

# IPOs, gestão de investimentos e desenvolvimento econômico: uma visão crítica

Fernando Bevilacqua e Fanchin\*

O objetivo deste ensaio é analisar os processos de abertura de capital de empresas que vêm ocorrendo no Brasil nos últimos seis anos e avaliar se eles têm trazido benefícios, em última instância, para os investidores individualmente e para a economia de forma geral.

Apesar da crescente sofisticação financeira dos agentes brasileiros, continuamos com um tímido mercado de renda variável no país. A principal consequência disto é que investidores profissionais têm relativamente poucas opções de alocação fora da renda fixa, elevando consideravelmente a correlação entre as carteiras de renda variável, que acabam ficando muito concentradas nas mesmas ações. Com isso, aumenta também a dificuldade de seleção de ativos dos gestores orientados pela filosofia de investimento em valor\*\*, como a Rio Bravo, que, além de terem um universo restrito de empresas para investir, ainda precisam garimpar companhias que estejam precificadas com desconto em relação ao seu chamado “valor intrínseco”. Por isso, em princípio, é positivo que cada vez mais empresas venham a mercado, fazendo seus IPOs (*Initial Public Offerings*).

O principal efeito de uma abertura de capital para uma economia nacional pode ser sentido por meio dos investimentos feitos pela empresa, que utiliza o dinheiro captado nas ofertas primárias para financiar seus projetos de expansão. Isto, por sua vez, tende a gerar novos empregos diretos e indiretos, além de estimular a demanda da companhia por suprimentos e serviços. O resultado deste círculo virtuoso pode ser percebido no crescimento econômico do país. E quanto melhores os investimentos feitos pelas empresas individualmente, maior a contribuição para a economia coletivamente.

O problema é que em um IPO nem sempre estes benefícios teóricos para os investidores e para a economia se verificam na prática. Conflitos de interesse entre empresários, bancos e investidores distorcem a lógica descrita acima e o saldo do processo, em muitos casos, é até negativo. Ao longo deste ensaio, investigaremos as principais fontes destes conflitos, bem como seus efeitos no desempenho das ações lançadas no Brasil a partir de 2004. Com isso, esperamos auxiliar o leitor na avaliação não só da qualidade das novas companhias sendo ofertadas mas também dos riscos inerentes aos IPOs. Talvez, assim, o saldo do processo passe a ser mais positivo.

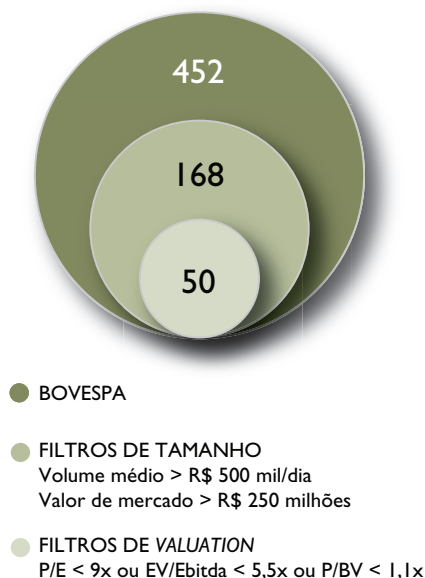
\* Com colaboração de Paulo Bilyk, Rafael Rodrigues e Gustavo Rodrigues.

\*\* Estratégia de seleção de ações que são negociadas por menos que seu valor intrínseco. Investidores em valor buscam ativamente ações de empresas que – eles acreditam – estão sub-avaliadas pelo mercado. Eles entendem que o mercado exagera nas reações a boas e más notícias, o que resulta em movimentos nos preços das ações que não correspondem aos fundamentos da empresa no longo prazo. O resultado é uma oportunidade para estes investidores lucrarem ao comprar quando os preços estão deprimidos. Tradicionalmente, os investidores em valor escolhem ações com múltiplos (e.g., preço sobre lucro, preço sobre valor patrimonial) mais baixos que a média do mercado e/ou com maiores taxas de dividendo. (Fonte: Investopedia, em tradução livre).

## INTRODUÇÃO

A Bolsa de Valores de São Paulo tem atualmente 452 companhias listadas (incluindo seu mercado de balcão organizado, SOMA). Nem todas estas empresas têm o porte suficiente e/ou ações líquidas o bastante para tornarem-se investidas de gestores profissionais prudentes com escala relevante. Se aplicarmos dois filtros de tamanho das companhias – volume médio negociado maior que R\$ 500 mil / dia e valor de mercado maior que R\$ 250 milhões –, o número de empresas cai para 168. Mas, devemos lembrar, para investidores de valor, preço é também uma variável chave. Isto é, somente as companhias com múltiplos descontados são atrativas para investimento. Logo, se restringirmos o nível de três múltiplos – preço / lucro (P/E) < 9x, EV/Ebitda < 5,5x ou preço / valor patrimonial (P/BV) < 1,1x –, veremos nosso universo reduzido a apenas 50 companhias. Ou seja, o investidor de valor no Brasil “pesca num lago pequeno”. O gráfico abaixo ilustra esta situação.

Gráfico 1 - Empresas Listadas na Bovespa



A título de comparação, o mercado norte-americano tem quase 14.900 empresas listadas, que bem representam dezenas de setores de sua economia. No Reino Unido, são 2.560. Dentre os BRICs (Brasil, Rússia, Índia e China), o Brasil aparece na última posição em número de empresas listadas, sendo que Índia lidera com 3.650, seguida pela China com 1.760. A Rússia fica em terceiro lugar, com 1.220.

Se analisarmos a relação “Produto Interno Bruto (PIB) / número de empresas listadas” nos dois mercados desenvolvidos citados (EUA e Reino Unido), perceberemos que, para cada US\$ 1 bilhão de PIB, há aproximadamente 1 companhia listada no país. Já nos BRICs, enquanto a Rússia guarda uma relação próxima com os desenvolvidos e a Índia apresenta uma significativa “desconcentração empresarial” (apenas US\$ 0,3 bilhão de PIB por empresa listada), China e Brasil mostram ainda grande “concentração empresarial”. Na China, são US\$ 2,5 bilhões de PIB por empresa listada e, no Brasil, elevados US\$ 3,6 bilhões – conforme tabela a seguir:

Tabela 1 - “Concentração Empresarial”

País	Empresas listadas	PIB 2008 (US\$ bi)	PIB/ Empresas
Estados Unidos	14.894	14.204	1,0
Reino Unido	2.565	2.646	1,0
Brasil	452	1.613	3,6
Rússia	1.225	1.608	1,3
Índia	3.652	1.217	0,3
China	1.757	4.326	2,5

Fontes: Bloomberg e Rio Bravo

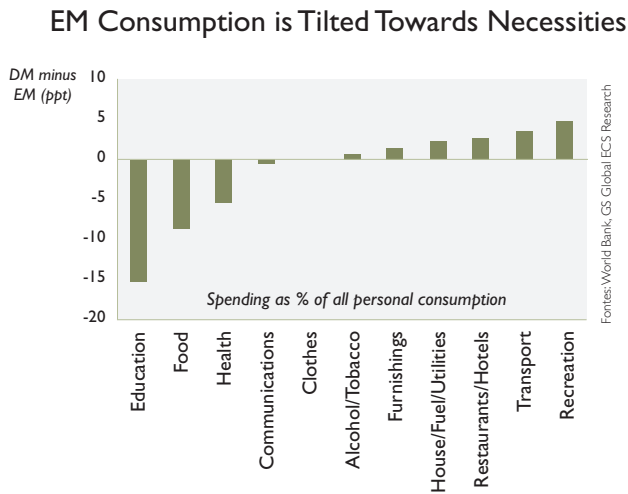
Se há razão para acreditarmos numa convergência entre nós e o mundo, o número de empresas listadas na bolsa brasileira deveria então crescer mais que proporcionalmente em relação a nosso PIB, de forma que o Brasil passe a apresentar um índice “PIB / número de empresas listadas” mais próximo dos países desenvolvidos, ou ao menos de seus companheiros dos BRICs.

Os setores representados na Bovespa vão desde Agropecuária até Utilidades Públicas, passando pelos tradicionais Petróleo & Gás, Mineração & Siderurgia e Financeiro. Porém nossa bolsa ainda está sub-representada em setores críticos para o desenvolvimento do país como Mídia, Farmacêutico & Biotecnologia ou Turismo & Lazer, por exemplo.

Novamente, olhando para os mercados desenvolvidos, notamos uma maior diversidade de setores bem representados em suas bolsas. No índice acionário norte-americano Russell 3000, por exemplo, há 76 empresas listadas no setor de Mídia, 175 em Farmacêutico & Biotecnologia e 111 em Turismo & Lazer, além, naturalmente, das companhias dos setores mais tradicionais. Já no Brasil, temos apenas 2 companhias em Mídia, 1 em Farmacêutico & Biotecnologia e 4 em Turismo & Lazer. Esta maior “diversidade setorial” dos mercados desenvolvidos parece estar relacionada ao aumento da participação de setores mais supérfluos no orçamento das famílias

quando estas percebem elevação de renda. Em estudo feito pelo Banco Mundial (e citado pela Goldman Sachs), observamos como o consumo das famílias de mercados emergentes ainda é enviesado para setores de necessidades básicas, como Educação, Alimentação e Saúde – conforme o gráfico a seguir:

Gráfico 2 - Padrões de Consumo das Famílias



Obs.: Diferença em pontos percentuais da participação de cada setor no orçamento das famílias nos mercados desenvolvidos (DM) versus mercados emergentes (EM).

Dados os efeitos positivos de renda sentidos pela população brasileira em função do crescimento econômico sustentável dos últimos 15 anos, e prevendo uma manutenção dessa virtude para o futuro imediato, esperamos que setores como Recreação, Transportes e Restaurantes & Hotéis ganhem cada vez mais relevância na cesta de consumo dos brasileiros.

É essencial, portanto, para o desenvolvimento de nosso mercado acionário e de nossa economia – que se beneficia dos investimentos realizados com as captações de recursos das companhias – que mais e mais IPOs aconteçam, preferencialmente de empresas em setores não ou sub-representados atualmente. Mas aos investidores cabe nessa hora uma lembrança de cautela: bons investimentos surgirão quando as emissões forem de companhias com sólido histórico de resultados, bem posicionadas em seus mercados e com potencial de geração de retornos acima do custo de capital de seus acionistas. Este tipo de empresa, quando privada, de capital fechado, e com algum porte, tende a perceber os benefícios de se tornar uma “companhia pública”, de capital aberto. Estes benefícios são, principalmente: (i) acesso a novas fontes de capital, em geral mais baratas e (ii) melhores

práticas de governança corporativa, o que gera maior transparência e alinhamento de interesses entre acionistas, clientes, fornecedores e a sociedade como um todo.

E na prática, os empresários e bancos sempre trazem bons ativos ao mercado? As ações de grande parte das companhias que abriram capital a partir de 2004 no Brasil não geraram retorno excedente ao Ibovespa no período analisado – o que indica que, para os investidores, o saldo da recente onda de IPOs foi, até agora, negativo. Investigaremos as origens deste fato, analisando tanto os conflitos de interesse inerentes ao processo de IPO – como a remuneração por comissões dos bancos de investimento e o fenômeno do *underpricing* (a ser explicado mais adiante) –, quanto aqueles mais particulares da onda de ofertas observada no Brasil, como o *pre-IPO financing* e o *equity kicker*, além das recomendações feitas pelos analistas de *sell-side* em seus relatórios de início de cobertura. Esperamos conseguir avaliar, ao menos parcialmente, quais foram os reais resultados gerados por estes IPOs para os investidores e para a economia do país.

## MOTIVAÇÃO DAS EMPRESAS PARA A ABERTURA DE CAPITAL

Empresas abrem seu capital por duas principais razões: realizar planos de crescimento e prover liquidez para os sócios atuais.

Mas, os projetos de crescimento destas companhias têm retornos projetados superiores ao seu custo de capital? Pode-se confiar na capacidade de execução de seus gestores? Se os atuais acionistas aceitam vender suas ações a determinado preço, por que faria sentido para novos acionistas – que conhecem muito menos o negócio – comprarem neste momento? É saudável que estes negócios tenham novos sócios – e possivelmente mais dinheiro – ou se está apenas aproveitando uma “janela de oportunidade” para se vender participações em negócios insustentáveis no longo prazo? Questões como estas, além de muitas outras, deveriam fazer parte da cartilha de análise de todo investidor cauteloso que pretende comprar ações em IPOs.

E o que dizem os acadêmicos sobre o tema? Os professores de finanças norte-americanos Jay Ritter (Universidade da Flórida) e Ivo Welch (Yale) identificaram algumas razões pelas quais as empresas vão a mercado: levantar dinheiro para seus projetos

de crescimento orgânico e aquisições, dar liquidez para os fundadores e acionistas atuais, atrair atenção e publicidade (para gerar mais confiança em seus investidores, clientes, fornecedores, credores). No Brasil, segundo a revista *Capital Aberto*, a onda de IPOs de 2004-2007 teve como principais objetivos: (i) investimentos em crescimento orgânico, (ii) aquisições de outras companhias e (iii) pagamento de dívidas.

O professor Luigi Zingales, da Universidade de Chicago, observou que é mais fácil para uma empresa consolidadora encontrar um potencial alvo de aquisição quando este é uma companhia aberta. Mais além, uma companhia aberta tem seu “valor” definido pelo mercado e muitos empresários acreditam conseguir vender seus negócios por um preço melhor quando existe uma cotação para suas ações.

Deborah Lucas e Robert McDonald, da Northwestern University, constataram que empresários tendem a postergar a abertura de capital de suas companhias durante um mercado de baixa. **Portanto, sob o risco de atestar o óbvio, em geral, um empresário somente abrirá o capital de sua empresa num momento favorável a ele – e, talvez, desfavorável aos novos acionistas.**

Ritter e Welch defendem ainda que os empresários tendem a emitir ações de suas empresas só depois de confirmarem um aumento na precificação das companhias abertas. Esta “janela de oportunidade” se abre justamente quando os investidores se tornam excessivamente otimistas, dispostos, portanto, a pagar preços cada vez mais altos. Esta razão, por si só, já deveria levar todos os investidores em IPOs a serem especialmente cuidadosos e céticos quanto às ofertas.

De 2004 a 2007, o Brasil vivenciou uma onda de IPOs sem precedentes em sua história. Em pouco menos de quatro anos, 106 empresas vieram a mercado. As primeiras emissões foram de empresas sólidas e com projetos de crescimento consistentes, conforme veremos mais à frente. Com o passar do tempo, a “janela de oportunidade” – ou de “oportunismo” – foi ficando mais nítida e muitas empresas em fase pré-operacional (sem resultados, portanto), de menor porte ou sem projetos consistentes de crescimento aproveitaram para emitir ações. A grande liquidez do mundo pré- crise do *sub-prime* contribuiu para gerar uma demanda disposta a aceitar argumentos outrora questionáveis apresentados por empresários e bancos nas ofertas das companhias. Empresas que talvez estivessem prontas apenas para receber aportes de fundos de

*private equity*\*, o que seria o caminho natural para se chegar posteriormente ao IPO, vieram a mercado a preços altos, frequentemente com múltiplos superiores aos de suas comparáveis já abertas e mais estabelecidas. Mais adiante avaliaremos justamente se as ações das companhias que “seguiram o caminho natural” e receberam investimento de fundos de *private equity* antes de abrir capital apresentaram desempenho diferente daquelas que não receberam aportes destes fundos.

## PROBLEMAS GERADOS POR CONFLITOS DE INTERESSE ENTRE EMPRESÁRIOS, BANCOS E INVESTIDORES

**A**ssimetria de informação é a essência dos conflitos de interesse nos processos de IPO. Enquanto os empresários – e supostamente os bancos – têm informações detalhadas e relevantes sobre seus negócios, os investidores, em geral, têm acesso somente ao material da oferta – que é preparado pelo próprio banco coordenador. Em muitos casos, ainda, a área de análise de empresas da corretora do banco publica um relatório (*pre-marketing report*\*\*\*) sobre a companhia emissora, com o suposto objetivo de auxiliar a tomada de decisão dos investidores. Esta situação pode ser comparada àquela de um indivíduo que decide comprar seu carro com base unicamente no anúncio do próprio fabricante. É óbvio que, num anúncio, as vantagens do veículo serão destacadas e as desvantagens, reduzidas. Este assunto, por sua complexidade, pediria uma análise específica e aprofundada. Seria necessário validar as projeções feitas por estes analistas versus o desempenho operacional das companhias no período pós-IPO. Não nos propomos a fazer isto neste breve estudo.

Recentemente, o tema “conflitos de interesse” vem sendo cada vez mais associado aos bancos de investimento, notadamente nos EUA e na Europa, por ocasião dos eventos relacionados ao colapso dos mercados imobiliários. A sociedade norte-americana, em particular, tem se mostrado cada vez menos tolerante às práticas comerciais destas instituições, que, em muitos casos, ficam nos limites da moralidade e até da legalidade. Afinal, quem é o cliente do banco: quem compra ou quem vende por meio de seus

\* Investimento em empresas privadas, em geral de menor porte que as “públicas”.

\*\* Relatório de análise divulgado antes da abertura de capital – não confundir com o relatório de início de cobertura, publicado após o IPO.

serviços? Quais são os deveres fiduciários do banco nas suas transações de intermediação financeira? Quais suas obrigações e responsabilidades morais? Tudo isto pode ser facilmente transportado para a recente onda brasileira de ofertas.

Sob a ótica de investidores, identificamos cinco problemas estruturais nos processos de IPO. Estes problemas mostraram-se incomodamente presentes na safra brasileira de ofertas de 2004-2007. Foram eles: (i) remuneração por comissões, (ii) financiamento pré-IPO, (iii) listagem de empresas pré-operacionais ou imaturas, (iv) viés dos relatórios de início de cobertura e (v) *underpricing*.

O primeiro – e talvez inevitável – problema é o incentivo dos bancos coordenadores. Há um conflito de interesse inerente à remuneração por comissões, basicamente porque o banco ganha mais quanto maior for o tamanho da oferta – função direta do preço das ações –, cenário que raramente beneficia os investidores, a não ser talvez pela liquidez posterior dos papéis. O ganho do banco (para intensificar esse conflito...) é realizado imediatamente, de forma que este não tem prejuízo direto caso a oferta se mostre um fracasso nos meses ou anos seguintes. Neste sistema de remuneração baseado em resultados de curto prazo, há também o claro risco de que os banqueiros fiquem incentivados a produzir uma grande quantidade de ofertas, tornando-se menos exigentes quanto à qualidade das empresas levadas a mercado.

O segundo problema é o financiamento pré-IPO (*pre-IPO financing*). Neste caso, o banco coordenador faz um empréstimo à empresa antes da oferta, para que ela “ganhe musculatura” e sua emissão atinja um tamanho economicamente atrativo. Sem este financiamento, a companhia possivelmente não abriria seu capital.

Os acadêmicos da USP Rafael Santos, Alexandre Silveira e Lucas Barros constataram que as empresas que utilizaram *pre-IPO financing* na onda de IPOs de 2004-2007 valiam, em média, menos de dois terços (64%) de seus preços de lançamento um ano depois de suas ofertas iniciais. Não só a cotação das ações destas companhias, mas também uma importante métrica de avaliação de empresas, o múltiplo preço / valor patrimonial (P/BV), apresentou nível inferior ao das empresas que não utilizaram *pre-IPO financing*. O grupo “sem empréstimo” apresentou um P/BV médio de 1,5x um ano após seus IPOs, enquanto o grupo “com empréstimo” tinha P/BV de 0,9x. Na mesma linha, enquanto o primeiro grupo gerou retorno total ao acionista (ganho de capital mais

proventos) de +8%, o segundo grupo teve desempenho de -37% um ano após seus IPOs.

Na recente safra brasileira de ofertas, o *pre-IPO financing* ganhou uma outra peculiaridade perversa: o *equity kicker*. Este mecanismo garante ao banco – coordenador e credor – o recolhimento de um prêmio sobre a variação do valor da companhia pré-empréstimo (e, conseqüentemente, pré-IPO) e seu valor pós-IPO. Isto geralmente proporciona ao banco um ganho muito expressivo no momento em que a oferta se concretiza. O banco passa a ser mais que um assessor financeiro, lucrando também com a valorização recente (pós-IPO versus pré-IPO) das ações da companhia. **Por misturar os papéis do banco de intermediário e principal na mesma transação, este é a mãe de todos os conflitos de interesse.**

Essa combinação de *pre-IPO financing* com *equity kicker* nos parece ser uma distorção de uma forma legítima de capitalização de empresas em expansão, o chamado “financiamento mezanino”. Nesta modalidade, o financiador entra na companhia tanto como credor quanto como acionista, geralmente via dívida conversível em ações. A diferença é que, neste caso, o financiador está alinhado com os outros acionistas, pois ganha mais com a valorização das ações no longo prazo que com os juros da dívida da empresa. E este ganho, vale reforçar, não é realizado em alguns meses – conforme ocorria na recente onda de IPOs – mas sim em alguns anos.

Embora esses financiamentos (com *equity kicker*, em alguns casos) tenham auxiliado a abertura de capital de muitas companhias, seus efeitos foram nocivos ao desempenho das ações destas empresas e, por consequência, a um grande número de investidores. Casos emblemáticos deste fenômeno, no Brasil, foram os de Minerva, Santos Brasil e Triunfo. As três companhias levantaram financiamento pré-IPO – com *equity kicker* – com seu banco coordenador e, um ano depois de suas aberturas de capital, suas ações apresentaram desempenho muito inferior ao do Ibovespa:

Tabela 2 - Pre-IPO Financing com Equity Kicker

Empresa	IPO	Desempenho	Ibovespa	Retorno Excedente
Minerva	jul-07	-50%	3%	-53%
Santos Brasil	out-06	9%	61%	-52%
Triunfo	jul-07	-47%	4%	-52%

Fontes: Economática e Rio Bravo

Seguindo os passos da norte-americana NASD (National Association of Securities Dealers), a ANBID

(Associação Nacional dos Bancos de Investimento), num esforço notável de auto-regulação, se posicionou desfavoravelmente ao livre uso do *equity kicker*. Em seu Código de Regulação e Melhores Práticas para as Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários (Artigo 16), a ANBID indica que deverá haver um “Coordenador Adicional” da oferta sempre que um dos bancos coordenadores: (i) tiver mais que 10% do capital da companhia, considerando as ações da oferta (inclusive via opções de compra); e/ou (ii) receber mais de 20% dos recursos captados na oferta. Com medidas deste tipo, espera-se que os bancos coordenadores sejam mais rigorosos na escolha das companhias que levarão a mercado, uma vez que um terceiro – o coordenador adicional – será responsável por validar a tese proposta aos investidores.

O terceiro problema é a listagem de empresas pré-operacionais ou imaturas. Este tipo de investimento deveria, em princípio, ser destinado a fundos de *private equity* ou a determinados investidores super-qualificados (via *private placement*), e não ao público em geral. O mercado de capitais normalmente deveria ser acessado por empresas que já atingiram determinado porte, com sólido histórico de resultados. É deste tipo de companhia que as bolsas precisam, dado que, com maior estabilidade operacional, há também maior previsibilidade de resultados e, portanto, maior segurança para os investidores. A tabela 3 traz o desempenho das ações de duas empresas pré-operacionais que abriram capital recentemente (Ecodiesel e MPX). Um ano depois de seus respectivos IPOs, suas performances eram bem inferiores à do Ibovespa.

Em uma tentativa de facilitar o acesso de empresas imaturas ao mercado de capitais, nossa bolsa criou há alguns anos um segmento diferenciado com regras de listagem e negociação mais flexíveis, o “Bovespa Mais”. Até o momento, há apenas uma companhia listada (Nutriplant) e o desempenho de suas ações um ano depois de sua abertura de capital também era inferior ao do Ibovespa, conforme tabela a seguir:

Tabela 3 - Empresas Pré-Operacionais ou Imaturas

Empresa	IPO	Desempenho	Ibovespa	Retorno Excedente
Ecodiesel	nov-06	-36%	46%	-82%
MPX	dez-07	-86%	-37%	-49%
Nutriplant	fev-08	-40%	-34%	-6%

Fontes: Economática e Rio Bravo

O quarto problema identificado é o viés do relatório de início de cobertura da empresa feito pela corretora do banco coordenador. Na vasta maioria

Tabela 4 - Viés Otimista dos Analistas de Sell-Side

Empresa <sup>1</sup>	Coord Líder	Recomend	Retorno projetado	Retorno realizado <sup>2</sup>	Δ <sup>3</sup>	Ano
<b>1º Quartil</b>						
Localiza	CS	Compra	70%	242%	172%	2005
Submarino	CS	Compra	77%	229%	152%	2005
DASA	UBS	Compra	34%	88%	53%	2004
Natura	UBS	Manutenção	9%	57%	48%	2004
Cosan	MS	Manutenção	6%	46%	40%	2005
SLC	CS	Compra	30%	66%	36%	2007
Lopes	UBS P	Compra	39%	67%	27%	2006
GVT	CS	Compra	22%	39%	17%	2007
Nossa Caixa	UBS	Compra	32%	47%	15%	2005
PDG	UBS P	Compra	61%	73%	12%	2007
Equatorial	CS	Compra	35%	44%	9%	2006
ABnote	UBS	Compra	70%	70%	0%	2006
Positivo	UBS	Compra	41%	33%	-9%	2006
GP	CS	Compra	29%	20%	-9%	2006
Anhanguera	CS	Compra	28%	11%	-17%	2007
São Martinho	UBS P	Manutenção	19%	-4%	-23%	2007
EDP	UBS	Compra	35%	11%	-24%	2005
Marfrig	ML	Compra	26%	2%	-24%	2007
<b>2º Quartil</b>						
Rodobens	JPM	Compra	40%	15%	-25%	2007
Heringer	UBS P	Compra	34%	9%	-25%	2007
Dufry	UBS P	Compra	30%	4%	-26%	2006
Datasul	UBS	Compra	80%	50%	-30%	2006
TIG	CS	Compra	61%	29%	-32%	2007
JBS	JPM	Compra	50%	8%	-42%	2007
Wilson Sons	CS	Compra	40%	-2%	-42%	2007
BR Malls	UBS P	Compra	33%	-14%	-47%	2007
Metafrio	UBS P	Compra	31%	-16%	-47%	2007
BrasilAgro	CS	Compra	31%	-17%	-48%	2006
Medial	CS	Compra	53%	5%	-48%	2006
Banco Pine	CS	Compra	59%	3%	-57%	2007
Cosan Ltd	MS	Compra	27%	-36%	-63%	2007
Log-In	UBS P	Compra	45%	-23%	-68%	2007
Iguatemi	UBS P	Compra	35%	-35%	-70%	2007
Tegma	JPM	Compra	30%	-47%	-77%	2007
Paraná Banco	UBS P	Compra	35%	-45%	-80%	2007
Bovespa	CS	Compra	28%	-52%	-80%	2007
<b>3º Quartil</b>						
Sofisa	UBS P	Compra	29%	-53%	-83%	2007
Daycoval	UBS P	Compra	39%	-45%	-83%	2007
OGX	UBS P	Compra	141%	51%	-90%	2008
Triunfo	CS	Compra	45%	-47%	-92%	2007
Brookfield	CS	Compra	52%	-44%	-96%	2006
Cruzeiro Sul	UBS P	Compra	27%	-69%	-96%	2007
MRV	UBS P	Compra	31%	-67%	-98%	2007
Minerva	CS	Compra	35%	-64%	-99%	2007
Tecnisa	CS	Compra	80%	-21%	-101%	2007
Springs	CS	Manutenção	16%	-86%	-102%	2007
Agra	CS	Compra	52%	-52%	-104%	2007
Banco ABC	UBS P	Compra	30%	-78%	-107%	2007
Panamericano	UBS P	Compra	50%	-60%	-110%	2007
Estácio de Sá	UBS P	Compra	101%	-9%	-111%	2007
Amil	CS	Compra	58%	-54%	-112%	2007
Bco Patagonia	JPM	Compra	52%	-60%	-112%	2007
Satipel	UBS P	Compra	42%	-73%	-114%	2007
CCDI	CS	Compra	86%	-29%	-115%	2007
<b>4º Quartil</b>						
Kroton	MS	Compra	53%	-65%	-118%	2007
Providência	UBS P	Compra	56%	-64%	-120%	2007
Banco Indusval	CS	Compra	47%	-74%	-121%	2007
CSU	CS	Compra	101%	-29%	-130%	2006
General Shop	JPM	Compra	46%	-84%	-130%	2007
Marisa	CS	Compra	90%	-42%	-132%	2007
Tempo	UBS P	Compra	90%	-48%	-138%	2007
BIC Banco	UBS P	Compra	64%	-76%	-140%	2007
MPX	UBS P	Compra	73%	-78%	-151%	2007
Multiplan	UBS P	Compra	100%	-56%	-156%	2007
Eztec	UBS P	Compra	90%	-70%	-160%	2007
LAEP	UBS P	Compra	69%	-92%	-161%	2007
Trisul	MS	Compra	81%	-81%	-162%	2007
BR Brokers	CS	Compra	77%	-87%	-164%	2007
SEB	CS	Compra	96%	-69%	-165%	2007
Inpar	CS	Compra	107%	-93%	-200%	2007
Invest Tur	CS	Compra	202%	-36%	-238%	2007
Agrenco	CS	Compra	188%	-97%	-285%	2007

<sup>1</sup> Casos selecionados, conforme disponibilidade do relatório de início de cobertura. <sup>2</sup> Retorno realizado no período indicado pelo analista (e.g., 12 meses, final do ano). <sup>3</sup> Diferença entre o retorno projetado e o retorno realizado. CS=Credit Suisse / JPM=JP Morgan / ML=Merrill Lynch / MS=Morgan Stanley / UBS P=UBS Pactual

dos IPOs de 2004-2007 (e, neste caso, 2008), estes relatórios, publicados algumas semanas depois da oferta, recomendavam “Compra” (indicação de expectativa de retorno atrativo), com potencial de valorização médio estimado para as ações de 56% – na amostra selecionada em nossa base de dados\*.

A maior parte dos analistas equivocou-se sensivelmente em suas projeções de retorno, como mostra a tabela 4 (na pág. 6). Parte destes equívocos pode ser explicada pela abrupta mudança nas condições macroeconômicas provocada pela crise financeira de 2007/2008. Poucos esperavam uma desvalorização tão expressiva das bolsas mundiais. Este fato, porém, não é suficiente para invalidar a seguinte conclusão: **tomar decisões de investimento com base em relatórios de início de cobertura não parece ser prudente.** A tabela nos ajuda também a confirmar a tese de que, aparentemente, à medida que a onda de IPOs avança, diminui a qualidade das ofertas – e, pode-se dizer, a diligência dos analistas. Explica-se: nos anos iniciais (2004, 2005) os retornos projetados dificilmente passavam dos 80% (o que, convenhamos, já é um retorno excepcional para um período, em geral, de 12 meses), enquanto o retorno realizado no período indicado algumas vezes excedeu os 200% (Localiza e Submarino). Nos anos seguintes (2006, 2007 e, neste caso, 2008), foram poucas as ações que apresentaram retorno próximo ou superior ao projetado, sendo que a grande maioria teve retorno muito abaixo do estimado. A tabela-resumo a seguir nos mostra que, em 2004 e 2005, todos os casos analisados ficaram no 1º quartil – isto é, o erro médio das projeções foi menor ou mais favorável aos investidores que nos anos seguintes. Em 2006, o percentual de casos no 1º quartil caiu para 45% e, em 2007, apenas 11% ficaram no primeiro pelotão. Por fim, em 2008, o único caso analisado (OGX) caiu no 3º quartil:

Tabela 5 - Aumento no Otimismo dos Analistas de Sell-Side

Ano/ Quartil	% das ofertas de cada ano em cada quartil			
	1º	2º	3º	4º
2004	100%	0%	0%	0%
2005	100%	0%	0%	0%
2006	45%	36%	9%	9%
2007	11%	26%	30%	32%
2008	0%	0%	100%	0%

Fontes: Economática, bancos citados, CVM e Rio Bravo

O quinto problema é hoje um dos assuntos mais estudados na literatura financeira: a precificação das ofertas iniciais de ações. O fenômeno do *underpricing*, definido como a diferença percentual entre o preço de fechamento no primeiro dia de negócios e o preço inicial da oferta é recorrente na maioria dos países. Neste caso, ao contrário do que vimos nos quatro problemas anteriores, os “prejudicados” costumam ser os empresários e bancos, e não os investidores – ao menos num primeiro momento. Isto porque boa parte dos IPOs sai a preços menores que os “justos” – ou, melhor dizendo, menores que aqueles que o mercado estaria disposto a pagar. Nesta situação, os acionistas atuais “deixam dinheiro na mesa” no momento da oferta inicial. Uma explicação é que, no futuro, investidores satisfeitos com ganhos imediatos serão mais propensos a aceitar novas emissões da companhia, além de tenderem a se manter acionistas por mais tempo, o que naturalmente cria um piso para o preço das ações.

Ritter e Welch sustentam que uma onda de emissões geralmente sucede uma fase de elevado *underpricing*, dado que os bancos coordenadores tendem a encorajar mais companhias a abrirem capital quando a precificação do mercado se mostra maior que a esperada. Na linha das teorias de assimetria de informação, os bons empresários (companhias de maior qualidade) deliberadamente vendem suas ações a preços mais baixos que os “justos”, o que impede que maus empresários (companhias de menor qualidade) os imitem. Com o tempo, este sacrifício dos bons empresários será recompensado por novas emissões, reações favoráveis do mercado pelo anúncio de proventos, ou cobertura positiva de analistas.

Ofertas com precificação muito alta afligem investidores e empresários pela “maldição do vencedor” (“*winner’s curse*”). Nesta situação, os investidores temem que só terão alocação total se estiverem dentre os mais otimistas. Assim, o investidor teria alocação total nos IPOs “caros” e sub-alocação nos IPOs “baratos”. Com isso, seus retornos ficariam abaixo dos requeridos. No Brasil, exemplos deste fenômeno foram os IPOs de BM&F, Bovespa e Redecard. Nestes três casos, a demanda pelas ofertas era enorme e, com isso, aqueles que quiseram alocação foram obrigados a pagar preços altos pelas ações das companhias. BM&F saiu com P/E de 67x, Bovespa, de 59x, e, Redecard, de 26x. A título de comparação, no Rio Bravo Fundamental FIA buscamos empresas que sejam negociadas a, no

\* Em um caso – InvestTur – a corretora do banco coordenador projetava 202% de alta para os papéis, o que inevitavelmente levanta a questão: os empresários e o banco teriam sido tão benevolentes na oferta a ponto de deixar todo este potencial de ganho para os investidores? Infelizmente – para os investidores – este não foi o caso, e as ações se desvalorizaram em 36% no período indicado pelo analista.

máximo, 9x seu lucro normalizado. Quanto ao desempenho dessas ações 12 meses depois de seu lançamento, os resultados infelizmente comprovam a tese da “maldição do vencedor”:

Tabela 6 - “Maldição do Vencedor”

Empresa	IPO	Desempenho	Ibovespa	Retorno Excedente
BMF	nov-07	-74%	-41%	-33%
Bovespa	out-07	-27%	-14%	-13%
Redecard	jul-07	1%	4%	-4%

Fontes: Economática e Rio Bravo

Outros estudiosos do tema defendem que a prática do *bookbuilding* (em contraste à antiga prática de garantias firmes) permite que os bancos obtenham informação relevante junto a investidores bem-informados sobre a emissão e que, dessa forma, eles atingem pontos precisos de equilíbrio entre oferta e demanda (i.e., o preço “certo” e “justo” para a emissão). Neste sistema, uma faixa de preço para as ações é definida em uma etapa conhecida como *pre-market* e, então, os bancos e empresários saem em *road show* – reuniões para explicar a oferta e apresentar a empresa a potenciais investidores. Se a demanda for boa, os bancos aumentarão a faixa de preço da emissão. Mas, se os investidores percebem que por estarem dispostos a pagar um preço mais alto, o preço de fato aumentará, então algo em troca deve ser oferecido a eles. Para induzir os investidores a revelar que estão dispostos a pagar caro pelas ações, os bancos têm que oferecer uma combinação de maior alocação e *underpricing* sempre que esses indicarem uma propensão a pagar mais caro.

Um estudo conduzido por Kathleen Hanley, do Federal Reserve Board, verificou inclusive que os bancos não ajustam proporcionalmente para cima a faixa de preço das ofertas quando percebem que a demanda é boa. Isto quer dizer que quando ocorre um ajuste para cima, o *underpricing* tende a ser ainda maior.

Já os financistas Michel Habib (Universidade de Zurique) e Alexander Ljungqvist (Universidade de Nova Iorque) argumentam que o *underpricing* é um bom substituto para custosas despesas de promoção da oferta. Com uma base de IPOs dos EUA de 1991 a 1995, eles verificaram que para cada dólar “deixado na mesa”, um dólar foi economizado nas despesas de promoção da oferta. Isto quer dizer que, ao invés de gastarem parte importante de seu tempo promovendo suas empresas junto a investidores, os

executivos podem se dedicar a fazer um bom trabalho na gestão do negócio. E podem ficar tranquilos que, caso o mercado não atribua valor justo à empresa em seu IPO, certamente o fará no momento seguinte.

Por fim, alguns pesquisadores alegam que os empresários toleram o *underpricing* se imediatamente após o IPO percebem uma valorização de sua companhia maior que a esperada antes da abertura de capital. Em outras palavras, quanto maior for seu aumento recente de riqueza, menor será seu poder de barganha com os bancos para evitar o *underpricing* nas próximas emissões.

## DESEMPENHO DAS AÇÕES EMITIDAS RECENTEMENTE

Vejamos agora o impacto que os problemas discutidos nas seções anteriores tiveram conjuntamente no desempenho das ações emitidas na recente onda brasileira de IPOs. A tabela 7 (na pág. 9) reúne informações importantes sobre isto. O retorno excedente anualizado de cada ação pode ser avaliado em função da presença – ou não – de *pre-IPO financing* na companhia, bem como da utilização do mecanismo de *equity kicker*. Estão identificadas também as empresas que tiveram investimento de fundos de *private equity* antes de abrir capital, além das companhias pré-operacionais ou imaturas que vieram a mercado neste período. Por fim, indicamos a participação de investidores estrangeiros em cada oferta – a hipótese a ser testada aqui é: uma maior presença deste grupo indica uma melhor companhia emissora? Ou indica um comprador menos atento às peculiaridades das empresas ofertadas?

O que se constata é que apenas 26 empresas (24% da amostra) tiveram retorno excedente ao Ibovespa em seu período de existência como companhia aberta. Alguns casos de péssimo desempenho das ações podem facilmente ser vinculados à presença de *pre-IPO financing* e *equity kicker* (Minerva), ou ao fato de se tratar de uma companhia pré-operacional que não executou seus planos conforme o prometido (Ecodiesel). Neste horizonte, não é possível, porém, estabelecer uma relação consistente e evidente entre mau desempenho das ações e uso de *pre-IPO financing*, com ou sem *equity kicker*, ou os fatos de a companhia ter tido investimento de fundo de *private equity* ou ser pré-operacional. Também não se pode concluir que



Tabela 7 - Características dos IPOs e Desempenho das Ações

## 1º Quartil

Empresa	Características	% Estrangeiros	Retorno Excedente*
Hypermarcas	■	97%	57%
Vivax	■ PE	69%	43%
GVT	■ PE	76%	31%
MMX	■ PO/I	80%	23%
Totvs	■	69%	22%
OGX	■ PE + PO/I	63%	21%
Localiza	■ PE	93%	18%
Odontoprev	■ PE	63%	17%
SulAmérica	■	87%	17%
Marisa	■	64%	16%
Natura	■	67%	12%
Datasul	■	80%	12%
PDG	■ PE	93%	12%
BIC Banco	■	85%	11%
Terna	■	65%	10%
MRV	■ PE	73%	7%
M. Dias Branco	■	72%	7%
Porto Seguro	■	71%	5%
Redecard	■	72%	4%
Le Lis Blanc	■ PE	97%	4%
Helbor	■	59%	4%
Panamericano	■	74%	3%
Cremer	■ PE	80%	2%
Nossa Caixa	■	71%	2%
DASA	■ PE	50%	2%
CPFL	■	23%	1%
Dufry	■ PE	69%	0%
<b>Média</b>		<b>70%</b>	<b>14%</b>

## 2º Quartil

Empresa	Características	% Estrangeiros	Retorno Excedente*
Satipel	■ PE	74%	0%
ALL	■ PE	54%	-1%
Marfrig	■	68%	-2%
Banco ABC	■	74%	-2%
Amil	■	80%	-3%
BR Malls	■ PE	72%	-3%
OHL	■	68%	-3%
Multiplan	■ PE	73%	-4%
Anhanguera	■ PE	76%	-4%
Equatorial	■ PE	77%	-5%
EDP	■	26%	-5%
Submarino	■ PE	20%	-6%
Lopes	■	71%	-7%
Gafisa	■ PE	72%	-8%
SLC	■	70%	-8%
TAM	■ PE	74%	-11%
Copasa	■	74%	-11%
Iguatemi	■	72%	-11%
BR Brokers	■	98%	-11%
Estácio de Sá	■	74%	-12%
Wilson Sons	■	74%	-12%
Cruzeiro do Sul	■	67%	-12%
ABnote	■	80%	-12%
Cosan	■	72%	-12%
Lupatech	■ PE	78%	-13%
SEB	■	92%	-13%
Paraná Banco	■	89%	-14%
Bovespa	■	78%	-15%
<b>Média</b>		<b>72%</b>	<b>-9%</b>

■ = Sem pre-IPO financing

■ = Com pre-IPO financing

■ = Com pre-IPO financing e equity kicker

PE = Empresa com presença de *private equity* antes do IPO.

PO/I = Empresa pré-operacional ou imatura à época do IPO.

\* Retorno anualizado da ação menos retorno anualizado do Ibovespa até 31/03/2010.

## 3º Quartil

Empresa	Características	% Estrangeiros	Retorno Excedente*
Invest Tur	■ PO/I	87%	-16%
Renar	■	5%	-16%
JBS	■	84%	-17%
GP	■	78%	-17%
Eztec	■	68%	-18%
Company	■	64%	-18%
Brasilagro	■ PE + PO/I	82%	-18%
Grendene	■	64%	-20%
Tegma	■	59%	-21%
São Martinho	■	53%	-22%
Positivo	■	69%	-22%
Trisul	■	91%	-22%
Banco Daycoval	■	70%	-23%
Tenda	■	79%	-23%
Profarma	■	70%	-23%
BM&F	■	77%	-23%
Cosan Ltd	■	37%	-24%
Tecnisa	■	68%	-24%
Santos Brasil	■	80%	-25%
Gol	■ PE	12%	-25%
Triunfo	■	86%	-25%
Banco Pine	■	90%	-26%
Banco Indusval	■	91%	-26%
TIG	■	90%	-26%
Abyara	■ PE	92%	-26%
Agra	■	67%	-26%
Log-in	■	75%	-26%
<b>Média</b>		<b>70%</b>	<b>-22%</b>

## 4º Quartil

Empresa	Características	% Estrangeiros	Retorno Excedente*
Banco Patagonia	■	96%	-26%
Bematech	■ PE	70%	-27%
General Shop	■	73%	-28%
Rodobens	■	67%	-28%
Heringer	■ PE	65%	-30%
Metalfrío	■ PE	57%	-30%
Kroton	■	70%	-31%
UOL	■ PE	71%	-31%
Even	■ PE	53%	-31%
Medial	■	76%	-32%
MPX	■ PO/I	77%	-32%
Minerva	■	71%	-32%
Providência	■ PE	77%	-33%
CSU	■ PE	83%	-34%
Brookfield	■	87%	-35%
Tempo	■ PE	90%	-36%
Banco Sofisa	■	76%	-38%
JHSF	■	89%	-38%
Açúcar Guarani	■	52%	-40%
CCDI	■	56%	-42%
Klabin Segall	■	69%	-44%
Agrenco	■	88%	-44%
CR2	■	0%	-46%
Springs	■ PE	37%	-47%
Nutriplant	■ PO/I	11%	-49%
LAEP	■ PE	73%	-52%
Inpar	■	75%	-56%
Ecodiesel	■ PO/I	68%	-62%
<b>Média</b>		<b>71%</b>	<b>-37%</b>

Fontes: Econômica, CVM, Bovespa, Capital Aberto e Rio Bravo

uma maior presença de investidores estrangeiros indica uma melhor companhia emissora, dado que a participação média deste grupo nas ofertas foi da ordem de 70% em todos os quartis de retorno. Talvez, por outro lado, a baixa participação dos investidores

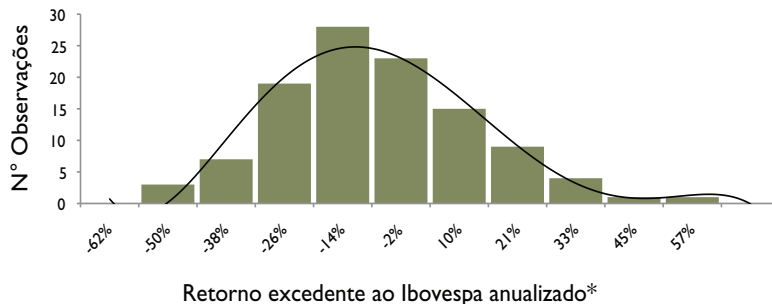
brasileiros – em especial os institucionais – no volume total ofertado seja parcialmente explicada por maior cautela, gerada por um maior conhecimento das especificidades das companhias emissoras.

O histograma a seguir (na pág. 10) demonstra com



clareza **quão enviesados negativamente são, até agora, os retornos dos IPOs analisados** – o que reforça a conclusão de que a relação risco-retorno deste tipo de investimento tem sido assimétrica:

Gráfico 3 - Distribuição dos Retornos dos IPOs



\* Até 31/03/2010.

Fontes: Economática e Rio Bravo

Ainda no sentido de identificar as possíveis razões para o bom ou mau desempenho dos IPOs analisados, fizemos uma simulação de investimento por banco coordenador, levando em conta o tamanho de cada oferta. Embora a escassez de observações em alguns casos prejudique nossa conclusão, **aparentemente alguns bancos ofertaram companhias melhores que outros:**

Fontes: Economática, CVM e Rio Bravo

Tabela 8 - Desempenho dos Bancos Coordenadores

Coordenador Líder	Retorno Excedente*	Quantidade de IPOs	Desvio Padrão
Itaú BBA	1%	7	29 pp
UBS	-2%	7	13 pp
Unibanco	-2%	6	23 pp
Pactual + UBS Pactual	-5%	34	18 pp
Merrill Lynch	-6%	6	13 pp
Credit Suisse	-18%	32	19 pp
J.P. Morgan	-21%	5	5 pp
Morgan Stanley	-22%	5	7 pp

Obs.: Foram selecionados apenas os bancos que participaram como coordenador líder de mais de dois IPOs.

\* Média do retorno anualizado das ações menos retorno anualizado do Ibovespa até 31/03/2010.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

A recente onda de ofertas certamente contribuiu para o aumento das alternativas de investimento em renda variável no Brasil. Como vimos, isto é crítico para o desenvolvimento dos mercados de capitais, para a diversificação das carteiras de investidores profissionais e até mesmo

para o aumento do investimento produtivo no país. Porém, poucos foram os casos de ações que tiveram retorno excedente ao Ibovespa desde seu início de negociação. Ou seja, para aqueles que investiram nos IPOs, os resultados, na média, foram ruins. Para aqueles que souberam avaliar os riscos no momento das ofertas, como boa parte dos gestores de valor o fez, boas oportunidades de investimento surgiram posteriormente. Foram os casos, por exemplo, de SulAmérica, Cremer e Marisa. As duas primeiras fazem, atualmente, parte da carteira do Rio Bravo Fundamental FIA e a última já foi um importante investimento de nosso fundo. As três posições trouxeram significativo retorno excedente para nossos cotistas, dado que investimos nestas

empresas quando seus preços já estavam deprimidos. E contribuíram, naturalmente, para a almejada diversificação da Bovespa.

Quanto aos efeitos econômicos destas aberturas de capital, embora ainda seja cedo para avaliar os reais impactos dos investimentos produtivos feitos pelas companhias, pode-se afirmar que, no mínimo, houve uma transferência de recursos do exterior para o Brasil. Isto porque investidores estrangeiros ficaram com 71% (ou R\$ 67 bilhões) dos mais de R\$ 94 bilhões ofertados de 2004 a 2008 no país. Ou seja, tendo o dinheiro sido usado para investimentos produtivos – ofertas primárias corresponderam a 61%, ou R\$ 57 bilhões, do total levantado – ou ido para o bolso dos empresários (39%, ou R\$ 37 bilhões, foram captados via ofertas secundárias), ao menos para o país ele veio. Mas, ainda que nossa economia venha a se beneficiar dos investimentos produtivos feitos com os R\$ 57 bilhões captados em ofertas primárias, **a conta paga pelos investidores – principalmente estrangeiros – que compraram esses IPOs foi alta: quase R\$ 26 bilhões, dos R\$ 94 bilhões levantados, foram perdidos (versus Ibovespa) com a desvalorização das ações lançadas desde o início da onda, em 2004.** É gratificante perceber, por outro lado, que em geral a poupança previdenciária brasileira se esquivou da maior parte dessas “armadilhas de investimento”, dado que nossos fundos de pensão tiveram participação muito inferior à dos investidores estrangeiros no volume total das ofertas. Como sugerimos anteriormente, é possível que este fato seja produto de um nível de informação e experiência locais maiores que os dos investidores

internacionais, aliados a um maior grau de conservadorismo dos gestores brasileiros. Os bancos de investimento, por sua vez, recolheram R\$ 3,2 bilhões somente em comissões (não consideramos ganhos com *pre-IPO financing* e *equity kicker*) ao longo do período analisado e, junto dos empresários que venderam ações a preços altos, sagraram-se os grandes vencedores dessa onda de ofertas. Logo, a pergunta recorrente: teria a qualidade das ofertas – e, conseqüentemente, o retorno excedente para os investidores – sido superior caso a remuneração dos bancos fosse atrelada ao desempenho de longo prazo das ações das empresas?

Apesar desses problemas, não resta dúvida de que tanto nosso mercado de capitais quanto nossa economia ainda necessitam de mais companhias listadas. É essencial, entretanto, que todos os envolvidos sejam diligentes e céticos na análise de uma empresa recém-chegada ao mundo das companhias abertas.

Para os controladores, esclarecer questões culturais como a presença de sócios minoritários opinando sobre a gestão do negócio, transparência nas divulgações de resultado e disciplina na alocação de capital é crucial para o verdadeiro sucesso de uma “companhia pública”. E este sucesso será coroado com a apreciação de suas ações, bem como com a oportunidade de se voltar novamente ao mercado para captar mais dinheiro, seja na forma de capital próprio (ações), seja na forma de capital de terceiros (dívida).

Os empresários devem enxergar o mercado de capitais como um aliado em seus projetos de crescimento, tratando seus novos acionistas como verdadeiros sócios na gestão dos negócios. Neste sentido, o “Novo Mercado” da Bovespa, segmento com regras diferenciadas de governança corporativa, é sem dúvida o melhor caminho disponível. A companhia que escolhe este segmento de listagem deve, por exemplo, emitir somente ações ordinárias (com direito a voto), garantir 100% de *tag-along* aos acionistas minoritários em caso de alienação do controle e constituir um conselho de administração com no mínimo cinco membros, sendo 20% deles independentes. Mas, não custa reforçar, cada vez mais

os investidores saberão diferenciar as companhias do Novo Mercado “de fato” daquelas que somente se embelezaram com suas normas.

Os bancos talvez percebam que, no longo prazo, os resultados trazidos pela construção de uma franquia com credibilidade serão maiores que aqueles gerados por curtos períodos de sucesso absoluto. Passada a euforia da recente onda de IPOs, os próprios banqueiros já reconhecem que os investidores se tornaram mais seletivos. Parafraseando um deles, “não haverá mais espaço para oba-oba”. Será?

Quanto ao público-alvo das ofertas, pelo acima exposto, entende-se por que investidores em valor (*value investors*), como a Rio Bravo, dificilmente compram IPOs, em qualquer parte do mundo. É preciso acreditar que todas as promessas feitas pelo emissor e pelo banco coordenador serão cumpridas e que todos os projetos de crescimento da companhia serão adequadamente executados. Por dedução, comprar IPOs certamente faz parte do escopo de investidores em crescimento (*growth investors*), que buscam histórias de expansão expressiva de receitas, frequentes aquisições/consolidações etc. Na onda brasileira de IPOs de 2004-2007 (e, neste caso, 2008), muitos destes fizeram maus investimentos, com destaque para os estrangeiros, que ficaram com 71% do volume ofertado no período. O paradoxo é que justamente estes investidores, originários em grande parte de mercados desenvolvidos, não aprenderam com a história de seus países e se deixaram levar pelo “canto da sereia” dos banqueiros e empresários brasileiros.

Por fim, os “investidores em geral” devem ter parcimônia na escolha das empresas, assim como teriam se fossem se tornar sócios de empreendimentos privados. Deve-se ter clara a essência do investimento em ações: tornar-se sócio de um negócio. E, naturalmente, este deve ser um negócio rentável, competitivo e com boas perspectivas de crescimento no longo prazo. Portanto, por mais que passemos a esperar boas intenções dos bancos e empresários no mundo dos IPOs, a máxima latina “*caveat emptor*” (“o risco é do comprador”) continua merecendo repetição e lembrança. Sempre.

## BIBLIOGRAFIA

- ANBID (Associação Nacional dos Bancos de Investimento). 2009. Disponível em:  
[http://www.anbid.com.br/documentos\\_download/equity\\_kicker.pdf](http://www.anbid.com.br/documentos_download/equity_kicker.pdf)
- HABIB, Michel, and Alexander Ljungqvist, 2001, *Underpricing and entrepreneurial wealth losses in IPOs: theory and evidence*, *Review of Financial Studies* 14, 433-458.
- HANLEY, Kathleen Weiss, 1993, *The underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon*, *Journal of Financial Economics* 34, 231-250.
- LUCAS, Deborah, and Robert McDonald, 1990, *Equity issues and stock price dynamics*, *Journal of Finance*, 45, 1019-1043.
- LOUREIRO, Marcelo, 2009, *Chute Polêmico*, revista *Capital Aberto*, 67, 44 – 47.
- NASD (National Association of Securities Dealers) 2720 Rule está disponível em:  
[http://content.lawyerlinks.com/default.htm#http://content.lawyerlinks.com/sec/NASDAQ/nasd\\_2720.html](http://content.lawyerlinks.com/default.htm#http://content.lawyerlinks.com/sec/NASDAQ/nasd_2720.html).
- RITTER, J. R., Welch, I. 2002. *A review of IPO activity, pricing, and allocations*. *Journal of Finance*, v. 57, p. 1795-1828.
- ROCK, Kevin, 1986, *Why new issues are underpriced*, *Journal of Financial Economics* 15, 187-212.
- SANTOS, Rafael L., Silveira, Alexandre Di M. da, Barros, Lucas A. B. de C., 2009. *Underwriters fueling going public companies? Evidence of conflict of interest in the Brazilian 2004-2007 IPO wave*, CEG (Center for Corporate Governance Research) Working Paper Series 001/2009 ([www.ceg.org.br](http://www.ceg.org.br)).
- ZINGALES, Luigi, 1995, *Insider ownership and the decision to go public*, *Review of Economic Studies* 62, 425-448.

**Recomendações ao investidor:** As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Crédito – FGC. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento ao aplicar seus recursos. Para avaliação da performance dos fundos de investimento, é recomendável uma análise de períodos de, no mínimo, 12 (doze) meses. A Fundamental Investimentos Ltda. não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por decisões de investimentos tomadas com base neste material.

Rio Bravo Investimentos S.A.  
Av. Chedid Jafet, 222, Bloco B, 3.º andar  
04551-065 São Paulo SP Brasil  
Tel. (11) 2107-6528  
Fax (11) 2107-6699  
[www.riobravo.com.br](http://www.riobravo.com.br)

