

Área Temática: Finanças

**Desempenho de Ações de Empresas Brasileiras após seu IPO: Evidências de Curto e de Longo Prazo.**

**AUTOR**

**BRUNO CALS DE OLIVEIRA**

Universidade de São Paulo

brunocalsadm@yahoo.com.br

**RESUMO**

No Brasil, o desempenho de ações das ofertas iniciais de ações (IPO) tem sido pouco debatido. O objetivo deste artigo é analisar os retornos de curto prazo e os retornos de longo prazo das ações de companhias brasileiras que fizeram IPO no período entre 2004 e 2011. As conclusões do estudo relatam que o desempenho de curto prazo dos IPOs brasileiros é positiva, porém significativamente menor se comparada a vários países e ao próprio Brasil em décadas passadas, enquanto o desempenho de longo prazo dos IPOs é negativa, corroborando diversos estudos internacionais. Se analisados os retornos por ano, é possível observar que os retornos de curto prazo (1 dia) só foram positivos e estatisticamente diferentes de zero no período compreendido entre os anos de 2004 e 2006. No longo prazo (3 anos), os retornos foram negativos e estatisticamente diferentes de zero nos anos de 2006 e 2007, sendo que, no ano de 2007, quando ocorreu o recorde de lançamentos, os retornos já se tornam negativos e estatisticamente diferentes de zero a partir do período de 3 meses e se estendem até o último período analisado (3 anos). Adicionalmente, foi realizada uma análise de acordo com o segmento de listagem da BM&FBovespa em que as empresas emitiram ações (Novo Mercado, Nível II, Nível I e BDR). Os resultados mostraram maior *underpricing* em empresas do Nível II seguida do Novo Mercado. Com exceção do Nível II, o desempenho de longo prazo de todos os níveis foi negativo, sendo que, no período de três anos, o pior retorno foi o de BDRs seguido do Nível I e do Novo Mercado.

**Palavras-chave:** IPO, desempenho de ações, curto e longo prazo

**ABSTRACT**

In Brazil, IPO performance has been little discussed. The aim of this paper is to analyze the short term and long term share performance of Brazilian IPOs between 2004 and 2011. The conclusions of this study report that short term performance of Brazilian IPOs is positive but significantly lower if compared to many countries and even Brazil in past decades, while the long term performance of IPOs is negative, corroborating several international studies. If the IPO performance is analyzed by year, it is possible to observe that the short term performance (1 day) is positive and statistically significant for the IPOs occurred between 2004 and 2006. In the long term (3 years), the performance was negative and statistically significant only in the years 2006 and 2007, and, in 2007, when there was a record of the number of initial public offerings, the performance negative and statistically significant in the period of 3 months and extend into the last period analyzed (3 years). Additionally, an analysis was performed according to the listing segments of BM&FBovespa ('Novo Mercado', 'Nível II', 'Nível I' and 'Brazilian Depositary Receipts – BDRs'). The results showed higher underpricing in companies listed in the "Nível II" followed by 'Novo Mercado'. In the long term, with the

exception of 'Nível II', IPO performance of all segments was negative, and within the period of three years, the worst performance was BDR followed by 'Nível I' and 'Novo Mercado'.

**Key-words:** IPO, shares performance, 0020short and long terms

## INTRODUÇÃO

O desempenho das ações de empresas que fizeram a oferta inicial de ações (IPO – *initial public offering*) é um tema muito debatido na academia internacional. No ambiente acadêmico brasileiro, pouco tem se discutido sobre os retornos obtidos por investidores, seja no curto ou no longo prazo, com o investimento em IPOs.

Em geral, o desempenho dos IPOs é debatido com base no fenômeno do *underpricing* e dos retornos de longo prazo das ações ofertadas inicialmente. O *underpricing* é caracterizado em um IPO em função dos altos retornos das ações no início de sua negociação, isto é, significa que a empresa foi avaliada por um valor menor que o seu valor potencial, possibilitando uma alta rentabilidade para investidores nos primeiros dias de negociação. Já o desempenho de longo prazo é debatido no intuito de se analisar se, em períodos de tempo maiores, os IPOs são bons investimentos.

A literatura internacional traz estudos que concluem que os retornos de curto prazo em IPOs são excessivamente positivos em alguns países (BOULTON, SMART, & ZUTTER, 2011) e que esses retornos são frutos das imperfeições do mercado de IPO (BENVENISTE & SPINDT, 1989; BENVENISTE & WILHELM, 1990; SPATT & SRIVASTAVA, 1991), do período em que as empresas abrem o capital (LOUGHRAN & RITTER 2002) e dos objetivos específicos da empresa ofertante (CLIFF & DENIS 2004; CHEN, CHOI, & JIANG, 2007)

No que tange aos retornos de longo prazo, a conclusão se inverte: IPOs tendem a apresentar um fraco desempenho (muitas vezes negativo) se considerados períodos de tempo maiores. Ritter (1991) afirma que IPOs têm fraco desempenho no longo prazo e que este desempenho está relacionado ao excesso de otimismo dos investidores em relação aos lucros futuros das empresas ofertantes. Esse excesso de confiança em relação aos lucros futuros faz com que as ações sejam sobreprecificadas e, no longo prazo, retornam ao valor justo, justificando um fraco desempenho de longo prazo após o IPO. Na mesma linha, Ritter e Welch (2002) defendem que tal desempenho é fruto do excesso de otimismo de investidores de varejo, enquanto Ljungqvist, Nanda e Singh (2004) afirma que o fraco desempenho de longo prazo de IPOs é fruto dos “investidores exuberantes”, que são excessivamente otimistas com o desempenho das empresas ofertantes.

Além do excesso de otimismo, outra razão para o fraco desempenho de longo prazo de IPOs é a projeção dos analistas em relação aos lucros futuros das empresas. De acordo com Rajan e Servaes (1997), empresas em que os analistas foram mais pessimistas em relação aos lucros futuros tiveram melhor desempenho de longo prazo nas suas ações. Por fim, o desempenho de longo prazo das empresas que fizeram oferta inicial de ações também é impactado pela qualidade dos coordenadores da oferta (DONG, MICHEL, & PANDES, 2011) e ao alto *underpricing*, ao tamanho da oferta e ao desempenho operacional das companhias (CHI, MCWHA, & YOUNG 2010).

Dentro desse contexto, o objetivo deste trabalho é apresentar como se comportaram os retornos relativos de curto e de longo prazo das 130 empresas que fizeram o IPO no Brasil entre os anos de 2004 e 2011. Dentre os objetivos específicos, pode-se destacar a análise dos retornos de curto e longo prazo de acordo com o ano de abertura de capital da companhia e de acordo com o segmento de listagem que as empresas optaram por negociar suas ações.

Além desta introdução, o artigo é dividido em cinco outras partes: a segunda seção envolve uma breve fundamentação teórica a respeito dos temas de retorno de curto prazo e retorno de longo prazo de IPOs; a terceira seção apresenta a metodologia utilizada na pesquisa; a quarta

seção apresenta os resultados obtidos; e, por fim, a quinta e a sexta seções apresentam as considerações finais e referências bibliográficas, respectivamente.

## FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Tendo em vista o objetivo principal do artigo, a parte de fundamentação teórica é dividida em duas partes: *underpricing* e retornos de longo prazo.

### *Underpricing*

O *underpricing* é caracterizado em um IPO através dos altos retornos das ações no início de sua negociação, isto é, significa que a empresa foi avaliada por um valor menor que o seu valor potencial, possibilitando uma alta rentabilidade para investidores nos primeiros dias de negociação. O *underpricing* é encarado como um custo indireto para a empresa, pois ela deixa de arrecadar uma parte do potencial da oferta, uma vez que o valor pago foi menor que o valor potencial. Na literatura, esse fenômeno é referido como “deixar o dinheiro na mesa”, definido pelo número de ações vezes a diferença entre o preço de fechamento da ação no primeiro dia de negociação e o preço vendido na oferta (LOUGHRAN & RITTER, 2002).

Loughran e Ritter (2002) argumentam em seu estudo que os empresários raramente ficam insatisfeitos por terem recebido menos que o valor potencial da oferta. O estudo desses autores foi baseado em 3.025 IPOs americanos entre 1990 e 1998 e descobriu que o valor que os empresários deixaram de receber foi de mais de US\$ 27 bilhões, quantia aproximadamente duas vezes maior que o valor pago diretamente pelos serviços dos bancos de investimento (comissões). A razão pela qual os empresários não ficam insatisfeitos com esse custo pode ser explicada pela teoria do prospecto, remetendo ao fato de que os empresários, apesar de descobrirem que receberam menos dinheiro do que poderiam, simultaneamente descobrem que estão mais ricos do que esperavam estar, uma vez que os preços subiram e o valor do seu patrimônio aumentou. Dessa forma, apesar de serem vítimas do *underpricing*, os empresários ficam satisfeitos, em média, com o sucesso obtido no IPO de sua empresa.

Boulton, Smart e Zutter (2011) estudaram o *underpricing* médio de 7.306 empresas de 34 países, entre os anos de 2000 e 2006, e encontraram um *underpricing* médio 27,53%, conforme demonstrado na Tabela 1.

Tabela 1  
*Underpricing* médio em 34 países – 2000 a 2006

País	Número de Empresas	<i>Underpricing</i> Médio	País	Número de Empresas	<i>Underpricing</i> Médio
Japão	1.092	57,29%	Reino Unido	1.034	17,70%
Polônia	23	50,97%	África do Sul	5	16,85%
Coréia do Sul	327	49,08%	Hong Kong	521	16,10%
Indonésia	53	38,89%	Nova Zelândia	35	15,03%
Índia	97	38,73%	Suíça	43	14,86%
Canadá	21	37,03%	Áustria	25	14,31%
Malásia	331	35,04%	Filipinas	23	14,08%
Alemanha	223	29,96%	Holanda	12	13,49%
Grécia	49	28,02%	França	282	12,63%
Estados Unidos	1.128	24,60%	Portugal	8	10,65%
Dinamarca	15	23,18%	Itália	99	9,62%
Singapura	360	20,37%	Brasil	28	8,96%
Austrália	711	19,96%	Bélgica	24	8,11%
Turquia	5	19,51%	Espanha	20	7,95%
Finlândia	21	18,94%	Suécia	42	6,22%
Tailândia	153	18,35%	Noruega	60	4,18%
Taiwan	431	17,90%	México	5	2,53%
<b>Amostra Total</b>	<b>7.306</b>	<b>27,53%</b>			

**Nota** O *underpricing* foi calculado dividindo o preço de fechamento do primeiro dia de negociação pelo preço da oferta menos um:  $(P_1/P_{IPO})-1$ . Fonte: BOULTON, T., SMART, S., ZUTTER, C.(2011). Earnings Quality and International IPO Underpricing. *Accounting Review*, vol.86, n.02.

O menor *underpricing* médio do período foi encontrado no México (2,53%), mas a quantidade de empresas da amostra não nos permite fazer qualquer análise mais profunda a respeito do país. Por outro lado, o maior *underpricing* médio foi encontrado no Japão, com o valor impressionante de 57,29%. De acordo com Kirkulak e Davis (2005), o *underpricing* no Japão tem uma correlação positiva e significativa com a reputação do banco de investimento responsável pela oferta quando há uma alta demanda pelas ações de uma determinada empresa.

No Brasil, Boulton, Smart e Zutter (2011) encontraram um *underpricing* médio de 8,96% para as vinte e oito empresas estudadas. No entanto, é importante observar que os referidos autores estudaram apenas 28 empresas, entre 2000 e 2006, de forma que não captaram um importante período de IPOs no Brasil, principalmente no ano de 2007, conforme será abordado adiante.

Alguns cientistas defendem que o *underpricing* é fruto das imperfeições do mercado de IPO, o que o torna um custo inevitável no processo de abertura de capital. De acordo com esses estudiosos, a assimetria da informação entre investidores é uma imperfeição constante. A prática do *bookbuilding* permite aos *underwriters* obterem mais informações de investidores mais informados (BENVENISTE & SPINDT, 1989; BENVENISTE & WILHELM, 1990; SPATT & SRIVASTAVA, 1991).

A quantidade de informações obtidas no processo do *bookbuilding* dependerá do esforço empreendido pelos bancos de investimento no processo. Para mensurar tal esforço, Bradley, Cooney Jr e Singh (2004) estudaram a diferença de rentabilidade entre empresas que foram ofertadas com preços redondos (exemplo: R\$ 20,00) em comparação com empresas que foram ofertadas com preços fracionados (exemplo: R\$ 10,22), considerando que o preço fracionado é mais refinado e preciso, indicando que houve maior esforço dos bancos de investimentos na precificação do ativo. Bradley, Cooney Jr e Singh descobriram que, de fato, o retorno inicial médio de ofertas com preços redondos foi de 25,5%, enquanto as empresas ofertadas com preços fracionados se valorizaram em apenas 8,1%.

Outra corrente de estudo do *underpricing* foca no período em que acontece o IPO. Loughran e Ritter (2002) afirmam que na década de 1980 o retorno médio do primeiro dia de negociação das ações americanas foi de 7%, aumentando para quase 15% entre 1990 e 1998 e atingindo o surpreendente valor de 65% durante a bolha de empresas de internet entre 1999 e 2000. Loughran e Ritter (2002) dizem ainda que uma pequena parte desse crescimento se deve às mudanças de risco de empresas que se tornam públicas. No entanto, a maior parte desse crescimento se deve ao conflito de agência entre as empresas ofertantes e os bancos de investimento, uma vez que os *underwriters* passaram a ser compensados pelos seus grandes clientes institucionais, caso eles obtivessem bons retornos com as ações advindas de um IPO.

A terceira e última corrente teórica tenta explicar o *underpricing* através dos objetivos específicos da empresa ofertante. Algumas empresas vêm a mercado para vender uma pequena parcela do seu total de ações para passar a ser reconhecidas no mercado financeiro e ter uma maior precisão do valor da empresa. Com isso, elas realizam uma nova oferta de ações (*follow-on*) para vender uma parcela maior da empresa, obtendo mais recursos para seu caixa (oferta primária) ou para os acionistas vendedores (oferta secundária). No Brasil, os segmentos de listagem com níveis diferenciados de governança corporativa exigem o mínimo de 25% das ações da empresa em circulação no mercado. No entanto, a empresa tem em torno de três anos para atingir esse perfil. Dessa forma, algumas empresas vendem uma parcela menor de suas ações para depois aproveitar um momento oportuno para vender outra parte através de uma oferta subsequente de ações.

Adicionalmente, a cobertura dos analistas passou a ter maior importância do que uma alta avaliação para as empresas ofertantes. Enquanto na década de 1980 a atividade de analistas era nula ou muito pequena, a década de 1990 foi marcada pelo crescimento de sua importância, fazendo com que as empresas fossem incentivadas a buscar analistas bem reputados para acompanhar e recomendar a compra de sua ação. Não obstante, Cliff e Denis (2004) comprovaram empiricamente que o *underpricing* está positivamente relacionado à cobertura de analistas e à presença de um analista bem renomado no mercado cobrindo a empresa ofertante. Dessa forma, Cliff e Denis confirmaram a hipótese de que a cobertura de analistas é “comprada” através do *underpricing*, apesar de este fato não ser explícito nas negociações entre empresas e bancos de investimentos.

Por fim, outro motivo específico que aparentemente pode explicar parte do *underpricing* em IPOs é o possível desvio de conduta de CEOs no processo da abertura de capital. O Presidente da empresa pode favorecer a escolha de um determinado banco de investimento como coordenador líder da operação, caso este se comprometa a alocar uma quantidade significativa de ações para determinados investidores. Chen, Choi e Jiang (2007) analisaram 1.213 empresas estatais e 167 empresas privadas que realizaram IPO na China entre o período de 1990 e 2006, encontrando fortes evidências de que CEOs de empresas estatais chinesas foram

promovidos dentro da hierarquia por incentivar o *underpricing* desses empreendimentos e por incentivar a alocação de ações para pessoas importantes do governo que poderiam influenciar no desenvolvimento de suas carreiras. Neste estudo não foram encontradas evidências de corrupção para empresas privadas.

### **Retornos de Longo Prazo em IPOs**

Ao contrário do que foi visto na seção de *underpricing*, em que os IPOs de empresas de vários países obtiveram altos retornos de curto prazo, as pesquisas existentes (RITTER, 1991; CAI, LIU, & MASE, 2008; RITTER & WELCH, 2002; LJUNGQVIST, NANDA, & SINGH, 2004; CHI, MCWHA & YOUNG, 2010) atestam um fraco desempenho de longo prazo das empresas que fizeram o IPO.

O fenômeno do fraco desempenho em IPOs existe não só em economias desenvolvidas, como os Estados Unidos, mas também em economias em desenvolvimento, como a China (CAI, LIU, & MASE, 2008) ou no Brasil, conforme será apresentado adiante. As pesquisas de retornos de longo prazo de IPOs começaram com Ritter (1991), que encontrou uma forte evidência de baixo desempenho de longo prazo ocorrida, segundo o autor, devido ao excesso de otimismo em relação ao potencial de geração de lucros das empresas.

Ritter e Welch (2002) afirmam que o excesso de otimismo de investidores pessoas físicas (investidores de varejo) é a causa de altos retornos de curto prazo e baixos retornos de longo prazo, ao passo que Ljungqvist, Nanda e Singh (2004) se refere a causa dos retornos de curto e longo prazo serem responsabilidade de “investidores exuberantes”.

Além do excesso de otimismo, outra causa do fraco desempenho de longo prazo dos IPOs está relacionado à manipulação de lucros pelas empresas e à manipulação de previsões de lucro pelos analistas. Empresas que fazem o IPO manipulam seus lucros e, devido à manipulação, acaba tendo um fraco desempenho após o IPO (TEOH, WONG, & RAO, 1998). Os resultados encontrados por Teoh, Wong e Rao (1998) são consistentes com os resultados de Mikkelsen, Partch e Shah (1997), que afirma que o crescimento dos lucros das empresas são menores após o IPO.

Outra razão do fraco desempenho de longo prazo de IPOs é sugerido por Rajan e Servaes (1997). De acordo com esses autores, no longo prazo, os IPOs que tiveram melhor desempenho foram aqueles que os analistas previram menor potencial de geração de lucros em vez de alto potencial de lucros futuros.

Na Nova Zelândia, Chi, Mcwha e Young (2010) encontrou que a o fraco desempenho de empresas que fizeram IPOs no referido país entre os anos de 1991 e 2005 se deve ao alto *underpricing*, ao tamanho da companhia e ao desempenho operacional. Na China, Cai, Liu e Mase (2008) afirmam que o excesso de otimismo e o tamanho da oferta são importante fatores que determinam o fraco desempenho de longo prazo das ações chinesas.

Dong, Michel e Pandes (2011) examinaram a relação entre a qualidade dos *underwriters* das ofertas e o desempenho de longo prazo dos IPOs ocorridos nos Estados Unidos entre os anos de 1980 e 2006. De acordo com esses autores, a maior qualidade dos *underwriters*, medidos pelo número de coordenadores da oferta, pela reputação do *underwriter* e pelo preço absoluto ajustado, está relacionado a um melhor desempenho de longo prazo dos IPOs.

No Brasil, Aggarwal, Leal e Hernandez (1993) analisaram o desempenho de 64 IPOs entre os anos de 1980 e 1990 e encontraram que, enquanto o retorno de curto prazo ajustado ao mercado foi de 78,5%, os investidores que optaram por permanecer por três anos com essas ações acabaram com apenas 67% do valor investido inicialmente, ajustados pelo desempenho do mercado no período. Dessa forma, na década de 1980 o fenômeno de altos retornos de curto prazo e fraco desempenho de longo prazo já ocorriam no Brasil.

Em um estudo mais recente, Leal (2004) analisou os IPOs ocorridos no Brasil entre os anos de 1979 e 1992 e encontrou um alto retorno de curto prazo, com uma média de 74,1% e mediana de 31,6%. No entanto, para o período de três anos, o autor concluiu que os investidores que alocaram seu capital em IPOs teriam, ao final do período, 31% do valor que eles teriam se tivessem investido no portfólio de empresas que compunham o Ibovespa.

Por fim, Freitas et al (2008) analisou os IPOs ocorridos entre os anos de 2004 e 2006 e encontrou resultados diferentes. De acordo com os autores, a média do retorno de um ano dos 30 IPOs analisados foi de 14,3% e a mediana de 6,7%. No entanto, é importante observar que o período analisado é pequeno e envolve apenas 30 companhias.

## METODOLOGIA

O estudo abrange 130 IPOs ocorridos no Brasil entre os anos de 2004 e 2011. A lista de empresas que fizeram IPO no período foi coletada no site da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBovespa).

Do total de 138 IPOs ocorridos no período, apenas oito empresas foram excluídas da amostra, sendo que sete companhias foram excluídas devido à insuficiência e/ou inexistência de dados e uma empresa (Nutriplant) por esta ser listada no Bovespa Mais e ter regime diferenciado de regras.

A Tabela 2 mostra o número de IPOs ocorridos entre os anos de 2004 e 2011 diferenciados pelo segmento de listagem de acordo com o nível de governança corporativa (GC):

Tabela 2 – IPOs por segmento de listagem

Nível GC	Novo Mercado	Nível II	Nível I	BDR	TOTAL
Número de Empresas	100	17	8	5	130

Os dados de cotações de fechamento das empresas, assim como do índice Ibovespa, foram coletados no software Economática. As cotações utilizadas são ajustadas por proventos (dividendos, *splits*, etc).

Tanto o *underpricing* quando os retornos de longo prazo são calculados de forma semelhantes. O *underpricing* é calculado pelo preço de fechamento da ação no primeiro dia dividido pelo preço da oferta menos um. O retorno de um mês é calculado pelo preço de fechamento da ação no 21º dia de negociação dividido pelo preço da oferta menos um. O retorno de dois meses é calculado pelo preço de fechamento da ação no 42º dia de negociação dividido pelo preço da oferta menos um. E assim por diante. Um mês foram considerados 21 dias úteis de negociação, de forma a chegar um ano com 252 dias de negociação, conforme comunicado nº 7.818 do Banco Central do Brasil.



Os dados foram coletados para os períodos de 1 mês, 2 meses, 3 meses, 4 meses, 5 meses, 6 meses, 7 meses, 8 meses, 9 meses, 10 meses, 11 meses, 1 ano, 2 anos e 3 anos. Com isso, foi possível observar o período exato onde houve modificação de sinal dos retornos das ações das companhias estudadas.

Para cálculo do retorno ajustado das ações em relação ao Ibovespa, foi utilizada a técnica de *buy-and-hold abnormal return*, definido como a diferença entre o retorno do período da ação 'i' e o retorno do índice no mesmo período, conforme demonstração abaixo:

$$BHAR = \left( \frac{P_{it}}{P_{ipo}} - 1 \right) - \left( \frac{P_{ibovt}}{P_{ibovipo}} - 1 \right)$$

Onde:

$P_{it}$  = Preço da ação *i* no tempo *t*

$P_{ipo}$  = Preço do IPO da ação *i*

$P_{ibovt}$  = Preço do Ibovespa no tempo *t*

$P_{ibovipo}$  = Preço do Ibovespa no período do IPO da companhia

Para análise conjunta das empresas, é necessário calcular a média o *buy-and-hold abnormal return*, conforme abaixo:

$$\overline{BHAR} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n BHAR_{it}$$

Onde:

$BHAR_{it}$  = Retorno anormal da ação *i* no tempo *t*

*n* = número de empresas da amostra.

Após os cálculos dos retornos ajustados e acumulados, procedeu-se com o cálculo do teste *t* de Student para testar a hipótese de que a média (ou mediana) dos retornos nos diversos períodos analisados eram diferentes de zero. Dessa forma, a hipótese testada no trabalho é descrita como:

$H_0$ : Média (ou mediana) dos retornos ajustados = 0

$H_1$ : Média (ou mediana) dos retornos ajustados  $\neq$  0

Os testes foram realizados para os níveis de confiança de 90%, 95% e 99%.

## ANÁLISE DE RESULTADOS

Os resultados obtidos na pesquisa com 130 IPOs de companhias brasileiras que ocorreram entre os anos de 2004 e 2011 estão relatados na Tabela 3.

A média dos retornos de curto prazo dos IPOs brasileiros foi positiva, porém bastante inferior aos dados encontrados por Aggarwal, Leal e Hernandez (1993) e Leal (2004). No primeiro dia de negociação, a média dos retornos dos IPOs de empresas brasileiras foi de 4,5% e a mediana de apenas 1,7%, enquanto Aggarwal, Leal e Hernandez (1993) encontraram retorno de 78,5% e Leal (2004) encontrou de 74,1%. Cabe destacar que o período analisado pelos autores é totalmente distinto ao exposto neste trabalho, uma vez que na década de 1980 o Brasil encontrava-se em uma situação econômica bastante diferente da atual. Pode-se atestar, portanto, que o retorno de curto prazo dos IPOs brasileiros mudou significativamente de um período para o outro.

É possível observar também que há uma grande variação entre os resultados das empresas, haja vista que os retornos variaram de -17,2% (empresa Le Lis Blanc) a 49,0% (empresa Bovespa Holding) no período analisado.

Os retornos relativos ao Ibovespa se mantêm com médias positivas até o quarto mês de negociação, invertendo o sinal no período de dois anos e no período de três anos. Já a mediana é positiva apenas para os dois primeiros meses e inverte o sinal a partir do sexto mês de negociação.

Tabela 3 – Estatística Descritiva dos Retornos de IPOs de Empresas Brasileiras

PERÍODO	MÉDIA	MEDIANA	DESVIO PADRÃO	MÍNIMO	MÁXIMO	n
1 dia	4,5% ***	1,7% ***	7,5%	-17,2%	49,0%	129
1 mês	4,1% ***	2,2% ***	11,2%	-31,0%	41,4%	129
2 meses	3,5% ***	1,1%	15,8%	-49,2%	55,3%	129
3 meses	3,5% ***	1,0%	18,4%	-47,2%	106,1%	130
4 meses	3,5% ***	0,9%	23,0%	-44,0%	149,4%	130
5 meses	0,9%	0,1%	25,8%	-57,8%	195,0%	130
6 meses	0,2%	-6,4% ***	29,0%	-68,7%	148,4%	130
7 meses	1,0%	-5,6% ***	33,8%	-73,8%	162,5%	129
8 meses	-0,3%	-6,2% ***	36,5%	-81,4%	192,0%	126
9 meses	-3,1%	-7,7% ***	38,3%	-86,6%	171,9%	126
10 meses	-3,5%	-8,0% ***	40,7%	-82,9%	166,6%	124
11 meses	-3,0%	-10,5% ***	42,8%	-84,7%	235,1%	123
1 ano	-3,8%	-14,2% ***	45,5%	-93,2%	228,0%	121
2 anos	-13,5% ***	-37,5% ***	55,8%	-152,5%	400,1%	108
3 anos	-21,2% ***	-38,9% ***	62,3%	-191,8%	271,8%	98

**Nota** \* estatisticamente significativa a um nível de confiança de 90%; \*\* \* estatisticamente significativa a um nível de confiança de 95%; \*\*\* \* estatisticamente significativa a um nível de confiança de 99%

Os resultados encontrados corroboram as pesquisas de Ritter (1991), Ritter e Welch (2002) e Ljungqvist, Nanda e Singh (2004) com empresas americanas e com os estudos Chi, Mcwha e Young (2010) com empresas da Nova Zelândia e de Cai, Liu e Mase (2008) com empresas chinesas. Em todas essas pesquisas, os autores encontraram a existência de retornos relativos positivos no curto prazo e de fraco desempenho no longo prazo.

O primeiro mês de negociação deve receber especial atenção, pois, durante esse período, os bancos de investimentos coordenadores da operação tem o poder de influenciar os retornos dos ativos, uma vez que no primeiro mês de negociação ocorre o período de exercício de opção de lote suplementar e o processo de estabilização dos preços. Esse lote é exercido quando há muita demanda pela ação. Por outro lado, se ocorre pouca demanda da ação, o agente estabilizador da oferta pode atuar no mercado comprando de forma a estabilizar o preço da ação nos primeiros dias de negociação. A mediana dos retornos do período de um mês (2,2%) foi maior do que no período de um dia (1,7%), indicando que os ativos podem ter passado por maior valorização mesmo com a possível venda, por parte dos bancos de investimento, de um lote suplementar de até 15% das ações ofertadas.

No primeiro ano de negociação, as empresas obtiveram a mediana dos retornos de -14,2%, ao contrário do encontrado por Freitas et al (2008) em sua amostra de 30 empresas brasileiras entre os anos de 2004 e 2006. Os referidos pesquisadores encontraram uma mediana positiva no primeiro ano de 6,7%. Pode-se concluir, portanto, que a inserção dos cinco anos a partir de 2007 fez com que os resultados mudassem significativamente, inclusive com inversão de sinais.

Quanto maior o prazo analisado, pior o resultado obtido pelas empresas que fizeram o IPO no Brasil. Em dois anos de negociação, os IPOs de companhias brasileiras obtiveram o retorno médio de -13,5% e a mediana do retorno ficou em -37,5%. Quando analisados os retornos de três anos de negociação, o resultado médio foi de -21,2% e a mediana de -38,9%.

Vale ressaltar a tamanha distorção entre os dados obtidos. Enquanto os retornos de dois anos variaram de -152,5% (empresa CSU Cardsystem) a 400,1% (empresa Localiza), os retornos de três anos variaram de -191,8% (empresa Grendene) a 271,8% (empresa Localiza). Cabe salientar ainda que, como os retornos analisados são representados pela subtração entre o retorno do ativo e o retorno do Ibovespa, algumas empresas acabaram ficando com retornos menores que -100%, uma vez que o retorno da empresa foi negativo enquanto o retorno do Ibovespa foi positivo.

Quando analisadas as medianas dos retornos dos ativos por ano, é possível observar a grande diferença obtida entre os oito anos do período analisado. Dada tamanha dispersão dos dados por ano, optou-se por analisar a mediana dos retornos. Conforme demonstrado na Tabela 4, a mediana do *underpricing* varia significativamente de ano para ano. Enquanto no ano de 2004 o retorno relativo dos IPOs foi de 11,6%, em 2005 esse retorno foi de 3,9%. É de suma importância analisar o tamanho da amostra, visto que em alguns anos houve poucas ofertas de ações devido à crise financeira internacional.

Em 2004, quando se iniciava uma janela para IPOs no Brasil, os retornos foram altos. Em 2006, a mediana dos retornos foi de 7,5%, caindo para 1,3% em 2007 (este não foi estatisticamente diferente de zero). Uma possível explicação para tal fenômeno é a questão do *market timing*, isto é, momento em que as empresas aproveitam o bom nível de preços do mercado para ofertar suas ações. Como as ações estão valorizadas, as empresas que abrem o capital nessa janela de oportunidade tendem a sair com preços maiores e, conseqüentemente, obter retornos menores nos primeiros dias de negociação. Esse fenômeno do *market timing* já foi comprovado no Brasil por Rossi Junior e Céspedes (2008), Rossi Junior e Marotta (2010) e Oliveira (2011).

Tabela 4  
Mediana dos retornos relativos por ano

Período	2004 (n=7)	2005 (n=9)	2006 (n=23)	2007 (n=56/60)	2008 (n=3)	2009 (n=6)	2010 (n=11)	2011 (n=4/11)
1 dia	11,6% ***	3,9% *	7,5% ***	1,3%	-2,3%	-0,2%	3,0%	1,6%
1 mês	-1,7%	2,7%	2,8% ***	3,1% **	-11,5% ***	-3,0%	8,0%	3,9%
2 meses	16,2% **	13,0% *	5,0% ***	1,1%	-12,8%	-1,5%	-7,9%	-0,1%
3 meses	12,9% ***	17,0% *	8,4% ***	-5,4% **	-14,3%	-4,3% *	4,5%	18,1% ***
4 meses	21,7% ***	13,0%	5,1% ***	-6,9% **	-16,4% **	-18,0% ***	21,3% ***	4,7%
5 meses	16,3% *	13,0%	8,9% ***	-14,3% ***	-12,2% *	-25,8% ***	33,3% ***	2,1%
6 meses	42,5% ***	25,8%	4,2% *	-21,4% ***	3,5%	-30,1% ***	29,7% ***	13,2% ***
7 meses	17,8%	23,7%	12,0% ***	-24,2% ***	-7,8%	-20,0% ***	34,1% ***	9,0%
8 meses	7,9%	32,3%	21,2% ***	-33,5% ***	0,2%	-18,2% ***	35% ***	16,8% ***
9 meses	8,8%	27,8%	23,5% ***	-39,6% ***	0,1%	-22,3% ***	32,9% ***	3,4%
10 meses	15,3%	24,5%	28,2% ***	-40,8% ***	9,2% *	-2,4%	35,7% ***	9,1%
11 meses	23,6% *	24,0%	18,3% ***	-37,4% ***	2,4%	10,2% **	20,3% *	20,1% ***
1 ano <sup>3</sup>	12,5%	41,6%	24,1% ***	-35,4% ***	20,3% *	11,6% *	35,7% ***	14,3%
2 anos <sup>2</sup>	117,2% ***	-6,0%	-34,6% ***	-45,1% ***	66,3% *	3,8%	101,3% ***	ND
3 anos <sup>1</sup>	-10,3%	-32,5%	-35,8% ***	-49,7% ***	114,3% ***	ND	ND	ND

Nota <sup>1</sup> Para o ano de 2007, n = 56 empresas. <sup>2</sup> Para o ano de 2010, n = 2 empresas. <sup>3</sup> Para o ano de 2011, n = 4 empresas. \* estatisticamente significativa a um nível de confiança de 90%; \*\* \* estatisticamente significativa a um nível de confiança de 95%; \*\*\* \* estatisticamente significativa a um nível de confiança de 99%

No que tange ao primeiro mês de negociação, é possível observar que no ano de 2006, os retornos do primeiro dia foram superiores aos retornos do primeiro mês, indicando que os bancos de investimento devem ter efetuado vendas de grandes lotes de ações advindas de seu lote suplementar da oferta.

Com relação ao longo prazo, é possível observar que apenas as empresas que fizeram o IPO em 2007 tiveram a mediana dos retornos relativos de um ano abaixo de zero. Quando se consideram dois anos de retorno, o número sobe para as empresas que abriram o capital entre 2006 e 2007. Por fim, quando se analisa o retorno de três anos, apenas as três empresas que abriram o capital em 2008 estavam em patamar positivo.

O resultado exposto acima é passível de análise mais detalhada. Além da questão debatida do fraco desempenho de longo prazo dos IPOs no mundo afora, é importante salientar acontecimentos restritos ao período de análise deste estudo. Nos anos de 2007 e 2008, e com mais intensidade em 2009, os mercados foram impactados pela crise financeira internacional. Se considerarmos que o pico do Ibovespa foi em maio de 2008, é possível afirmar que os retornos de longo prazo que envolvem os meses após o referido período impactarão os resultados de forma negativa. Por outro lado, empresas que abriram o capital a partir de 2009, quando o nível de preços do mercado estava baixo, foram impactadas positivamente com o crescimento do mercado no pós-crise.

Os resultados fortemente negativos no desempenho de IPOs no longo prazo no Brasil, no referido período, podem ter sido fortemente influenciados pelas empresas que abriram o capital antes da crise financeira internacional, principalmente se levarmos em consideração

que 76% das empresas que compõem a amostra do estudo fizeram o IPO até o ano de 2007. Apesar do período já captar momentos de alta e queda no mercado, a desproporção do número de empresas pode ter influenciado os resultados. Da mesma forma que o estudo de Freitas et al (2008) foi influenciado por um período apenas de alta nos mercados e, por isso, o retorno ajustado de longo prazo foi positivo.

### Retornos de IPOs x Nível de Governança Corporativa

Além das análises dos retornos de curto e longo prazo de IPOs de forma geral e dividido por ano, é importante analisar também os retornos por nível de governança corporativa das empresas para saber se há alguma diferença significativa no *underpricing* ou no retorno de longo prazo das companhias que listaram suas ações no Novo Mercado, Nível I e Nível II de Governança Corporativa da BM&FBovespa e os *Brazilian Depositary Receipts* (BDRs), que são certificados que representam valores mobiliários emitidos por companhias abertas com sede no exterior. O propósito da análise não é inferir se a governança corporativa impacta no retorno dos ativos, mas demonstrar como os retornos se comportaram no curto e no longo prazo de acordo com o nível diferenciado de governança.

Na Tabela 5 é possível observar que as empresas que listaram no nível II de governança corporativa da BM&FBovespa obtiveram a maior mediana do *underpricing* com retorno de 4,9% no primeiro dia, enquanto as empresas no Novo Mercado obtiveram a mediana dos retornos de 2,1% e as demais não obtiveram retornos estatisticamente diferentes de zero.

Tabela 5  
Retornos por Nível de Governança Corporativa

Nível GC	Novo Mercado (n=100)	Nível 2 (n=17)	Nível 1 (n=8)	BDR (n=5)
1 dia	2,1% **	4,9% **	-0,7%	-3,2%
1 mês	3% **	-0,8%	3,4%	0,5%
2 meses	4,3% **	-7,2%	-2,6%	5,0%
3 meses	3,3%	-0,4%	-10,2% **	2,7%
4 meses	3,4%	-4,9%	-8,7%	-19,9%
5 meses	0,5%	1,7%	-14,8% ***	-24,7%
6 meses	-3,7%	1,3%	-14,0%	-27,0%
7 meses	-3,5%	-6,5%	-21,7% ***	-39,7% *
8 meses	-3,0%	-1,3%	-32,3% ***	-14,6%
9 meses	-2,1%	2,2%	-45,0% ***	-37,8%
10 meses	-4,0%	5,8%	-39,4% ***	-43,6%
11 meses	-6,5%	0,5%	-50,3% ***	-47,0%
1 ano	-11,6% **	-8,7%	-48,3% ***	-51,0%
2 anos	-41,4% ***	-7,9%	-48,5% ***	-40,5%
3 anos	-49,5% ***	-15,1%	-61,2% ***	-70,9% ***

**Nota** \* estatisticamente significativa a um nível de confiança de 90%; \*\* \* estatisticamente significativa a um nível de confiança de 95%; \*\*\* \* estatisticamente significativa a um nível de confiança de 99%

Partindo do conceito que empresas com maior nível de governança tem menor risco (representado pelo menor custo de capital próprio), defendido por Rogers, Securato e Ribeiro (2008), era esperado que quanto menor o nível de governança maior o retorno da ação, uma

vez que quanto maior o risco maior o prêmio exigido pelo investidor para alocar seu capital. No entanto, o resultado encontrado indica que o nível II de fato obteve maior retorno que o Novo Mercado, mas o mesmo não ocorreu com o Nível I e BDR em relação ao Nível II e Novo Mercado. Isso pode ser explicado por dois motivos: um é que tanto no nível I quanto nas emissões de BDR são encontradas poucas empresas. Além disso, todas as oito emissões realizadas no nível I foram de bancos considerados como médios (Banco Pine, Sofisa, Paraná Banco, Banco Cruzeiro do Sul, Daycoval, Indusval, Bicbanco e Panamericano), sendo que a questão setorial pode influenciar o resultado. Ademais, todas as emissões do nível I foram realizadas em 2007, ano em que, conforme já abordado, estava com nível de preços altos e obteve medianas de retornos, tanto de curto quanto de longo prazo, negativa na maioria dos períodos analisados.

Com relação aos BDRs, além de ter apenas cinco observações na amostra, as emissões também foram realizadas em períodos de alta no mercado, sendo que todas ocorreram entre junho de 2006 e outubro de 2007.

No que tange aos retornos de longo prazo, medidos por 1, 2 e 3 anos após a emissão, a Tabela 5 mostra que em todos os níveis e em todos os períodos, o retorno de longo prazo foi negativo, com exceção do Nível II em todos os períodos e os BDRs nos períodos de um ano e de dois anos. Os piores desempenhos foram as emissões de BDRs, com retorno de -70,9% no período de três anos. Esse resultado foi impactado especialmente pela situação de duas empresas deste segmento: a Laep e a Agrenco que tiveram problemas financeiros no período e uma forte desvalorização de suas ações, e a DufryBras, antes de ter sido incorporada pela Dufry South America.

O Nível I obteve o segundo pior desempenho com a mediana do retorno de -61,2% nos três primeiros anos de negociação. Conforme relatado, nesse nível ingressaram apenas bancos médios e este segmento foi fortemente impactado pela crise financeira internacional iniciada em 2007/2008 nos Estados Unidos. Das oito emissões, apenas o Bicbanco obteve retorno positivo três anos após o IPO (+71,0%). O pior desempenho foi do Banco Sofisa com -81,1%.

O nível II, por sua vez, foi aquele que obteve o desempenho menos negativo, impactado pelos resultados positivos de All América Latina, Taesa, Multiplan e Sul América. No entanto, a análise desse segmento é limitada, uma vez que os retornos não foram estatisticamente diferentes de zero. O Novo Mercado obteve o resultado de -49,5%. Assim como o ano de 2007, o Novo Mercado impacta na análise geral devido ao número de empresas. Das 130 empresas analisadas nesse estudo, 100 optaram por emitir suas ações no Novo Mercado.

## **CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Este trabalho buscou apresentar como se comportaram os retornos de curto e longo prazo dos IPOs de companhias brasileiras entre os anos de 2004 e 2011. No total, foram analisadas 130 ofertas iniciais de ações.

As conclusões da pesquisa indicam que a média de retorno de um dia no Brasil, medido pelo *underpricing*, é de apenas 4,5%, bastante inferior aos estudos realizados em outros países. Quando considerados períodos mais longos (1, 2 e 3 anos), os retornos relativos dos IPOs brasileiros são todos negativos, indicando o fraco desempenho das ações compradas na oferta inicial e mantidas em carteira até os referidos períodos. A mediana do retorno de 1 ano, 2 anos e 3 anos foi de -14,2%, -37,5% e -38,9%, respectivamente.

O desempenho das ações está relacionado ao período em que os IPOs ocorreram. Os retornos de três anos foram negativos entre os anos de 2006 e 2007, sendo que quanto antes ocorreu a emissão menos negativo se tornou o desempenho da ação. A mediana dos retornos de três anos das empresas que emitiram ações em 2007 foi de -49,7%, enquanto no ano e 2006 foi de -35,8%. Para os IPOs ocorridos em 2008 esse retorno foi positivo, mas a análise é limitada, uma vez que ocorreram apenas 3 ofertas iniciais de ações no Brasil no referido ano. Tais resultados podem ser explicados pelo *market timing*. Empresas brasileiras tem aproveitado janelas de oportunidades do mercado para emitir suas ações, de forma que muita emissões ocorreram em períodos com altos níveis de preços do mercado, provocando um retorno mais fraco no longo prazo.

No resultado da análise do desempenho dos IPOs por ano também devem ser considerados acontecimentos restritos ao período de análise deste estudo. Nos anos de 2007 e 2008, e com mais intensidade em 2009, os mercados foram impactados pela crise financeira internacional. Se considerarmos que o pico do Ibovespa foi em maio de 2008, é possível afirmar que os retornos de longo prazo que envolvem os meses após o referido período impactarão os resultados de forma negativa. Por outro lado, empresas que abriram o capital a partir de 2009, quando o nível de preços do mercado estava baixo, foram impactadas positivamente com o crescimento do mercado no pós-crise.

Os resultados fortemente negativos no desempenho de IPOs no longo prazo no Brasil, no referido período, podem ter sido fortemente influenciados pelas empresas que abriram o capital antes da crise financeira internacional, principalmente se levarmos em consideração que 76% das empresas que compõem a amostra do estudo fizeram o IPO até o ano de 2007. Apesar do período já captar momentos de alta e queda no mercado, a desproporção do número de empresas pode ter influenciado os resultados. Da mesma forma que o estudo de Freitas et al (2008) foi influenciado por um período apenas de alta nos mercados e, por isso, o retorno ajustado de longo prazo foi positivo.

Por fim, foi realizada uma análise de acordo com o segmento de listagem da BM&FBovespa em que as empresas emitiram ações (Novo Mercado, Nível II, Nível I e BDR). Os resultados mostraram maior *underpricing* em empresas do Nível II, com valorização relativa de 4,9%, seguida do Novo Mercado com 2,1%. Com exceção do Nível II, o desempenho de longo prazo de todos os níveis foi negativo, sendo que, no período de três anos, o pior retorno foi o de BDRs com -70,9%, seguido do Nível I com -61,2% e do Novo Mercado com -49,5%.

Dentre as limitações deste trabalho, pode-se destacar o fato de trabalhar apenas com o período de 2004 a 2011 e o fato de não poder estender as conclusões para empresas de outros países, uma vez que a amostra envolve apenas IPOs de companhias brasileiras.

Como sugestões para outros trabalhos, sugere-se a análise dos fatores determinantes do desempenho de curto e de longo prazo no de IPOs de empresas brasileiras, analisando a relação da reputação do *underwriter* com os retornos, a relação entre coberturas de analistas e desempenho de longo prazo e a diferença entre os desempenhos de IPOs de empresas familiares e não familiares.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGGARWAL, R; LEAL, R; HERNÁNDEZ, L. (1993). The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America, *Financial Management*, 22(1), 42-53.
- BENVENISTE, L., SPINDT, P. (1989). How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues. *Journal of Financial Economics*, 24(2), 343-362.
- BENVENISTE, L., WILHELM, W. (1990). A comparative analysis of IPO proceeds under alternative regulatory environment. *Journal of Financial Economics*, 28(1-2), 173-208.
- BOULTON, T., SMART, S., ZUTTER, C.(2011). Earnings Quality and International IPO Underpricing. *Accounting Review*, 86(2).
- BRADLEY, D., COONEY JR, J., SINGH, J. Negotiation and the IPO Offer Price: a comparison of integer versus non-integer IPOs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(3), 517-540.
- CAI, X., LIU, G., MASE, B. The long-run performance of initial public offerings and its determinants: the case of China. *Rev Quant Finan Acc*, 30 (4), 419-432.
- CHEN, Z., CHOI, J., & JIANG, C. (2008). Private Benefits in IPOs: Evidence from State-Owned Firms. *Working Paper Series*.
- CHI, J; MCWHA, M; YOUNG, M. (2010). The performance and the survivorship of New Zealand IPOs. *International Review of Financial Analysis*, 19(3), 172-180.
- CLIFF, M., DENIS, D. (2004). Do initial public offerings purchase analyst coverage with underpricing? *The Journal of Finance*, 59(6), 2871-2901.
- DONG, M; MICHEL, J; PANDES, A. (2011). Underwriter quality and Long-Run IPO Performance. *Financial Management*, 40(1), 219-251.
- FREITAS, A; SAVOIA, J; MONTINI, A. (2008). The aftermarket performance of Initial Public Offerings: the Brazilian Experience. *Latin American Business Review*, 08(4), 97-114.
- KIRKULAK, B.; DAVIS, C. (2005). Underwriter reputation and underpricing: Evidence from the Japanese IPO market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(4), 451-470.
- LEAL, R (2004). Using Accounting Information in Prospectuses to Invest in Brazilian IPOs During High Inflation Years, *Latin American Business Review*, 5(3), 65–90.
- LJUNGQVIST, A., NADA, V., SINGH, R. (2004). Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing. *The Journal of Business*, 79(4), 1667-1702.
- LOUGHRAN, T., RITTER, J. (2002). Why Don't Issuers Get Upset about Leaving the Money on the Table in IPOs?. *The Review of Financial Studies*, 15(2), 413-443.
- MIKKELSON, W.; PARTCH, M.; SHAH, K. (1997). Ownership and operating performance of companies that go public. *J. Financ. Econ* 44(3), 281-307.
- OLIVEIRA, Bruno Cals de. (2011). Fatores Determinantes para a Abertura de Capital de Empresas Brasileiras. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Economia e Administração. Universidade de São Paulo.
- RITTER, J. (1991). The long-run performance of initial public offerings. *The Journal of Finance* , 46(1), 03-27.



RITTER, J.; WELCH, I. (2002). A review of IPO activity, pricing and allocation. *J Financ*, 57(4), 1795-1828.

ROGERS, P; SECURATO, J; RIBEIRO, K. (2008). Governança Corporativa, Custo de Capital e Retorno do Investimento no Brasil. *Revista de Gestão USP*, 15(1), 61-77.

ROSSI JUNIOR, J., CÉSPEDES, J. (2008). Testes Empíricos sobre Market Timing na Determinação da Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras. *Working Paper*, Insper.

ROSSI JUNIOR, J, MAROTTA, M. (2010). *Equity Market Timing: testando através de IPO no mercado brasileiro*. *Revista Brasileira de Finanças*, 8(1), 85-101.

SPATT, C., SRIVASTAVA, S. (1991). Preplay communication, participation restrictions, and efficiency in initial public offerings. *Review of Financial Studies*, 4(4), 709-726.

TEOH, S; WONG, T; RAO, G. (1998). Are earnings during initial public offerings opportunistic? *Rev Accounting Studies*, 03(1-2), 175-208.