.2 Comparação com o retorno do mercado

Na pesquisa de Gompers e Lerner (2003), encontrou-se, como parte dos resultados, que os retornos das IPOs pesquisadas acompanharam os retornos do mercado. A TAB. 6 apresenta o os retornos das IPOs sob escrutínio no presente trabalho, comparando-os aos retornos alcançados pelo mercado, ou seja, os retornos registrados no Índice Bovespa.

Tabela 6 – Comparação com o retorno do mercado

AÇÕES	DATA da IPO	ACUMULADO IPO ANO 3		IBOV NA DATA da IPO	IBOV ACUM ANO 3	VARIAÇÃO IBOV EM 3 ANOS
	Cotação	Cotação	Variação	Fechamento	Fechamento	Var. 3 anos
PORTO SEG. (PSSA3)	22/11/2004	22/11/2007		22/11/2004	22/11/2007	
Fechamento	5,69	21,18	272,23%	24444	60653	148,14%
DASA (DASA3)	19/11/2004	19/11/2007		19/11/2004	19/11/2007	
Fechamento	23,83	34,76	45,87%	24034	62320	159,30
GRENDENE (GRND3)	29/10/2004	29/10/2007		29/10/2004	29/10/2007	
Fechamento	27,87	21,66	-22,28%	23052	65044	182,16
CPFL (CPFE3)	29/9/2004	28/9/2007		29/9/2004	28/09/2007	
Fechamento	12,65	32,97	160,63%	23208	60465	160,53
ALL (ALLL11)	29/06/2004	25/6/2007		29/06/2004	25/06/2007	
Fechamento	0,78	7,88	910,26%	20800	54041	159,81
GOL (GOLL4)	24/6/2004	22/6/2007		24/6/2004	22/06/2007	
Fechamento	26,21	62,23	137,43%	20708	54267	162,06
NATURA (NATU3)	26/5/2004	25/5/2007		26/5/2004	25/05/2007	
Fechamento	7,02	23,65	236,89%	19069	51617	170,68
UOL (UOLL4)	16/12/2005	16/12/2008		16/12/2005	16/12/2008	
Fechamento	20,97	7,2	-65,67%	33291	39993	20,14
COSAN (CSAN3)	18/11/2005	18/11/2008		18/11/2005	18/11/2008	
Fechamento	17,88	10,99	-38,53%	31102	33980	9,25
NOSSA CX (BNCA3)	28/10/2005	29/10/2008		28/10/2005	29/10/2008	
Fechamento	31,19	33,79	8,34%	29318	35251	20,23
OHLB (OHLB3)	15/7/2005	14/7/2008		15/7/2005	14/07/2008	
Fechamento	17,64	26,31	49,15%	25221	60720	140,75
EDP (ENBR3)	13/7/2005	11/7/2008		13/7/2005	11/07/2008	
Fechamento	17,93	32	78,47%	25855	60148	132,64
TAM (TAMM4)	14/06/2005	13/6/2008		14/06/2005	13/06/2008	
Fechamento	17,4	30,7	76,44%	25744	69785	171,07
LOCALIZA (RENT3)	23/5/2005	23/5/2008		23/5/2005	23/05/2008	
Fechamento	3,45	20,06	481,45%	24214	71451	195,08
SUBM (SUBA3)	30/3/2005	28/03/2008		30/3/2005	28/03/2008	
Fechamento	18,72	60,15	321,31%	26469	60452	128,39
RENAR (RNAR3)	28/2/2005	25/2/2008		28/2/2005	25/02/2008	
Fechamento	1,61	2,14	32,92%	28139	65000	131

Fonte: *software* Econômica e análise dos autores.

Verifica-se, na TAB. 6, que seis das 16 IPOs pesquisadas (37,5%) obtiveram retornos superiores ao do mercado e 10 (62,5%) tiveram retornos inferiores ao do mercado na data do terceiro aniversário, sendo que, destas que tiveram retorno inferior, três tiveram retorno negativo. No cômputo geral, o retorno das IPOs foi de 167,8%, enquanto o retorno do mercado, para os três anos, foi de 130,7%. Em outras palavras, para o período, as IPOs

tiveram retorno 28,4% maior que o do mercado, o que é um resultado superior àquele encontrado por Gompers e Lerner (2003).

4.3 Inserção das IPOs no Índice Bovespa

O fato de fazer parte do índice Bovespa significa que a empresa tem tido boa aceitação por parte dos investidores, pois, para compor o índice, a empresa deve apresentar liquidez no mercado. Por essa razão, pesquisou-se também quais das empresas componentes da amostra fazem parte do Ibov no período pesquisado. Adicionalmente, examinou-se a data de entrada para o Ibov, a qual foi comparada com a data de lançamento da IPO, buscando-se, dessa forma, verificar quão rapidamente as IPOs passaram a compor esse índice de referência. Os resultados são apresentados na TAB. 7.

Tabela 7 – Entrada da IPO para o IBOV

Código da Ação	Data da IPO	Entrada para o IBOV	Tempo decorrido
ALLL11	29/06/2004	setembro/2006	2 anos e 3 meses
NATU3	26/05/2004	setembro/2006	2 anos e 4 meses
TAMM4	14/06/2005	setembro/2006	1 ano e 3,5 meses
CSAN3	18/11/2005	janeiro/2007	1 ano e 2,5 meses
GOLL4	24/06/2004	janeiro/2007	2 anos e 7 meses
SUBA3	30/03/2005	janeiro/2007	1 ano e 10 meses
BNCA3	28/10/2005	janeiro /2008	2 anos e 3 meses

Fonte: sítio eletrônico da Bovespa e análise dos autores.

Nota-se que, das 16 IPOs, sete (45%) começaram a fazer parte do IBOV já no período pesquisado. A que levou menos tempo (CSAN3, 1 ano e 2,5 meses) foi lançada em 2005 e a que levou mais tempo (GOLL4, 2 anos e 7 meses) foi lançada em 2004. Identifica-se, ainda, a predominância dos meses de setembro e janeiro para essa entrada. Em 30 de dezembro de 2008, todas essas sete empresas ainda faziam parte do IBOV, tendo estado presentes em todas as carteiras desde a data da entrada para a composição desse índice.

4.4 Comparação dos múltiplos

A TAB. 8, a seguir, apresenta os múltiplos das empresas que fizeram oferta inicial pública de ações nos anos de 2004 e 2005 e os múltiplos das empresas constantes na carteira teórica do Ibovespa no período de 2004 a 2008. As empresas foram segmentadas a partir da idade na data da IPO para que a comparação dos múltiplos pudesse ser feita entre empresas da mesma faixa etária.

Tabela 8 – Comparativo dos múltiplos

FAIXA DE IDADE	EMPRESAS		MÚLTIPLOS							
			Preço/Lucro		Preço / Valor Patrimonial		Preço/Vendas		Payout	
	IPOs	Comps	IPO	Com	IPO	Com	IPO	Com	IPO	Com
0 a 25 anos	Gol	Ambev	20,4	28,7	6,0	4,5	3,7	4,1	0,9	72,9
	OHL Brasil	Bradespar	23,8	6,0	2,4	1,4	2,7	1,6	21,7	41
	Submarino	TIM Particip	119,3	63,8	8,1	1,5	5,3	0,9	31,6	47,6
	ALL	Tran Paulist	323,2	7,6	5,9	1,5	7,2	4	32,1	66,8
	UOL	VCP	9,2	13,2	5,0	2	1,5	3,4	27	44,4
		<i>Média</i>	<i>99,18</i>	<i>23,9</i>	<i>5,5</i>	<i>2,2</i>	<i>4,1</i>	<i>2,8</i>	<i>22,7</i>	<i>54,6</i>
26 a 50 anos	Energias BR	Sabesp	14,9	6,3	1,3	0,6	1,1	1	32,4	33,37
	Localiza	Aracruz	26,7	-0,6	8,1	2,7	2,6	0,7	41,9	42,15
	Grendene	Embraer	18,8	22,7	2,1	2,8	2,0	1,5	26,1	57,6
	Natura	Itaú SA	23,6	10,4	15,5	2,6	3,8	2,9	23,7	72,8
	Dasa	Eletróbrás	30,0	17,5	3,8	0,3	2,5	1,2	20	42,5
	TAM S/A	Usiminas	103,1	4,1	5,0	0,8	0,9	0,9	36,2	33,3
	Renar	Celesc	-10,9	5,2	1,5	0,8	2,7	0,4	13,4	24,9
	<i>Média</i>	<i>36,2</i>	<i>11,0</i>	<i>5,3</i>	<i>1,5</i>	<i>2,4</i>	<i>1,2</i>	<i>27,7</i>	<i>43,8</i>	
acima de 51 anos	Porto Seguro	Copel	9,5	6,1	2,7	0,8	1,1	1,2	95	24,6
	Cosan	Gerdau	-6,0	5,3	1,00	1,1	1,0	0,5	93,3	35
	Nossa Caixa	Petrobrás	21,4	4,2	1,1	1,7	-	1,4	26,0	29,9
	CPFL Energ	Cemig	10,4	9,1	3,5	1,9	1,9	1,5	80,1	70,9
		<i>Média</i>	<i>13,8</i>	<i>6,2</i>	<i>2,07</i>	<i>1,4</i>	<i>1,3</i>	<i>1,15</i>	<i>73,6</i>	<i>40,1</i>

Fonte: análise dos dados pelos autores.

Os múltiplos das IPOs foram calculados ao final do terceiro ano após a abertura do capital. Em outros termos, para as IPOs de 2004, considerou-se o ano de 2007 como a data do terceiro aniversário e, para as IPOs de 2005, tomou-se o ano de 2008 como a data do terceiro aniversário. Quando a data caía em dias em que não houve negociação na Bovespa, considerou-se o último dia de negociação antes da data do aniversário.

Os múltiplos das empresas componentes da carteira teórica do Ibovespa foram calculados utilizando-se os dados do final do ano de 2007 para o ano-base de 2004. O mesmo foi feito para as IPOs realizadas em 2004, sendo que, para as IPOs efetuadas em 2005, foram utilizados os dados do final do ano de 2008. Aqui, compete ainda salientar que ano-base refere-se ao ano de lançamento da IPO.

Ao comparar o múltiplo preço/lucro, que, de acordo com a literatura, representa, teoricamente, o número de anos em que se daria o retorno do capital investido (MARTELANC *et al.*, 2004), observa-se que as médias dos múltiplos das IPOs, em todas as faixas de idade, foram superiores à média dos múltiplos das empresas de comparação. Na faixa de idade entre 0 e 25 anos, a média do múltiplo das IPOs foi 99,18, devendo-se ressaltar que, com a exclusão do elevado valor do múltiplo obtido pela ALL, encontra-se uma média de 17,8, que está abaixo da média das empresas de comparação (23,9). Na faixa seguinte, constata-se média de 36,2 para as IPOs e 11,0 para as empresas de comparação, cabendo aqui salientar que os dados negativos não entram no cálculo da média, tendo em vista

que esse índice não tem significado quando os lucros são negativos (DAMODARAN, 2002). Já na última faixa de idade, acima de 51 anos, a tendência persiste, isto é, novamente as IPOs apresentam médias mais altas que as empresas de comparação (13,8 contra 6,2). Como resultado, tem-se que as IPOs, teoricamente, necessitariam de maior número de anos (em relação às empresas de comparação) para prover o retorno do capital investido.

Outro resultado depreendido da TAB. 8 é que as ações das IPOs estão supervalorizadas.⁵ Assim, verifica-se que a média dos múltiplos das IPOs, em todas as faixas de idade, foram superiores à média dos múltiplos das empresas de comparação. Na faixa de idade entre 0 e 25 anos, a média do múltiplo das IPOs foi de 5,5, enquanto a média referente às empresas de comparação foi de 2,2. Na faixa seguinte, a média das IPOs foi de 5,3 e das demais empresas foi de 1,5. Já na faixa de idade superior, a tendência persiste, com as IPOs apresentando médias mais altas que as empresas de comparação (2,07 contra 1,4).

Em todas as faixas de idade, o múltiplo preço/vendas das IPOs também foi superior aos das empresas de comparação. Quanto ao *payout*, verificou-se que as empresas de comparação distribuem, em média, 23% a mais de dividendos que as IPOs. Logo, as IPOs deveriam ser mais lucrativas, por reterem mais dividendos. Porém, de acordo com o múltiplo P/L, isso não ocorre, tendo em vista que essas empresas demandam maior número de anos para prover o retorno do capital investido.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho examinou o desempenho de longo prazo das Ofertas Públicas Iniciais no mercado acionário brasileiro a partir de uma amostra composta pelas 16 IPOs lançadas em 2004 e 2005.

Em termos de retorno para cada um dos três primeiros anos de abertura de capital, tem-se um movimento descente do primeiro para o último ano, a saber: (i) o desempenho foi positivo para a maioria das empresas no primeiro ano (81,25%), com rendimento de 21,66% a 248,41%; o desempenho foi também positivo no segundo ano para o mesmo percentual de empresas, porém com intervalo de rendimento menor (de 9,35% a 145,31%); e (ii) o desempenho foi negativo no terceiro ano para a metade da amostra. Esses resultados corroboram aqueles encontrados por Ibbotson (1975), isto é, uma tendência positiva no primeiro e uma tendência de negativa no terceiro ano, embora seja necessária uma investigação futura sobre a medida com que as desvalorizações das bolsas do mundo inteiro impactaram esse resultado. Além disso, verificou-se que esses retornos estão, em boa medida, relacionados com a faixa de idade das empresas, ou seja, as empresas com menor idade de fundação apresentaram, em média os maiores retornos.

Em se tratando da inserção das IPOs no IBOV, constatou-se 7 delas (45%) começaram a fazer parte do IBOV já no período pesquisado. Juntamente com a constatação de permanência dessas empresas no referido índice por todo o período, esse percentual de inserção no IBOV consist em um resultado relevante cuja significância, contudo, ainda deve ser aferida a partir de estudos futuros, haja vista o ineditismo dessa proposta. Soma-se a isso o entendimento de por que essas entradas ocorreram predominantemente nos meses de setembro e janeiro.

Em relação à comparação do retorno do terceiro aniversário com o retorno do mercado (para as mesmas datas de aniversário), medido pelo Índice Bovespa, observou-se que seis das 16

⁵ Damodaran (2002) cita que um critério utilizado para selecionar ações subvalorizadas é um baixo múltiplo preço/valor patrimonial, que representa o quanto o mercado está disposto a pagar a mais pelo ativo além do valor contábil.

IPOs pesquisadas (37,5%) obtiveram retornos superiores ao do mercado e 10 (62,5%) tiveram retornos inferior ao do mercado na data do terceiro aniversário, sendo que, dessas que tiveram retorno inferior, três tiveram retorno negativo. No cômputo geral, o retorno das IPOs foi de 167,8%, enquanto o retorno do mercado, para os três anos, foi de 130,7%. Em outros termos, para o período, as IPOs tiveram retorno superior em 28,4% em comparação com o mercado. Isso demonstra que as IPOs não só acompanharam o retorno do mercado, como observado por Gompers e Lerner (2003), mas também o superaram.

Na comparação dos múltiplos, observou-se que as médias alcançadas pelas IPOs nos múltiplos P/L em todas as faixas de idade foram superiores à média dos múltiplos das empresas de comparação. Teoricamente, as empresas de comparação necessitariam de menor número de anos para prover o retorno do capital investido. As médias alcançadas pelas IPOs nos múltiplos preço/valor patrimonial também foram mais altas em todas as faixas de idade quando comparadas com as médias dos múltiplos das empresas de comparação. Esse resultado demonstra que, naquele momento, o mercado estava disposto a pagar um valor mais alto pelas ações de IPOs. Em todas as faixas de idade, o múltiplo preço/vendas das IPOs também foi superior aos das empresas de comparação. Quanto ao *payout*, verificou-se que as empresas de comparação distribuem, em média, 23% a mais de dividendos que as IPOs. Logo, as IPOs deveriam ser mais lucrativas, por reterem mais dividendos. Porém, de acordo com o múltiplo P/L, isso não ocorre, tendo em vista que essas empresas demandam maior número de anos para prover o retorno do capital investido.

Como não poderia deixar de ser, este estudo apresenta algumas limitações. A primeira refere-se ao tamanho da amostra: à medida que os anos passam, um maior número de empresas pode ser acrescentado à amostra, tendo em vista que assim haverá mais tempo de negociação, o que se transforma em mais dados para pesquisar. Esse fato leva à segunda limitação da pesquisa: a análise estatística. Com mais dados, é possível: (i) fazer análises mais elaboradas, utilizando-se, por exemplo, regressões; (ii) conduzir uma análise de retorno para cinco anos, como o faz Ibbotson (2005); e (iii) continuar a pesquisas sobre a entrada das IPOs em índices de referência. Essas limitações ficam também como sugestões para pesquisas futuras.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGGARWAL, R.; LEAL, R.; HERNANDEZ, L. The aftermarket performance of Initial Public Offerings in Latin America. *Financial Management*. v. 22, n. 1, p. 42-53, primavera 1993.

ALLEN, D. E.; MORTEL-KINGSBURY, N. J.; PIBOONTHANAKIAT, W. The long-run performance of initial public offerings in Thailand. *Applied Financial Economics*, v. 9, p. 215-232, 1999.

BHOJRAJ, S.; LEE, C. M. C.; SLOAN, R. G. Who is my peer? A valuation-based approach to the selection of comparable firms. *Journal of Accounting Research*, Chicago, v.40, p.407-439, mai. 2002.

BRAV, A.; GOMPERS, P. A. Myth or reality? The long-run underperformance of Initial Public Offerings: evidence from venture and nonventure capital-backed companies. *The Journal of Finance*, v. 52, p. 1791-1821, dez. 1997.

COAKLEY, J.; HADASS, L.; WOOD, A. Hot IPOs can damage your long-run wealth! *Applied Financial Economics*, v. 18, p. 111-1120, 2008.

DAMODARAN, A. *Avaliação de empresas*. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

DAMODARAN, A. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. 2. ed. Nova Iorque: John Wiley & Sons, 2002.

FORTUNA, E. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. 16. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

GOMPERS, P. A.; LERNER, J. The really long-run performance of Initial Public Offerings: the pre-Nasdaq evidence. *The Journal of Finance*. v. 58, n. 4, p. 1355-1392, ago. 2003.

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

IBBOTSON, R. G. Price Performance of common stock new issues. *Journal of Financial Economics*, v.2, n.3, p.235-272, set. 1975.

KOLLER, T.; GOEDHART, M.; WESSELS, D. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Nova Jersey: John Wiley & Sons, 2005.

LIU, J.; NISSIM, D.; THOMAZ, J. Equity valuation using multiples. *Journal of Accounting Research*, v. 40, n. 1, p. 135-172. mar. 2002.

LJUNGQVIST, A. IPO underpricing: a survey. In: ECKBO, B. E. *Handbook in corporate finance: empirical corporate finance*. Disponível em: <<http://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=19CTEAZ0IP4C&oi=fnd&pg=PR5&dq=Handbook+in+corporate+finance:+empirical+corporate+finance+&ots=menEQcHbxn&sig=21WfXloBfJVAqe5WcnQIQHcs3DQ#v=onepage&q&f=false>>. Acesso em: 22 abr. 2009.

MAKSIMOVIC, V.; PICHLER, P. Technological innovation and initial public offerings. *Financial Studies*, v. 14, p. 459-494, 2001.

MARTELANC, R.; PASIN, R.; CAVALCANTE, F. *Avaliação de empresas: um guia para fusões e aquisições e gestão de valor*. São Paulo: Editora Pearson, 2004.

MODIGLIANE, F.; MILLER, M. H. Corporate Income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.

RITTER, J R. Initial Public Offering. *Contemporary Finance Digest*, v.2, n.1, p. 5-30. 1998.

RITTER, J. The long-run performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, v. 46, n. 1, p. 3-27, mar. 1991.

SAITO, R.; MACIEL, L. P. Underpricing of Brazilian IPOs: empirical evidence from 1999 to 2005. In: 30º Encontro da ANPAD, setembro de 2006. *Anais...* São Paulo: [s.e.], 2006.