

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**“Follow on” no Brasil entre 2008-2010:
Análise por múltiplos e sua rentabilidade.**

Fábio Calina Santos
Matrícula: 105047480
E-mail: fabio.calina@gmail.com

Orientador: Prof. Nelson Chalfun
E-mail: chalfun@ie.ufrj.br

Julho de 2011

AGRADECIMENTOS

Agradeço de coração a minha mãe, minha irmã e minha namorada por tudo.

Ao Professor Nelson Chalfun pela ajuda e por ter aceitado me orientar na primeira vez que o procurei.

A todos os professores que de alguma forma ajudaram esse sonho se tornar realidade.

Aos amigos que fiz no curso que serão meus amigos eternamente em especial ao Léo, Marquito e Guilherme que dedicaram tempo me ajudando com dados, informações ou apoio.

A D's.

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo analisar o retorno das ofertas públicas de ações subsequentes as ofertas primárias de ações (*follow on's*) para os investidores que compram a ação na oferta e vendem no primeiro dia de negociação desta. O trabalho teve como período os anos de 2008 e 2010 completos. Ao final do trabalho foram feitos dois estudos. Um para verificar se havia relação entre a ação estar sobrevalorizada ou subvalorizada e a rentabilidade auferida pelo participante e o outro para verificar se ocorreu o fenômeno do *underpricing* nas ofertas do período.

SUMÁRIO

LISTA DE GRÁFICOS E TABELAS	5
INTRODUÇÃO	6
CAPÍTULO 1 – Mercado de capitais e oferta de ações	
1.1 Sistema financeiro e suas divisões	8
1.2 Mercado de capitais e um breve panorama do mercado de capitais brasileiro	9
1.3 Oferta Pública de Ações	12
1.3.1 Abertura de capital	13
1.3.2 <i>Follow On</i>	13
1.4 Vantagens da oferta pública de ações	13
1.5 Desvantagens da oferta pública de ações	15
1.6 <i>Underpricing</i>	17
CAPÍTULO 2 – Avaliação de empresas	
2.1 Introdução	19
2.2 Métodos de avaliação	20
2.3 Avaliação por múltiplos ou avaliação relativa	22
2.3.1 Vantagens	22
2.3.2 Desvantagens	23
2.4 Tipos de múltiplos	24
2.4.1 Múltiplos de lucro	24
2.4.2 Múltiplos de Valor Patrimonial	24
2.4.3 Múltiplos de Receita	25
2.4.4 Múltiplos Setoriais	25
2.5 Preço/Valor Patrimonial	25
2.6 Valor de Mercado/LAJIDA	26
2.7 Valor de Mercado/Lucro Líquido	28
CAPÍTULO 3 – Desempenho das ações no <i>follow on</i>	
3.1 Introdução	31
3.2 Coleta de dados	31
3.3 Ações sub ou sobrevalorizadas e suas rentabilidades no primeiro dia	32
3.3.1 Rentabilidade das ações subvalorizadas no primeiro dia de negociação	33
3.3.2 Ações sobrevalorizadas e a rentabilidade dos <i>flippers</i>	35
3.4 <i>Underpricing</i> em <i>follow on</i> 's	38
CONCLUSÃO	41
Referências Bibliográficas	43

LISTA DE TABELAS

Tabelas:

Tabela 3.1 – Nome das empresas subvalorizadas e dados de análise _____	33
Tabela 3.2 – Distribuição percentual das ações subvalorizadas de acordo com suas rentabilidades _____	34
Tabela 3.3 – Rentabilidade média das ações subvalorizadas _____	34
Tabela 3.4 - Nome das empresas sobrevalorizadas e dados de análise _____	36
Tabela 3.5 - Distribuição percentual das ações sobrevalorizadas de acordo com suas rentabilidades _____	37
Tabela 3.6 - Rentabilidade média das ações sobrevalorizadas _____	37
Tabela 3.7 – Nome de todas as empresas da amostra e dados de análise _____	39
Tabela 3.8 - Distribuição percentual de toda amostra de acordo com suas rentabilidades _____	40
Tabela 3.9 - Rentabilidade média de toda amostra _____	40

INTRODUÇÃO

Um dos destaques do mercado de capitais brasileiro na primeira década do século XXI foi o grande número de empresas realizando abertura de capital em bolsa de valores.

Empresas de diversos setores lançaram ações na BOVESPA e algumas delas voltaram ao mercado de capitais para realizar uma nova oferta de ações depois do seu *IPO*. Algumas empresas desejavam captar mais recursos para financiar seus investimentos e outras enfrentavam o fato de que seus investidores simplesmente queriam vender suas ações. Assim, tanto para captar recursos ou para gerar liquidez rápida aos acionistas o mercado de capitais passou a ser utilizado como estratégia para as companhias.

Constata casos de ofertas públicas de ações que deram retornos acima de dois dígitos para quem vendesse suas ações no primeiro dia de negociação como no caso da empresa Bovespa Holding em 2007. Esse fato gerou a crença nos investidores iniciantes que era só participar das ofertas de ações que se teria lucro vendendo-as no primeiro dia.

A crise chegou, os *IPOs* passaram a ser raros já que os investidores ficaram receosos de comprar ações pelos preços que estavam pagando antes da crise. Porém as empresas já listadas em bolsa muitas vezes querendo acelerar seus planos de investimento demandavam mais recursos e recorriam a ofertas de ações.

Diante dos fatos acima e também de já existir um literatura bastante rica com relação aos *IPOs* no mercado brasileiro foi preferido estudar somente as empresas que realizaram oferta de ações subsequentes as suas ofertas iniciais de ações (em inglês *follow on*) ao invés de todo o universo de ofertas de ações.

O objetivo deste estudo é analisar os retornos dos *follow on's* realizados na bolsa brasileira entre janeiro de 2008 e dezembro de 2010 e verificar se nessas ofertas as ações estavam sendo oferecidas com deságio aos investidores.

O trabalho a seguir está dividido em três capítulos. O primeiro capítulo tem como objetivo apresentar o que é o mercado de capitais no Brasil e sua função, as ofertas públicas de ações, suas vantagens e desvantagens e o fenômeno conhecido como *underpricing*. O segundo capítulo mostra as diversas formas de avaliar um negócio ou uma companhia. No terceiro capítulo é feita uma análise da rentabilidade dos *follow on's* realizados entre 2008 e 2010 verificando se há relação entre o múltiplo preço/ lucro

das empresas e do índice Ibovespa e se nessas ofertas houve deságio quando da emissão das ações.

CAPITULO 1 – MERCADO DE CAPITAIS E OFERTA DE AÇÕES

1.1 – Sistema financeiro e suas divisões

O sistema financeiro é composto de instituições e instrumentos financeiros que possibilitam a transferência de recursos dos ofertadores para os tomadores. É essencial para um país que ambiciona prosperar e se tornar desenvolvido ter um sistema financeiro evoluído. A evolução do sistema financeiro cria o que é chamado de mercado financeiro organizado.

O mercado financeiro é o ambiente onde pessoas físicas e jurídicas tomam e emprestam recursos a terceiros. Para esse montante chegar à parte devedora proveniente do credor, normalmente, há a intermediação de uma instituição financeira. Esta instituição pode ser classificada em: bancária ou não-bancária.

As instituições bancárias são aquelas que podem criar moeda ou meios de pagamento. Os Bancos Centrais, agentes estes que emitem papel-moeda e regulam os depósitos compulsórios, e os Bancos Comerciais, instituições autorizadas a receber depósitos à vista e realizar empréstimos de moeda escritural são exemplos de instituições bancárias.

As instituições não-bancárias são aquelas que não podem emitir papel-moeda ou criar moedas-escriturais. O papel desse agente na economia se limita a fornecer ativos financeiros não monetários como: duplicatas, certificados de depósitos a prazo, entre outros.

O mercado financeiro é segmentado em: mercado cambial, de crédito, monetário e de capitais.

No mercado cambial ocorrem as trocas de moeda de um determinado país ou bloco comercial pela de outro. Estas trocas ocorrem principalmente por causa das operações de comércio internacional.

São classificadas como operações no mercado de crédito, as operações de financiamento e empréstimo para as empresas adquirirem bens de consumo e bens duráveis, e também captarem recursos para o seu capital de giro.

O mercado monetário é onde são negociados aplicações e financiamentos de curtíssimo e curto prazo (overnight). Este mercado proporciona as autoridades monetárias um eficiente controle da liquidez da economia, assim como das taxas de juros pretendidas pela política econômica vigente.

No mercado de capitais são transacionadas as operações financeiras de médio, longo e de prazos indeterminados (ações).

1.2 – Principais aspectos do mercado de capitais brasileiro

Existem diferenças substanciais no mercado de capitais nos países subdesenvolvidos e nos chamados desenvolvidos. No primeiros, por este mercado não ser tão eficiente, os países têm mais dificuldade para formar poupança o que impõe barreiras ao crescimento econômico. Já nos países desenvolvidos o mercado de capitais é consolidado ajudando na formação de poupança e na prosperidade econômica. Empresas e governos dos países com mercado de capitais deficientes muitas vezes captam recursos nos mercados mais desenvolvidos devido à fragilidade do seu mercado de capitais interno.

Assaf Neto (2007) aponta que o mercado de capitais é “o grande municiador de recursos permanentes para a economia”. Uma das vantagens do mercado de capitais mencionada pelo autor, é que os agentes demandantes de recursos podem obter financiamento com prazo indeterminado através da abertura de capital (emissão de ações).

Cavalcante, Misumi e Rudge (2005) enumeram contribuições advindas de um mercado de capitais em pleno funcionamento para o desenvolvimento econômico de um país: 1) amplia a transparência das empresas participantes e em conseqüência o fluxo de capital dos agentes superavitários para o investimento na economia, 2) facilita a aplicação de capital externo no país e 3) o crescimento do país por meio da elevação do nível de poupança.

O mercado de capitais brasileiro evoluiu muito lentamente a partir da sua implantação na década de 1960¹, principalmente em razão da persistente alta inflação, das taxas de juros elevadas que atraíam o investidor para a renda fixa em detrimento da

¹ LEI N.º 4.728 - LEI DO MERCADO DE CAPITALIS

renda variável e do baixo grau de governança corporativa das empresas. Esses fatores traziam insegurança aos agentes superavitários que, mesmo com a implantação do Plano Real e o crescimento do país na década de noventa, não aplicavam no mercado de capitais de acordo com Rogers, Ribeiro e Securato (2006) devido a:

“1)baixa capitalização bursátil; 2)inexpressivo volume transacionado; 3)poucas emissões primárias; 4)reduzido número de companhias abertas; 5)alta concentração das transações em poucas ações; e 6) baixa liquidez” Rogers, Ribeiro e Securato (2006, pag. 1).

Pinheiro (2007) acrescenta algumas particularidades da cultura empresarial e do mercado de capitais brasileiro: 1) falta de transparência e baixa governança corporativa; 2) diferente tratamento dado aos acionistas do bloco de controle e minoritários; 3) pequena quantidade de empresas de capital aberto negociadas em bolsa de valores. O autor continua afirmando que os fatos acima descritos só serão corrigidos quando há investidores querendo investir e empresas dispostas a abrir o capital.

O cenário descrito acima de um mercado de capitais fraco no Brasil é comprovado por Carvalho (2000). O autor mostra que apesar de um crescimento do mercado de capitais brasileiro no início da década de 90, este crescimento era ilusório já que de 1994, ano da implementação do Plano Real, até 2005 as bolsas brasileiras deixaram de ter 201 empresas listadas em seus ambientes de negociação.

A atrofia do mercado brasileiro se deve também a fatores jurídicos e políticas econômicas de governos passados. A lei da usura que não permitia cobrança de juros acima de 12% ao ano quando o país tinha inflação acima dos dois dígitos, o não pagamento da dívida externa (moratória) e os sucessivos fracassos dos planos econômicos lançados no passado foram entraves ao crescimento e no amadurecimento do nosso mercado de capitais.

Barros et al. (2000) defende que o Brasil por ter sido uma economia fechada durante muitos anos fez com que os empresários não tivessem motivos para abrir o capital de suas empresas já que suas necessidades de investimento e financiamentos eram atendidos por duas fontes. Uma era o fato da retenção dos lucros e a outra decorria

de os empréstimos subsidiados oferecidos pelos bancos de fomento - como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) - já que a conduta econômica na época era de desenvolver o setor industrial brasileiro pela política que incluía a substituição de importações e a existência de barreiras a entrada de empresas estrangeiras.

Recursos financeiros disponíveis, não abertura da economia brasileira, obrigatoriedade de divulgar informações e a consequente diminuição de poder do empresário se este fizesse uma oferta inicial de ações, fizeram com que os controladores das empresas não cogitassem abrir capital e continuassem com suas estruturas familiares de gerenciamento de empresas.

Outros fatores determinantes para que não fosse cogitada a abertura de capital pelos empresários eram: a) elevação das despesas administrativas já que uma empresa constituída como sociedade anônima tem despesas que empresas sem capital aberto não tem e b) o “*underpricing*”. Carvalho (2000) afirma que este último é uma das barreiras da abertura de capital, pois esse deságio é um atrativo aos novos investidores, mas um ônus para a empresa.

Todos os autores citados destacam que a reduzida proteção aos interesses dos minoritários afugenta novos investidores e é um dos principais fatores da pouca liquidez e da demora do desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.

Pesquisadores do tema chegaram à conclusão que países que oferecem um alto nível de governança corporativa e proteção aos interesses do pequeno investidor tinham uma quantidade maior de empresas com ações negociadas em bolsa, um número maior de aberturas de capital, captações com valores mais altos e a relação valor da empresa dividido por valor patrimonial era substancialmente maior em comparação com os mercados que não protegiam o minoritário.

Como exemplo, Barros et al (2000) concluem afirmando que para um país ter um mercado de capitais maduro e grande, deve-se criar e valorizar o hábito das empresas terem um alto grau de governança corporativa pois esta traz benefícios tanto as empresas que conseguem captar com um custo menor quanto para o investidor que se sente mais seguro nos seus investimentos. Esses dois fatores citados têm o poder de aumentar o número de companhias com ações negociadas em bolsa no nosso país e a

quantidade de investidores no mercado acionário. Processo este que já aconteceu em outros países que introduziram mecanismos de proteção ao pequeno investidor e transparência na comunicação entre as empresas e os participantes do mercado.

1.3 – Oferta Pública de Ações

A Oferta pública de ações ocorre quando uma companhia ou titulares de valores mobiliários ofertam ações da empresa .

Há dois tipos de ofertas públicas. A primeira é a oferta pública inicial e a segunda é o “*follow on*”.

Segundo Cavalcante e Misumi (2001), ocorre a abertura de capital quando uma empresa tem uma parte das ações do seu capital social nas mãos do público em geral e estas são negociadas em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado. Em suma, a abertura de capital de uma empresa de capital aberto implica dizer a existência de novos sócios.

Segundo Assaf Neto (2007) há duas formas de aquisição de ações pelos novos sócios: oferta primária e oferta secundária. Quando a empresa emite novas ações, diluindo o percentual que os antigos donos possuíam, ocorre a oferta primária; quando algum investidor decide vender as ações que detém na companhia ocorre a oferta secundária.

A emissão de novas ações, também conhecida pela palavra em inglês “*underwriting*”, se refere ao fato da sociedade emitente colocar seus valores mobiliários no mercado primário através de um intermediário e os recursos financeiros captados irão para o caixa da empresa para quitar dívidas ou financiar a expansão de suas atividades.

O lançamento público de ações também se dá quando um ou mais acionistas decidem vender as suas ações. Neste caso, os recursos financeiros provenientes da oferta de ações destinam-se exclusivamente para os acionistas vendedores e não para a empresa. Assim, as ações remanescentes não serão diluídas, sendo esse tipo de oferta de ações caracterizado como oferta secundária.

Cavalcante e Misumi (2001) ponderam que a oferta de ações não é um meio de se obter recursos baratos, já que serão pagos através da distribuição de dividendos, juros sobre capital próprio e da boa utilização dos lucros retidos.

1.3.1– Abertura de Capital

Abertura de capital é sinônimo de Oferta Pública Inicial (IPO – sigla em Inglês) e sintetiza o processo no qual uma empresa vai ao mercado de capitais, realiza sua primeira oferta de ações e passa a ter suas ações negociadas em bolsa de valores.

Para uma companhia vir a ser uma empresa de capital aberto, ela deve se tornar uma sociedade anônima e passar a ter seu capital social dividido em ações, de acordo com a Lei das Sociedades Anônimas (lei número 6.404/76).

1.3.2 – *Follow On*

Quando uma empresa que já tem capital aberto, ou seja, já realizou seu IPO anteriormente, faz uma nova oferta pública de ações, podendo ser uma oferta primária, uma oferta secundária ou uma oferta mista (que tem tanto ações primárias como secundárias).

O “*follow on*” pode ser descrito como todas as ofertas públicas de ações subsequentes ao seu IPO.

1.4 – Vantagens da oferta pública de ações

Vieira e Oliveira (2007) defendem que a abertura de capital, é a oferta pública de um percentual da companhia que passará a ser negociada em mercado de balcão ou de bolsa de valores e distribuída a outros acionistas.

Cavalcanti e Misumi (2001) em sua tese exploram as vantagens da abertura de capital afirmando que as empresas que adiam seus projetos reduzem a competitividade de seus negócios. Assim, para que essas não tenham que adiar seus investimentos uma das alternativas é aceitar a presença de outros sócios no capital social da companhia. Segundo Oliveira (2002) a captação que as empresas fazem quando abrem seu capital está ligada aos investimentos planejados pela companhia.

Num país como o Brasil que apresenta crédito de longo prazo muito escasso e taxas de juros reais entre as mais altas do mundo, a captação através da emissão de novas ações é um meio de financiamento sem prazo determinado e não apresenta valor fixo para resgate. Ishikawa (2003) enfatiza que o IPO ou *follow on* são alternativas aos empréstimos bancários. Já Oliveira (2002) diz que no caso de uma captação primária os recursos que a empresa capta são menos onerosos que os que seriam captados nas instituições financeiras e servem para aumentar a produção, expandir sua capacidade produtiva e realizar melhorias produtivas.

Assaf Neto (2007) afirma que o prazo indeterminado dos recursos provenientes da abertura de capital é a principal vantagem de uma empresa ter suas ações negociadas.

Fama (2001) salienta que a abertura de capital traz alguns benefícios as empresas, como:

a) Reestruturação de passivos:

Com esse novo meio de captação, a empresa pode usar esses recursos financeiros para quitar ou amortizar dívidas e assim ter uma melhor estrutura de capital e esta ficar menos onerosa.

b) Recursos para investimento:

A captação de recursos através de uma oferta pública de ações pode ser destinada a expansão e diversificação dos produtos e serviços, financiamento de novos projetos, compra de máquinas e equipamentos e etc.

c) Melhora na imagem institucional da empresa junto a clientes, fornecedores e meios financeiros:

Quando uma empresa passa a ser de capital aberto esta tem diversas novas obrigações com os acionistas e isto a faz mais transparente e confiável. Fama e Neto (2001) afirma que toda empresa deve cuidar de sua imagem porque as empresas com maior transparência tendem a ser mais vista pelos investidores e dessa forma mais valorizada e os fornecedores, clientes e bancos terão acesso também a essas informações e assim poderão avaliar melhor a empresa.

d) Aumento da liquidez patrimonial:

A empresa tendo suas ações negociadas em Bolsa dá aos acionistas, principalmente os controladores, um substancial aumento da liquidez do seu patrimônio em comparação com empresas de capital fechado.

e) Reestruturação societária;

Quando há problema com herança e, em consequência disso, de sucessão empresarial, uma das soluções pode ser o lançamento de ações da empresa, já que um percentual da companhia pode ser vendido para outros investidores do mercado.

f) Melhora na relação com funcionários:

Há duas formas dos funcionários também serem beneficiados numa eventual oferta de ações. A primeira é a companhia na sua abertura de capital dar preferência aos seus funcionários na alocação desta e segundo que os funcionários podem receber bônus por produtividade e serem pagos com ações da companhia o que os levará a buscar cada vez resultados melhores.

g) Menor custo nas captações bancárias:

Uma empresa de capital aberto pode ser avaliada melhor que uma companhia não aberta, pois suas informações contábeis e financeiras são divulgadas e auditadas obrigatoriamente. Esta transparência acarreta em taxas de juro menor em empréstimos.

h) Ganha acesso e exposição ao mercado internacional:

Sendo uma empresa listada em bolsa, suas ações podem ser compradas por investidores estrangeiros e isso gera uma exposição espontânea da marca no exterior.

1.5 – Desvantagens da oferta pública de ações

Apesar de vantagens para as empresas, o processo de captação através de oferta de ações também tem inconveniências. Há autores que destacam os custos referentes ao processo de lançamento de ações e a manutenção da empresa como companhia de

capital aberto como desvantagens. Cavalcante e Misumi (2001) mostram outras características que fazem as empresas titubear quando são convidadas a abrir o capital.

- a) Balanços, demonstrativos de resultado e divulgação de relatórios trimestrais e anuais aberto ao público em geral:

Os acionistas controladores algumas vezes deixam de abrir o capital de sua companhia por achar que divulgar informações e ter que responder perguntas sobre a companhia é prejudicial já que os concorrentes terão acesso a informações que são estratégicas.

- b) Obrigação de distribuir os lucros do período:

Quando uma empresa tem o capital fechado, o dono toma a decisão de distribuir ou não os lucros. Pode ser que este ache melhor não distribuir dividendos e reinvestir o lucro do exercício. No caso de uma empresa aberta a lei determina a distribuição obrigatório de 25% do lucro do exercício.

- c) Entrada de novos acionistas:

A partir do momento que a empresa passa a ser de capital aberto, ela recebe novos acionistas que poderão ter visões diferentes do acionista que detinha as ações antes da oferta de ações. Isto faz com que diversas empresas não queiram realizar o lançamento de suas ações no mercado, pois os acionistas atuais não imaginam não poder tomar uma decisão porque os novos acionistas não a aprovaram.

- d) Aumento de custos referentes a auditorias externas, publicações legais e etc.

A partir do momento que a empresa se torna de capital aberto, esta passa a ter algumas obrigações como: auditorias, publicação de balanço patrimonial em jornais, entre outros. Isto acarreta em aumento dos custos e em algumas empresas esses custos interferem no seu desempenho e estas preferem não abrir seu capital.

- e) O deságio do preço da ação na oferta pública de ações e o valor percebido pelo mercado, prática conhecida em inglês como “underpricing”.

1.6 – Underpricing

“O deságio inicial das emissões para abertura de capital é elevado no Brasil. Este deságio, conhecido como “underpricing” na literatura internacional sobre emissões de ações, é a diferença percentual entre o preço de oferta e cotações posteriores no mercado.” Leal e Saito (2003, pag. 9).

O deságio inicial no preço das empresas entrantes no mercado acionário muitas vezes é um obstáculo para as empresas que se interessam em abrir o capital, mas também é uma estratégia para chamar a atenção dos investidores num mercado tão competitivo, em que os participantes deste mercado têm inúmeras opções de investimento.

Medeiros e Ramos (2004) dizem que ofertar ações com deságio é uma estratégia para atrair o investidor que, por sua vez, não possui informações e exigirá um retorno superior em função do risco.

Leal e Saito (2003) apresentam três razões para o deságio nas emissões de ações pelas empresas.:

- a) No caso da ação ser precificada abaixo do valor que os agentes de mercado avaliam, os coordenadores da oferta terão mais facilidade em vender a quantidade de ações ofertada e o investidor terá comprado uma ação abaixo do valor estimado lhe dando um retorno melhor do que se comprado ao preço justo;
- b) Os bancos e corretoras coordenadores da oferta em alguns casos recebem suas comissões pelo trabalho prestado em ações da empresa ou opções de ações da empresa emissora. Logo, quanto mais baixo o preço melhor para a instituição contratada pela companhia;
- c) Em eventuais futuras novas emissões de ações os investidores estarão mais confiantes e dispostos a comprar as ações da empresa.

Rock (1986) diz que o *underpricing* ocorre porque no processo de abertura de capital há investidores, que por ter um conhecimento maior da empresa e do setor, só se dispõem a comprar as ações desta por um preço que julgam que terão um retorno satisfatório. Por outro lado, há também os investidores que não estudaram a empresa e não tem estimativa de preço para a ação e nem expectativa de retorno. Como o primeiro grupo só irá comprar por um preço que maximize sua expectativa de retorno e minimize seu risco de perda, os dois grupos acabam comprando com um preço baixo e o coordenador da oferta consegue alocar todo o volume financeiro entre os participantes da emissão de ações da companhia.

Saito e Pereira (2006) consideram que o *underpricing* é uma estratégia de atração que tem por objetivo ampliar a base de investidores interessados na empresa e assim reduzir a possibilidade de uma aquisição hostil do controle da companhia.

Com as informações acima, considera-se o *underpricing* como um custo indireto de emissão bancado pela empresa emissora como elemento estratégico para atrair os investidores.

CAPÍTULO 2 – AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

2.1 – Introdução

Todo ativo possui um valor. Porém, alguns ativos são mais difíceis de precificar que outros. As empresas, por exemplo, são ativos com diversos fatores a serem levados em consideração quando são avaliadas. Além disso, existem diversas formas de se avaliar quanto vale uma companhia. Portanto chegar a um valor de quanto vale uma empresa é uma tarefa difícil devido à escolha dos fatores a serem utilizados e qual a forma de avaliação escolher.

Damodaran (2006) declara-se surpreendido com o fato de que um grande número de investidores ainda segue a teoria do “idiota maior” para avaliar seus investimentos. Esta teoria se baseia na premissa de que “o valor de um ativo é irrelevante desde que haja um “idiota maior”” que esteja disposto a comprar este ativo. A história demonstra que os seguidores dessa teoria perderam muito dinheiro ao longo do tempo.

O autor ensina que um dos mais importantes postulados da área de investimentos é não pagar mais do que vale um determinado ativo. Com este ensinamento fica claro que a avaliação de investimentos é importante para saber se este é um ativo que na avaliação vale a pena possuir, pois não há certeza que terá “idiota maior” quando tentar vender como pressupõe esta teoria.

Ao longo dos anos, segundo Damodaran (2006), surgiram algumas premissas sobre análise de investimentos que não estão corretas. Dentre elas podem ser citadas:

- a) Avaliações bem feitas são eternas.

A economia e o mundo estão frequentemente mudando. Nas atas do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil ou das do Banco Central Americano nota-se que constantemente os dados são revisados por causa de mudanças repentinas no cenário econômico. Com o exemplo acima, nota-se que avaliações bem feitas são aquelas que quem a fez está, de tempos em tempos, reexaminando para ver se alguma variável que compõem seu modelo mudou.

b) Análises chegam a valores precisos.

Quando se faz um modelo de precificação, no final dele se chega a um número que é o valor do ativo. Porém, deve se atentar que esse valor está baseado em suposições que podem não se materializar. Assim, deve-se constantemente checar o modelo para verificar se as suposições se confirmaram ou não.

c) Quanto maior o número de variáveis explicativas, melhor será o modelo.

Ao contrário do que é feito na maioria das vezes, deve-se gastar tempo entendendo a empresa, pois de nada adiantará ter muitas variáveis no modelo de avaliação da empresa se estes dados não estiverem certos ou não forem necessários.

Quando se analisa uma empresa esta avaliação pode ter diversas razões. Uma delas pode ser para uma empresa adquirir outra ou para saber se uma empresa deve entrar ou não na carteira de investimentos de um determinado investidor. Esse estudo objetiva verificar se a ação de determinada empresa realizando uma oferta de ações está subavaliada ou não e se deve-se comprar este ativo.

2.2 – Métodos de avaliação

Para se saber quanto uma empresa está valendo foram criadas diversas formas de avaliação. Abaixo seguem os principais métodos de precificação de companhias e ações:

1) Valor Contábil e Patrimonial:

Os mais conhecidos tipos de avaliação baseados em demonstrações contábeis estão abaixo:

1.1) Valor Contábil: é definido a partir do Patrimônio Líquido. Informação esta que consta no balanço patrimonial da empresa.

1.2) Avaliação Patrimonial Contábil Ajustada a Valores de Mercado: a avaliação da empresa se dá na valoração a preço de mercado dos bens que integram tanto o ativo como o passivo. Por exemplo, as duplicatas a receber seriam descontadas, assim obtendo-se o valor presente desta. O valor da empresa seria o valor dos ativos ajustados menos o valor dos passivos ajustados.

1.3) Valor de Substituição: Aqui utiliza-se o capital necessário para montar uma nova empresa, idêntica a que se está avaliando.

1.4) Valor de Liquidação: Método que avalia a empresa se esta tivesse sendo liquidada, ou seja, após a venda de todos os ativos dela a valor de mercado e o pagamento de todos compromissos que a companhia tem quanto cada acionista receberia.

2) Fluxos de Caixa Descontados:

Metodologia mais utilizada pelos analistas do mercado financeiro. O valor de uma empresa nesse caso são os fluxos de caixa projetados descontados por uma taxa que reflita o risco associado à empresa e seu negócio.

3) Fluxo de Dividendos;

Método que calcula o preço de uma ação a partir do valor presente do fluxo futuro de dividendos.

4) EVA;

EVA, em inglês, “Economic Value Added” é o retorno gerado que excede o custo total do capital aplicado, ou seja, é o lucro operacional após o pagamento de impostos subtraído do custo de capital dos acionistas e de terceiros, de acordo com a seguinte fórmula:

$$\text{EVA} = (\text{RCI} - \text{K}) * \text{CI};$$

Onde:

RCI = Retorno sobre Capital Investido;

K = Custo de Capital;

CI = Capital Investido.

Stewart (1991) diz que para se chegar ao valor da empresa com base no seu método deve-se fazer o seguinte cálculo:

Valor de Mercado = Valor Presente dos EVA's futuros + Capital Empregado.

5) Opções Reais;

Metodologia com grande apelo quando se precifica empresas em negócios que são pouco conhecidos hoje, por exemplo: novos projetos de tecnologia. O modelo de avaliação por Opções Reais precifica as opções de investimento da empresa com base no tempo do investimento, na expectativa de gerar resultados e na variação que esses resultados apresentam.

6) Transações de Empresas Similares;

Método que afirma que ativos semelhantes devem ter valores semelhantes, ou seja, determinada empresa pode ser avaliada ao considerar uma companhia comparável.

7) Avaliação por Múltiplos ou Avaliação Relativa.

A metodologia de avaliação por múltiplos será melhor explorada no próximo tópico.

2.3 – Avaliação por Múltiplos ou Avaliação Relativa

Os múltiplos são indicadores padronizados dos valores das empresas e são muito úteis quando se precisa relativizar o valor de uma companhia com outras comparáveis.

2.3.1 – Vantagens

Rápido para precificar, simples de calcular e necessitar de poucas informações são as principais vantagens e atratividades deste modelo.

Rápido para precificar: A avaliação relativa tem a característica de se ajustar rapidamente a um novo cenário. Por exemplo: Se uma empresa do setor imobiliário informar ao mercado que vendeu todo seu estoque de imóveis, essa notícia, provavelmente, irá mexer com o preço de suas ações, e também, com o múltiplo da companhia já que o preço da ação é parte da fórmula de cálculo.

Simple de calcular: Para avaliar uma empresa através da avaliação relativa só se necessita de dois dados. Um é o valor da companhia e outro dado pode ser: receita líquida, lucro líquido, patrimônio líquido, entre outros. O investidor irá comparar o múltiplo da empresa que ele está estudando com o de uma empresa do mesmo setor ou

com um índice de referência e assim verificar se vale alocar capital na compra da empresa estudada.

Necessitar de poucas informações: Como foi visto acima, com apenas dois dados o investidor pode tomar uma decisão de investimento. Só lembrando que esses dados são públicos e de fácil acesso.

2.3.2 – Desvantagens

Da mesma forma, que a simplicidade do cálculo é uma vantagem ela também é uma desvantagem, pois não estão incorporadas na avaliação fatores que podem determinar porque uma empresa está valendo mais que outra. Damodaran (2006) aponta que essas inconsistências ocorrem porque no cálculo não se estuda o risco da empresa, o seu potencial de crescimento ou detalhes que podem afetar seu futuro, como por exemplo, se uma empresa está com dificuldade de pagar dívidas ou simplesmente perdeu uma ação na justiça que irá prejudicar seu funcionamento.

Cavalcante, Martelanc e Pasin (2004) apontam diferenças entre empresas que não são capturadas pelo método dos múltiplos e que seriam relevantes para o investidor. Algumas diferenças seguem abaixo:

- a) Participação em outras empresas do mesmo setor ou não;
- b) Áreas geográficas e/ou público-alvo diferentes;
- c) Qualidade dos produtos;
- d) Histórico financeiro;
- e) Governança corporativa;
- f) Entrada em um novo setor de atuação;
- g) Aquisição de empresas.

Já que há diferenças importantes que a avaliação por múltiplos não captura os autores sugerem que esta metodologia não deve ser usada de forma isolada e sim ser um dos quesitos que o investidor deve estudar quando for tomar sua decisão de investir ou não em determinada empresa.

2.4 – Tipos de Múltiplos

2.4.1 – Múltiplos de Lucro

Os múltiplos de lucro mais conhecidos são:

- a) Valor de mercado da empresa / Lucro da empresa (P/L)

É o múltiplo mais utilizado por investidores e analistas. Conhecido como índice preço/lucro.

Pode ser calculado de duas formas. A primeira é usar o preço unitário da ação e dividir pelo lucro por ação. A segunda forma é multiplicando a quantidade de ações da empresa pelo preço unitário da ação e depois dividir esse montante pelo lucro total da companhia.

O lucro utilizado no cálculo pode ser o lucro atual corrente e a segunda fórmula é se projetando um lucro para o próximo período.

- b) Valor de mercado da empresa / *EBIT* (Earnings before interest and taxes).

Ebit é a sigla em Inglês, que traduzida para o Português significa LAJIR (lucro antes de juros e do imposto de renda).

- c) Valor de mercado da empresa / *EBITDA* (Earnings before interest,taxes, depreciation and amortization).

Em português, LAJIDA (Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização).

2.4.2 – Múltiplos de Valor Patrimonial

Dois dos cálculos mais usados por analistas para saber se uma ação está subavaliada estão abaixo:

- a) Preço de mercado da empresa/ Valor contábil do Patrimônio Líquido.
- b) Preço de mercado da empresa/ Valor contábil dos Ativos.

A estimativa de quanto vale um negócio muitas vezes difere muito da estimativa contábil de quanto vale uma empresa. Por isso a divisão do preço pelo valor contábil é uma medida para saber se uma ação está subavaliada ou não.

2.4.3 – Múltiplos de Receita

Os múltiplos de receita são utilizados por investidores para comparar empresas de setores diferentes e regras contábeis também diferentes. São usados porque a receita por ser a primeira linha da demonstração do resultado do exercício (DRE) é a informação menos afetada pelas regras da contabilidade.

Segue abaixo a fórmula mais usada dos múltiplos de receita:

- a) Preço de mercado da empresa/ Vendas totais.

2.4.4 – Múltiplos Setoriais

Há casos em que são utilizadas fórmulas específicas para empresas de determinado setor a fim de melhor avaliar a sua performance.

Existem diversos múltiplos setoriais, conform os exemplos a seguir apresentados:

- a) Receita total das vendas de unidades/ Quantidade de metros quadrado construídos.

Índice utilizado por empresas do setor de construção civil. Através dessa fórmula obtém-se o preço médio de venda por metro quadrado construído.

- b) Receita total de vendas de aço/ Quantidade total de vendas de aço.

Métrica utilizada por siderúrgicas.

2.5 – Preço/Valor Patrimonial (P/VPA)

Metodologia que começou a ser utilizada na época em que os Estados Unidos tinham muitas indústrias e estas necessitavam de ativos fixos como fábricas para funcionarem.

Este índice mede a relação entre o valor de mercado da companhia e o valor contábil da empresa. O índice preço/valor patrimonial pode ser calculado de duas formas. A primeira é pegar o valor total da companhia e dividir pelo patrimônio líquido. Já a segunda fórmula, que é a mais utilizada, se calcula pegando o preço da ação e

divide-se pelo patrimônio líquido por ação. O patrimônio líquido é calculado pela diferença contábil do valor dos ativos e do valor dos passivos.

O P/VPA é muito usado no mercado financeiro porque no numerador fica o preço que é uma variável que depende das expectativas dos investidores com relação ao futuro da empresa e no denominador fica o patrimônio líquido que é o somatório dos recursos investidos na empresa pelos seus acionistas. Reilly e Brown (2003) nos mostram que este múltiplo tem sua utilidade potencializada em setores que a relação entre recursos próprios e de terceiros não é de suma importância, como no caso, do setor bancário e também quando a empresa está tendo lucro negativo e esta não pode ser avaliada pelo múltiplo P/ L (preço da ação/ lucro por ação).

Uma desvantagem desse índice é que para as empresas do setor de serviços não faz muito sentido se utilizá-lo já que estas não possuem quantidade de ativos imobilizados relevantes.

Fama e French (1992) ensinam outra função desse múltiplo. Eles sugerem que tal índice pode ser utilizado pelos investidores também como uma medida de risco, pois companhias com baixa relação P/VPA podem ser empresas com problemas nos seus negócios e que assim não seria vantajoso investir nelas.

2.6 – Valor de Mercado da Empresa/LAJIDA (EV/EBITDA)

Conhecida em inglês como “*Enterprise Value/EBITDA*”.

“Enterprise Value” quer dizer em português valor de mercado da empresa. Segue abaixo a fórmula de cálculo deste:

Valor de Mercado da Empresa =

(Preço Atual da Ação * Quantidade de Ações Emitidas pela Empresa) +

Total das Dívidas da Empresa –

Caixa e Investimentos da Empresa.

Conforme já apresentado, o LAJIDA é o lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização. É o fluxo de caixa operacional da empresa antes do pagamento do imposto de renda. Lembrando que este não é o volume de dinheiro que

efetivamente é recebido pela empresa já que apesar de terem muitas variáveis em comum, o LAJIDA e a Geração Operacional de Caixa apresentam algumas diferenças nos seus cálculos. Cavalcante, Martelanc e Pasin (2004) afirmam que o LAJIDA tem algumas vantagens em relação ao conceito de lucro quando utilizado no cálculo dos múltiplos. As vantagens são:

- a) Ao contrário do lucro, o LAJIDA dificilmente é negativo, o que tornaria o índice praticamente sem utilização.
- b) O LAJIDA é menos suscetível a fatores não recorrentes em comparação ao lucro.

A seguir é mostrado como se calcula o LAJIDA.

Receita Líquida

- Custo dos Produtos Vendidos

- Despesas Operacionais

= LAJIR

+ Despesas Operacionais Não-Caixa (Depreciação e Amortização)

= LAJIDA.

O LAJIDA ganhou importância porque analisar apenas o resultado final da empresa (lucro ou prejuízo) muitas vezes não ilustra bem o potencial de desempenho em um dado período, já que muitas vezes os dados finais são influenciados por fatores difíceis de serem mensurados.

Popularizada nos EUA na década de 70, este começou sendo utilizado para analisar empresas que estavam investindo e ainda não davam lucro. Utilizando o LAJIDA os investidores teriam uma medida sobre como poderia ser a parte operacional da empresa no futuro. Ao longo do tempo ele foi sendo cada vez mais utilizado e hoje é um dos principais indicadores estando presente na maioria dos relatórios junto com a margem LAJIDA que seria quanto um real de receita líquida gerou de LAJIDA.

O cálculo Valor de Mercado da Empresa/LAJIDA mede quanto tempo seria necessário para que a geração de caixa pagasse o valor da empresa. As vantagens desta fórmula é que ela é de fácil uso e permite comparar empresas com alavancagens (dívidas) diferentes.

Uma desvantagem do modelo é que o LAJIDA não considera os investimentos necessários para gerar determinado LAJIDA. Ao utilizar-se o LAJIDA projetado no cálculo do EV/ LAJIDA, a projeção deste LAJIDA provavelmente vai levar em consideração futuros investimentos que não estão na dívida atual da companhia. Assim, se no cálculo do EV for utilizada a dívida atual e não a dívida computando o novo endividamento para fazer os novos investimentos, haverá uma distorção no múltiplo.

2.7 – Valor de Mercado da Empresa / Lucro Líquido (P/L)

Indicador mais usado por analistas e investidores. É calculado pela divisão do valor atual da empresa pelo lucro líquido ou através da divisão do preço unitário da ação da empresa pelo lucro líquido por ação. O lucro utilizado no cálculo pode ser do último ano, dos últimos 12 meses ou do lucro projetado para o próximo período. Reilly e Brown (2003) indicam os investidores a utilizarem o lucro projetado. Eles apontam que o lucro passado não é garantia de lucro no futuro. Já no lucro projetado imputam-se todas as expectativas com a empresa de acordo com as informações atuais, assim obtendo-se um índice melhor.

O índice P/L mostra em quanto tempo o investidor terá o retorno de seu investimento se o lucro for constante todos os anos. Ressalta-se, que não há garantia de que o lucro das empresas seja igual ano após ano.

Na utilização deste índice deve-se atentar para algumas particularidades que podem levar o investidor a tomar decisões equivocadas. Rappaport (1998) observa alguns fatos pelos quais usar entre todos os dados divulgados pela empresa somente o lucro pode ser um método falho. Seguem:

- a) O montante que a empresa gastará como investimento é desconsiderado para medir o valor econômico da empresa.
- b) Há métodos contábeis alternativos que as empresas podem utilizar.

Sendo iguais os preços e as demonstrações contábeis de duas empresas. A companhia do país A com uma alíquota de imposto de renda maior que a do país B, terá um índice P/L maior que a do outro país, pois o lucro líquido da empresa do país A será menor pela maior incidência de imposto do que na outra empresa. Um investidor que só trabalha com esse método, pode ter uma visão distorcida do momento das empresas. Nota-se, que companhias do mesmo setor com resultados semelhantes podem ter lucros líquidos bem diferentes pelos motivos abaixo:

a) Países em que as empresas estão situadas possuem normas contábeis ou de tributação diferentes;

b) ou as empresas apresentam interpretações diferenciadas dos procedimentos contábeis.

Outra peculiaridade do índice é que o lucro que uma empresa apresentou em determinado período é determinado por fatores não recorrentes, tais como a venda de determinada planta da companhia. Isto faz com que o índice P/L fique baixo devido a um lucro excepcional, mas este não veio melhor em razão de melhorias operacionais da empresa e sim devido a fatores extraordinários que provavelmente não se repetirão nos próximos exercícios.

O indicador P/L negativo espelha o fato da empresa apresentar prejuízo já que o preço da ação nunca será negativo. A única serventia que este índice terá quando fica negativo é informar que a empresa teve lucro negativo. Assim, Lundholm e Sloan (2004) ensinam que quando uma companhia tem prejuízo é melhor usar um indicador P/L bem alto, como se a empresa tivesse tido um lucro irrisório para comparar a empresa com outras do setor, pois não há significado no indicador P/L negativo. Estes também mencionam que para uma empresa criar valor esta deve voltar a gerar resultados positivos.

O índice P/L varia de setor para setor e entre empresas do mesmo setor. Damoradan (2006) diz que investidores com expectativa de alto crescimento para os lucros futuros da companhia estão dispostos a pagar um múltiplo mais alto do que a média.

Além da simplicidade de cálculo do múltiplo e de se poder analisar uma empresa rapidamente há outra vantagem na sua utilização. Estudos corroboram que ações com baixo P/L dão retornos aos investidores melhores do que empresas com alto múltiplo. Damodaran (2006) explica que os investidores superestimam as empresas em crescimento e acabam comprando estas com múltiplos altos. Na média quem compra estas empresas tem uma rentabilidade inferior do que se tivessem comprado ações de empresas estáveis com múltiplos mais baixos.

CAPITULO 3 – DESEMPENHO DAS AÇÕES NO *FOLLOW ON*

3.1 Introdução

O presente capítulo tem por objetivo verificar se há alguma relação entre a empresa estar subvalorizada ou sobrevalorizada em relação ao índice Ibovespa e o retorno das ações do *follow on* no primeiro dia de negociação. Além deste primeiro objetivo também será verificado se ocorreu o fenômeno do *underpricing* nas ofertas realizadas.

3.2-Coleta de dados

Para este estudo foi pesquisado o nome de todas as empresas que realizaram oferta pública de ações no período de 2008 a 2010 na Bolsa de São Paulo (BOVESPA). Foram excluídas as empresas que fizeram oferta pública inicial de ações. Após esse filtro, chega-se com ao nome das 32 empresas que realizaram *follow on* neste período.

Nesses dois anos compreendidos pelo estudo, Redecard, Hypermarchas e PDG Realty fizeram duas ofertas de ações após seus respectivos *IPOs* e Anhanguera Educacional realizou 3 ofertas subsequentes a sua oferta inicial de ações. Gerdau, Metalúrgica Gerdau e Petrobrás, ao contrário das outras empresas estudadas, têm duas classes de ações, ou seja, uma ação ordinária e uma ação preferencial. Assim, fica-se com 41 ações na amostra.

Foram coletados a quantidade total de ações emitidas, o preço fechado no *bookbuilding* e o lucro líquido do ano anterior ao *follow on*. *Bookbuilding* é a palavra em inglês que define o processo de formação de preço das ações nas ofertas de ações. Com estes dados calcula-se o índice preço/lucro de cada uma destas.

Para finalizar foi considerado o valor de fechamento das ações e o índice preço/lucro do índice Ibovespa no primeiro dia de negociação de cada “follow on”. Foi usado o preço de fechamento, pois é este preço que os profissionais do mercado financeiro usam como balizador nas suas estatísticas. Só lembrando que o Ibovespa é o índice que mede o desempenho das ações mais negociadas na BOVESPA e é o *benchmark* do mercado acionário brasileiro, ou seja, é utilizado como referência.

3.3-Ações sub ou sobrevalorizadas e suas rentabilidades no primeiro dia

Nesta seção é analisado primeiramente se a ação de determinada empresa estava ou não sobrevalorizada em relação ao índice Ibovespa. A análise foi feita da seguinte forma. Primeiro calcula-se o índice preço/lucro da companhia que está realizando a oferta de ações. Segue abaixo o cálculo:

$$\begin{aligned} \text{a) Índice Preço/Lucro (P /L) =} \\ = \text{Valor da Companhia (t) / Lucro Líquido (t-1);} \end{aligned}$$

Onde:

Valor da Companhia (t) = É o preço por ação emitida no *follow on* * Quantidade total de ações emitidas pela empresa após a oferta de ações;

Lucro Líquido (t-1) = Lucro líquido da companhia no ano anterior a oferta.

Em seguida calculam-se o múltiplo P /L do Ibovespa utilizando a fórmula abaixo:

$$\begin{aligned} \text{b) Índice Preço/Lucro =} \\ = \text{Valor da Companhia (t) / Lucro Líquido (t-1);} \end{aligned}$$

Onde:

Valor da Companhia (t) = Preço por ação da empresa * Quantidade total de ações emitidas;

Lucro Líquido (t-1) = Lucro líquido da companhia no ano anterior ao pesquisado.

Por o Ibovespa ser um índice deve-se atentar para a ponderação do percentual que cada empresa que o compõe tem neste ao aplicar-se a fórmula acima.

Neste trabalho o múltiplo P /L do Ibovespa foi calculado para cada dia que iria acontecer o início de negociação de cada oferta de ações.

O próximo passo foi comparar os valores dos múltiplos das empresas com os do Ibovespa que é o índice de referência do mercado acionário no Brasil. A empresa pode ter um múltiplo maior, menor ou igual ao do índice da BOVESPA.

Caso seja maior, diz-se que a empresa está sobrevalorizada, ou seja, o ativo está mais caro do que seus pares na bolsa. Se for menor, diz-se que a empresa está sub-valorizada ou está sendo cotada a um valor inferior do que vale. Se os múltiplos forem iguais diz-se que a ação está sendo cotada ao preço justo dela.

A decisão de utilizar o *benchmark* da bolsa brasileira como comparativo é porque este é composto por diversos setores da economia e através deste obtém-se a percepção do investidor. Se o P /L deste estiver mais alto que as suas médias históricas o investidor está prevendo um cenário melhor no futuro do que agora e isso está se refletindo em cotações maiores. O contrário também é verdadeiro. Se o múltiplo estiver mais baixo do que a média é porque o investidor está antevendo um cenário ruim no futuro, pagando menos nas cotações das empresas que o compõem e em consequência o Ibovespa é negociado com um múltiplo menor.

3.3.1- Rentabilidade das ações subvalorizadas no primeiro dia de negociação

Das 41 ações da amostra 22 foram precificadas com múltiplo preço/lucro menor que do índice Ibovespa. Segue abaixo quadro com os dados destas empresas:

Tabela 3.1 - Nome das empresas subvalorizadas e dados de análise.

NOME DE PREGÃO	Início de Negociação	Preço	Índice Preço/ Lucro	Índice Preço/ Lucro Ibovespa	Preço de Fechamento no primeiro dia de negociação
GP INVEST ¹	26/2/2008	R\$ 14,75	9,7	14,7	15,32
COPASA	25/4/2008	R\$ 24,50	8,6	14,8	25,80
GERDAU MET ON	28/4/2008	R\$ 78,35	13,8	14,9	80,50
GERDAU MET PN	28/4/2008	R\$ 78,35	13,8	14,9	82,95
VALE R DOCE ON	18/7/2008	R\$ 46,28	11,4	13,8	44,78
VALE R DOCE PN	18/7/2008	R\$ 39,90	9,8	13,8	38,99
REDECARD	26/3/2009	R\$ 24,50	13,8	14,3	27,75
MRV	25/6/2009	R\$ 24,50	14,4	23,5	25,44
BR MALLS PAR	3/7/2009	R\$ 15,00	(84,5)	23,3	15,36
LIGHT S/A	15/7/2009	R\$ 24,00	5,0	23,3	24,05
HYPERMARCAS	16/7/2009	R\$ 23,00	(22,0)	23,6	23,80
NATURA	3/8/2009	R\$ 26,50	22,0	25,4	27,21
ROSSI RESID	5/10/2009	R\$ 12,50	20,2	21,5	13,35
GOL ¹	13/10/2009	R\$ 16,50	(3,6)	22,4	17,70
CCR RODOVIAS	23/10/2009	R\$ 33,00	20,4	22,5	33,10
MARFRIG	12/11/2009	R\$ 19,00	(185,7)	22,2	19,00
ENERGIAS BR	26/11/2009	R\$ 28,50	11,6	19,7	31,05
ANHANGUERA	10/12/2009	R\$ 22,50	(742,2)	20,4	23,39
EVEN	19/4/2010	R\$ 6,00	11,2	15,6	6,10
BANCO DO BRASIL	2/7/2010	R\$ 24,65	6,9	13,5	26,50
PETROBRAS ON	27/9/2010	R\$ 29,65	13,3	14,4	30,25
PETROBRAS PN	27/9/2010	R\$ 26,30	8,9	14,4	26,50

Fonte: Tabela de elaboração própria de dados retirados da CBLIC e Economática.

Na tabela da página anterior, nota-se que vinte dessas empresas no primeiro dia de negociação da oferta de ações fecharam com preço superior ao preço do *bookbuilding*, uma fechou com o mesmo preço e somente uma fechou com o preço abaixo.

Segue abaixo um quadro com a distribuição percentual da amostra em relação a seus desempenhos.

Tabela 3.2 – Distribuição percentual das ações subvalorizadas de acordo com suas rentabilidades.

Percentual da amostra com rentabilidade positiva no 1o dia.	91%
Percentual da amostra com rentabilidade negativa no 1o dia.	4,5%
Percentual da amostra com rentabilidade zero no 1o dia.	4,5%

Fonte: Tabela de elaboração própria de dados retirados da CBLC e Economática.

Vê-se que na amostra o percentual de empresas que tiveram rentabilidade positiva foi de 91% da amostra de 22 ações.

Flippers são investidores que participam de *IPO* ou *follow on* e sempre vendem as ações provenientes destas no primeiro dia de negociação independente de terem lucro ou prejuízo.

A rentabilidade média dos investidores que participaram da oferta pública de ações e venderam no primeiro dia, os *flippers*, foi de 3,8% na amostra de empresas que fecharam com preço maior que do *bookbuilding*.

No caso dos que participaram da oferta e o preço de fechamento foi menor que o determinado no processo de formação de preço, a perda foi de 0,6%. Segue abaixo a tabela com as informações:

Tabela 3.3 – Rentabilidade média das ações subvalorizadas.

	Quantidade de Empresas	Rentabilidade Média
Preço de Fechamento > Preço do Bookbuilding	20	4,2%
Preço de Fechamento < Preço do Bookbuilding	1	-0,6%
Preço de Fechamento = Preço do Bookbuilding	1	0,0%
Total empresas subvalorizadas	22	3,8%

Fonte: Tabela de elaboração própria de dados retirados da CBLC e Economática.

Um investidor que tivesse participado de todos os *follow on's* em que as ações compradas estivessem sub-valorizadas em comparação com o Ibovespa através do cálculo do múltiplo preço/lucro teria no final ganho em média 3,8% em cada uma delas.

Para demonstrar quanto o investidor teria ganho participando de todas ofertas com múltiplos sub-valorizados foram feitas as seguintes suposições:

- a) Dá-se 100 reais para um investidor aplicar no primeiro *follow on* da GP Invest.
- b) O investidor deverá reinvestir o montante inicial mais a rentabilidade (seja ela positiva ou negativa) ganha na oferta de ações anterior na próxima oferta de ações.
- c) O investidor teria de investir até a última oferta de uma empresa com P /L menor que do Ibovespa.
- d) No caso de empresas que tem uma ação ordinária e uma preferencial e fizessem o lançamento das duas classes de ativo no mesmo dia o investidor teria que investir 50% do seu capital em cada uma delas.

O montante final é de R\$ 211,07, ou seja, um retorno de 111,07% num período de 2 anos.

3.3.2-Ações sobrevalorizadas e a rentabilidade média dos *flippers*

No estudo empresas sobrevalorizadas são aquelas em que o índice preço/lucro estava mais alto que do Ibovespa no dia do primeiro dia de negociação da oferta de ações.

Na amostra total de 41 ações somente 19 se encontravam sobrevalorizadas nos seus respectivos *follow on's*. Segue tabela com o nome das empresas sobrevalorizadas e outras informações da oferta de ações como: primeiro dia de negociação, preço unitário de cada ação, múltiplo da companhia, múltiplo do Ibovespa e preço de fechamento da ação.

Tabela 3.4 – Nome das empresas sobrevalorizadas e dados de análise.

NOME DE PREGÃO	Início de Negociação	Preço	Índice Preço/ Lucro	Índice Preço/ Lucro Ibovespa	Preço de Fechamento no primeiro dia de negociação
REDECARD	14/3/2008	R\$ 26,00	25,0	14,0	R\$ 26,05
ANHANGUERA	23/4/2008	R\$ 26,00	45.281,6	14,8	R\$ 26,00
GERDAU ON	28/4/2008	R\$ 60,30	17,6	14,9	R\$ 50,60
GERDAU PN	28/4/2008	R\$ 60,30	17,6	14,9	R\$ 63,90
SLC AGRICOLA	27/6/2008	R\$ 27,50	77,9	15,1	R\$ 30,20
BRF FOODS	23/7/2009	R\$ 40,00	179,9	24,6	R\$ 40,00
MULTIPLAN	28/9/2009	R\$ 26,50	50,6	22,4	R\$ 27,44
PDG REALT	5/10/2009	R\$ 14,00	28,1	21,5	R\$ 14,40
BROOKFIELD	22/10/2009	R\$ 6,80	29,0	22,8	R\$ 7,09
IGUATEMI	26/10/2009	R\$ 28,50	29,4	22,5	R\$ 26,50
CYRELA REALT	29/10/2009	R\$ 22,00	33,5	22,0	R\$ 23,10
INPAR S/A	4/2/2010	R\$ 3,20	70,4	15,2	R\$ 3,20
PDG REALT	8/2/2010	R\$ 14,50	16,7	15,0	R\$ 14,75
GAFISA	25/3/2010	R\$ 12,50	24,5	16,2	R\$ 12,76
HYPERMARCAS	5/4/2010	R\$ 21,00	36,2	16,1	R\$ 23,20
JBS	29/4/2010	R\$ 8,00	158,7	15,3	R\$ 8,16
ESTACIO PART	4/10/2010	R\$ 19,00	24,2	13,7	R\$ 21,49
LOPES BRASIL	25/10/2010	R\$ 37,51	41,3	13,4	R\$ 36,00
ANHANGUERA	13/12/2010	R\$ 36,70	73,4	13,3	R\$ 37,35

Fonte: Tabela de elaboração própria de dados retirados da CBLIC e Economática.

Das 19 empresas que se enquadram como sobrevalorizadas 13 tiveram rentabilidade positiva para os investidores *flippers*, 3 fecharam com o mesmo preço definido no *bookbuilding* e 3 tiveram rentabilidade negativa.

Observando o gráfico nota-se que a companhia Anhanguera Educacional está com um múltiplo bem acima das outras empresas sobrevalorizadas. Isto se deve a empresa em 2007 ter gasto 29,5 milhões de reais com despesas referentes ao seu *IPO*, 33,6 milhões com despesas de amortização de ágio (de empresas incorporadas e adquiridas) e teve aumento substancial no pagamento de Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido. Um dos motivos desse aumento foi o crescimento da receita de atividades não isentas (exemplo: venda de livros e cursos de pós-graduação).

A empresa no ano de 2007 teve lucro de 0,4 milhão de reais, mas se fossem excluídos os efeitos descritos acima a empresa teria tido um lucro de 63,5 milhões de reais. Se tivesse sido utilizado o valor de 63,5 milhões de reais, o múltiplo preço/lucro da companhia seria de 289. Valor este mais em linha com uma empresa em crescimento do que o valor de 45.281 vezes. O lucro de 2007 foi afetado por efeitos não-recorrentes e por este motivo se encontra tão mais acima do que o de outras empresas.

Tabela 3.5 - Distribuição percentual das ações sobrevalorizadas de acordo com suas rentabilidades.

Percentual da amostra com rentabilidade positiva no 1o dia.	68%
Percentual da amostra com rentabilidade zero no 1o dia.	16%
Percentual da amostra com rentabilidade zero no 1o dia.	16%

Fonte: Tabela de elaboração própria de dados retirados da CBLC e Economática.

Analisando o quadro acima nota-se que 84% das ações sobrevalorizadas fecharam o primeiro dia com rentabilidade zero ou maior. Isto é, 68% da amostra com rentabilidade positiva, 16% sem variação e também 16% com preço no fechamento menor que o preço da oferta.

Tabela 3.6 - Rentabilidade média das ações sobrevalorizadas.

	Quantidade de Empresas	Rentabilidade Média
Preço de Fechamento > Preço do Bookbuilding	13	4,8%
Preço de Fechamento < Preço do Bookbuilding	3	-9,0%
Preço de Fechamento = Preço do Bookbuilding	3	0,0%
Total empresas sobrevalorizadas	19	1,9%

Fonte: Tabela de elaboração própria de dados retirados da CBLC e Economática.

Na tabela acima é mostrado os ganhos e perdas que as empresas que fizeram uma oferta de ações sobrevalorizada em relação ao Ibovespa tiveram ao final do primeiro dia de negociação. As 13 empresas que fecharam com preço superior ao do *bookbuilding* tiveram na média 4,8% de rentabilidade positiva. Já as 3 empresas que performaram negativamente tiveram rentabilidade média de -9,0%. O investidor que participou das 19 ofertas teve rentabilidade média de 1,9%.

Fez-se o mesmo estudo com as empresas subvalorizadas para as ações sobrevalorizadas. A única diferença foi que em vez de pesquisar as empresas subvalorizadas foram pesquisadas as sobrevalorizadas. Como resultado constatou-se que se um investidor tivesse aplicado 100 reais na oferta de Redecard e sempre reinvestisse o principal mais a rentabilidade ganha na oferta anterior até o último *follow on*, no caso o da Anhangüera Educacional, ele teria tido uma rentabilidade de mais de 46% e acumularia R\$ 146,08.

Na primeira tabela dessa seção foram apresentadas três empresas que apresentaram desempenho negativo. Destas, a ação Gerdau ON apresentou preço superior ao da sua negociação em bolsa na semana do seu *follow on*. Isto se deve ao fato

do acionista majoritário da empresa (Metalúrgica Gerdau) ter evitado a diluição da sua participação na companhia, pagando um preço maior que a da sua negociação na bolsa de valores (essa situação se chama no mercado financeiro “prêmio de controle”) para continuar sendo o acionista com participação maior que 50% na empresa e ter poder de decisão nesta.

Este fato havia sido divulgado ao mercado financeiro antes do processo de formação do preço da ação e faria o investidor não participar da oferta de ações da Gerdau ON. Mesmo assim caso tivesse feito o pedido para participar da oferta não teria participado, pois o coordenador da oferta excluiu desta todos investidores não institucionais devido a diferença de preço ser alta em relação aos preços praticados na bolsa e por esse preço só valer a pena para quem fosse comprar um percentual alto da companhia para influenciar nas suas decisões (“prêmio de controle”).

Caso esta tivesse sido excluída do estudo de empresas sobrevalorizadas o percentual de empresas que tiveram resultado positivo no primeiro dia seria de 72%, a rentabilidade média das empresas que deram prejuízo no primeiro dia seria – 5,52% em vez de – 9% e no final de todas as ofertas o valor seria R\$ 163,41.

3.4 – Underpricing em follow on's

Underpricing, como dito no primeiro parágrafo, é quando a ação de uma empresa no primeiro dia de negociação após a sua oferta de ações fecha com preço superior ao preço acordado no *bookbuilding*.

Foi utilizado o método de *Initial Returns* utilizado em pesquisas ligadas a finanças para operações de curtíssimo prazo. Segue abaixo a fórmula conforme Procianny e Cigerza (2008):

$$IR = (P_{\text{fechamento}} / P_{\text{oferta}}) - 1;$$

Onde:

$P_{\text{fechamento}}$ = Preço de fechamento no primeiro dia de negociação;

P_{oferta} = Preço acordado no *bookbuilding* da oferta de ações.

Abaixo segue todas as 41 companhias que realizaram follow on entre 2008 e 2010 e algumas informações destas:

Tabela 3.7 – Nome de todas as empresas da amostra e dados de análise.

NOME DE PREGÃO	Início de Negociação	Preço	Índice Preço/ Lucro	Índice Preço/ Lucro Ibovespa	Preço de Fechamento no primeiro dia de negociação
GP INVEST	26/2/2008	R\$ 14,75	9,7	14,7	R\$ 15,32
REDECARD	14/3/2008	R\$ 26,00	25,0	14,0	R\$ 26,05
ANHANGUERA	23/4/2008	R\$ 26,00	45.281,6	14,8	R\$ 26,00
COPASA	25/4/2008	R\$ 24,50	8,6	14,8	R\$ 25,80
GERDAU ON	28/4/2008	R\$ 60,30	17,6	14,9	R\$ 50,60
GERDAU PN	28/4/2008	R\$ 60,30	17,6	14,9	R\$ 63,90
GERDAU MET ON	28/4/2008	R\$ 78,35	13,8	14,9	R\$ 80,50
GERDAU MET PN	28/4/2008	R\$ 78,35	13,8	14,9	R\$ 82,95
SLC AGRICOLA	27/6/2008	R\$ 27,50	77,9	15,1	R\$ 30,20
VALE R DOCE ON	18/7/2008	R\$ 46,28	11,4	13,8	R\$ 46,01
VALE R DOCE PN	18/7/2008	R\$ 39,90	9,8	13,8	R\$ 40,16
REDECARD	26/3/2009	R\$ 24,50	13,8	14,3	R\$ 27,75
MRV	25/6/2009	R\$ 24,50	14,4	23,5	R\$ 25,44
BR MALLS PAR	3/7/2009	R\$ 15,00	(84,5)	23,3	R\$ 15,36
LIGHT S/A	15/7/2009	R\$ 24,00	5,0	23,3	R\$ 24,05
HYPERMARCAS	16/7/2009	R\$ 23,00	(22,0)	23,6	R\$ 23,80
BRF FOODS	23/7/2009	R\$ 40,00	179,9	24,6	R\$ 40,00
NATURA	3/8/2009	R\$ 26,50	22,0	25,4	R\$ 27,21
MULTIPLAN	28/9/2009	R\$ 26,50	50,6	22,4	R\$ 27,44
ROSSI RESID	5/10/2009	R\$ 12,50	20,2	21,5	R\$ 13,35
PDG REALT	5/10/2009	R\$ 14,00	28,1	21,5	R\$ 14,40
GOL	13/10/2009	R\$ 16,50	(3,6)	22,4	R\$ 17,70
BROOKFIELD	22/10/2009	R\$ 6,80	29,0	22,8	R\$ 7,09
CCR RODOVIAS	23/10/2009	R\$ 33,00	20,4	22,5	R\$ 33,10
IGUATEMI	26/10/2009	R\$ 28,50	29,4	22,5	R\$ 26,50
CYRELA REALT	29/10/2009	R\$ 22,00	33,5	22,0	R\$ 23,10
MARFRIG	12/11/2009	R\$ 19,00	(185,7)	22,2	R\$ 19,00
ENERGIAS BR	26/11/2009	R\$ 28,50	11,6	19,7	R\$ 31,05
ANHANGUERA	10/12/2009	R\$ 22,50	(742,2)	20,4	R\$ 23,39
INPAR S/A	4/2/2010	R\$ 3,20	70,4	15,2	R\$ 3,20
PDG REALT	8/2/2010	R\$ 14,50	16,7	15,0	R\$ 14,75
GAFISA	25/3/2010	R\$ 12,50	24,5	16,2	R\$ 12,76
HYPERMARCAS	5/4/2010	R\$ 21,00	36,2	16,1	R\$ 23,20
EVEN	19/4/2010	R\$ 6,00	11,2	15,6	R\$ 6,10
JBS	29/4/2010	R\$ 8,00	158,7	15,3	R\$ 8,16
BANCO DO BRASIL	2/7/2010	R\$ 24,65	6,9	13,5	R\$ 26,50
PETROBRAS ON	27/9/2010	R\$ 29,65	13,3	14,4	R\$ 30,25
PETROBRAS PN	27/9/2010	R\$ 26,30	8,9	14,4	R\$ 26,50
ESTACIO PART	4/10/2010	R\$ 19,00	24,2	13,7	R\$ 21,49
LOPES BRASIL	25/10/2010	R\$ 37,51	41,3	13,4	R\$ 36,00
ANHANGUERA	13/12/2010	R\$ 36,70	73,4	13,3	R\$ 37,35

Fonte: Tabela de elaboração própria de dados retirados da CBLC e Economática.

Nota-se que dentre as 41 empresas que compõem a amostra 33 tiveram rentabilidade positiva no primeiro dia de negociação após o processo de formação de preço, 4 fecharam sem oscilação no preço e somente 4 empresas tiveram desempenho negativo sendo que uma delas foi a Gerdau ON caso este já descrito acima.

Entre as companhias que realizam oferta de ações após seu *IPO* 90% tiveram desempenho positivo ou sem oscilação no primeiro dia e somente 10% deram prejuízo aos participantes como se vê no quadro abaixo.

Tabela 3.8 - Distribuição percentual de toda amostra de acordo com suas rentabilidades.

Percentual da amostra com rentabilidade positiva no 1o dia.	80%
Percentual da amostra com rentabilidade negativa no 1o dia.	10%
Percentual da amostra com rentabilidade zero no 1o dia.	10%

Fonte: Tabela de elaboração própria de dados retirados da CBLC e Economática.

Na tabela abaixo está sendo mostrada a rentabilidade média em cada um dos casos possíveis.

Tabela 3.9 - Rentabilidade média de toda amostra

	Quantidade de Empresas	Rentabilidade Média
Preço de Fechamento > Preço do Bookbuilding	33	4,4%
Preço de Fechamento < Preço do Bookbuilding	4	-6,9%
Preço de Fechamento = Preço do Bookbuilding	4	0,0%
Total de empresas que fizeram <i>follow on</i> entre 2008 - 2010	41	0,0%

Fonte: Tabela de elaboração própria de dados retirados da CBLC e Economática.

No caso das 33 empresas que no primeiro dia deram lucro ao investidor a rentabilidade média foi de 4,4% e nas 4 empresas que deram prejuízo a rentabilidade média foi de -6,9%. Se fosse excluída da amostra a ação da Gerdau ON a rentabilidade seria de -3,9%.

De acordo com as mesmas regras descritas anteriormente se um investidor tivesse investido R\$ 100,00 no primeiro *follow on* de 2008 e reinvestisse o montante principal mais o rendimento da oferta anterior até a última oferta de 2010 ele teria no final o montante de R\$ 309,01.

CONCLUSÃO

No nosso estudo foi analisado os resultados dos *follow on's* no período entre 2008 e 2010. Esta operação ocorre quando empresas que já realizaram sua oferta primária de ações vão novamente ao mercado captar recursos com emissão de novas ações ou acionistas com percentual relevante da companhia vendem uma parte ou a totalidade de suas ações. Não ficou evidenciado que utilizar o índice preço/ lucro da companhia e compará-lo com o do Ibovespa tem alguma relação com ter lucro ou prejuízo nas operações de “flipagem”, pois a maior parte das empresas subvalorizadas como das sobrevalorizadas registraram lucro.

Com relação a segunda hipótese testada assim, como em estudos anteriores que só compreendiam *IPOs*, ficou evidenciado que nos *follow on's* também ocorre o fenômeno do *underpricing*. Isto ocorre porque no dia de precificação da ação normalmente a empresa ou acionista vendedor precisa dar um “desconto” no preço da ação em relação ao preço negociado nos últimos pregões para conseguir vender todo o bloco de ações desejado, pois caso não venda com preço melhor que o negociado em bolsa o investidor tem a opção de no dia seguinte comprar no mercado de capitais por um preço mais vantajoso.

É sabido que, para as pessoas físicas, as corretoras de valores mobiliários que participam de oferta de ações só pedem como garantia para a operação (normalmente) 20% do valor pedido, ou seja, caso o cliente deseje pedir 100 mil reais num *follow on* este só precisa ter na corretora 20 mil reais em ações, títulos públicos ou outras garantias aceitas pela BOVESPA. Nesse caso a pessoa fica alavancada em 5 vezes, ou seja, está pedindo 5 vezes o que ela tem de patrimônio líquido custodiado na corretora. Isto faz com que os *flippers* tenham seus lucros ou prejuízos inflados em 5 vezes, pois caso a ação tenha alta de 1% sobre o preço no bookbuilding o investidor terá lucro de 5%.

Para o investidor ficou demonstrado o que é ouvido comumente sobre *follow on's*. Ou seja, que participar destas dão lucro para quem vende no primeiro dia. No nosso estudo um percentual altíssimo de ofertas deram lucro no primeiro dia, o que aliado com a alavancagem faz os *follow on's* serem muito atrativos para o investidor. Porém, vale ressaltar que nem todas as ofertas deram lucro, daí a importância de ler os

prospectos da oferta e as informações divulgadas na mídia sobre a empresa ou setor para analisar se é vantajoso participar de determinada oferta.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF NETO, A. Mercado Financeiro. São Paulo: Atlas, 2007.

BARROS, J.R.M. *et al.* Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro. São Paulo: BOVESPA, Jul. 2000. Disponível em: www.bovespa.com.br. Acesso em: 15 de abril de 2011.

CARVALHO, A.G. Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil - a experiência dos anos 90. Revista Economia Aplicada, v.4, n.3, 2000.

CASAGRANDE, H.N. Abertura do capital de empresas no Brasil. São Paulo: Atlas, 1989.

CAVALCANTE, F.; MARTELANC,R.; PASIN,R.. Avaliação de Empresas: Um guia para Fusões e Aquisições e Gestão de Valor. São Paulo: Financial Time / Prentice Hall, 2004.

CAVALCANTE, F.; MISUMI, J.Y. Mercado de capitais. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

CAVALCANTE, F.; MISUMI, J.Y.; RUDGE, L.F. Mercado de capitais: o que é, como funciona. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

DAMODARAN, A. Avaliação de Investimentos: Ferramentas e técnicas para determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2006.

FAMA, E.; FRENCH, K. *Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions About Dividends and Debts*. The Center for Research in Security Prices, working paper no. 506, Dec 2000. Disponível em: <http://papers.ssrn.com>. Acesso em: 17 de abril de 2011.

FAMÁ, R.; NETO, M.R.S. Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro – o novo mercado. V SEMEAD – Ensaio Finanças, 2001.

ISHIKAWA, S. Mercado financeiro e de capitais. São Paulo: Atlas, 2003.

LEAL, R.P.C; SAITO, R. Finanças corporativas no Brasil. RAE- Revista de Administração de Empresas, v.2, n.2, 2003.

LUNDHOLM, R; SLOAN, R. Equity valuation & analysis with Eval. Nova Iorque: McGraw-Hill/Irwin, 2004.

MEDEIROS, O.R.; RAMOS, F.C. Determinantes do desempenho e volatilidade da BOVEPSA: um estudo empírico. 4º. Congresso de Controladoria e Contabilidade. São Paulo: FEA /USP, 2004.

OLIVEIRA, C.J.; Implementação da simulação de abertura de capital no jogo de empresas G I- Micro. Dissertação de Mestrado. Florianópolis: UFSC, 2002.

PINHEIRO, J.L. Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas. São Paulo: Atlas, 2007.

PROCIANOY, J.L.; CIGERZA, G.C. IPOs in emerging markets: a comparison of Brazil, India and China. 8º. Congresso Brasileiro de Finanças. Rio de Janeiro: SBFIn, 2008.

RAPPAPORT, A. Creating shareholder value: a guide for managers and investors. Nova Iorque: The Free Press, 1998.

REILLY, F.; BROWN, K.C. Investment Analysis & Portfolio Management. Estados Unidos da América: Thomson e Mason, n.7, 2003.

ROCK, K. Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*. 1986. Disponível em: www.sciencedirect.com. Acesso em: 15 de abril de 2011.

ROGERS, P.; RIBEIRO, K.C.S.; SECURATO, J.R. Governança corporativa, mercado de capitais e crescimento econômico no Brasil. Rio de Janeiro: ANPAD, 2006.

SAITO, R.; PEREIRA, J.A.C.M. Bookbuilding e alocação estratégica: evidência do mercado brasileiro de ações. *Revista Brasileira de Finanças*, v.4, n.1, 2006.

STEWART, G.B. The Quest for Value. Nova Iorque: Harper Business, 1991.

VIEIRA, A.C.M.; OLIVEIRA, E.F. Abertura de capital das empresas no Brasil: o estudo de caso da Natura Cosméticos S.A. São Paulo: Revista UNIFIEO, 2007.

NOME DE PREÇÃO	Preço (R\$)	Qtd de Ações Primárias no follow on (em milhões)	VOLUME PRIMÁRIA (R\$)	Qtd de Ações Secundárias no follow on (em milhões)	VOLUME SECUNDÁRIA (R\$)	Qtd de Ações antes do follow on (em milhões)	Qtd de Ações depois do follow on (em milhões)	Lucro Líquido no Ano anterior ao IPO (em milhões de reais)	Índice Preço/ Lucro	Índice Preço/ Lucro Ibovespa	Preço de fechamento no primeiro dia de negociação
SP INVEST	14,75	6.215.373	91.676.752	-	-	32.159.632	38.097.089	49.028	9,7	14,7	15,32
REDECARD	26,00	-	-	46.796.277	1.216.703.202	672.970.705	672.970.705	700.765	25,0	14,0	26,05
ANHANGUERA	26,00	19.550.000	508.300.000	-	-	705.348.220	842.198.220	405	45,281,6	14,8	26,00
POPASA	24,50	-	-	18.776.521	460.024.765	115.164.948	115.164.948	329.823	8,6	14,8	25,80
BERDAU ON	60,30	16.686.239	1.006.180.212	-	-	231.607.008	248.293.247	2.288.310	17,6	14,9	50,60
BERDAU PN	60,30	31.410.825	1.894.072.748	-	-	435.986.041	467.396.866	2.288.310	17,6	14,9	63,90
BERDAU MET ON	78,35	6.432.905	504.018.107	-	-	62.376.592	68.809.897	1.062.433	13,8	14,9	80,50
BERDAU MET PN	78,35	12.778.088	1.001.163.195	-	-	124.753.184	137.531.272	1.062.433	13,8	14,9	82,95
S/LC AGRICOLA	27,50	9.397.500	258.431.250	4.027.499	110.756.223	89.500.000	96.897.500	31.997	77,9	15,1	30,20
VALE R DOCE ON	46,28	258.926.766	11.890.570.730	-	-	2.999.797.716	3.256.724.822	20.005.562	11,4	13,8	46,01
VALE R DOCE PN	39,90	189.063.218	7.543.622.398	-	-	1.919.516.400	2.108.579.818	20.005.562	9,8	13,8	40,16
REDECARD	24,50	-	-	82.000.000	2.009.000.000	672.970.705	672.970.705	1.196.120	13,8	14,3	27,75
MRV	24,50	24.300.000	595.350.000	5.175.000	126.787.500	136.166.552	160.466.552	231.030	14,4	23,5	25,44
BR MALLS PAR	15,00	30.284.676	454.270.140	25.439.127	381.586.905	171.509.788	201.794.664	(90.457)	(84,5)	23,3	15,96
LIGHT S/A	24,00	-	-	32.170.480	772.091.520	203.934.060	203.934.060	974.453	5,0	23,3	24,05
HYPERMARCAS	23,00	24.500.000	569.500.000	10.000.000	230.000.000	198.600.697	223.100.697	(207.876)	(22,0)	23,6	23,80
BRF FOODS	40,00	132.250.000	5.290.000.000	-	-	244.595.660	376.845.660	54.372	179,9	24,6	40,00
NATURA	26,50	-	-	56.796.411	1.505.104.892	430.028.699	430.028.699	518.111	22,0	25,4	27,21
MULTIPLAN	26,50	29.900.000	792.350.000	-	-	147.759.441	177.699.441	77.397	50,6	22,4	27,44
ROSSI RESID	12,50	74.250.000	928.125.000	-	-	192.186.388	266.436.388	118.698	20,2	21,5	13,35
POG REALT	14,00	56.000.000	784.000.000	19.600.000	274.400.000	310.394.696	366.394.696	182.463	28,1	21,5	14,40
BOL	16,50	38.005.000	627.082.500	24.185.000	399.053.500	228.394.313	266.399.313	(1.237.114)	(3,6)	22,4	17,70
BROOKFIELD	22,10/2009	82.750.000	562.700.000	15.000.000	102.000.000	355.390.215	438.140.315	102.837	29,0	22,8	7,09
BOA RODOVAS	33,00	38.295.000	1.263.735.000	-	-	403.101.800	441.396.800	713.566	20,4	22,5	33,10
GUATEMI	28,50	14.400.000	410.400.000	-	-	64.855.489	76.754	79.254,89	29,4	22,5	26,50
PIRELLA REALT	22,00	53.750.000	1.182.500.000	-	-	368.615.226	422.365.226	277.708	33,5	22,0	23,10
VARFRIG	19,00	79.040.000	1.501.760.000	-	-	267.943.954	346.983.954	(35.500)	(185,7)	22,2	19,00
ENERGIAS BR	28,50	-	-	15.500.000	441.750.000	158.805.204	158.805.204	388.779	11,6	19,7	31,05
ANHANGUERA	22,50	-	-	33.350.000	750.375.000	858.229.901	858.229.901	(26.016)	(742,2)	20,4	23,39
MPAR S/A	3,20	87.500.000	280.000.000	-	-	197.809.452	285.309.452	12.973	70,4	15,2	3,20
POG REALT	14,50	-	-	111.647.687	1.618.891.462	339.877.818	339.877.818	338.132	16,7	15,0	14,75
SARISA	12,50	85.100.000	1.063.750.000	-	-	334.154.274	419.254.274	213.540	24,5	16,2	12,76
HYPERMARCAS	21,00	58.696.000	1.232.616.000	-	-	481.201.394	539.897.394	313.373	36,2	16,1	23,20
EVEN	6,00	54.333.334	326.000.004	30.000.000	180.000.000	178.960.074	239.293.068	124.454	11,2	15,6	6,10
JBS	8,00	200.000.000	1.600.000.000	-	-	2.367.471.476	2.567.471.476	129.424	158,7	15,3	8,16
BANCO DO BRASIL	24,65	286.000.000	7.049.900.000	110.000.000	2.711.500.000	2.969.869.551	2.855.869.551	10.147.522	6,9	13,5	26,50
PETROBRAS ON	29,65	2.369.106.798	70.244.016.561	-	-	5.073.347.344	7.442.454.142	28.981.708	13,3	14,4	30,25
PETROBRAS PN	26,30	1.901.313.992	50.004.542.210	-	-	3.700.729.396	5.602.042.788	28.981.708	8,9	14,4	26,50
ESTACAO PART	19,00	3.280.324	62.326.156	32.803.240	623.261.560	78.751.843	82.032.167	64.280	24,2	13,7	21,49
LOPES BRASIL	37,51	5.520.000	207.055.200	-	-	49.568.644	55.088.644	49.997	41,3	13,4	36,00
ANHANGUERA	36,70	23.000.000	844.100.000	-	-	112.690.261	145.690.261	72.859	73,4	13,3	37,35