

Análise da *Performance* de Longo Prazo dos IPOs no mercado de ações Brasileiro.

Autoria: Gisely Jussyla Tonello Martins, Carina Cargnelutti Dal Pai, Maurício Fernandes Pereira

Resumo

Com as mudanças na economia mundial as políticas de obtenção de recursos das empresas passam a ter destaque no mundo corporativo e hoje já se observa um maior interesse de organizações de vários setores da economia em abrir seu capital. O recente ciclo de Ofertas Públicas Iniciais (*Initial Public Offerings - IPOs*) ocorrido no Brasil mostra que o país também está seguindo esta tendência. Desta forma, este estudo tem por objetivo fazer uma análise de longo prazo dos IPOs ocorridos na Bovespa no ano de 2004, buscando compreender um fenômeno típico das aberturas de capital, a *underperformance* de longo prazo e identificar se esta anomalia apresenta relação (positiva ou negativa) com a idade das organizações na data da listagem. Para tanto, inicialmente foi realizada uma pesquisa bibliográfica a fim de levantar as principais teorias que contribuem para a análise do desempenho dos IPOs e, em seguida, foi realizada uma análise comparativa entre as organizações. A amostra compreendeu todas as empresas listadas naquele ano, sendo que a avaliação foi realizada através de comparação entre as oscilações dos preços das ações e da aplicação dos métodos dos múltiplos, compreendendo o período de 2005 a 2007. Na análise observou-se que não houve uma relação clara entre idade e performance.

1. INTRODUÇÃO

A economia mundial tem se transformado constantemente e a globalização possibilitou uma maior comunicação entre as pessoas, empresas e governos. A financeirização da economia representou a eliminação de fronteiras para os recursos financeiros. Estes se movimentam pelo mundo sem limites. De um lado está o capital especulativo, e de outro, o produtivo.

A abertura de fronteiras por parte de alguns países, acarretada pela mudança de política econômica especialmente na década de 90, é marcada por um volume muito grande de incorporações e fusões. A chamada “Nova Economia” é um reflexo da globalização e tem por característica uma dinamização maior das empresas e o surgimento das Tecnologias de Informação (TIs). A bolha da internet gerada pelas empresas pontocom estimulou também a onda de Ofertas Públicas Iniciais ou, na sigla em inglês Initial Public Offerings (IPOs), observada de modo especial no mercado estadunidense.

A primeira oferta pública inicial (IPOs) acontece quando uma empresa abre capital, vendendo a sua primeira emissão de ações em uma oferta geral aos investidores (BREALEY; MYERS; MARCUS, 2002). Essa reestruturação vai mudar o mix de financiamento, que projeta fluxos de caixa satisfatórios para remunerar o capital investido, tanto os próprios como de terceiros. Entretanto, nem sempre os emissores ou os investidores podem concretizar os retornos esperados por seus investimentos, em virtude das anomalias observadas nos IPOs.

O recente ciclo de ofertas públicas iniciais (IPOs), ocorrido no Brasil de meados de 2004 ao final de 2007 movimentou o mercado de ações nacional. Ao total foram 107 aberturas de capital ao longo deste período (BOVESPA, 2007).

Os IPOs são importantes reflexos de crescimento da economia brasileira, por isso este trabalho procurou realizar um estudo para aprofundar conhecimentos sobre o desempenho de longo prazo das ações dos IPOs ocorridos no Brasil no ano de 2004. A pesquisa compreendeu os três anos seguintes à abertura de capital (período de 2005 a 2007),

onde se buscou identificar se há alguma relação entre a idade da empresa e a performance de longo prazo de suas ações, de modo a identificar se empresas mais antigas podem ter uma performance melhor que empresas mais jovens.

A *underperformance* de longo prazo foi estudada por alguns autores e, conforme Ritter (1991) constatou, existe uma evidência importante desse fenômeno em empresas com menos idade. As empresas mais jovens tendem a apresentar um desempenho pior no longo prazo.

Nesse sentido, este artigo está estruturado como segue: na primeira seção faz-se um apanhado teórico sobre IPOs; na segunda seção é apresentada a metodologia utilizada no trabalho; no terceiro momento faz-se a análise dos dados, na quarta seção é realizada uma discussão acerca dos resultados obtidos e, por fim, estão as considerações finais e recomendações para estudos futuros.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

As teorias que explicam por que as empresas aderem ao mercado de capital são inúmeras, mas há uma evidência escassa devido à falta de divulgação de dados das empresas. Um estudo de Welch e Ritter (2002) na literatura existente sobre o assunto sugere que as condições do mercado são um fator de grande peso para a decisão de abrir capital ao público. O estágio da empresa em seu ciclo de vida parece ser o segundo fator mais importante. A empresa se encontra em determinado nível de crescimento e necessita de recursos que não consegue de outra maneira a não ser captando no mercado de capitais. Contudo a decisão por esta abertura não é tão simples por que existe a assimetria da informação, não se tem conhecimento da oferta justa inicial, o que leva muitas empresas a não aderir inicialmente. Sem o registro dessas empresas que optaram por esperar, não há como testar essas razões por falta de evidências empíricas.

Em geral, as aberturas de capital - ofertas públicas iniciais ou IPOs - costumam ocorrer em ciclos nos chamados mercados aquecidos (hot issues markets). Isto se deve ao fato de que os empresários procuram aproveitar as chamadas janelas de oportunidade do mercado, ou momentos mais adequados, para vender suas empresas (RITTER, 1991).

Segundo Ritter (1991), nos ciclos de IPOs costumam ocorrer alguns fenômenos considerados típicos: *underpricing* do primeiro dia e *underperformance* de longo prazo que significam, respectivamente, a tendência dos IPOs de apresentarem alta valorização no primeiro dia de negociação (em virtude da emissão com preço de oferta abaixo do valor de mercado) e, ao contrário, um desempenho inferior ao mercado no longo prazo (em geral, um período de três anos).

Ibbotson, Sindelar e Ritter (1994) num estudo realizado nos Estados Unidos com uma amostra de 15.000 IPOs realizadas no período de 1960 a 2000 encontraram um percentual de *underpricing* de 18,4%. Um estudo similar apontou no Brasil ganhos ainda maiores, onde os retornos dos IPOs alcançaram uma média próxima a 80% (AGGARWAL, LEAL e HERNANDEZ, 1993). O quadro abaixo reúne algumas das evidências de *underpricing* de curto prazo documentadas no mundo:

Quadro 1: Evidência Internacional de Underpricing de Curto prazo

País	Referências	Amostra tamanho	Período	Retorno Inicial Médio
Austrália	Lee, Taylor e Walter (1996)	266	1976-89	11,90%
Áustria	Aussenegg (1997)	67	1964-96	6,50%
Brasil	Aggarwal, Leal e Hernandez (1993)	62	1979-90	78,50%
Canadá	Jog e Srivastava (1994)	258	1971-92	5,40%
Chile	Aggarwal, Leal e Hernandez (1993)	19	1982-90	16,30%
Finlândia	Keloharju (1993)	85	1984-92	9,60%

Alemanha	Ljungqvist (1997)	170	1978-92	10,90%
Japão	Hebner e Hiraki (1993)	975	1970-96	24,00%
	Hamao, Packer e Ritter (1998)			
Coréia	Dhatt, Kim e Lim (1993)	347	1980-90	78,10%
Nova Zelândia	Vos e Cheung (1993)	149	1979-91	28,80%
Suécia	Ridder (1986); Rydqvist (1993)	213	1970-91	39,00%
Reino Unido	Levis (1993)	2.133	1959-90	12,00%
Estados Unidos	Ibbotson, Sindelar e Ritter (1994)	13.308	1960-96	15,80%

Fonte: TONIATO, 2007.

Várias hipóteses têm sido levantadas a fim de explicar porque os IPOs tendem a apresentar o fenômeno do *underpricing* de curto prazo. Brealey; Myers e Allen (2005) e Ritter (1991) apontam como principais causas desta anomalia:

- a) assimetria de informações entre emissores e compradores que faz com que os emissores ofertem suas ações abaixo do valor de mercado, em virtude da falta de informação dos compradores sobre a qualidade do ativo;
- b) a disposição dos emissores em oferecer suas ações a preços abaixo do preço “justo” ou “de mercado” como forma de incentivar as vendas;
- c) *the winner's curse*: a chamada maldição ou praga do vencedor é um fenômeno normalmente ocorrido em leilões, onde os ganhadores efetuam pagamento acima do valor real do ativo ou do valor estimado, gerando perda de dinheiro e desapontamento. À medida em que aumenta o número de compradores há a tendência de os apostadores efetuarem lances mais agressivos, então há maior possibilidade de ocorrer a superavaliação;
- d) a cascata de informação, onde os compradores observam e acompanham os movimentos entre si, só tomando a iniciativa da compra após alguém já o ter feito, o que contribui para que os emissores aceitem um preço inicial menor a fim de estimular as primeiras decisões de compra.

Para Welch e Ritter (2002) os problemas de agência também podem explicar esse comportamento. O lucro dos bancos de investimento depende da colocação de empresas com altos valores e oferecem ao investidor preços atraentes. Os bancos vão ajustando o preço da emissão até que sejam atraentes aos investidores e a partir de então buscam informações privilegiadas sobre o nível de interesse. Para que os investidores revelem seu verdadeiro interesse os bancos precisam garantir preços atraentes. Posteriormente a fixação do preço preliminar, os preços são ajustados lentamente pelos bancos subscritores.

Os estudos feitos por Guo, Lev e Shi (2004) contribuem para explicar a variação dos preços do IPO no curto e no longo prazo. A análise examinou se a intensidade de Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) da empresa está associada com o desempenho no curto e longo prazo de IPOs. Para isso foram examinados três grupos de empresas: aquelas sem P&D, aquelas com baixa intensidade de P&D e aquelas com intensidade elevada de P&D. A análise indicou que a prática de preços mais baixos está relacionada positivamente com a inexistência de P&D do emissor. As empresas com P&D elevado apresentaram um desempenho mais elevado nos preços. Contudo a assimetria das informações, a não divulgação das informações sobre P&D dos seus registros históricos de desempenho, influencia no preço mais baixo dos primeiros dias de IPO. Se existe uma divulgação de seu desempenho que traz maior confiabilidade, vai resultar em preços mais elevados.

Os estudos de Welch e Ritter (2002) apontaram ainda que o desempenho inicial de muitas IPOs não reflete seu valor intrínseco e acarreta na baixa de preços no longo prazo (*underperformance* de longo prazo). O mercado pode ser impropriamente otimista, pela evidência de altos preços no início e quedas no longo prazo. Pesquisas apontaram que não existe relação de confiança nos preços. O mercado ajusta o preço que os investidores estão dispostos a pagar, e parece que no longo prazo a IPOs apresentam um preço mais real em

contrapartida com a supervalorização das empresas dada pela “manipulação” dos preços determinados pelos bancos de investimento.

Ibbotson (1975), ao realizar uma pesquisa com IPOs listadas no período de 1960 a 1969, coletou evidências de que a performance a longo prazo dos IPOs obedece ao seguinte padrão: no primeiro ano a performance é positiva, nos próximos três anos o retorno tende a ser negativo e no quinto ano há a tendência de se tornar positivo novamente.

A fim de compreender e buscar explicações para esta anomalia observada ao longo do processo de abertura de capital das empresas (performance de longo prazo – 3 anos ou 36 meses), algumas pesquisas têm sido realizadas, gerando várias explicações para os fenômenos, porém nenhuma é realmente conclusiva. O quadro abaixo aponta algumas das pesquisas realizadas no mundo.

Quadro 2: Evidência Internacional de *Underperformance* de Longo prazo

País	Referência	Amostra Dimensão	Período	Médios Inicial Retorno
Austrália	Lee, Taylor e Walter (1996)	266	1976-89	-46,50%
Áustria	Aussenegg (1997)	67	1964-96	-27,30%
Brasil	Aggarwal, Leal e Hernandez (1993)	62	1979-90	-47,00%
Canadá	Kooli e Suret (2004)	445	1991-98	-16,86%
Chile	Aggarwal et. al. (1993)	19	1982-90	-23,70%
Finlândia	Keloharju (1993)	85	1984-92	-21,10%
Alemanha	Ljungqvist (1997)	170	1978-92	-12,10%
Japão	Cai e Wei (1997)	975	1970-96	-27,00%
Coréia	Dhatt, Kim e Lim (1993)	347	1980-90	2,00%
Nova Zelândia	Firth (1997)	143	1979-87	-10,00%
Suécia	Loughran, Ritter e Rydqvist (1994)	162	1980-90	1,20%
Reino Unido	Levis (1993)	712	1980-88	-8,10%
Estados Unidos	Loughran e Ritter (1995)	4.753	1970-90	-20,00%

Fonte: TONIATO, 2007.

Ao avaliar os dados é fácil perceber que a maioria dos estudos apontou retornos negativos na performance de longo prazo dos IPOs, o que é um dado importante. Em especial, o estudo realizado no Brasil por Aggarwal, Leal e Hernandez (1993) identificou uma *underperformance* de 47% ao final dos três anos após a abertura de capital.

Algumas das explicações mais relevantes para a *underperformance* de longo prazo dos IPOs são: o risco não medido, a má sorte, a hipótese das *fads* ou o excesso de otimismo dos investidores (RITTER, 1991).

De modo a identificar e acompanhar os padrões de risco de seus investimentos, os investidores podem valer-se de uma série de indicadores, tais como, Beta, EBITDA, faturamento, preço por ação, entre outros. A má sorte, entretanto, não necessariamente pode ser predita ou prevista o que, de certo modo, contribui para a volatilidade do mercado de ações.

Shiller (1990), contudo, aponta que os mercados financeiros, em particular os de IPOs, parecem muito susceptíveis a novidades e modas, fenômeno conhecido como hipótese das *fads*, onde as instituições financeiras simulam um ambiente de novidade ao redor da operação, o que acaba por incentivar as vendas e, conforme Ritter (1991) observou, isto pode contribuir para que no longo prazo, este clima de novidade se dilua, causando um impacto negativo nos retornos das ações.

Miller (1977) aponta a hipótese de divergência de opiniões como uma das causas da *underperformance* de longo prazo, que prevê que quanto maior for a divergência de opiniões entre os compradores, maior tenderá a ser o preço do IPO, pois a tendência é que o excesso de otimismo determine o valor das ações no primeiro dia. Contudo, ao longo do

tempo, quanto mais informações se tornarem disponíveis, as divergências entre otimistas e pessimistas tenderão a diminuir e o preço da ação tenderá a cair no longo prazo.

Um dado que chama atenção é que, segundo Ritter (1991), o fenômeno de *underperformance* de longo prazo parece ocorrer mais nas empresas de menor idade. O mesmo é apontado pela hipótese das *fads* que indica que a performance de longo prazo dos IPOs está relacionada com a idade da empresa listada (ALLEN; MORKEL-KINGSBURY; PIBOONTHANAKIAT, 1999). Ao analisar uma amostra de 1526 IPOs listadas nos Estados Unidos no período de 1975 a 1984, Ritter (1991) identificou que as empresas mais jovens foram as que obtiveram os piores retornos de longo-prazo, indicando a existência de uma forte relação entre a idade da empresa e a performance de suas ações no longo prazo. Para Carter et al. (1998 apud KHURSHED, MUDAMBI e GOERGEN, 1999), a idade da empresa também é um fator de risco para a performance de longo prazo após o IPO.

Allen, Morkel-Kingsbury e Piboonthanakiat (1999), contudo, ao analisar uma amostra de 151 IPOs listados no mercado de ações da Tailândia entre 1985 e 1992, não observaram esta relação, indicando inclusive que a idade está negativamente relacionada com a performance de longo prazo, ao constatar que as empresas mais jovens apresentaram os maiores retornos de longo-prazo. Isto os fez rejeitar a hipótese de que a performance de longo prazo é uma função positiva da idade da empresa listada, rejeitando, por conseguinte, a hipótese das *fads*. Khurshed, Mudambi e Goergen (1999), também, ao realizar uma pesquisa com os IPOs ocorridos no mercado de ações de Londres no período de 1991 a 1995, também não observaram nenhuma relação significativa entre a idade da empresa e sua performance de longo prazo. Segundo os autores, isto pode ser um indicativo de que o mercado de ações inglês confere menos importância à idade da empresa, do que os demais.

Como se pode observar, estes estudos apresentam conclusões contraditórias e é neste ponto que este artigo busca coletar evidências que comprovem ou não a relação entre a idade da organização e a performance de suas ações no longo prazo no Brasil. O objetivo é traçar um paralelo entre a idade da organização na data do IPO e os retornos oferecidos por suas ações no longo prazo, a fim de identificar se empresas mais antigas tendem a oferecer retornos maiores a seus acionistas.

3. METODOLOGIA

3.1. Universo e Amostra da Pesquisa

Até o ano de 2004, o processo de IPOs na bolsa de valores brasileira apresentava baixa dinâmica de negócios, era deficiente e falhava sob os aspectos de garantia societária. As negociações na Bovespa nos anos 90 foram poucas, representando um total de 7 aberturas de capital durante toda década.

A partir de 2004, contudo, iniciou-se um ciclo virtuoso de negociações de ações refletindo um maior interesse das empresas na captação de recursos por conta de maior flexibilidade, confiança e desenvolvimento de uma cultura de mercado. Isso se deu, em boa parte, pela criação de níveis de mercado diferenciados que elevaram os padrões de governança corporativa: o mais alto é o Novo Mercado, seguido do Nível 2 e do Nível 1. Com a criação desses padrões, a abertura de capital tomou um novo rumo na Bovespa.

O mercado de ações nacional apresentou um momento importante que se inicia em meados de 2004 e se estende até o final de 2007, gerando um total de 107 aberturas de capital ao longo deste período (BOVESPA, 2007), contra apenas uma por ano entre 2000 e 2002 e zero em 2003 (ANBA, 2007).

Uma vez que a análise de longo prazo é o objetivo deste trabalho, para participar da amostra foram escolhidas as empresas que realizaram seus IPOs no ano de 2004, já que

houve poucas ofertas iniciais no período anterior. Sendo assim, a amostra desta pesquisa é composta dos sete IPOs listados no mercado brasileiro (BOVESPA) no ano de 2004. Os dados referentes às ações foram obtidos no software Economática e no site ADVFN Brasil, que são ferramentas de análise de indicadores do mercado de ações brasileiro; os dados referentes às empresas foram obtidos em seus sites e no site da Bovespa. O período analisado foi de 2005 a 2007, correspondendo aos três anos (36 meses) subseqüentes à abertura de capital, sendo os dados agrupados anualmente. As empresas escolhidas encontravam-se em faixas de idade variadas na data do IPO e pertencem a variados setores da economia, conforme abaixo:

Tabela 1. Dados

Empresa	Setor Economia	Data do IPO	Ano do IPO	Ano da Fundação	Idade na data do IPO
Natura	Comércio	25/5/2004	2004	1969	35
Gol	Transporte Serviços	24/6/2004	2004	2001	3
ALL	Logística	25/6/2004	2004	1997	7
CPFL Energia	Energia Elétrica	29/9/2004	2004	1912	92
Grendene	Têxtil	29/10/2004	2004	1971	33
Dasa	Análises Clínicas E Medicina Diagnóstica	18/11/2004	2004	1961	43
Porto Seguro	Finanças e Seguros	19/11/2004	2004	1945	59

Fonte: Bovespa, Sites das empresas e análise dos autores

Obs.: A idade das empresas foi calculada como o ano da oferta menos o ano de fundação.

3.2. Hipóteses

- **H0:** A variável idade **não afeta** a performance de longo prazo dos IPOs.
- **H1:** A variável idade **afeta** a performance de longo prazo dos IPOs.

3.3. Múltiplos

A fim de avaliar a performance de longo prazo dos IPOs constantes da amostra foi escolhida a abordagem de Múltiplos ou de Avaliação Relativa que tem por base a utilização de indicadores de referência, determinando seu valor de mercado através da comparação entre empresas semelhantes. O que representa a teoria econômica: a análise de alguns indicadores como crescimento e risco a partir de uma aproximação detalhada de empresas do mesmo setor, é um comparativo de ativos semelhantes. Contudo, considera-se que o valor de mercado da empresa pode sofrer conseqüências pelo impacto de juros e despesas financeiras na redução dos lucros, bem como, depreciações e amortizações (MARTELANC, PASIN e CAVALCANTE, 2004).

Um estudo importante foi feito por Liu, Nissim e Thomaz (2002 apud PASIN et. al., 2006) para investigar o desempenho de uma lista de indústrias a partir da aplicação dos múltiplos. O estudo possibilitou essa visão detalhada de empresas comparáveis do setor industrial e gerou um grande volume de dados. Os comparativos resultantes da aplicação dos múltiplos para esse trabalho são confiáveis e economicamente significativos, a estatística apresentou-se igualmente significativa. Para esses autores, os múltiplos são importantes por que para chegar no valor de uma empresa consideram o histórico de operações do fluxo de caixa (tais como receitas), o EBITDA (lucro antes dos impostos, da depreciação, de juros e de amortizações), e medidas de acumulação históricas (como lucro por ação-EPS e seu crescimento no longo prazo).

A metodologia de trabalho utilizou-se amplamente dos seguintes indicadores múltiplos de mercado:

- a) **FV/EBITDA:** é um indicador que considera o valor antes da dívida, ou seja, o valor empresarial, ou na sua sigla em inglês *Firm Value*. Para Martelanc, Pasin e Cavalcante (2004) é um múltiplo correto, especialmente para avaliação de empresas frente a fusões e aquisições ou análises de IPOs, pois é utilizado por todos os investidores, acionistas ou credores. Não são considerados dispêndios com juros, amortizações, impostos, depreciação.
- b) **FV/Faturamento:** é a divisão do *Firm Value* pelo seu faturamento bruto anual. Esse indicador de referência é muito utilizado para avaliar empresas pontocom, pois estas não possuem lucros nem longos históricos para poderem ser avaliadas pelos múltiplos de lucros, EBITDA ou pelo método do fluxo de caixa descontado.
- c) **P/L (Preço/Lucro Líquido ou Valor de Mercado/Lucro Líquido):** Este indicador é bastante utilizado para análise da performance por parte dos bancos de investimento. Ele também nos mostra o tempo necessário para a remuneração do capital investido, considerando que os lucros são constantes e totalmente distribuídos (PASIN et. al., 2006). O valor de mercado ou, o valor econômico, é aquele valor que a empresa adquire pela sua importância (e não o valor contábil), como é o caso de empresas de alta tecnologia.

O estudo de empresas comparáveis que já tenham sido negociadas em bolsa pressupõe que os mercados são eficientes, tanto que, pode haver imprecisão nos dados financeiros disponíveis ou falta de transparência, prejudicando os resultados. Vale salientar também que a economia globalizada sofre externalidades que podem influenciar fortemente no mercado diariamente. Isso sugere cuidado considerando que há sempre um risco em seguir a “manada”.

3.4. Métodos

Inicialmente, neste trabalho será apresentada a valorização das ações a partir da data dos IPOs até os três anos subsequentes à abertura de capital, buscando identificar sua performance de longo prazo, comparando seus retornos entre si e buscando identificar relações (positivas ou negativas) entre performance e idade.

Em seguida, os múltiplos das empresas que abriram capital no período serão comparados com os múltiplos de empresas brasileiras nível *investment grade* que pertenciam à mesma faixa etária da amostra no ano 2004 (ano dos IPOs). Como critério é importante eliminar os múltiplos muito altos ou negativos para não distorcer a amostra (MARTELANC, PASIN e CAVALCANTE, 2004).

4. ANÁLISE DOS DADOS E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1. Análise da performance de longo prazo X idade

A partir deste momento serão apresentadas as variações das ações a cada ano subsequente à abertura de capital, bem como a variação acumulada após o período de longo prazo, 3 anos. Na tabela a seguir são informados os preços (expressos em Reais – R\$) de abertura e fechamento das ações na data do IPO e nos três anos subsequentes. Então é apresentada a variação dos preços a cada período, bem como a variação acumulada ao final do período.

Tabela 2. Performance no longo prazo

Ações	DATA DO IPO		ANO 1		ANO 2		ANO 3		ACUMULADO
	Preço	Variacão	Preço	Variacão	Preço	Variacão	Preço	Variacão	Var. 3 anos
Natura (NATU3)	26/5/2004		25/5/2005		25/5/2006		25/5/2007		até 25/5/2007
Abertura	7,3	0%	13,55	85,62%	22,54	66,35%	25,32	12,33%	246,85%
Fechamento	7,71	0%	13,32	72,76%	22,27	67,19%	25,37	13,92%	229,05%
Gol (GOLL4)	24/6/2004		24/6/2005		23/6/2006		22/6/2007		até 22/6/2007
Abertura	28,07	0%	35,41	26,15%	76,45	115,90%	64,69	-15,38%	130,46%
Fechamento	27,6	0%	35,71	29,38%	75,89	112,52%	64,3	-15,27%	132,97%
ALL (ALLL4)	25/6/2004*		25/6/2005		25/6/2006		25/6/2007		até 25/6/2007
Abertura	1,05	0%	1,21	15,24%	2,51	107,44%	4,25	69,32%	304,76%
Fechamento	1,04	0%	1,23	18,27%	2,68	117,89%	4,2	56,72%	303,85%
CPFL (CPFE3)	29/9/2004		28/9/2005		29/9/2006		28/9/2007		até 28/9/2007
Abertura	15,51	0%	21,88	41,07%	28,09	28,38%	35,4	26,02%	128,24%
Fechamento	15,27	0%	21,65	41,78%	28,16	30,07%	35,65	26,60%	133,46%
GRENDENE (GRND3)	29/10/2004		28/10/2005		27/10/2006		29/10/2007		até 29/10/2007
Abertura	30,48	0%	14,97	-50,89%	17,88	19,44%	23,77	32,94%	-22,01%
Fechamento	30,79	0%	14,89	-51,64%	17,84	19,81%	23,97	34,36%	-22,15%
DASA (DASA3)	19/11/2004		19/11/2005		17/11/2006		19/11/2007		até 19/11/2007
Abertura	22,02	0%	40	81,65%	48,05	20,13%	36	-25,08%	63,49%
Fechamento	24	0%	40	66,67%	48,59	21,48%	35	-27,97%	45,83%
PORTO SEGURO(PSSA3)	22/11/2004		22/11/2005		22/11/2006		22/11/2007		até 22/11/2007
Abertura	19,47	0%	25,66	31,79%	52,99	106,51%	66	24,55%	238,98%
Fechamento	18,59	0%	26,05	40,13%	52,5	101,54%	65,37	24,51%	251,64%

Fonte: Site ADVFN e análise dos autores

Obs. 1: *a primeira movimentação ocorreu em 28/6/2004

Inicialmente, é possível observar que a maioria das ações apresentaram retornos positivos ao longo do período, exceto as ações da empresa Grendene, que em seu primeiro dia apresentou um valor de abertura de R\$ 30,48 e ao final do primeiro ano chegou a R\$ 14,89, apresentando uma redução de mais de 50% em seu preço. Esse percentual impactou significativamente na média dos três anos (-22,15), considerando que começou a reagir no ano 2 (19,81%) e no ano 3 (34,36%). Com essa análise, constata-se que essa empresa apresentou o fenômeno de *underperformance*, contudo, ainda seria recomendável observar seu comportamento nos próximos dois anos, o que proporcionaria uma análise mais completa.

Analisando separadamente cada período, é possível perceber que ao longo do primeiro ano após o IPO não houve homogeneidade no retorno oferecido pelas ações das sete empresas, conforme mostra a tabela abaixo.

Tabela 3. Idade X Variação

Empresa	Idade	% Ano 1	% Ano 2	% Ano 3	% Acumulado
GOL	3	29,38%	112,52%	-15,27%	132,97%
ALL	7	18,27%	117,89%	56,72%	303,85%
CPFL	16	41,78%	30,07%	26,60%	133,46%
GRENDENE	33	-51,64%	19,81%	34,36%	-22,15%
NATURA	35	72,76%	67,19%	13,92%	229,05%
DASA	43	66,67%	21,48%	-27,97%	45,83%
PORTO SEGURO	59	40,13%	101,54%	24,51%	251,64%

Fonte: análise dos autores

Note-se que a empresa que ofereceu o maior retorno (72,76%) não está entre as mais jovens, nem entre as mais antigas, é uma empresa de idade média na amostra. O mesmo ocorreu com a empresa que ofereceu o menor retorno (-51,64%). As empresas mais jovens

(GOL e ALL), por sua vez, foram as que ofereceram o menor retorno no primeiro ano após a abertura de capital.

No período seguinte, segundo ano após o IPO, o comportamento da valorização das ações foi diferente. Na tabela 3, observa-se que neste momento as empresas mais jovens foram as que obtiveram a melhor performance, seguidas da segunda empresa mais antiga. A mais antiga (CPFL), por sua vez, obteve uma performance mediana. No ano 3, não foi possível observar nenhuma relação entre as empresas mais jovens e sua performance. O mesmo se deu com as empresas mais antigas.

Ao analisar a performance acumulada ao final do período, observou-se que a empresa que obteve a melhor performance de longo prazo foi uma das mais jovens (ALL), o que não corrobora com a observação de Ritter (1991) que identificou em sua pesquisa que as empresas mais jovens foram as que obtiveram os piores retornos de longo-prazo. Tampouco aceita a hipótese das *fads* (SHILLER, 1990) que aponta uma relação positiva entre a *underperformance* de longo prazo dos IPOs e a idade da empresa listada. Por outro lado, a empresa que obteve a pior performance foi uma empresa de idade média (GRENDENE).

Entre as empresas mais antigas observou-se retornos altos, porém, não foram os maiores. Desta forma o que se pode compreender a partir dos dados é que as empresas mais antigas apresentaram bons retornos, sempre positivos e constantes, o que talvez seja explicado por sua idade.

Em relação às empresas mais jovens, o que se constatou foi que no primeiro ano estas foram as que apresentaram os piores retornos, seguidos de uma melhora substancial no segundo ano e novamente uma queda no terceiro ano. Entretanto, ao final do período, todas ofereceram retornos positivos, inclusive, uma delas oferecendo o maior retorno dentro da amostra.

4.2. Comparação dos Múltiplos

As empresas escolhidas para a realização da comparação dos múltiplos foram 7 empresas que possuem o nível *investment grade*, de acordo com a Standard & Poors. Para cada uma das empresas foi calculada a idade no ano de 2004 (ano de realização dos IPOs), que foi considerado o ano base, subtraindo-o do ano de fundação das mesmas, como mostra a tabela abaixo:

Tabela 4. Empresas *Investment Grade*

Empresa	Ano base	Fundação	Idade no ano base
Ambev	2004	2000	4
Aracruz Celulose	2004	1972	32
Embraer	2004	1969	35
Embratel	2004	1965	39
Gerdau	2004	1901	103
Gerdau Açominas	2004	1986	18
Vale do Rio Doce	2004	1942	62

Fonte: Sites das empresas e análise dos autores

Em seguida, todas as empresas – IPOs e *Investment Grade* – foram segmentadas a partir de sua idade na data do IPO, a fim de que a comparação dos múltiplos pudesse ser realizada entre empresas de mesma faixa etária. De modo a preservar a integridade da amostra, foram eliminados os múltiplos negativos, resultando nos seguintes dados:

Tabela 5. Comparativo dos Múltiplos

Faixa de Idade	EMPRESAS		FV / EBITDA		FV / FATURAMENTO		P / L	
	IPOs	Investment Grade	IPOs	Investment Grade	IPOs	Investment Grade	IPOs	Investment Grade
0-30 anos	GOL	Ambev	316,80		1,72	3,04	20,40	27,20
	ALL	Gerdau Açominas			5,86		337,10	11,90
	<i>Média</i>		<i>316,80</i>		<i>3,79</i>	<i>3,04</i>	<i>178,75</i>	<i>19,55</i>
31-50 anos	GRENDENE	Aracruz	9,20	19,10	2,15	3,78	19,00	16,10
	NATURA	Embraer	19,80		2,43	2,18	23,50	23,80
	DASA	Embratel	21,00		3,12	0,78	30,00	7,20
	<i>Média</i>		<i>16,67</i>	<i>19,10</i>	<i>2,57</i>	<i>2,25</i>	<i>24,17</i>	<i>15,70</i>
51 anos-acima	PORTO SEGURO	Gerdau			1,48		9,50	12,30
	CPFL	Vale Rio Doce	244,00	36,70	1,56	5,63	10,40	15,10
	<i>Média</i>		<i>244,00</i>	<i>36,70</i>	<i>1,52</i>	<i>5,63</i>	<i>9,95</i>	<i>13,70</i>

Fonte: análise dos autores

Obs. 1: Os múltiplos das empresas IPOs foram calculados na data final do período de longo prazo (3 anos após a abertura de capital).

Obs.2: Os múltiplos das empresas Investment Grade foram calculados no último dia do ano de 2007.

O FV/EBITDA que considera o valor antes da dívida, ou seja, o valor empresarial, está indicando um valor médio para os IPOs de 316,80 vezes o EBITDA no final do período. Para as comparativas *investment grade*, não foi possível obter esta análise (idade entre 0 e 30 anos). Considerando a faixa de idade de 31 a 50 anos, os IPOs valem 16,67 vezes o EBITDA, e para as *investment grade* 19,10 vezes, que de certa forma são valores muito próximos, mas mesmo assim denotam uma superioridade de valoração das empresas de comparação. O que já era esperado.

Já as empresas com idade acima de 51 anos valem 244,00 vezes o EBITDA para os IPOs e 36,70 para as *investment grade*. Aqui nota-se uma valorização maior dentre os IPOs das empresas mais antigas, que apresentam múltiplos muito acima das empresas de comparação, o que traz indícios de que as empresas mais antigas que abriram capital recentemente tem valor bem acima das empresas tradicionais que apresentam o menor risco.

No que se refere às empresas da faixa de 0 a 30 anos, o FV/Faturamento para os IPOs está valendo 3,79 vezes as vendas no final do período analisado, enquanto que as comparativas estão valendo 3,04 vezes as vendas no final de 2007. A faixa de idade que vai de 31 a 50 anos apresentou 2,57 vezes o faturamento para os IPOs e 2,25 para as *investment grade*. Os dois grupos apresentaram valores sem diferenças expressivas. Os dados das empresas com idade acima de 51 anos, contudo, apresentaram 1,52 vezes o faturamento, para os IPOs, e, 5,63 para as empresas *investment grade*. Aqui observa-se uma menor valorização das recém listadas em face às comparativas, o que pode indicar que as empresas escolhidas para serem comparativas apresentam performance muito parecidas com os IPOs. Essas características podem estar refletindo incerteza nas informações, e, ou paralelamente, um grau reduzido de assimetria de informações o que faz com que o investidor não superavalie as ações dessas empresas. Para as IPOs mais jovens, que dispõem de registros históricos de desempenho mais curtos, ficam igualmente limitadas as informações, o que pode influenciar no seu valor.

O múltiplo P/L (Preço/Lucro Líquido) médio nos mostra um comparativo entre o valor de mercado dos IPOs e empresas *investment grade*. O comparativo entre empresas de 0 a 30 anos nos mostra que os IPOs estão valendo em média 178,75 vezes o Lucro Líquido, enquanto que as empresas utilizadas como comparativos, estão valendo, em média, 19,55% o seu Lucro Líquido. A partir destes dados, é fácil identificar a sobrevalorização dos preços das ações das empresas estreadas mais jovens. Os projetos de investimento podem implicar nessa sobrevalorização, tendo em vista que previsões elevadas de VPL valorizam as empresas.

Na comparação entre as empresas da faixa de idade de 31 a 50 anos nota-se que não há uma distância muito grande, sendo que os IPOs apresentaram 24,17 vezes o Lucro Líquido e as empresas *investment grade* apresentaram um valor de 15,70 vezes o Lucro Líquido, mesmo embora sendo valores discrepantes. Já para as empresas acima de 51 anos, visualizou-se um valor médio de 9,95 vezes Lucro Líquido para os IPOs e 13,70 vezes o Lucro Líquido das empresas utilizadas como comparativos, que são valores com menor discrepância.

5. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

O valor de mercado das ações sofre reflexos que não necessariamente são explicados pelas teorias aqui apresentadas. Existem externalidades, como já mencionado, que afetam os negócios, o que gera o ambiente de incerteza que conhecemos. Por isso, a assimetria de informações pode ser um fator de grande peso na definição dos preços, paralelamente às tendências mercadológicas estimuladas pela mídia e a própria economia como um todo. Um exemplo claro é o do setor de transportes, aqui representado pela ALL, que alcançou uma média de 303,85% no período observado. Considerando as deficiências de infra-estrutura da economia brasileira, a tendência é a valorização crescente desse setor, fazendo com que a empresa atraia a confiança do investidor e se valorize cada vez mais.

De modo geral, o que se observou neste estudo foi que tanto empresas jovens, de idade média e as mais antigas, apresentaram bons retornos. Somente a empresa Grendene, de idade média, apresentou retorno médio bem abaixo das demais empresas, o que nos leva a concluir que, a princípio, no Brasil, a idade das empresas recém listadas não possui tanta importância para os investidores, não sendo uma variável determinante da performance de suas ações no longo prazo.

Na comparação entre os múltiplos pelo indicador FV/EBITDA constatou-se uma valorização maior dentre os IPOs das empresas mais jovens e das mais antigas, sendo que apresentaram percentuais acima daqueles das empresas comparativas. No que se refere ao FV/Faturamento, os IPOs e as empresas *investment grade* apresentaram performance muito parecidas, não se observando sobrevalorização das estreates. O múltiplo P/L médio serviu de comparação entre o valor de mercado dos IPOs e empresas *investment grade* e apontou no nosso estudo a sobrevalorização dos preços das ações das empresas estreates mais jovens. Já para as de idade média e as mais antigas, não apresentou muita discrepância.

O comparativo de múltiplos apresentou resultados diversos, não sendo suficientes para concluir que a idade das IPOs sempre interfere na sua performance. Desse modo, existem algumas variáveis que devem igualmente ser observadas para melhorar essa análise, como, por exemplo, a assimetria de informações, a disponibilidade de dados da situação financeira, problemas de agência, investimentos em P&D, externalidades, especificidades setoriais e de mercado. Ademais, seria interessante observar os IPOs num período maior de tempo no sentido de se chegar num resultado mais próximo da realidade possível.

Portanto, o conhecimento levantado por este estudo com certeza não esgota as questões existentes sobre o tema da *underperformance* de longo prazo dos IPOs, que, mesmo tão importante, mostra-se controverso e de difícil precisão.

A partir da análise crítica realizada foi possível identificar algumas questões a serem sanadas e que podem servir de base para os próximos estudos. Sendo assim, recomenda-se que sejam realizadas novas pesquisas, a fim de identificar os fatores determinantes desta anomalia de mercado, buscando identificar a realidade das empresas brasileiras. Desta forma, sugere-se que sejam realizados estudos que observem o comportamento de longo prazo num período maior, de cinco anos, de modo a testar a hipótese de Ibbotson (1975), que considera que a *underperformance* de longo prazo segue um padrão:

é positiva no primeiro ano, negativa nos três anos seguintes e volta a ser positiva no quinto ano.

NOTAS EXPLICATIVAS

¹ Classificação atribuída à empresas que propiciam menor risco de investimento na bolsa de valores. Elas são caracterizadas por baixo risco de inadimplência, endividamento reduzido, baixo grau de investimento especulativo, qualidade no desempenho de suas atividades, ou seja, um perfil satisfatório para se investir.

6. REFERÊNCIAS

AGGARWAL, R; LEAL, R; HERNANDEZ, F. The aftermarket performance of initial public offerings in Latin América. *Financial Management* 22, 1993, 42-53.

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

ANBA. Empresas brasileiras apostam na abertura de capital, 26/03/2007. Site ANBA - Agência de Notícias Brasil-Árabe, disponível em URL: <http://www.anba.com.br/especial.php?id=349> Acesso em 04/03/2008.

BOVESPA. Como e por que tornar-se uma companhia aberta. Disponível em URL: <http://www.bovespa.com.br/pdf/guiaaber.pdf> Acesso em 27/02/2008.

BREALEY R.A, MYERS S.C., ALLEN, F. *Principles of corporate finance*. 7. ed. McGraw Hill, 2005.

BREALEY R.A, MYERS S.C., MARCUS, A. J. *Fundamentos da administração financeira*. 3. ed., Rio de Janeiro: McGraw Hill, 2002.

GITMAN, Lawrence J. *Princípios de administração financeira*. 10. ed. São Paulo : Pearson Addison Wesley, 2004.

GUO, RE-JIN; LEV, BARUCH; SHI, CHARLES. Explaining the Short- and Long-Term IPO Anomalies by R&D. August, 2004. *Unpublished working paper*.

IBBOTSON, Roger G. Price performance of common stock new issues. *Journal of Financial Economics*. 1975. Disponível em URL: <http://www.sciencedirect.com> Acesso em 18/02/2008.

IBBOTSON, R.G.; SINDELAR, J.L.; RITTER, J.R. “The Market’s Problems with the Pricing of Initial Public Offerings,” *Journal of Applied Corporate Finance* 7, Spring 1994, pp. 66–74.

KHURSHED, Arif; MUDAMBI, Ram e GOERGEN; Marc. *On the Long-Run Performance of IPOs: The Effect of Pre-IPO Management Decisions*. July, 1999. Disponível em URL: <http://ssrn.com/abstract=289697> Acesso em 22/02/08.

MARTELANC, R.; PASIN, R.; CAVALCANTE, F. *Avaliação de Empresas: Um Guia para Fusões & Aquisições e Gestão de Valor*. Editora Pearson/Financial Times, 2004. Disponível em URL: <http://www.avaliacaodeempresas.com.br/livro.htm>. Acesso em 01/03/2008.

MILLER, Edward M. Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion. *The Journal of Finance*, Vol. 32, No. 4. (Sep., 1977), pp. 1151-1168. Disponível em URL: <http://links.jstor.org/sici?sici=0022-1082%28197709%2932%3A4%3C1151%3ARUADOO%3E2.0.CO%3B2-M> Acesso em 27/02/2008.

PASIN, R. M., et. al.. O paradoxo da sobrevalorização dos preços nas aberturas de capital no Brasil. In: *ENANPAD*, 2006, Salvador. Enanpad, 2006.

RITTER, J. The long-run performance of initial public offerings. *Journal of Finance* 46, 1991, 3-27. Disponível em URL: <http://links.jstor.org/sici?sici=0022-1082%28199103%2946%3A1%3C3%3ATLPOIP%3E2.0.CO%3B2-9>

Acesso em 20/02/2008.

SHILLER, Robert J. Speculative prices and popular models. *Journal of Economic Perspectives* 4, 1990, 55-65.

Site ADVFN. Disponível em URL: <http://br.advfn.com/p.php> Acesso em 06/03/2008.

Site Bovespa. Disponível em URL: <http://www.bovespa.com.br/Principal.asp> Acesso em 20/02/2008.

Site Economática. Disponível em URL: <http://www.economatica.com.br> Acesso em 20/02/2008.

TONIATO, João Batista Amorim. “Hot Issue” no Mercado de IPO e suas Consequências para as Empresas Emitentes e Investidores: o Mercado do Reino Unido em 2000. *Brazilian Business Review*, Vitória (ES), v.4, n. 1, Jan./Abr. 2007, p.1-25. Disponível em URL: http://www.bbronline.com.br/upld/trabalhos/pdf/47_pt.pdf Acesso em 01/03/2008.

WELCH, I.; RITTER, J. A review of IPO activity, Pricing and allocation. *Yale ICF Working Paper*, n 02-02 February 8, 2002. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=296393>.