

**Inspere Instituto de Ensino e Pesquisa
Faculdade de Economia e Administração**

Análise do desempenho de Ofertas Públicas Iniciais no Brasil

Gustavo Silva de Moura

Orientador: Rodrigo Takashi Okimura

Maio

2018

Gustavo Silva de Moura

Análise do desempenho de Ofertas Públicas Iniciais no Brasil

Monografia apresentada ao curso de Ciências
Econômicas, Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Takashi Okimura –
Insper

São Paulo

2018

Moura, Gustavo Silva de

Análise do desempenho de Ofertas Públicas Iniciais no Brasil. / Gustavo Silva de Moura – São Paulo; Insper, 2018.

Monografia: Faculdade de Economia e Administração.
Insper Instituto de ensino e pesquisa.

Orientadora: Prof. Dr. Rodrigo Takashi Okimura

1. Introdução; 2. Revisão de Literatura; 3. Metodologia; 4.
Resultados

RESUMO

Esse estudo visa analisar a rentabilidade de Oferta Iniciais Públicas primárias no Brasil no período entre 2004-2017 e analisar quais fatores são determinantes para um bom desempenho no horizonte de um dia, um mês e um ano. O Índice Ibovespa servirá como referência para avaliar uma performance boa ou ruim, considerando que abrange um conjunto de empresas do mercado de capitais brasileiro que já estão consolidadas.

Assim, o foco do trabalho é entender quais fatores impactam na rentabilidade de uma Oferta Inicial Pública no Brasil e em quais situações o investidor primário deve ou não fazer um aporte de capital.

Palavras Chaves: Oferta Inicial Pública, IPO, Brasil, Ibovespa, mercado de capitais

Abstract

This work aims to analyze the profitability of Primary Public Offerings in Brazil in the period between 2004-2017 and to analyze which factors are determinant for a good performance in the period of a day, a month and a year. The Ibovespa Index will serve as a reference to evaluate a good or bad performance, considering that it covers a group of Brazilian companies at a more consolidated phase.

Thus, the focus of the paper is to understand what factors impact on the profitability of a Public Initial Offer in Brazil and in which situations the primary investor should or should not make an investment.

Sumário

Introdução	6
Revisão de literatura	9
Metodologia	Erro! Indicador não definido.
Amostra de Dados	Erro! Indicador não definido.
Resultados	16
Anexo	19
Bibliografia	23

1. Introdução

O Brasil pode estar entrando em um novo ciclo de IPOs (Initial Public Offering), similar ao que ocorreu entre 2004 e 2007. País teve dez empresas estreando na bolsa de valores em 2017, como Hermes Pardini e Azul, e há expectativa que esse número cresça em 2018, com empresas como Ri Happy e Centauro. Esse cenário está sendo motivado por um bom resultado do mercado acionário recentemente, além de melhores condições macroeconômico, como a redução da taxa de juros e a retomada do produto interno bruto. Mesmo com uma taxa de desemprego elevada e com o consumo pressionado, diversas empresas já estão buscando maneiras de financiar seus investimentos.

O otimismo dos investidores eleva a quantidade de capital disponível para fazer tais operações, mas muitas vezes as consequências não são positivas. A especulação ao redor dessas operações muitas vezes atrapalha o mercado e os investidores, deixando-os expostos a riscos de mercado.

Esse tipo de operação é uma oportunidade para investidores diversificarem seus investimentos e buscarem retornos acima das médias de mercado. Além disso, empresas tem a chance de aumentar sua reputação e transparência diante da economia.

O objetivo deste trabalho é entender o que afeta na rentabilidade de uma oferta pública de ações na visão do investidor primário, ou seja, quais os possíveis fatores que possam ser relevantes para a tomada da decisão. Visa avaliar características como (i) perfil dos investidores, (ii) tamanho da oferta, (iii) nível de governança corporativa (iv) situação de sub ou sobre precificação e (v) free-float da companhia.

Além disso, fazer um estudo comparando as rentabilidades no primeiro dia, no primeiro mês e no primeiro ano. A partir disso, concluir se há algum cenário ideal que justifique essa classe de investimento.

A amostra de análise será todas as ofertas públicas primárias no Brasil de 2004 até 2017 que possuam no mínimo um ano de negociações diárias (para comparar as rentabilidades com certo horizonte de tempo).

A motivação para tal, é o fato já mencionado, que há uma crescente demanda tanto por parte dos investidores como das empresas de se envolver nesse tipo de negociação que possui grandes impactos na economia do país. A oferta inicial do Carrefour Brasil, em julho, foi a maior desde 2013, e movimentou mais de 5 bilhões de reais. Em 2017, mais de 22 bilhões de reais participaram dessas negociações, um número relevante e que veio em grande parte de investidores externos, representando um ponto positivo para a economia do Brasil como um todo.

Emissões de capital são um ponto crucial na vida de uma empresa e da economia como um todo. Há diversas razões para uma companhia abrir capital como: levantar investimentos, chamar atenção de possíveis compradores, ser conhecida publicamente, utilizar ações como forma de remuneração, entre outras. Essencial para a economia, que consolida cada vez mais o mercado acionário, atrai capital estrangeiro e fortalece o crescimento de empresas locais. E por último, beneficia o investidor que busca diversificar seus investimentos e assim reduzir sua exposição a riscos de mercado.

2. Revisão de Literatura

A literatura sobre ofertas públicas iniciais e suas rentabilidades é vasta, abrangendo diferentes tópicos e países. Como esperado, há uma prevalência de estudos analisando os mercados americanos e europeus, mais maduros e com maior número de empresas do que mercados emergentes. Estudos sobre o mercado de capitais do Brasil são menos frequentes e mais recentes, mas também apresentam um conteúdo relevante para o tema.

Há diversas razões para empresas buscarem uma oferta pública inicial, Modigliani e Miller divulgaram um estudo sobre estrutura de capital em 1963 que instigou a atenção de acadêmicos e do mercado sobre o tema. Os autores defenderam a existência de um mix entre dívida e capital próprio que minimiza o custo de capital da empresa, o que contribui para a geração de valor. Uma oferta pública de uma empresa pode ajudar a atingir o mix 'ideal' para cada empresa. Atualmente, diversos executivos procuram constantemente por esse equilíbrio ideal entre dívida e capital próprio para reduzir seu Custo Médio Ponderado do Capital (em inglês, WACC, Weighted Average Capital Cost).

Em 2001, Maksimovic e Picheeler argumentaram que a abertura de capital traz credibilidade diante de investidores, devido a necessidade de ser mais transparente em suas operações e em seus resultados. Além disso, os autores destacam a importância do timing das ofertas, e suas possíveis consequências. Zingales (1995) está em uma corrente de acadêmicos que acredita que empresas de capital aberto podem ser vendidas por valores maiores que empresas fechadas, e esse seria o grande incentivo para fazer um IPO.

Além disso, há estudos como Mateiciuc (2009) que defendem fortemente a abertura de capital baseado em: empresas listadas tem acesso a capital mais acessível e mais barato, companhias conseguem remunerar seus funcionários com ações ou opções, nível de alavancagem é reduzido e que como a empresa vira pública, atrai uma mão de obra mais qualificada e chama a atenção de possíveis compradores.

Em contrapartida, há motivos que desencorajam a abertura de capital como a abertura de todas as contas e balanços das empresas, dependendo do

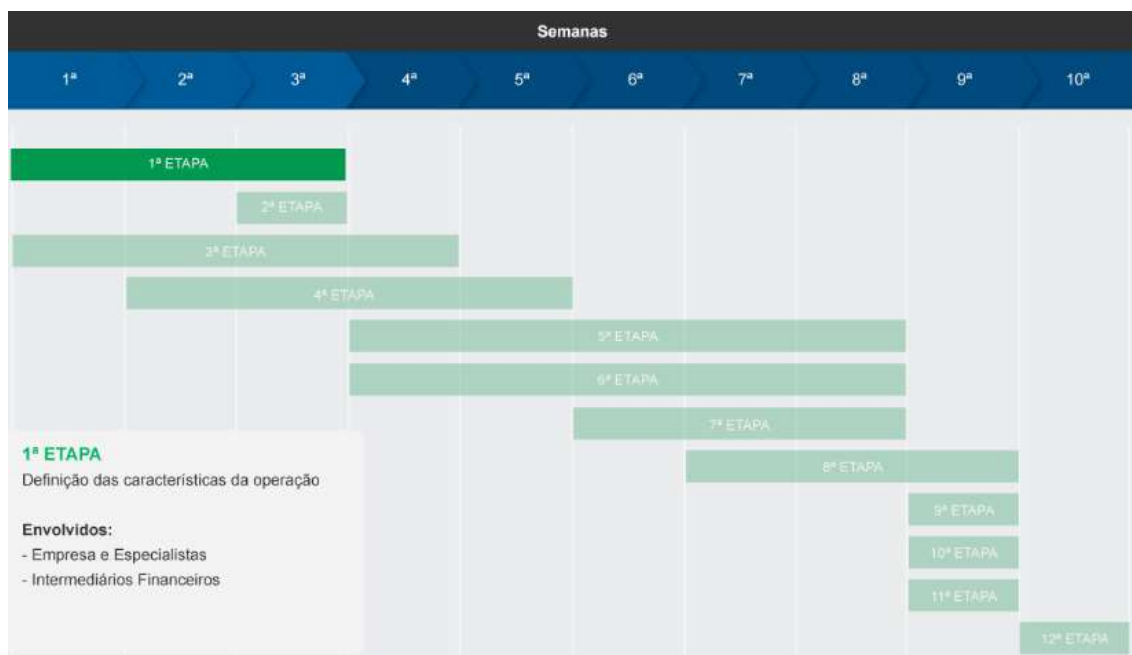
contexto em que a companhia se encontra isso pode ser muito prejudicial a operação e aos resultados (Pinheiro, 2007). Além disso, gastos com relatórios trimestrais e anuais e com a equipe de relações com investidores também podem ser vistos como custos elevados causados por uma oferta pública de ações. O custo da própria operação também pode ser muito elevado, com a contratação de diversos bancos e advogados para fazer o lançamento.

Um estudo renomado na área de custos de um IPO é *The Costs Of Going Public* (Ritter 1987), no qual o autor separa os custos em duas vertentes, a direta e a indireta. A primeira abrange custos de transações, comissões bancárias, taxas para auditores e contadores e etc. A segunda envolve custos implícitos da má-precificação, consequência de uma assimetria de informação que ocorre entre os banqueiros, as empresas e os investidores.

Um fenômeno que atrai muita atenção ao redor dos IPOs é o *underpricing* da avaliação da empresa e como isso remunera os investidores em diferentes horizontes de tempo. Jay Ritter e Ivo Welch analisaram todos os IPOs nos Estados Unidos entre 1980 e 2001 e observaram um retorno médio de 18.8% ao final do primeiro dia das empresas nas bolsas de valores. Acreditam que a motivação vem dos bancos coordenadores que visam beneficiar todos os investidores envolvidos na emissão, além da própria empresa. Para fazer isso, eles divulgam a oferta para o maior número de investidores possíveis e tentam levantar o máximo de capital disponível. Autores também compilaram os retornos do preço inicial da oferta e do preço três anos depois, obtendo um retorno de 22.6%, inferior ao rendimento médio das principais bolsas globais.

Lowry, Officer e Schwert 2006, buscaram entender como a volatilidade de ativos recém-emitidos se comporta e quais os fatores que a influenciam. Concluíram que as volatilidades dessas ações são significativamente mais altas do que o mercado, especialmente quando o mercado está em *‘hot-issue market’*. Como justificativa, argumentaram que investidores possuem dificuldade em precificar novos ativos e que os roadshows promovidos pelos bancos coordenadores da emissão não são suficientes. Como a empresa acabou de ser lançada, muitas vezes os investidores não entendem ao certo a operação ou os resultados, o que leva a uma volatilidade mais alta que a do mercado.

De acordo com o site da BM&FBovespa, uma oferta pública de uma empresa demora, em média, 10 semanas para ser concluído. Esse horizonte de tempo pode variar muito conforme as especificidades de cada situação e depende da demanda dos investidores e dos objetivos das empresas. A imagem abaixo descreve 12 etapas que ocorrem nessas 10 semanas no processo de abertura de capital.



Fonte: Site da BM&F Bovespa

Etapas de um IPO (média de 10 semanas para ser concluído):

1. Definição das características da operação
2. Contrato de distribuição de valores mobiliários
3. Adaptação do Estatuto e outros procedimentos legais
4. Elaboração do prospecto
5. Processo de registro junto à CVM
6. Processo de listagem normal em Bolsa
7. Aviso ao mercado e Roadshow
8. Período de reserva e Bokkbuilding
9. Obtenção de registro CVM e Anúncio de início
10. Subscrição e Liquidação dos novos títulos ou leilão em bolsa
11. Início de Negociação em Bolsa ou em mercado de balcão Organizado
12. Anúncio de Encerramento

2.1. Estudos Similares

Em um estudo recente sobre o mercado brasileiro, Minardi, Ferrari e Tavares (2012), concluíram que ofertas públicas feitas em empresas com fundos de private equity na gestão tendem a apresentar retornos mais elevados do que a média. Os autores analisaram 42 IPOs feitas com fundos de PE entre 2004-2008 e compararam com a média das operações sem esse tipo de fundo. De acordo com o paper, retornos tendem a ser mais elevados porque fundos de private equity tem um nível de governança corporativa mais elevado, com padrões contábeis e gerenciais mais profissionalizados e eficientes.

Como resultado obtido por Aggarwal, Leal e Hernandez (1993), o retorno no primeiro dia de negociação é significativamente superior à média mercado. Estudo utilizou dados das Bolsas de Valores do Canada (Toronto Stock Exchange, Montreal Stock Exchange, Vancouver Stock Exchange e Alberta Stock Exchange) no período entre 1991 e 1998 e observou um retorno média no primeiro dia de negociação de 20.57%. Concluíram que essa valorização é justificada por uma 'miopia' dos investidores, que ainda não conseguiram precificar precisamente os ativos recém-lançados e são levados pela a especulação do mercado.

Ritter (1991) também concluiu que retornos no primeiro dia de negociação são superiores a outros índices. Estudo utilizou os Estados Unidos como referência no período entre 1975-1984, e obteve um retorno médio de 16.4%, justificado pelo fenômeno de under-pricing e hot-issue Market (Ritter 1984), que criaram expectativas irreais para as empresas. Além disso, o estudo concluiu que, na média, os IPOs analisados obtiveram um retorno inferior ao mercado em um horizonte de três anos, sem uma tendência ou justificativa explícita.

Como descrito em (Gompers, Ishii e Metrick 2003), espera-se que o nível de governança corporativa impacte positivamente no retorno obtido do investimento, considerando que quanto maior o nível mais madura e transparente é a empresa, logo mais será retorno de suas ações. No estudo, utilizou-se um index com diferentes classificações de níveis de governança, e na média, o retorno obtido entre a categoria mais alta e mais baixa foi de 8.5%. Logo, conclui-se que os direitos dos acionistas e a transparência das empresas possuem uma relação positiva com os retornos de suas ações.

3. Metodologia:

Obter retornos dos IPOs no site da Ibovespa de todas as empresas que fizeram abertura de capital no Brasil no período entre 2004 e 2010.

Desconsiderar qualquer emissão secundária de ações ou empresas que não ficaram listadas por pelo menos um ano.

Para fazer o cálculo do retorno dos ativos será utilizado o modelo proposto por Aggarwal, Leal e Hernandez (1993):

$$R_t = (P_{Fi}/P_r) - 1$$

Em que:

R_t = Retorno do período;

P_{Fi} = Preço de fechamento do período;

P_r = Preço reserva;

O índice Ibovespa será usado como meio de comparação, para avaliar se a rentabilidade dos IPOs foram ou não favoráveis nos períodos em questão. De acordo com o trabalho desenvolvido por Ritter e Welch (2002), a diferença entre o desempenho do IPO e da Ibovespa em diferentes períodos de tempo será calculada com a seguinte fórmula:

$$R_{dif} = R_{Ativo} - R_{Ibov}$$

Em que:

R_{dif} = diferença entre o retorno do ativo e do índice Ibovespa no período;

R_{ativo} = retorno do ativo no período;

R_{Ibov} = retorno do Ibovespa no período;

Em cada IPO analisar as condições em que a oferta aconteceu: qual era o perfil dos investidores? Qual foi o objetivo em levantar capital? Que nível de governança corporativa a empresa foi listada? Qual foi o volume da operação? Quais eram os bancos envolvidos? Qual era o contexto econômico do período? Qual o free-float de cada empresa?

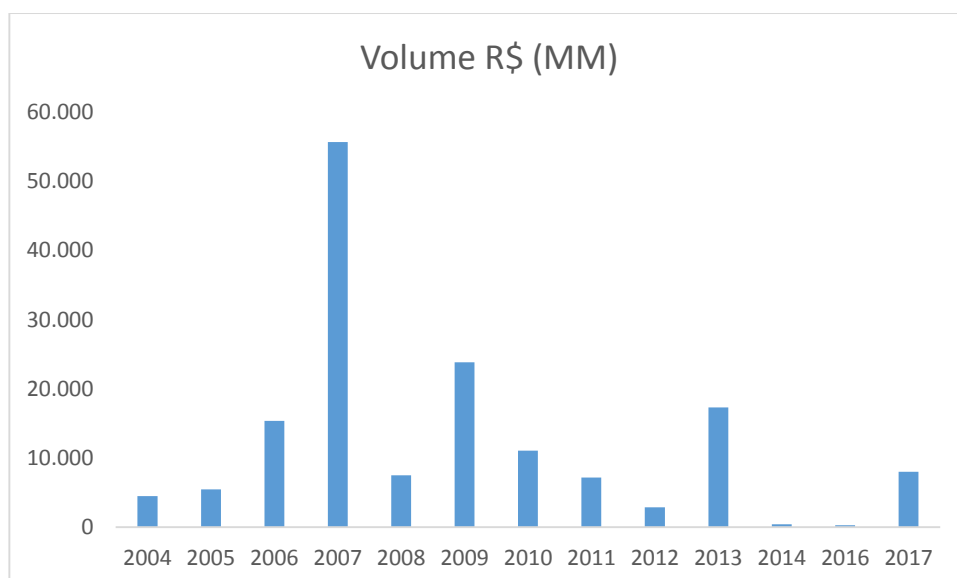
Além disso, fazer uso da análise exploratória dos dados calculando média, mínimo, máximo, desvio-padrão e mediana tanto dos IPOs como do índice Ibovespa, como proposto pelo trabalho elaborado por (Alberto, Cota, Neves e Santos 2011). Primeiramente, analisar os resultados de forma individual, os ativos e os retornos da Ibovespa e depois tirar as diferenças, para obter um resultado mais claro e completo.

4. Amostra de Dados

Conforme mencionado anteriormente, o estudo será baseado nas emissões primárias que ocorreram no Brasil entre 2004 e 2010. Abaixo, na Tabela 1, há a quantidade de ofertas separadas anualmente e os respectivos volumes financeiros movimentados.

Ano	Número de IPOs	Volume R\$ (MM)
2004	7	4.486
2005	10	5.448
2006	24	15.373
2007	66	55.654
2008	3	7.495
2009	6	23.831
2010	11	11.072
2011	11	7.175
2012	3	2.879
2013	10	17.293
2014	1	418
2016	1	279
2017	10	8.007

A tabela 2 destaca mais especificamente os volumes emitidos em cada ano, com destaque para 2007 que movimentou mais de R\$55.6 bilhões de reais. No período, houveram 163 IPOs no Brasil, com uma média de capital levantado de R\$971 milhões de reais por oferta.



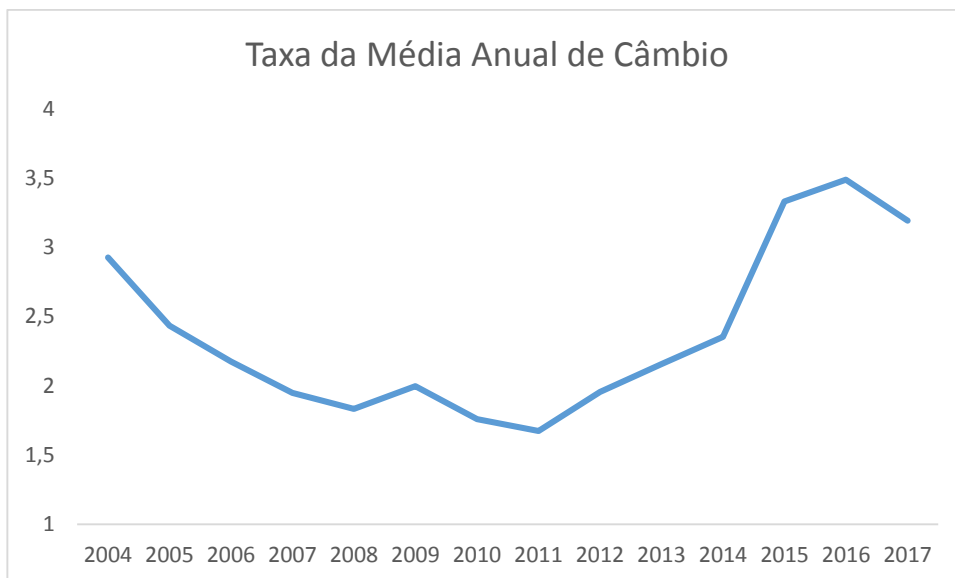
5. Resultados

Após a coleta dos dados, percebe-se que o retorno médio no dia do IPO foi de 2.26%, contra uma média do Ibovespa, no mesmo período, de 0.13%. No horizonte de 1 mês, o retorno médio das 163 empresas foi de 0.26%, em comparação com a média do Ibovespa de 0.32%, enquanto que o retorno anual chegou a uma média de 7.45% vs. 10.77%. Nesse contexto, é possível notar que investimentos em ofertas públicas iniciais são mais rentáveis nos horizontes de um dia e de um mês, mas não se justificam no período de um ano.

Diante da amostra, nota-se que 64% do capital levantado para as ofertas vieram de investidores estrangeiros, 19% de investidores institucionais, 9% do varejo e 7% de outros.

Um fato curioso é que a porcentagem de investidores estrangeiros não possui uma relação explícita com a taxa de câmbio do país. No gráfico abaixo, nota-se que a taxa de câmbio no Brasil ficou apreciada no período entre 2005-2013, o que, na teoria, deveria reduzir a participação dos estrangeiros nas ofertas públicas (investimentos do exterior ficam mais caros com uma taxa de câmbio mais valorizada). No entanto, nesse período a média de investidores estrangeiros nas ofertas foi de 69%, acima do que a média do período. E a partir de 2013, que o câmbio passou a se desvalorizar com o Dólar americano, a média de estrangeiros recuou para 43%.

Importante destacar que durante 2005-2013 o Brasil apresentava fortes taxas de crescimento econômico e era visto pelo mercado global com um dos países emergentes com maior capacidade de expansão. Esse movimento atraiu muito capital externo para o mercado acionário brasileiro. Já em 2014, o Brasil começou a apresentar sinais de uma futura recessão, o que afastou esse capital. Logo, conclui-se que as participações de estrangeiros nos IPOs brasileiros dependem de diversos fatores, mas, nesse período, não tiveram uma forte relação com o câmbio, como era de se esperar.



No período analisado, o IPO que teve o maior retorno no primeiro dia de negociação foi a Tarpon Investimentos, com 104% de rentabilidade no dia 1/07/2007. Nesse dia, o índice Ibovespa apresentou uma leve queda de 0.09%, o que demonstra que a rentabilidade da Tarpon pouco teve a ver com forças do mercado. O range de preço no prospecto ia de R\$22 até R\$30 e a ação começou a ser negociado no mínimo. A companhia levou mais de R\$400 milhões com o lançamento na bolsa. A empresa, liderada por Zeca Magalhães, é uma empresa que gerencia o capital de terceiros com investimentos no mercado acionário. Na época, vinha apresentando retornos acima da média do mercado por anos e possuía uma alta demanda por seus fundos.

A oferta pública com o pior rendimento diário foi do Banco Sofisa que começou a ser negociado no dia 2 de maio de 2007. O papel foi lançado a 12 reais, abaixo do range proposto de UBS, coordenador líder, de 13 a 17 reais. No dia do lançamento, o preço da ação caiu 39% enquanto o índice Ibovespa subiu 1.09%. O desempenho do banco foi tão fraco no mercado acionário que a diretoria optou por fazer uma OPA em 2008, para retirar suas ações do mercado. Na época, diversos pequenos e médios bancos estavam abrindo capital, como Panamericano, Cruzeiro do Sul, Daycoval e Indusval. Todos tiveram uma performance negativa no horizonte de um ano: Panamericano (-76%), Cruzeiro do Sul (-53%), Daycoval (-32%) e Indusval (-28%). Fechamento de capital pode ser explicado pela forte desvalorização das ações, o que criou uma oportunidade para esses bancos de recomprarem algo que venderam por um preço superior e de reduzir custos.

O IPO que teve o melhor desempenho um ano após começar a ser negociado foi a empresa de construção civil Abyara, com um surpreendente retorno de 277%. A companhia começou a ser negociada no dia 25 de julho de 2006 e o objetivo da oferta foi levantar capital para a construção de novos empreendimentos. A construtora teve uma postura agressiva após o IPO, o que atraiu diversos investidores para o negócio, e conseqüentemente, levantou o

preço das ações. Posteriormente, a empresa saiu do mercado e criou a Agre, em conjunto com a Agra e a Klabin Segall.

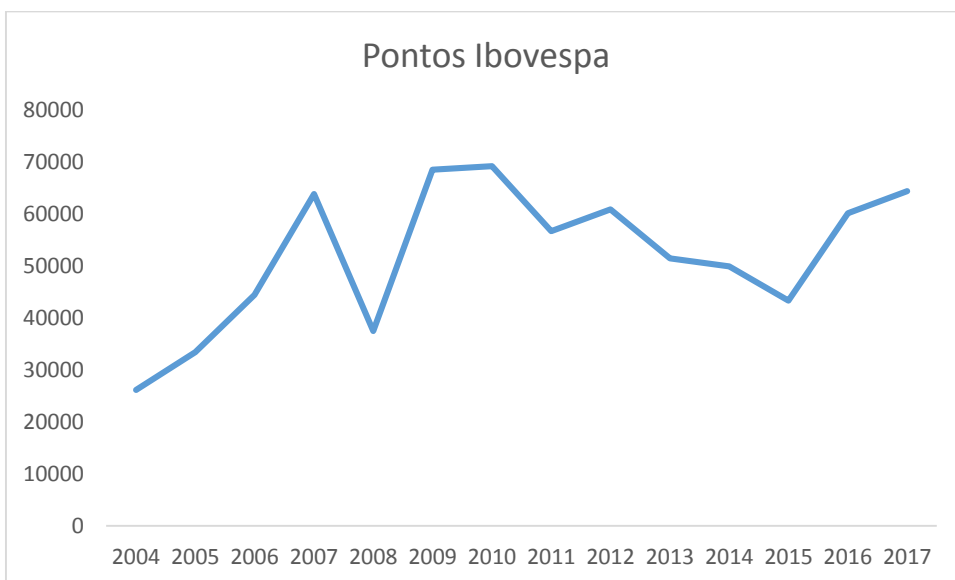
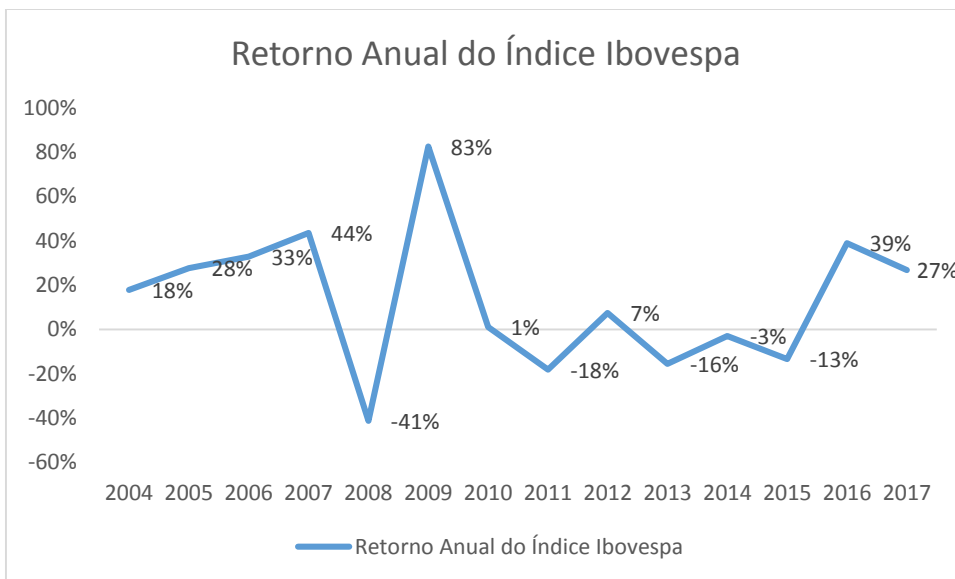
Em contrapartida, o pior rendimento no horizonte de um ano após o lançamento das ações veio da Agrenco, empresa de alimentos, que começou a ser negociada no dia 23 de novembro de 2007. As ações se desvalorizaram em 98% após o IPO, principalmente por executivos e fundadores da empresa estarem envolvidos em escândalos de corrupção. Junto a isso, a dívida de curto prazo da empresa era considerada um grande risco aos acionistas. Esse possivelmente foi o caso mais famoso e catastrófico da bolsa de valores do Brasil.

Os dois casos de maior sucesso no mercado acionário brasileiro foram a Magazine Luiza e a Localiza. A primeira abriu seu capital em 2011 e obteve um retorno de mais de 500% desde sua abertura. A Localiza foi lançada em 2005 e teve um rendimento de superior de 2000%. Ambas empresas tiveram taxas de crescimento elevadas por um longo período e possuem um management muito respeitado pelo mercado. Ambas empresas continuam a performar bem mesmo após essa forte valorização.

A oferta pública que envolveu o maior volume (em reais) negociado foi o IPO do banco Santander Brasil, que ocorreu no dia sete de agosto de 2009 e teve como coordenador líder o próprio banco. A oferta totalizou mais de 13 bilhões de reais, de acordo com a Ibovespa, e foi o maior da história da bolsa brasileira. Cerca de 80% dos investidores eram estrangeiros e o banco disponibilizou um free-float de 15,6%. Em contrapartida, o menor volume negociado foi do banco argentino Patagônia no dia 20 de agosto de 2007. A oferta foi de 7 milhões de reais e teve o JP Morgan com coordenador líder global. O Patagônia começou a ser negociado no mercado brasileiro, argentino e americano no mesmo dia.

Fazendo uma análise setorial não é possível notar nenhum padrão nos retornos diários ou anuais. Os rendimentos apresentados por cada setor (através de uma média entre as empresas) não seguem uma tendência clara ou com alguma vantagem (nenhum setor se destaca em relação aos outros nos retornos dos três horizontes propostos. Dessa forma, conclui-se que os retornos dependem das empresas, do cenário econômico do país e da oferta, com uma baixa relação com o setor que a companhia se encaixa. Um exemplo disso é o caso do setor de varejo: Hypermarcas teve um retorno anual de 4.7% após o seu IPO, enquanto a Submarino e a Magazine Luiza, duas empresas do mesmo setor, apresentaram retorno de 158% e de -30%, respectivamente. Esse exemplo se repete em diversos outros setores, logo não foi possível obter nenhuma conclusão em relação a isso. Qualquer resultado mostrando um setor com retornos superiores aos outros seria equivocado e não representaria um padrão para a análise de futuras ofertas.

6. Anexos



Nome da empresa	1 day %	1 month %	1 year %
NATURA	-2,31%	5,51%	42,24%
GOL	-0,20%	-12,38%	5,81%
ALL AMER LAT	-3,65%	-11,88%	-71,11%
CPFL ENERGIA	-2,95%	-0,42%	5,68%
GRENDENE	-0,24%	-12,37%	-79,14%
DASA	-3,84%	-5,91%	47,29%
PORTO SEGURO	4,69%	-10,75%	3,97%
RENAR	0,83%	-25,16%	-95,94%
SUBMARINO	-0,53%	-13,35%	116,16%
LOCALIZA	1,25%	-2,25%	189,88%
TAM S/A	11,07%	0,32%	147,88%
ENERGIAS BR	2,70%	14,90%	-4,41%
OHL BRASIL	0,43%	-3,64%	-13,67%
NOSSA CAIXA	-0,66%	-11,04%	4,68%
COSAN	15,78%	8,97%	68,70%
UOL	2,35%	-14,88%	-74,38%
COPASA	0,58%	-4,82%	-12,03%
VIVAX	0,43%	-2,28%	43,57%
GAFISA	29,03%	2,22%	19,96%
COMPANY	-4,30%	-10,68%	33,02%
TOTVS	1,35%	-0,66%	40,37%
EQUATORIAL	1,12%	-13,03%	4,32%
ABNOTE	-4,32%	-7,19%	-14,54%
CSU CARDSYST	-2,62%	-9,78%	-55,08%
BRASILAGRO	8,95%	6,14%	-11,89%
LUPATECH	8,29%	4,06%	46,61%
GP INVEST	-3,24%	3,80%	74,20%
DATASUL	1,44%	9,89%	8,48%
MMX MINER	-2,98%	1,88%	122,33%
ABYARA	-0,80%	3,73%	233,94%
MEDIAL SAUDE	2,88%	-7,88%	-62,79%
KLABINSEGALL	-1,65%	3,50%	-30,23%
SANTOS BRAS	1,80%	-0,29%	-8,53%
M.DIASBRANCO	-0,93%	-2,49%	-29,38%
BRASCAN RES	0,42%	7,61%	-83,84%

Nome da empresa	1 day %	1 month %	1 year %
TERNA PART	9,85%	-1,15%	-31,99%
ECODIESEL	-4,57%	-3,50%	-76,68%
ODONTOPREV	17,12%	-2,02%	1,30%
POSITIVO INF	0,99%	4,08%	53,98%
LOPES BRASIL	0,67%	3,19%	-12,66%
DUFYBRAS	10,11%	2,04%	3,89%
PDG REALT	0,61%	-3,61%	8,83%
RODOBENSIMOB	15,31%	2,58%	-51,06%
CC DES IMOB	-3,50%	-12,18%	-66,81%
TECNISA	3,46%	-8,25%	-78,88%
IGUATEMI	13,68%	-6,42%	-54,89%
SAO MARTINHO	19,09%	11,91%	-31,22%
GVT HOLDING	27,45%	3,96%	27,41%
ANHANGUERA	-2,09%	13,66%	-34,58%
JBS	-14,46%	5,75%	-38,28%
PINE	-1,66%	-13,71%	-81,27%
EVEN	-3,03%	17,63%	-47,67%
BR MALLS PAR	5,13%	-10,99%	-35,62%
FER HERINGER	-0,58%	2,75%	-12,01%
JHSF PART	2,88%	-6,31%	-57,49%
METALFRIO	6,67%	13,30%	-22,80%
BEMATECH	11,96%	-8,29%	-89,72%
CR2	-4,50%	-23,83%	-84,69%
AGRA INCORP	7,69%	23,64%	-49,43%
CREMER	0,55%	9,51%	-47,63%
WILSON SONS	1,52%	-4,79%	-48,08%
SOFISA	-40,14%	-0,30%	-74,80%
TARPON	104,48%	5,36%	93,48%
INPAR S/A	2,43%	10,58%	-74,23%
PARANA	-0,67%	-8,00%	-21,35%
SLC AGRICOLA	-0,07%	-2,21%	91,45%
LOG-IN	13,65%	-13,10%	-38,14%
EZTEC	-3,84%	25,10%	-75,73%
CRUZEIRO SUL	-3,46%	5,56%	-75,20%
DAYCOVAL	1,61%	1,84%	-50,47%

Nome da empresa	1 day %	1 month %	1 year %
MARFRIG	7,26%	11,39%	-7,39%
TEGMA	1,33%	20,68%	-45,56%
INDUSVAL	3,76%	-1,20%	-34,71%
REDECARD	24,02%	1,13%	-24,79%
INVEST TUR	5,47%	12,19%	-28,73%
MINERVA	4,95%	6,66%	-57,09%
PATAGONIA	5,55%	1,60%	-67,01%
MRV	18,20%	10,20%	12,87%
KROTON	12,25%	-5,42%	-36,36%
GUARANI	-3,99%	-0,15%	-34,07%
TRIUNFO PART	-1,03%	-11,26%	-50,15%
SPRINGS	3,38%	8,67%	-56,66%
PROVIDENCIA	1,80%	-14,14%	-69,88%
MULTIPLAN	-2,20%	1,52%	-34,75%
GENERALSHOPP	-3,12%	4,08%	-42,14%
ESTACIO PART	0,06%	-4,37%	-5,49%
SATIPEL	-6,11%	2,62%	-39,50%
SUL AMERICA	-4,46%	-0,94%	-14,24%
BICBANCO	0,48%	-4,51%	-34,38%
TRISUL	0,18%	9,88%	-41,71%
TENDA	-0,82%	-25,97%	-54,79%
MARISA	1,97%	1,53%	-30,42%
AGRENCO	-13,78%	-19,21%	-48,93%
BOVESPA HLD	-4,14%	-15,51%	3,68%
BR BROKERS	12,48%	1,41%	-23,65%
AMIL	15,01%	0,39%	7,37%
HELBOR	-1,20%	1,46%	-24,15%
LAEP	-7,72%	-24,48%	-52,50%
PANAMERICANO	3,52%	-3,12%	-31,59%
MPX ENERGIA	0,70%	0,70%	-48,66%
TEMPO PART	-3,16%	3,18%	-23,85%
NUTRIPLANT	3,73%	0,36%	-11,00%
HYPERMARCAS	-2,33%	-6,69%	34,28%
LE LIS BLANC	-17,18%	9,73%	-13,81%
OGX PETROLEO	0,29%	-29,55%	12,51%

Nome da empresa	1 day %	1 month %	1 year %
VISANET	10,53%	-1,21%	-24,24%
TIVIT	-4,92%	-5,63%	15,51%
SANTANDER BR ¹	-3,69%	-9,42%	-3,53%
CETIP	-4,79%	-0,96%	35,77%
DIRECIONAL	2,18%	2,94%	24,42%
FLEURY	16,33%	5,15%	35,62%
ALIANSCCE	-2,28%	13,25%	44,99%
MULTIPLUS	0,89%	9,55%	85,28%
BR PROPERT	-1,92%	-1,27%	38,62%
OSX BRASIL	-12,81%	-13,68%	-22,17%
ECORODOVIAS	-1,09%	6,12%	47,47%
MILLS	2,78%	10,89%	68,46%
JULIO SIMOES	-0,10%	10,65%	42,73%
RENOVA	-1,15%	-11,02%	132,74%
HRT PETROLEO	-5,27%	21,95%	-9,67%
BR INSURANCE	-1,64%	-0,85%	16,30%
RAIA	1,29%	-10,59%	4,50%
AREZZO CO	13,55%	-1,28%	37,78%
SIERRABRASIL	-1,66%	17,43%	26,75%
AUTOMETAL	-0,63%	19,97%	-0,47%
QGEP PART	-2,38%	14,17%	-24,64%
IMC HOLDINGS	1,03%	-2,09%	30,25%
TIME FOR FUN	0,61%	-1,36%	17,09%
MAGAZ LUIZA	3,82%	-1,45%	-25,26%
BR PHARMA	-3,90%	-2,39%	48,09%
QUALICORP	15,72%	1,98%	31,81%
TECHNOS	4,59%	4,24%	19,28%
ABRIL EDUCA	-6,45%	-13,56%	84,32%
LOCAMERICA	-4,03%	5,36%	40,23%
BTG PACTUAL	-0,08%	-4,58%	17,07%
UNICASA	10,52%	15,82%	-22,90%
LINX	18,31%	-2,08%	50,63%
SENIOR SOL	-3,04%	11,30%	6,50%
BIOSEV	-15,77%	6,66%	-32,29%
ALUPAR	-5,59%	4,21%	-4,58%

Nome da empresa	1 day %	1 month %	1 year %
PROFARMA	-2,11%	5,02%	-25,43%
ALUPAR	-5,59%	4,21%	-4,58%
BB SEGURIDADE	-3,52%	9,44%	65,19%
SMILES	4,82%	9,16%	91,64%
CPFL RENOVAV	-0,44%	-9,58%	-24,10%
ANIMA	2,14%	18,27%	61,15%
SER EDUCA	-0,86%	29,50%	54,24%
CVC BRASIL	-3,56%	3,09%	0,61%
OUROFINO S/A	5,85%	4,12%	33,28%
PARCORRETORA	13,76%	3,02%	-14,26%
ALLIAR	-6,90%	-7,59%	-23,92%
MOVIDA	-3,66%	5,73%	-19,59%
IHPARDINI	9,33%	-3,20%	18,73%
AZUL	7,12%	7,79%	30,05%
CARREFOUR BR	-0,30%	-6,49%	
BIOTOSCANA	2,58%	-12,94%	
IRBBRASIL RE	6,88%	-4,08%	
OMEGA GER	0,53%	-1,71%	
CAMIL	0,20%	-9,84%	
BK BRASIL ²	-2,64%	-11,04%	
PETROBRAS BR	6,42%	-2,60%	

7. Bibliografia:

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

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

RITTER, Jay R; WELCH, Ivo. A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations. The Journal of Finance, 57, 1795-1828, 2002

ZINGALES, Luigi,agg 1995, Insider ownership and the decision to go public, Review of Economic Studies 62, 425-448.

PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

AGGARWAL, R.; LEAL, R.; HERNANDEZ, L. The after- market performance of initial public offerings in Latin America. Financial Management, 22, 42-53, 1993.

Ritter, J., 1991, « The long-run performance of initial public offerings », Journal of Finance 46,p. 3-27.

Ritter, J., 1984, « The hot issue market of 1980 », Journal of Business 32, p. 215-240

Ritter, J., 1987, « The costs of going public », Journal of Financial Economics 19, p. 269-281.

<http://vemprabolsa.com.br/wp-content/uploads/2016/06/Guia-abertura-de-capital-%E2%80%93-BMFBOVESPA-e-PricewaterhouseCoopers.pdf>

Gompers, P.; Ishii, J.; Metrick, A.; CORPORATE GOVERNANCE AND EQUITY PRICES. [Quarterly Journal of Economics 118(1), February 2003, 107-155]

Minardi, A.; Ferrari, G.; Tavares, P.; Performances of Brazilian IPOs backed by private equity. Journal of Business Research 66 (2013) 448–455

PAGANO, Marco; PANETTA Fabio; e ZINGALES Luigi, 1998, “Why do companies go public? An empirical analysis”

Mateiciuc, A.; Why do firms go public? ERASMUS UNIVERSITY ROTTERDAM ERASMUS SCHOOL OF ECONOMICS (2009)

Alberto, J; Cota, L.; Neves, O.; Santos, L.; ANALYSIS OF THE PROFITABILITY OF INITIAL PUBLIC OFFERINGS IN BRAZIL. Revista de Administração da UNIMEP. v.9, n.3, Setembro/Dezembro–2011

http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/

Bloomberg Database

http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:gHlIQwoc9_kJ:www.financaaplicadas.net/index.php/financaaplicadas/article/download/186/pdf+&cd=1&hl=pt-BR&ct=clnk&gl=br

https://www.riobravo.com.br/acervo/Fronteiras/Rio_Bravo_Fronteiras-Maio_2010.pdf