IBMEC SÃO PAULO
Faculdade de Economia e Administração

Daniel Migliano de Azevedo

ANÁLISE DOS RETORNOS ANORMAIS NO CURTO PRAZO DAS EMISSÕES PRIMÁRIAS DE AÇÕES NO MERCADO BRASILEIRO

São Paulo – SP
2007

Livros Grátis

http://www.livrosgratis.com.br

Milhares de livros grátis para download.

Daniel Migliano de Azevedo

ANÁLISE DOS RETORNOS ANORMAIS NO CURTO PRAZO DAS EMISSÕES PRIMÁRIAS DE AÇÕES NO MERCADO BRASILEIRO

Dissertação apresentada no Mestrado Profissionalizante em Macroeconomia e Finanças, como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Macroeconomia e Finanças do IBMEC SÃO PAULO.

Campo de conhecimento:
Finanças

Orientador:
Prof. Dr. Ricardo Dias de Oliveira Brito
IBMEC SÃO PAULO

São Paulo - SP
2007

AZEVEDO, Daniel Migliano de

Análise dos retornos anormais no curto prazo das emissões primárias de ações no mercado brasileiro / Daniel Migliano de Azevedo. São Paulo: IBMEC-SP, 2007.

XXI, 63fls.

Dissertação: Faculdade de Economia e Administração – IBMEC SÃO PAULO.

Orientador: Prof. Dr. Ricardo Dias de Oliveira Brito

Descritores: 1. Finanças Corporativas. 2. *Initial Public Offering*. 3. Emissões no mercado brasileiro

Código JEL: G1; G11 e G13

Daniel Migliano de Azevedo

ANÁLISE DOS RETORNOS ANORMAIS NO CURTO PRAZO DAS EMISSÕES PRIMÁRIAS DE AÇÕES NO MERCADO BRASILEIRO

Dissertação apresentada no Mestrado Profissionalizante em Macroeconomia e Finanças, como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Macroeconomia e Finanças do IBMEC SÃO PAULO.

Campo de conhecimento: Finanças; Finanças Corporativas; *Initial Public Offering*; Emissões no mercado brasileiro

Orientador:
Prof. Dr. Ricardo Dias de Oliveira Brito
IBMEC SÃO PAULO

Banca Examinadora:

_____
Prof. Dr. Ricardo Dias de Oliveira Brito
Orientador

_____
Prof. Dr.
Examinador

_____
Prof. Dr.
Examinador

Agradecimentos

Gostaria de agradecer o apoio e dedicação do Prof. Dr. Ricardo Brito por ensinar didaticamente a teoria de Finanças Corporativas e conseguir cultivar interesse nos alunos para expandir o conhecimento nesta área de concentração.

Também não posso deixar de agradecer minha esposa e família pelo incentivo e paciência concedido.

AZEVEDO, D. *Análise dos retornos anormais no curto prazo das emissões primárias de ações no mercado brasileiro.* São Paulo, 2007. 63fls. (Dissertação - Mestrado Profissionalizante em Macroeconomia e Finanças) IBMEC – São Paulo.

Resumo

O objetivo desta Dissertação é analisar os retornos anormais no curto prazo das emissões primárias de ações no mercado brasileiro. O resultado comprova empiricamente que empresas que realizaram IPO ao longo de 1995 a Fevereiro de 2007 tiveram em média valorização de 5,39% superior ao IBOVESPA no seu primeiro dia de negociação, explicada pela alta liquidez, grandes volumes negociados e grande pulverização nas emissões, especialmente das firmas de grande porte, com menores indicadores de Preço/Lucro e maiores de Preço/Valor Patrimonial.

Descritores: Finanças Corporativas; *Initial Public Offering;* Emissões no mercado brasileiro

AZEVEDO, D. *Short-term abnormal returns of Brazilian IPO's*. São Paulo, 2007. 63fls. (Dissertation – Macroeconomics and Finance Master´s Degree) IBMEC – São Paulo.

Abstract

The subject of thesis is the analysis of short term IPO abnormal returns in the Brazilian market. The results shows average 5.39% abnormal return for the 1st day of IPO´s during 1995 until February 2007, that can be explained by high liquidity issues (driven by numbers of tickets and % of IPO' stock distribution), high volumes traded (driven excess volume adjusted by size) and massive dispersion (driven by number of investors), specially for big companies with high yields of Price/Earnings and Price/Book-to-Market.

Descriptors: Corporate Finance; *Initial Public Offering;* Brazilian IPO's

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Sumário de estudos anteriores sobre a performance dos IPOs no curto e longo prazo 22

Tabela 2 – Base de dados usada nas análises dos IPOs no Brasil 30

Tabela 3 – Amostra das empresas compreendidas na análise dos anúncios de encerramento de distribuição de oferta pública de ações 35

Tabela 4 – Classificação dos investidores nos anúncios de encerramento de distribuição de oferta pública de ações 36

Tabela 5 – CAR dos IPOs de 2004 a 2007 e quantidade de negócios (boletas de negociação) no 1º dia 47

Tabela 6 - CAR dos IPOs de 2004 a 2007 e excesso de volume no 1º dia ajustado pelo tamanho da empresa 48

Tabela 7 - CAR dos IPOs de 2004 a 2007 e percentual do IPO negociado no 1º dia 49

Tabela 8 - Distribuição dos IPOs por tipo de investidor (valor em R$ investido e % do mercado, ano-a-ano) 50

Tabela 9 - Distribuição dos IPOs por tipo de investidor (nº de investidores no IPO e % do mercado, ano-a-ano) 51

Tabela 10 - Excesso de retorno dos IPOs de 2004-2007 e quantidade de investidores participantes 52

Tabela 11 – Regressões de Mínimos Quadrados Ordinários com a Variável Dependente igual ao excesso de retorno no 1º dia dos IPOs 56

Tabela 12 - Regressões de Mínimos Quadrados Ordinários que melhor explica o excesso de retorno no 1º dia dos IPOs 57

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Retornos anormais acumulados dos IPOs entre 1995 e 2007 37

Gráfico 2 – Excesso de retornos acumulados separados em 2 blocos 38

Gráfico 3 – Excesso de retornos acumulados analisado no curto prazo 39

Gráfico 4 - Excesso de retornos acumulados no longo prazo filtrado por tamanho da empresa 41

Gráfico 5 - Excesso de retornos acumulados no curto prazo filtrado por tamanho da empresa 42

Gráfico 6 - Excesso de retornos acumulados no curto prazo filtrado por Preço / Lucro 43

Gráfico 7 - Excesso de retornos acumulados no curto prazo filtrado por preço/valor patrimonial 45

Gráfico 8 – Correlação entre excesso de retorno dos IPOs de 2004-2007 e quantidade de investidores 53

Gráfico 9 – Correlação entre excesso de retorno dos IPOs de 2004-2007 e quantidade de investidores estrangeiros e pessoas físicas 54

Gráfico 10 – Resíduo da regressão de mínimos quadrados ordinários 58

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO 11
2 A OFERTA PÚBLICA INICIAL DE AÇÕES (IPO) 13
2.1 A distribuição primária de ações 13
2.2 Quais as vantagens de abrir o capital de uma empresa? 14
2.3 Os participantes do processo de IPO 15
2.4 Etapas para abrir o capital 17
2.5 Quais são as principais despesas para abrir capital? 20
3 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA 21
3.1 Mercados eficientes e a sub-avaliação 21
3.2 O modelo de assimetria de informação 22
3.3 As causas da sub-avaliação 24
3.4 A teoria da agência 25
3.5 O comportamento dos investidores e a teoria de behavioral finance 25
3.6 A teoria de alocação de ações 27
4 METODOLOGIA 29
5 AMOSTRA DE DADOS 33
6 RESULTADOS 37
6.1 Análise geral dos retornos acumulados e excesso de retornos acumulados dos IPOs 37
6.2 Análise filtrada pelos Indicadores Financeiros 40
6.3 Análise filtrada pelo volume e quantidade de negócios 46
6.4 Análise filtrada pelos tipos de investidores 50
7 CONCLUSÕES 59
REFERÊNCIAS 60
ANEXOS 64

1 INTRODUÇÃO

Nos últimos anos a situação economicamente estável do País permitiu que a captação pública através da abertura de capital se tornasse atrativa para os acionista-controladores, havendo um aumento significativo no número de ofertas públicas iniciais de ações (*Initial Public Offering* – IPO). Os investidores nacionais e estrangeiros também se aproveitaram deste grande momento econômico do País para poder aplicar seu dinheiro nestas ofertas iniciais, muitos deles buscando um alto retorno num curto espaço de tempo.

Esta dissertação tem como objetivo analisar a performance de curto prazo de emissões primárias de ações realizados no Brasil entre o período de 1995 a Fevereiro de 2007. No Brasil, foi utilizada uma amostra de 64 ofertas de ações, na qual compara a performance dos primeiros dias após a emissão do ativo financeiro contra o índice teórico IBOVESPA para identificar retornos anormais no curto prazo. Para explicar o retorno anormal positivo neste período encontrado nos resultados, foi feita uma análise dos anúncios de encerramento das ofertas públicas que divulgam a quantidade de investidores, de ações e volume em Reais das ofertas classificados por tipo de investidor.

O tema é relevante para o cenário atual porque existem diversos estudos empíricos enfatizando a idéia de que as emissões primárias de ações produzem um excesso de retorno no curto prazo, mas, se analisadas no longo prazo, produzem um retorno aquém do mercado. O excesso de retorno no curto prazo pode ser explicado sob diferentes óticas. Uma delas analisa o processo de alocação das ações pelos coordenadores e distribuidores da oferta pública, na qual, dependendo da distribuição das ações para os diferentes tipos de investidores, pode-se obter excesso de retorno no curto prazo. Esta abordagem vêm sendo discutida no universo acadêmico e será foco desta dissertação.

O trabalho foi baseado no artigo de Ritter (1991) na qual analisa os excessos de retorno dos IPOs de ações americanas entre o período de 1975-1984 e obtém como resultado retornos anormais positivos no curto prazo devido a sub-avaliação e abaixo do mercado no longo prazo.

Assim como o artigo-base que nos fundamentou a escrever sobre o tema, inúmeros

trabalhos[1] foram publicados evidenciando excesso de retorno de IPO´s no curto-prazo e retornos abaixo do retorno de mercado no longo-prazo. Os estudos freqüentemente são com bases no mercado americano, mas com a evolução crescente dos mercados emergentes, produziu-se base de dados suficiente para análise que contribui também para a motivação do presente trabalho. No Brasil a análise do tema ainda é incipiente, pois faltava base de dados relevante para estudo e conclusões estatisticamente comprováveis. Após o crescimento substancial do mercado de IPO no Brasil a partir de 2004, tem-se uma base passível de análise e conclusões.

Os dados brasileiros foram coletados da BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo - entre 1995 e Fevereiro de 2007, na qual 64 novas emissões foram analisadas neste período. Para computar o retorno anormal dos ativos perante o mercado, foi construído um índice de retornos anormais (AR) e um índice de retornos anormais acumulado (CAR), utilizando-se uma abordagem de estudo de evento.

Os resultados obtidos foram condizentes às evidências empíricas encontradas no artigo de Ritter (1991). Houve um retorno de 5,39% maior que o mercado para o 1º dia de negociação, sendo explicada pela alta liquidez nas emissões (medida através da quantidade de negócios e percentual de ações negociadas no IPO), o grande volume negociado, (medido pelo excesso de volume, ajustado pelo tamanho da empresa), e da grande pulverização nas emissões (medido pela quantidade de investidores nas ofertas). A conclusão aponta para um apetite maior dos investidores estrangeiros nos mercados emergentes para firmas de grande porte, com menores indicadores de Preço/Lucro e maiores de Preço/Valor Patrimonial que possuem grandes projetos com Valor Presente Líquido positivo para captar recursos via abertura de capital.

Além desta introdução, o trabalho está dividido em mais 6 capítulos dos quais será dada uma abordagem do processo de abertura de capital no Brasil no capítulo 2, análise bibliográfica sobre o tema no capítulo 3, descrição do modelo e a metodologia adotada para fundamentação da análise no capítulo 4, discussão da elaboração da amostra de dados no capítulo 5, apresentação dos resultados obtidos no capítulo 6 e as conclusões sobre os resultados no capítulo 7.

[1] Ritter (1984), Beatty e Ritter (1986), Bear e Curley(1975), McDonald e Fisher (1972), Neuberger e La Chapelle (1983), Reilly (1977), Block e Stanley (1980), Ibbotson (1975) demonstram que os IPOs possuem excesso de retorno no curto prazo, porque são sub-avaliados quando do lançamento da ação no mercado.

2 A OFERTA PÚBLICA INICIAL DE AÇÕES (IPO)

Neste capítulo será descrito o processo de abertura de capital de uma empresa no Brasil e de oferta pública inicial de ações, explicando o que é um IPO, quais suas vantagens, seus participantes, os tipos de investidores e como eles avaliam um IPO, quais são as etapas de execução de um IPO, regulamentações e custos envolvidos.

2.1 A distribuição primária de ações

Empresas para terem suas ações negociadas na bolsa de valores, precisam abrir o capital. A legislação define como companhia aberta aquela que pode ter seus valores mobiliários, tais como ações, debêntures e notas promissórias, negociados de forma pública. O primeiro procedimento formal para a empresa abrir o capital é entrar com um pedido de registro da companhia e autorização para realizar uma venda de ações ao público para a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o órgão regulador e fiscalizador do mercado de capitais brasileiro. Por ser a primeira colocação pública de títulos da companhia, é chamada de Oferta Pública Inicial de Ações.

A venda de ações da empresa para o público pode ocorrer por meio de uma distribuição primária, de uma distribuição secundária ou de uma combinação entre as duas. Na distribuição primária, a empresa emite e vende novas ações ao mercado. No caso, o vendedor é a própria companhia e, assim, os recursos obtidos na distribuição são canalizados para ela.

Por sua vez, numa distribuição secundária, quem vende as ações é o empreendedor e/ou algum de seus atuais sócios. Portanto, são ações já existentes que estão sendo vendidas e como os valores arrecadados irão para o vendedor, ele é que receberá os recursos, e não a empresa.

Independentemente da distribuição ser primária ou secundária, a companhia amplia o seu quadro de sócios, com os compradores das ações. Os investidores passam a ser seus parceiros e proprietários de um pedaço da empresa.

O escopo deste trabalho é entender e avaliar o processo de distribuição primária de ações, não abordando as emissões secundárias.

2.2 Quais as vantagens de abrir o capital de uma empresa?

Segundo Ritter e Welch (2002), a primeira resposta à pergunta se resume no desejo de aumentar o capital da empresa e criar um mercado público da ação na qual os antigos e os novos acionistas possam converter suas riquezas em caixa numa data futura. Em outras palavras, é a vontade do acionista em poder dividir a responsabilidade com mais pessoas, de forma que exista uma continuidade societária garantida para a empresa. Também se defende a idéia de abrir capital para financiar novos projetos com Valor Presente Líquido positivo que possam alavancar o crescimento da empresa.

As empresas que pretendem abrir capital geralmente buscam acesso a recursos para financiar projetos de investimento. Entretanto não optam por outras fontes de recursos (receitas provenientes do próprio negócio, capital de terceiros) por haver restrições e desvantagens que dificultam sua capacidade de captação. Em resumo, as vantagens da abertura de capital como forma de captação de recursos estão dispostas a seguir:

- redução do risco financeiro da companhia, por não estar vinculado a um empréstimo que necessite de um rendimento definido da empresa para pagamento de juros; nem limitador de valor para captação de recursos (como nas receitas provenientes do próprio negócio);
- redução do custo de capital, para empresas muito endividadas. Diminui-se o grau de endividamento da empresa, balanceando o uso do crédito e do capital próprio. Com um custo de capital menor, o retorno de projetos que anteriormente poderiam não ser atrativos passa a superar o custo do financiamento, abrindo um leque muito maior de oportunidades de investimento;
- liquidez patrimonial para diversificação dos investimentos dos acionistas. Serve como solução para venda de participação de um fundo de *venture capital* ou *private equity* que já maturou seu investimento, bem como solução para vender participação de herdeiros não interessados em administrar o negócio de uma empresa familiar;
- aumento da visibilidade, transparência e credibilidade para o mercado, para atender as necessidades de seus acionistas investidores e lhes oferecer condições para acompanhar seu desempenho de perto. Pela mesma razão, a empresa pode melhorar seu relacionamento com instituições financeiras, que passam a ter maior confiança na avaliação e concessão de crédito;

- possibilidade de reestruturação dos passivos da companhia, mantendo uma estrutura financeira equilibrada.

Após a abertura de capital, a empresa passará a ser avaliada constantemente pelos investidores. A cotação de suas ações no mercado acionário é um indicativo do seu valor, pois significa o equilíbrio entre as percepções de muitos investidores, refletindo as expectativas a respeito do futuro da companhia.

2.3 Os participantes do processo de IPO

Pode-se destacar 4 principais agentes num processo de abertura de capital:

O primeiro agente é a empresa que abrirá capital (*issuer firm*). Seus acionistas possuem o interesse de captar mais recursos para executar projetos, dividir responsabilidades, planejamento societário, dentre outros já descritos acima.

A empresa precisa de ajuda de um intermediador financeiro (*investment bank)*, sendo o segundo agente, para conhecer o mercado de ações e a potencial demanda pelas suas ações a fim de precificar corretamente a nova ação a ser emitida. O intermediador financeiro é responsável por estabelecer o preço final de emissão.

Uma vez que o preço final é estabelecido, a empresa precisa de uma firma que coloque e distribua a ação no mercado. Este é o papel do coordenador líder (*underwriter*) da oferta inicial de ações, sendo o terceiro agente.

É muito comum observar que o intermediador financeiro também exerce a função de coordenador líder. O coordenador líder divide a responsabilidade de distribuir as ações no mercado com outros coordenadores e distribuidores que são instituições financeiras parceiras na oferta, contratadas pela empresa emissora.

O último agente envolvido no IPO é o investidor (*investor*) que compra as ações emitidas no mercado pelos coordenadores e distribuidores. Os investidores estão à procura de bons produtos de investimentos para aumentar suas riquezas e muitas vezes se valem do IPO para se tornarem novos acionistas da empresa emissora.

A BOVESPA geralmente classifica os investidores em investidores de varejo (pessoas físicas e clubes de investimento), investidores institucionais, instituições financeiras, investidores estrangeiros e pessoas jurídicas. As pessoas físicas têm ganhado representatividade e importância na BOVESPA com a crescente participação no volume de

negócios, contribuindo para que a empresa consiga vender suas ações para um público mais disperso, melhorando a liquidez da Bolsa e das ações.

Os investidores preocupam-se em acompanhar, fiscalizar e participar das decisões da empresa, para garantir que ela seja rentável e sustentável no curto e no longo prazo. Assim, a decisão de adquirir ou não ações da empresa será baseada na análise de diversos fatores que afetam sua evolução, como por exemplo a situação econômica do país e da Bolsa, a projeção de rentabilidade e crescimento da empresa, a liquidez das ações, as práticas de boa governança corporativa da empresa e a política de distribuição de dividendos. Alguns destes fatores serão explicados a seguir.

A situação econômica influencia a disposição do investidor de “comprar” o mercado acionário em geral. Em geral, quando as perspectivas econômicas do país são otimistas, as perspectivas para todas as empresas também tendem a melhorar, aumentando a possibilidade de apresentarem resultados atraentes. Assim, abrir o capital numa conjuntura econômica favorável é mais fácil: há maior receptividade por parte dos investidores e, sendo a demanda maior, a disposição de pagar mais pelas ações pode crescer.

Lowry e Schwert (2002) constatam que firmas postergam o momento de abrir capital quando o mercado está com tendência de queda nos preços das ações. As empresas aguardam um mercado de alta para emitirem suas ações de forma que os investidores tenham uma perspectiva positiva para os preços da companhia e uma estratégia compradora.

Ritter e Welch (2002) sugerem que as condições de mercado é um dos fatores mais importantes e decisivos para uma empresa emitir ações no mercado aberto. O estágio de maturidade da empresa e o ciclo de atividade aonde ela está inserida são fatores secundários no processo de decisão para abrir capital.

Por sua vez, a liquidez influencia os investidores, pois terão facilidade de vender suas ações quando desejarem no mercado secundário. Numa oferta pública inicial de ações, a percepção de que os papéis poderão ter pouca liquidez na Bolsa pode inibir a demanda por eles. A razão é bem intuitiva: por exemplo, para que um fundo de investimento possa atender às solicitações de resgate dos seus cotistas, precisa vender parte das ações de sua carteira e, portanto, esse administrador de fundo dará preferência a ações que consiga negociar quando necessário, ou seja, que tenham um bom mercado secundário.

A liquidez de uma ação na BOVESPA será muito influenciada pelas características da operação de abertura de capital, no que diz respeito ao volume financeiro vendido ao público

e ao grau de dispersão da colocação. Quanto maior for o valor colocado, maior será o volume disponível para ser negociado na Bolsa. Igualmente, quanto maior o número de compradores na oferta inicial, maior a possibilidade de, no futuro, haver ofertas de venda e de compra na bolsa de valores.

Booth e Chua (1996) demonstram que os investidores de varejo são de suma importância para a liquidez dos IPOs. Argumentam que quanto maior a dispersão na oferta, maior a liquidez da ação pós-IPO.

A projeção de rentabilidade e crescimento da empresa é feita pelos investidores através da análise de múltiplos comparativos e do fluxo de caixa descontado. Os investidores calculam os múltiplos de empresas listadas em Bolsa que sejam do mesmo setor, aqui e/ou no exterior, e os utilizam como base de comparação para estimar o preço referencial da ação da empresa que está abrindo capital. Como a empresa emissora não possui um histórico em bolsa, sua precificação é sempre mais difícil e envolve um nível maior de incerteza. Em outras palavras, na visão do investidor, ela possui um grau de risco maior do que as companhias que já estão listadas, com reflexos no preço que está disposto a pagar na oferta inicial.

2.4 Etapas para abrir o capital

Para uma empresa abrir capital é necessário primeiramente pensar nos benefícios e custos de abrir capital. Deve-se avaliar se a entrada de novos acionistas tornará a companhia maior e mais rentável e se a riqueza dos antigos acionistas aumentará, mesmo tornando-se proprietários de um pedaço menor do negócio.

Também é necessário saber se o perfil e a cultura da companhia estão prontos para a abertura de capital. Isto envolve o pronto atendimento e prestação de contas ao mercado e uma estrutura organizacional e mecanismos de controle que permitam aos sócios minoritários acompanhar e fiscalizar o seu desempenho e gestão.

Portanto, os acionistas devem atentar para questões que fazem parte do processo decisório de aplicação do investidor, como, por exemplo: qual é o histórico de rentabilidade da empresa; o que se pretende fazer com os recursos captados; quais são os projetos e as perspectivas de retorno deles; e se o preço que os sócios pensam atribuir às ações da empresa vai remunerar adequadamente o investidor.

Após esta análise prévia, a empresa deve contratar um intermediador financeiro. Qualquer distribuição pública de ações tem que ser realizada por meio de uma instituição

financeira (corretora de valores, banco de investimento ou distribuidora), que atuará como coordenadora da operação, conforme visto no capítulo 2.3.

O intermediador financeiro será responsável por uma série de processos, dentre os quais:

- a solicitação dos registros de companhia aberta e de distribuição de ações à CVM;
- realização da diligência (*due diligence*) sobre as informações da empresa emissora que constarão no prospecto de emissão;
- determinação do volume, tamanho e do período adequado (*timing*) da oferta, bem como do processo de formação de preço;
- organização das apresentações ao mercado (*road show*) e concepção do plano de distribuição da emissão;

Também é o intermediário que vai orientar a empresa nas questões relacionadas ao marketing da oferta. Dentre elas, quais investidores visitar e qual o conteúdo das apresentações e do prospecto de venda a ser divulgado no *road show*. Por sua experiência e pelas sondagens que faz junto ao mercado, ele poderá ter uma boa noção a respeito da demanda e das condições para que a colocação seja bem aceita.

O intermediador financeiro que também atue como coordenador da oferta normalmente acordará com outras instituições financeiras a formação de um pool de distribuição, para ampliar a base de investidores potenciais. Quanto maior a diversificação desse pool, maior será o alcance da colocação e maior a sua possibilidade de sucesso.

O coordenador líder também tem a responsabilidade pela estabilização do preço da ação. Para isso é muito comum do coordenador líder se valer de uma porção extra de ações (geralmente 15 a 20% da oferta total) oferecida como empréstimo pela empresa emissora para operar no mercado secundário a fim de estabilizar a lei da oferta e da procura. Esta porção-extra foi comumente chamada de *Green Shoe* por levar o nome da 1ª empresa que fez esse tipo de operação em 1963 nos EUA. Percebendo uma demanda fraca pela ação antes do IPO ou uma pressão vendedora no curto-prazo após o IPO, o coordenador líder poderá manter o preço da ação nos níveis do lançamento através do *Green Shoe*.

Após a contratação do intermediador financeiro, é necessário preparar a documentação à CVM e bolsa de valores e fazer a reforma estatutária da empresa.

Há vários procedimentos que a empresa precisa observar ao solicitar os registros de

companhia aberta, de distribuição pública e de listagem na BOVESPA. Regulamentos específicos da CVM e da BOVESPA dispõem sobre o assunto, como por exemplo a Instrução CVM nº. 202, de 06/12/2003, Instrução CVM nº 400, de 29/12/2003, a Resolução BOVESPA nº. 282/02, e a Resolução BOVESPA nº. 310/05 (vide anexos). Como parte desses procedimentos, tem-se:

- Contratação de auditoria externa independente;
- Contratação de um intermediário financeiro para coordenar o processo;
- Contratação de escritório de advocacia para adaptação de estatutos e outros documentos legais;
- Convocação de Assembléia Geral Extraordinária (AGE), publicação da Ata da AGE e do Aviso ao Mercado;
- Obtenção de registro de companhia aberta na CVM para negociação dos valores mobiliários de sua emissão em bolsa de valores;
- Obtenção de registro da companhia em bolsa de valores;
- Obtenção do registro de emissão pública de ações na CVM;
- Elaboração do prospecto de emissão;
- Apresentações aos potenciais investidores (*road show*);
- Recebimento de pedidos de reserva de ações pelos investidores;
- Publicação de anúncio de início de distribuição, que formaliza a efetiva colocação de ações junto aos investidores;
- Colocação dos títulos junto aos investidores e posterior liquidação financeira;
- Publicação de anúncio de encerramento de distribuição.

Previamente à reforma estatutária, é necessária a realização de uma assembléia para deliberar a transformação da empresa em sociedade anônima de capital aberto e votar as alterações para adequar o estatuto às exigências da lei e das boas práticas de governança corporativa. A mesma documentação que é entregue à CVM é entregue à BOVESPA. O órgão regulador tem 30 dias para analisar a documentação, com a possibilidade de interromper esse prazo para solicitação de esclarecimentos ou complementação de informações. A BOVESPA, em algumas situações, submete o processo de registro da companhia a uma análise prévia, com prazo previsto de 40 dias, que pode ser realizada antes ou concomitantemente com o processo na CVM.

2.5 Quais são as principais despesas para abrir capital?

As principais despesas para abrir capital são com a contratação de auditoria externa, preparação da documentação, publicações legais, confecção do prospecto, comissão do intermediário financeiro e processo de marketing da distribuição, além do tempo do pessoal interno envolvido na operação.

Os custos para abertura de capital contêm um componente variável muito expressivo que é a comissão de estruturação, coordenação e/ou distribuição das ações. Já os custos de manutenção da condição de companhia aberta incorridos pelas empresas listadas na BOVESPA variam fortemente em função das características particulares de cada empresa, bem como em função das práticas adotadas em relação ao seu relacionamento com o mercado.

Chemmanur e Fulghieri (1999) mostram empiricamente que as empresas mantém o capital fechado enquanto são pequenas e, conforme vão crescendo de tamanho e complexidade, se tornam ótimas para abrir o capital e absorver os custos envolvidos. Isso ocorre porque o custo de produção da informação para os acionistas onera muito uma empresa pequena e, portanto o financiamento privado é a solução mais viável para alavancar o crescimento da empresa. Já nas empresas de grande porte, o prêmio de risco pago ao financiador privado é maior do que o custo de produção da informação para os acionistas. Neste caso, abrir o capital é mais recomendado.

Com o intuito de facilitar o entendimento destes custos pelas empresas e investidores bem como os custos de manutenção da condição da companhia de capital aberto, a BOVESPA elaborou um prospecto detalhado quantificando estes custos.

3 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Após uma análise do processo de abertura de capital e da oferta pública de ações, este capítulo dispõe sobre as diversas teorias e modelos de análise de um IPO. Será foco da análise as conseqüências de um IPO no mercado, como, por exemplo, a sub-avaliação e o excesso de retorno no curto prazo.

3.1 Mercados eficientes e a sub-avaliação

Fama (1969) define mercado eficiente na forma quase-forte sendo aquele que toda a informação disponível sobre a empresa está refletida no preço de sua ação, havendo uma auto-regulação dos investidores para determinar o preço justo desta ação. Pressupõe que os preços das ações se ajustam rapidamente às novas informações publicadas no mercado, mas não necessariamente terão o seu valor justo em todos os momentos, ou seja, ajustes no mercado poderão ser encontrados como, por exemplo, a sub-avaliação dos IPOs. É plausível, portanto, que um investidor consiga ganhos no mercado e depois o preço da ação volte ao seu valor justo.

Deste modo, o excesso de retorno no curto-prazo obtido pelos investidores nos IPOs não refuta a teoria de mercados eficientes, mas a confirma no sentido de que, após um curto período de ajustes nos preços pelas novas informações da companhia que abriu capital, o preço da ação volta ao seu valor justo. Essa auto-regulação do mercado é comprovada se analisada no longo prazo, na qual identifica-se um retorno negativo se comparado ao retorno do mercado, fazendo com que anule o efeito do excesso de retorno do curto-prazo, demonstrando que o mercado é eficiente.

Isto é provado empiricamente nos estudos encontrados na Tabela 1, consolidado por Aggarwal, Leal e Hernandez (1993). Na maioria deles, identifica-se um excesso de retorno no curto-prazo associado a uma tendência de normalização aos retornos de mercado, se analisados no longo-prazo.

Tabela 1 – Sumário de estudos anteriores sobre a performance dos IPOs no curto e longo prazo

País	Estudo	Período	Amostra	Performance (%)	
				Curto-prazo	Longo-prazo
Austrália	Finn and Higham	1966-1978	93	29,2*	-6,5*
Canadá	Jog and Riding	1971-1983	100	11,0*	
Franca	Jenkinson and Mayer	1986-1987	11	25,1	
Franca	Husson and Jacquillat	1983-1986	131	4,0*	
Alemanha	Uhlir	1977-1987	97	21,5*	-7,4
Japão	Dawson and Hiraki	1979-1984	106	51,9*	
Holanda	Wessels	1982-1987	46	5,1	
Suíça	Kunz and Aggarwal	1983-1989	42	35,8*	-6,1
Reino Unido	Levis	1980-1988	712	14,3*	-30,6*
Reino Unido	Jenkinson and Mayer	1979-1987	20	22,2	_
U,S,A,	Ritter	1975-1984	1,526	14,3*	-29,1*
U,S,A,	Aggarwal and Rivoli	1977-1987	1,598	10,7*	-13,7*
U,S,A,	Reilly	1972-1975	486	10,9*	-11,6*
Hong Kong	Dawson	1978-1983	21	13,8	-9,3
Korea	Kim and Lee	1984-1986	41	37,0	-
Korea	Krinsky, Kim, and Lee	1985-1990	275	79,0*	-
Malásia	Dawson	1978-1983	21	166,7*	+18,2
Singapura	Dawson	1978-1983	39	39,4	-2,7
Singapura	Koh and Walter	1973-1987	66	27,2*	-

** interpretado pelos autores como significativamente diferente de zero*

Nesses estudos o excesso de retorno no curto-prazo é explicado pela sub-avaliação do IPO. Isto quer dizer que o preço ofertado no IPO é menor que o preço justo da ação. O mercado, sabendo disso, mais compra do que vende a ação, fazendo com que exista um aumento no preço da ação, logo nos primeiros dias de lançamento da ação, produzindo um retorno maior que o retorno de mercado.

Deste modo, a sub-avaliação é a causa do excesso de retorno no curto prazo e pode ser explicada por informação assimétrica entre os agentes do IPO, irracionalidade ou falta de competição no mercado, gerando um lançamento inicial de ações fora do preço justo. Num universo onde diversos agente possuem expectativas e objetivos diferentes, a sub-avaliação se justificará por diversas teorias e modelos descritos a seguir.

3.2 O modelo de assimetria de informação

Para contextualizar o modelo de assimetria de informação entre os investidores e as empresas que estão abrindo capital, deve-se entender primeiramente os tipos e objetivos de cada agente.

Para o modelo, tanto as empresas emissoras quanto os investidores podem ser de 2 tipos. As empresas podem ser consideradas pelo mercado como boas ou ruins, para efeito da emissão pública de ações. As empresas boas são aquelas que lançam ações no mercado e, conseguem lucros para seus investidores, valorizando o preço da ação emitida após o IPO. Já

as empresas consideradas ruins colocam ações que não produzem lucros para seus acionistas e, portanto perdem valor com o tempo após sua emissão. Para simplificar, determina-se que empresas boas fazem IPOs bons e empresas ruins fazem IPOs ruins.

Por sua vez os investidores podem ser desinformados, não tendo critérios para decidir se um IPO é bom ou não e, portanto, compram ação de IPOs bons e ruins sem qualquer informação da empresa; ou os investidores são informados e investem uma quantidade de dinheiro e tempo para obter informação da companhia, se utilizando dos métodos de avaliação de IPO descritos acima e, portanto, compram ações somente de IPOs bons.

Uma premissa feita pelo modelo é que os investidores precisam se informar para saber diferenciar as empresas boas das empresas ruins. No entanto esta informação tem um custo envolvido. Este custo não pode ser maior do que o benefício conseguido em comprar somente os IPOs bons e não comprar os IPOs ruins, caso contrário, seria mais vantajoso ficar desinformado.

Sumarizando o modelo, os investidores têm como objetivo comprar as ações de IPOs no menor preço com o menor custo de informação para diferenciar os IPOs bons dos IPOs ruins. Por outro lado, as empresas emissoras almejam abrir o capital com o menor número de ações no mercado ao preço mais alto para captar mais recursos para financiar seus projetos. Portanto, vê-se concretamente que há um conflito de interesses que será regulado pelo mercado.

A sub-avaliação dos IPOs pode ser explicada com base neste modelo de assimetria de informação apresentado. Neste modelo, o investidor pode estar mais informado do que o coordenador líder sobre a demanda de mercado da ação a ser distribuída, ou o coordenador líder pode estar mais informado do que o investidor sobre os lucros futuros de projetos internos da empresa que está abrindo capital.

Caso o coordenador líder esteja mais informado do que os investidores, saberão distinguir quais são as empresas boas e ruins que estão sendo levadas à público. Neste caso, os coordenadores das ofertas ruins irão seguir o comportamento dos preços das ofertas boas, pois os investidores não saberão distingui-las.

Então os coordenadores dos bons IPOs deverão reduzir o preço de lançamento da ação para um preço médio de lançamento de forma que a empresa ofertada deixará de ganhar o dinheiro justo com o IPO. Após o lançamento, a sinalização da empresa boa para o mercado via distribuição de dividendos e análises de mercado poderá recuperar o baixo preço lançado

durante a oferta primária. Deste modo, vê-se uma possível explicação para a sub-avaliação dos IPOs.

Caso os investidores sejam mais informados que o coordenador líder sobre a demanda pelo IPO, este último não saberá qual é o preço de lançamento aceitável pelo mercado. Neste caso, o coordenador pode pensar que o mercado é igualmente informado e que só compra a ação ofertada caso esteja abaixo do seu valor justo. Então, certamente se tem uma sub-avaliação para esta hipótese.

Na hipótese de um mercado heterogêneo, na qual existem investidores informados e desinformados, sabe-se que os informados são formadores de opinião. Então apreçar um IPO muito alto, pode correr o risco de ninguém comprá-lo. Neste caso, por conservadorismo e reputação, o coordenador líder lança o IPO a um preço abaixo do justo para que se torne atrativo para os investidores informados e, por conseguinte, aos desinformados.

3.3 As causas da sub-avaliação

Matos (2001), propõe diferentes explicações para a sub-avaliação de IPOs. A primeira é que a sub-avaliação pode ser originada por uma reação extremada ou bolha especulativa. Assim, investidores que não conseguiram comprar a ação tentariam fazê-lo no mercado secundário, o que aumentaria o preço das ações acima de seu valor real temporariamente.

Outra explicação seria o fato dos bancos de investimento ou qualquer outro intermediador financeiro (*underwriter*) serem avessos ao risco. A sub-avaliação dessa forma, seria um modo de reduzir a possibilidade de acabar com uma emissão fracassada.

A terceira explicação seria a existência de um poder de monopólio pelos bancos de investimento, especialmente nos casos de IPOs de empresas pequenas ou de pouco tempo de vida. Bancos de Investimento com grande reputação recusariam fazer IPOs de empresas pequenas ou de pouco tempo de vida, deixando-as a cargo de bancos de investimento de menor reputação. Estes tipos de banco, por outro lado, teriam maior poder de barganha frente as empresas emissoras para lançar as ações a um preço menor do que o justo.

A ultima explicação é que há assimetria de informação. Algumas assimetrias podem estar ligadas a questões legais ou reputacionais. Tinic, juntamente com Hughes e Thakor (1992) enfatizam a discussão da assimetria de informação com questões legais como um fator de explicação para o fenômeno da sub-avaliação. Para eles, o coordenador líder coloca as

ações no mercado a um preço mais baixo do que realmente valem para não sofrer os riscos de processos legais pelo insucesso na distribuição.

3.4 A teoria da agência

O modelo de Baron (1982) fundamenta a sub-avaliação pela teoria da agência, na qual o coordenador líder possui mais informação sobre a demanda de mercado do que a empresa emissora das ações. Por conta disso, a empresa emissora estimula os distribuidores a colocarem mais esforços na venda das ações, permitindo que o preço de lançamento seja mais baixo do que realmente vale a ação. Deste modo, o custo de monitoramento é a sub-avaliação, ou seja, é preferível a empresa emissora pagar uma comissão para o coordenador líder e ter um custo maior por conta da sub-avaliação do que tentar lançar suas ações no mercado ao preço justo sem qualquer auxílio ou informação sobre a demanda de mercado, correndo os riscos de um lançamento mal sucedido.

Beatty e Ritter (1986) explicam a sub-avaliação pelos riscos reputacionais relacionados ao coordenador líder. Para que consiga manter-se sempre com boa fatia do mercado de colocações e distribuições de IPOs, o coordenador líder deve sempre satisfazer seus clientes, principalmente as firmas emissoras, distribuindo inteiramente a quantidade de ações disponíveis à venda pública. Para isso não pode sub-avaliar de menos, pois corre o risco de não distribuir todas as ações. Também não pode sub-avaliar demais o IPO, caso contrário não consegue o dinheiro requerido pelos antigos acionistas da empresa emissora. Haverá, então, um ponto de equilíbrio ditado por estas duas regras que fará com que o coordenador sub-avalie moderadamente para satisfazer seus dois clientes: a firma emissora e os investidores a fim de preservar sua reputação e interesse em fazer negócio com as futuras firmas emissoras.

3.5 O comportamento dos investidores e a teoria de behavioral finance

Ritter (1991) enfatiza que no mercado de IPO primeiramente os investidores são tomados por um otimismo além do normal com o potencial crescimento das novas companhias listadas na bolsa e por conta disso, as empresas ofertadas tomam este otimismo como uma “janela de oportunidade” para captar mais recursos e formar um ciclo de novas emissões. Altos volumes associados com excesso de retorno positivo no curto prazo, indicam que as empresas novas aproveitam essa “janela de oportunidade” para lançarem suas ações

num mercado otimista.

Para Lowry e Schwert (2002) os retornos positivos do curto prazo na bolsa e a grande quantidade de IPOs são autocorrelacionados. Mais empresas tendem a abrir capital quando percebidos momentos de tendência de alta na bolsa de valores. Isso é explicado pela informação positiva contraída no período de reversa pelo coordenador líder sobre o excesso de demanda no mercado e repassada para as futuras empresas interessadas em abrir capital. Suas conclusões apontam para uma relação positiva entre os retornos iniciais de IPOs e subseqüente aumento da quantidade de emissões de novas empresas. Esta informação é de suma importância para se determinar o sucesso desse e dos próximos IPOs. Da mesma forma, períodos de baixa na bolsa de valores são prosseguidos de muitos cancelamentos de IPOs que estavam sendo negociados com as empresas de distribuição e coordenação das ofertas.

Através destas explicações, Teoh, Welch e Wong (1998) argumentam que não é surpresa que as firmas aparentem-se “boas” para o mercado na época do IPO, gerando otimismo nos investidores. O mercado também tem dificuldade de se informar com relação à empresa emissora, porque geralmente são novas e não possuem históricos de resultados disponíveis. Esse otimismo inicial é corrigido pela certeza dos resultados conforme o passar do tempo, fazendo com que o comportamento dos investidores se altere no longo-prazo, convergindo os retornos à média de mercado. Isso explicaria o excesso de retorno no curto prazo, corrigido por um retorno pior do que o mercado no longo prazo.

Ainda na tentativa de entender o comportamento dos investidores, o modelo proposto por Daniel, Hirshleifer, e Subramanyam (1997) divide os investidores em duas classificações: os informados e os desinformados. Os investidores desinformados não estão sujeitos a julgamentos viesados. Quem determina o preço das ações são os investidores informados, que estão sujeitos a dois julgamentos viesados: excesso de confiança e auto-atribuição viesada. Estes dois julgamentos fazem com que os investidores informados dêem mais peso às informações otimistas geradas por si próprios do que nas informações que o mercado divulga a respeito da empresa analisada. Supervalorização por privilegiar informações próprias e sobrevalorização por privilegiar informações públicas do mercado tendem a produzir excesso de retorno positivo no curto prazo e reversão à média no longo prazo.

Contrário ao entendimento de bolhas irracionais e explicações comportamentais para a sub-avaliação dos IPOs, Eugene Fama (1998) defende que a probabilidade de supervalorização e sobrevalorização das ações no longo prazo é a mesma que o acaso. Defende a teoria de eficiência de mercado justificando que estas anomalias e explicações de

mercado verificadas no curto prazo não se sustentam se analisadas no longo prazo.

3.6 A teoria de alocação de ações

A sub-avaliação também têm sua fundamentação no processo de alocação das ações, visto por Benveniste e Spindt (1989). Neste modelo, o coordenador líder, por deter maior conhecimento do mercado do que o emissor, pode se valer de seus interesses para privilegiar um certo tipo de investidor a fim de obter lucro maior e sucesso na distribuição das ações. Para isso, usa seus contatos com grandes investidores informados no mercado, geralmente investidores institucionais. Sabendo que estes investidores são grandes formadores de opinião, o coordenador combina uma sub-avaliação e alocação total das quantias reservadas juntamente com os investidores informados em troca de divulgação de boas informações sobre a empresa no mercado. Portanto, os grandes participantes de mercado, geralmente investidores institucionais, levam vantagem nas alocações de ações frente aos pequenos investidores. A comprovação de que os investidores institucionais são favorecidos no processo de alocação de ação do IPO foi feita pelos estudos de Hanley e Wilhelm (1995) e Aggarwal, Prabhala e Puri (2002) nos EUA.

Um caso interessante que veio à público em 2002 nos EUA foram os $100 milhões de dólares em comissões pagas em alocações abusivas de IPOs que o Credit Suisse First Boston (CSFB) conseguiu gerar cobrando de 100 clientes o percentual de 33 a 65% dos lucros apurados com a compra e venda rápida das ações no primeiro dia de negociação. Estes percentuais elevados a título de comissão demonstra fortes indícios que os interesses do coordenador da oferta são mais importante do que da firma emissora, durante o processo de alocação.

Olhando pelo prisma do investidor, Rock (1986) também explica a sub-avaliação na quantidade de ações alocadas ao investidor para que calcule o retorno de seu investimento. Dado que existe uma sobre demanda para os IPOs bons, o investidor sabe que receberá somente parte da ações reservada para estes IPOs e que receberá a alocação total das ações reservadas para os IPOs ruins. Para que seus investimentos tragam lucros, é preciso criar expectativas de sub-avaliar todos os IPOs, pois senão irá contabilizar prejuízos maiores dos IPOs ruins do que lucros dos IPOs bons. Com base nestas expectativas e, sabendo da responsabilidade do coordenador líder em conseguir distribuir todas as ações, o preço de lançamento é dado aquém do justo. Neste sentido, caso todos os IPOs fossem lançados ao

preço justo, os investidores desinformados teriam prejuízo e não participariam do mercado, havendo somente investidores informados que comprariam somente as ações com sub-avaliação e que compensassem o custo de se manterem informados. Portanto a sub-avaliação é pressuposto para a existência de investidores desinformados no mercado.

Em consonância com este modelo, Beneviste e Spindt (1989) observam que o coordenador líder obtém informação valiosa sobre o preço justo da ação com os investidores informados no processo de divulgação do IPO. De posse destas informações, o preço preliminar de compra é calculado pra depois ser ajustado conforme a demanda de mercado percebida com as palestras informativas para o mercado (*road-show*). Se existe uma percepção do coordenador para um excesso de demanda, o preço de lançamento é aumentado, se existe uma escassez de demanda, o preço é reduzido. Sabendo disso, os investidores não demonstram apetite para a compra da ação durante o *road show* de forma que o preço lançado seja mais barato do que realmente vale a ação.

Outras teorias que dispõem sobre alocação de ações, dividem os investidores individuais em dois grandes blocos: aqueles que apostam no futuro da empresa e seguram a ação para venda no longo prazo e aqueles que têm perfil meramente especulativo. Estes últimos são chamados de *flippers*, em menção a velocidade de alternância de posição (comprado/vendido) na bolsa. Os *flippers* geralmente vendem suas posições do IPO nos primeiros dias de negociação, portanto criam uma demanda fictícia para o mercado antes do IPO. Sabendo disso, e tendo de posse o poder em alocar ações para quem quiser, o coordenador líder não incentiva a prática de alocar grandes quantidades de ações para os *flippers*, principalmente em IPOs de demanda fraca. Para tanto, existem penalidades impostas em contrato com os distribuidores da oferta, diminuindo a comissão lhes paga caso haja muitas alocações para *flippers* ao invés de investidores de longo-prazo.

Veremos nos capítulos a seguir como estes modelos apresentados podem ser testados no mercado brasileiro.

4 METODOLOGIA

Neste capítulo será descrita a metodologia usada para a análise da amostra de dados.

Para se analisar o retorno dos IPO´s desde sua emissão, foi feita uma análise diária dos dados. Partiu-se desde Janeiro de 1995 até Fevereiro de 2007 para analisar todas as novas emissões de ações durante o período. O período em análise foi escolhido por se tratar de data após a implementação do Plano Real que estabilizou a inflação no País, produzindo menor interferência na análise dos resultados.

Computou-se um total de 64 novas emissões, na qual se considerou o retorno de uma ação ($R_{i,t}$) como sendo o retorno de forma contínua entre o preço da ação no período "t" e no período "t-1" de forma que:

$$R_{i,t} = LN \frac{(P_{i,t})}{(P_{i,t-1})}$$

A análise contínua dos dados foi preferida à análise discreta, pois facilita a manipulação dos dados acumulados. Desta forma, para que pudesse analisar os retornos acumulados, foi feita a soma de todos os retornos.

Para as ações que não possuíam cotação num determinado dia, foi usado o preço do dia anterior atribuindo-se retorno igual a zero neste dia para não influenciar o resultado dos retornos anormais (AR) e retornos anormais acumulado (CAR).

As empresas que fazem parte da base de dados estão dispostas na Tabela 2, com os seus respectivos anos de abertura de capital:

Tabela 2 – Base de dados usada nas análises dos IPOs no Brasil

Empresas brasileiras que abriram capital via IPO durante os anos de 1995-2007

IPO	Ano
Lojas Arapua PN (LOAR4)	1995
Makro ON (MAKR3)	1995
Pao de Acucar PN (PCAR4)	1995
Schulz PN (SHUL4)	1995
Sola PN (SLAL4)	1995
Arteb ON (ATBS3)	1996
Bompreco PN (BPCO4)	1996
Ceterp ON (CETE3)	1996
Globex PN (GLOB4)	1996
Panex PN (PNXS4)	1996
Rexam BCSA ON (LATS3)	1997
Rossi Resid ON (RSID3)	1997
Ultrapar PN (UGPA4)	1999
Ideiasnet ON (IDNT3)	2000
Mehir Holding PN (MEHH4)	2001
CCR Rodovias ON (CCRO3)	2002
CPFL Energia ON (CPFE3)	2004
Dasa ON (DASA3)	2004
Gol PN (GOLL4)	2004
Grendene ON (GRND3)	2004
Natura ON (NATU3)	2004
Porto Seguro ON (PSSA3)	2004
ALL America Latina UNT N (ALLL11)	2005
Cosan ON (CSAN3)	2005
Energias BR ON (ENBR3)	2005
Nossa Caixa ON (BNCA3)	2005
OHL Brasil ON (OHLB3)	2005
Renar Macas ON (RNAR3)	2005
Submarino ON (SUBA3)	2005
TAM PN (TAMM4)	2005
Universo Online PN (UOLL4)	2005
Localiza ON (RENT3)	2005

IPO	Ano
Company ON (CPNY3)	2006
Copasa MG ON (CSMG3)	2006
Gafisa ON (GFSA3)	2006
Totvs ON (TOTS3)	2006
Vivax UNT N2 (VVAX11)	2006
Abyara ON (ABYA3)	2006
American Banknote ON (ABNB3)	2006
Brascan Res Propert ON (BISA3)	2006
Brasil Ecodiesel ON (ECOD3)	2006
BrasilAgro ON (AGRO3)	2006
CSU CardSystem ON (CARD3)	2006
Datasul ON (DSUL3)	2006
Equatorial UNT N2 (EQTL11)	2006
GP Investments BDR (GPIV11)	2006
Klabin Segall ON (KSSA3)	2006
Lopes Brasil ON (LPSB3)	2006
Lupatech ON (LUPA3)	2006
M Dias Branco ON (MDIA3)	2006
Medial Saude ON (MEDI3)	2006
MMX Mineracao ON (MMXM3)	2006
Odontoprev ON (ODPV3)	2006
Positivo Inf ON (POSI3)	2006
Profarma ON (PFRM3)	2006
Santos Brasil UNT N2 (STBR11)	2006
Terna Particip UNT N2 (TRNA11)	2006
GVT Holding ON (GVTT3)	2007
Sao Martinho ON (SMTO3)	2007
Iguatemi Shoppings ON (IGTA3)	2007
Tecnisa ON (TCSA3)	2007
Camargo Des Imob ON (CCIM3)	2007
Rodobens ON (RDNI3)	2007
PDG Realty ON (PDGR3)	2007

Fonte:BOVESPA

Da base de dados acima somente 2 empresas não tiveram cotações disponíveis durante o período em que ficaram com o capital aberto: são elas Arteb ON (ATBS3) e Mehir Holding PN (MEHH4) e portanto foram subtraídas da base de dados. A empresa Panex PN (PNXS4) também foi extraída da amostra, por conter somente 2 registros de cotações durante seu período de abertura de capital, restando 61 empresas.

O retorno do índice de mercado foi calculado da mesma forma que o retorno dos ativos.

A Proxy de mercado utilizada no Brasil foi a carteira teórica do índice BOVESPA[2],

Considerando-se seu rigor metodológico e o fato de que a Bovespa concentra mais de

2 O índice BOVESPA é a carteira teórica de ações que, em conjunto, representaram 80% do volume transacionado a vista nos 12 meses anteriores à formação da carteira. A carteira teórica é composta pelas ações que atenderam cumulativamente aos seguintes critérios, com relação aos doze meses anteriores à formação da carteira:

a) estar incluída em uma relação de ações cujos índices de negociabilidade somados representem 80% do valor acumulado de todos os índices individuais;

b) apresentar participação, em termos de volume, superior a 0,1% do total;

c) ter sido negociada em mais de 80% do total de pregões do período.

Para que sua representatividade se mantenha ao longo do tempo, é feita uma reavaliação quadrimestral, alterando-se composição e peso da carteira.

90% dos negócios do País, trata-se do mais importante índice disponível, permitindo tanto avaliações de curtíssimo prazo como observações de expressivas séries de tempo. Para o presente trabalho, os retornos do índice foram computados considerando esta revisão quadrimestral.

Foram construídos dois tipos de retorno anormal ajustado a mercado para cada IPO na data "t" de modo a determinar se o IPO obteve excesso de retorno ou não. O primeiro índice é composto dos seguintes termos:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{mkt,t}$$

Este índice supõe que os ativos em média tem beta igual a 1. Esta é uma suposição razoável quando analisada toda a base de dados dos 61 ativos. Mas foi necessário construir outro índice supondo beta diferente de 1 para analisar subconjuntos menores. Neste caso o segundo índice é determinado pela seguinte fórmula:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \beta_{i,t} * R_{mkt,t}$$

Para cálculo dos betas dos ativos para cada dia, foi usada uma janela móvel de 60 dias[3]. Este método foi preferido ao método de Extremos de Parkinson (que utiliza o logaritmo natural entre o preço máximo e o preço mínimo de cada dia), porque possui melhor suavização e interpretação dos resultados, não havendo discrepância de análises das primeiras semanas do lançamento da ação.

Os Retornos Anormais Acumulados, ou a performance acumulada da ação ajustada pelo Ibovespa do dia do evento *q* ao dia *s*, é a somatória dos retornos anormais (AR) ao longo do período, de forma que:

$$CAR_{i,q,s} = \sum_{t=q}^{s} AR_{i,t}$$

O CAR foi calculado diariamente para cada ação de modo que pudesse ser analisado no curto e no longo prazo. As análises são predominantemente feitas no curto-prazo para explicar o excesso de retorno positivo.

A estatística-T para o retorno anormal acumulado foi calculada a partir da fórmula:

$$T_{stat} = CAR_t * \frac{\sqrt{n_t}}{sd_t}$$

3 O cálculo dos betas foi feito usando fórmula *slope* do Excel

Onde CAR_t é o retorno anormal acumulado médio das empresas disponíveis na data *t*, n_t é o número de observações na data *t*, e sd_t é o desvio-padrão dos retornos ajustados para a data *t*.

Os índices AR e CAR foram escolhidos ao invés do modelo *buy-and-hold* (BHAR) ou *average of monthly abnormal returns* (AAR), por serem indicados por Fama (1998) como o método de estudo de evento mais preciso em termos teóricos e estatísticos para não sofrer viés nos resultados.

No caso do modelo CAR, pode haver um excesso de retorno acumulado espúrio que eventualmente se torna estatisticamente relevante, pois a média do CAR cresce em N, sendo o número de dias analisados, mas seu erro-padrão cresce em $N^{1/2}$, havendo interferência na robustez do modelo. No presente trabalho esse problema não foi constatado, devido a quantidade pequena da base de dados e análise de curto-prazo.

Pior do que esse problema, o modelo AAR se baseia na médias dos retornos anormais ao invés de somá-las como é feito pelo modelo CAR. Neste caso a média do ARR é constante em X, enquanto que seu erro-padrão decresce em $N^{-1/2}$, piorando a robustez do modelo.

Já o modelo BHAR é usado para horizontes de tempo maiores que 1 ano, na qual multiplica-se o retorno da ação durante todo o período a ser analisado. Pelo fato do modelo trabalhar com média geométrica de retornos tende a indicar mais retornos anormais do que trabalhando com médias aritméticas dos retornos como no modelo CAR.

Ademais, Mitchell e Stafford (1997) demonstram que o modelo BHAR pode trazer falsas impressões da velocidade de ajuste dos preços. A razão para tal se deve ao fato do BHAR crescer conforme o horizonte de tempo sem qualquer retorno anormal, após o primeiro período de análise. Como exemplo, supõem que o retorno para o 1º ano dos IPOs fosse 10% e do mercado fosse zero. Neste caso o retorno anormal para este período seria 10%. Supondo um retorno dos IPOs e do mercado de 100% para os próximos 4 anos, não haveria retorno anormal para este período. No entanto, após computados 5 anos o modelo de BHAR teria um retorno anormal de 20%, ou seja (110% de retorno *x* 2 períodos) – (100% de retorno *x* 2 períodos).

5 AMOSTRA DE DADOS

Este capítulo versa sobre o processo de obtenção da amostra de dados analisados na presente dissertação.

Os dados foram coletados do sistema de banco de dados econômicos ECONOMÁTICA. Foi usada a periodicidade diária dos dados a fim de obter os preços dos 360º primeiros dias, após o lançamento da ação. Este prazo foi escolhido para se analisar tanto o curto-prazo (primeiras semanas após o lançamento da ação) quanto o longo-prazo (1 ano). Não foi possível estender a análise do longo prazo, pois a quantidade de empresas que possuí cotação após 1 ano é pequena, dado que 50% da base corresponde aos IPO lançados em 2006 e 2007.

Com base nos preços de fechamento da amostra de dados, foram proferidos os cálculos dos retornos diários e acumulados das 61 empresas e do índice BOVESPA. Foram feitas análises separadas e comparadas dos retornos, com base nos índices de retornos anormais.

Também foram coletadas diariamente para este período a quantidade de negócios fechados (boletas de negociação), o volume negociado (em Reais), e *spread* negociado (diferença entre preço mínimo e máximo apurados no dia).

Para que o volume de negócios não ficasse influenciado pelo tamanho da companhia, dividiu-se o volume diário de negociação pelo Valor de Mercado de cada companhia do fechamento do ano-calendário de cada IPO. Com base neste novo indicador (Volume ajustado pelo tamanho) apurou-se o excesso de volume, sendo a diferença entre o volume de cada ação e a média de volume de todos IPOs da amostra. Se esta diferença for positiva, o IPO teve excesso de volume.

Os indicadores financeiros das empresas também foram extraídos da ECONOMÁTICA. Utilizou-se os dados publicados do fechamento do ano-calendário de cada IPO a fim de obter um retrato mais fiel do perfil da empresa na época da emissão. Foram extraídos os seguintes dados:

- Preço / Lucro (x);
- Preço / Valor Patrimonial (x);

- Preço / Vendas (x);
- Preço / EBITDA (x);
- Índice de Dividendos %;
- Lucro / Preço %;
- Dividendo Pago por Ação $;
- Valor de Mercado $;
- Valor Futuro / EBITDA (x);
- Valor Futuro / EBIT (x)
- Quantidade de Ações Total

No entanto, pela falta de alguns indicadores das empresas da amostra, as informações disponíveis que puderam ser utilizadas foram somente 3 indicadores, sendo o “Preço/Lucro”, “Preço/Valor Patrimonial” e “Valor de Mercado”.

Para os indicadores “Preço/Lucro” e “Preço/Valor Patrimonial” foram construídos classificações de empresas, com base numa distribuição Normal. Diferente dos indicadores acima, foi utilizado uma metodologia própria para o indicador “Valor de Mercado” para evitar valores negativos. Para tanto, as empresas que tiveram valor de mercado acima de R$3,6 bilhões na época do IPO foram consideradas empresas gigante (GG). As empresas que tiveram seus valores entre R$2,7 bilhões e R$3,6 bilhões foram consideradas empresas de grande porte (G), entre R$1,8 bilhões e R$2,7 bilhões, médio porte (M) e as empresas menores que R$1,8 bilhões foram classificadas como pequeno porte (P).

A fim de explicar o excesso de retorno no curto prazo, foi coletado do site da CVM (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS) todos os anúncios de encerramento de distribuição de oferta pública de ações desde Janeiro de 2004 a Fevereiro de 2007. As empresas compreendidas na amostra estão dispostas na Tabela 3.

Tabela 3 – Amostra das empresas compreendidas na análise dos anúncios de encerramento de distribuição de oferta pública de ações

Estatísticas das Aberturas de Capital na BOVESPA						
Ano	Empresa	Segmento de listagem	Natureza da oferta	Volume R$ milhões [1]	Nº de corretoras [2]	Nº de investidores [3]
2007	GVT	Novo Mercado	Primária	1.076	59	14.597
	São Martinho	Novo Mercado	Mista	424	64	24.686
	Iguatemi	Novo Mercado	Primária	549	64	16.889
	Tecnisa	Novo Mercado	Mista	791	66	17.436
	CCDI	Novo Mercado	Mista	522	63	22.294
	Rodobens	Novo Mercado	Primária	449	62	14.181
	PDG Realty	Novo Mercado	Mista	648	62	12.018
2006	Dufry	Tradicional	Secundária	880	60	10.177
	Lopes	Novo Mercado	Secundária	475	59	9.930
	Positivo Inf	Novo Mercado	Mista	604	61	18.814
	Odontoprev	Novo Mercado	Mista	522	55	8.860
	Ecodiesel	Novo Mercado	Primária	379	58	9.446
	Terna	Nível 2	Mista	627	52	6.509
	Profarma	Novo Mercado	Mista	401	53	4.609
	Brascan	Novo Mercado	Mista	1.188	54	4.319
	M. Dias Branco	Novo Mercado	Secundária	411	56	3.460
	Santos Brasil	Nível 2	Mista	933	54	4.209
	Klabin Segall	Novo Mercado	Mista	527	53	4.720
	Medial Saúde	Novo Mercado	Mista	742	53	3.131
	Abyara	Novo Mercado	Primária	164	41	6
	MMX	Novo Mercado	Primária	1.119	35	18
	Datasul	Novo Mercado	Mista	317	52	5.514
	GP Investments	BDR	Primária	706	49	2.373
	Lupatech	Novo Mercado	Mista	453	55	11.453
	BrasilAgro	Novo Mercado	Primária	583	35	3
	CSU	Novo Mercado	Mista	341	57	14.637
	ABnote	Novo Mercado	Secundária	480	55	15.453
	Equatorial	Nível 2	Mista	540	56	7.521
	Totvs	Novo Mercado	Mista	460	57	16.322
	Company	Novo Mercado	Mista	282	55	13.166

Estatísticas das Aberturas de Capital na BOVESPA						
Ano	Empresa	Segmento de listagem	Natureza da oferta	Volume R$ milhões [1]	Nº de corretoras [2]	Nº de investidores [3]
2006	Gafisa	Novo Mercado	Mista	927	57	14.028
	Copasa	Novo Mercado	Primária	813	55	13.166
	Vivax	Nível 2	Mista	529	50	7.916
2005	UOL	Nível 2	Mista	625	56	13.234
	Cosan	Novo Mercado	Primária	886	52	9.079
	Banco Nossa Caixa	Novo Mercado	Secundária	954	54	7.666
	OHL Brasil	Novo Mercado	Mista	496	42	1.084
	Energias BR	Novo Mercado	Mista	1.185	44	468
	TAM	Nível 2	Mista	548	48	1.212
	Localiza	Novo Mercado	Secundária	265	48	809
	Submarino	Novo Mercado	Mista	473	52	4.022
	Renar Maçãs	Novo Mercado	Primária	16	42	1.698
2004	Porto Seguro	Novo Mercado	Mista	377	51	5.919
	DASA	Novo Mercado	Mista	437	44	2.892
	Grendene	Novo Mercado	Secundária	617	56	7.905
	CPFL Energia	Novo Mercado	Mista	821	47	2.750
	ALL	Nível 2	Mista	588	33	3.425
	Gol	Nível 2	Mista	878	40	11.397
	Natura	Novo Mercado	Secundária	768	32	4.445

1. Volume financeiro total da operação
2. Número de corretoras que participaram do consórcio de distribuição
3. Número de investidores participantes do varejo (pessoas físicas + clubes de investimento)

Fonte: BOVESPA

Os anúncios de encerramento de distribuição pública de ações estão previstos pela Instrução nº. 400 da CVM de 2003 e pelo Código de Auto-Regulação da ANBID (Associação Nacional dos Bancos Interamericanos de Desenvolvimento) para as Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários. Este anúncio é o último passo de um IPO, conforme descrito no capítulo 2.4

Os anúncios de encerramento divulgam dentre outras informações a quantidade de ações colocadas no mercado e volume em Reais distribuído por classificação de investidor, conforme seu perfil, tal como descrito na Tabela 4:

Tabela 4–Classificação dos investidores nos anúncios de encerramento de distribuição de oferta pública de ações

Pessoas Físicas
Acionistas que Exerceram Direito de Preferência
Clubes de Investimento
Fundos de Investimento
Entidades de Previdência Privada
Companhias Seguradoras
Investidores Estrangeiros Qualificados
Coordenador Líder
Coordenador
Instituições Subcontratadas
Participantes Especiais
Instituições Financeiras Ligadas à Companhia, e/ou aos Coordenadores e/ou às Instituições Subcontratadas e/ou aos Participantes Especiais
Demais Instituições Financeiras
Demais Pessoas Jurídicas Ligadas à Companhia, e/ou aos Coordenadores e/ou às Instituições Subcontratadas e/ou aos Participantes Especiais
Demais Pessoas Jurídicas
Sócios, Administradores, Empregados, Prepostos e Demais Pessoas Ligadas à Companhia, e/ou aos Coordenadores e/ou às Instituições Subcontratadas e/ou aos Participantes Especiais
Outros

Os anúncios de encerramento foram usados para analisar a alocação das ações feita pelos coordenadores líderes dos IPOs e explicar o excesso de retorno no curto-prazo. Dependendo do comportamento de cada perfil de investidor, poder-se explicar o excesso de retorno pela quantidade de ações alocadas para cada perfil.

Foram feitas regressões e correlações para explicar os excessos de retorno do 1º dia de negociação com as seguintes variáveis: excesso de volume no 1º dia de negociação, ajustado pelo tamanho da empresa; quantidade de negócios no 1º dia; quantidade total de investidores participantes do IPO, detalhado por tipo de investidor, conforme descrito na Tabela 4, volume em Reais ofertado no IPO e demandado por tipo de investidor e, por fim, o mesmo índice anterior, ajustado pelo tamanho da empresa.

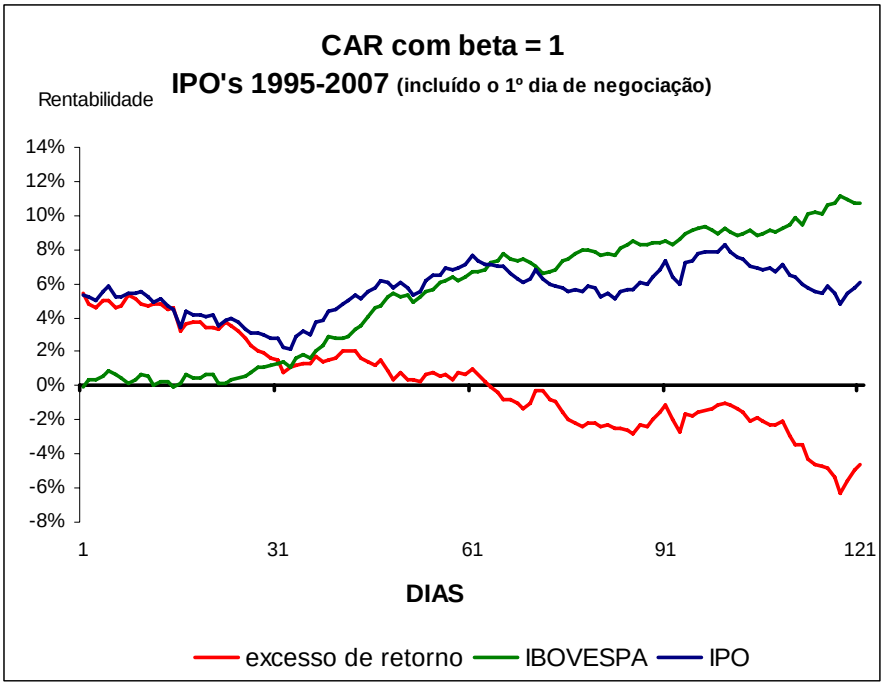
Os resultados destas análises estão dispostos a seguir.

6 RESULTADOS

6.1 Análise geral dos retornos acumulados e excesso de retornos acumulados dos IPOs

Após computados os dados da amostra e feita as análises dos retornos diários e retornos acumulados, tem-se os seguintes resultados.

Gráfico 1 – Retornos Anormais Acumulados dos IPOs entre 1995 e 2007



Período	AR	CAR	Desvio-padrão (CAR)	Estatística T (CAR)	N
1º dia	5.39%	5.39%	7.76%	5.42	61
1º semana	0.18%	4.74%	2.93%	3.55	61
1º mês	-0.35%	1.60%	3.24%	0.88	61
2º mês	-0.08%	0.67%	2.83%	0.25	58
3º mês	0.35%	-1.60%	2.95%	(0.41)	54
4º mês	0.65%	-4.91%	2.70%	(0.99)	50

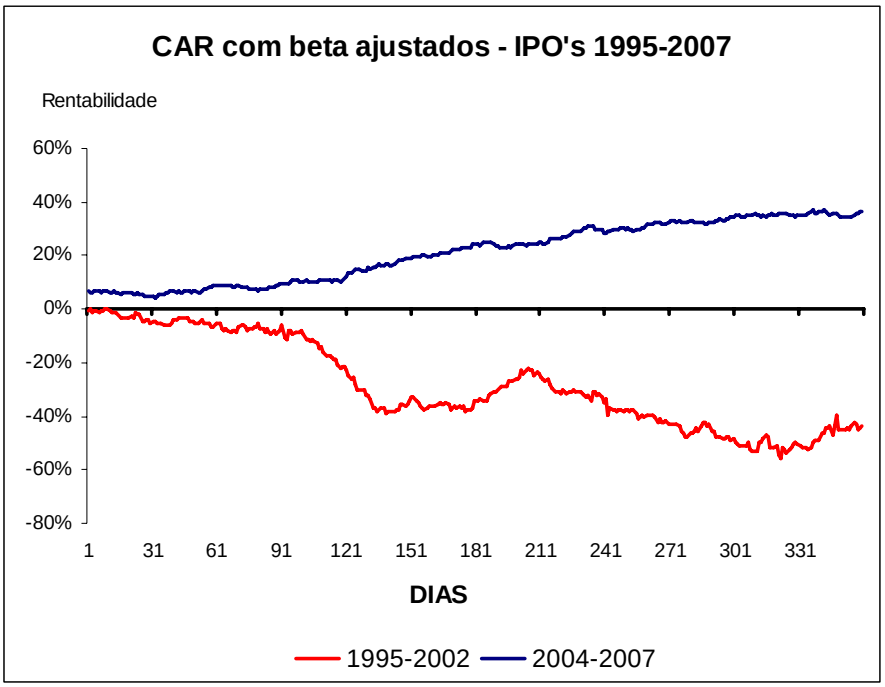
No Gráfico 1 nota-se um excesso de retorno positivo e significativo no 1º dia de 5,39% que se perdura positivo até o 63º dia após o lançamento das ações. Após este período, o excesso de retorno dos IPOs são negativos, se comparados ao IBOVESPA. Este resultado é condizente com os estudos apontados no capítulo 3, na qual há um excesso de retorno

acumulado positivo no curto prazo e negativo no longo prazo.

Note que a amostra de dados vai diminuindo conforme a extensão do prazo analisado, iniciando com 61 empresas e terminando com 50 empresas depois de decorridos 4 meses. Este excesso de retorno acumulado pode ser explicado por diversos fatores. É o que será comentado a seguir.

Fazendo uma análise dos retornos anormais acumulados com os betas ajustados por empresa e separando a amostra em dois grandes blocos por ano de lançamento dos IPOs tem-se o Gráfico 2:

Gráfico 2 – Excesso de Retornos Acumulados separados em 2 blocos



IPOS 1995-2002

Período	AR	CAR	Desvio-padrão (CAR)	Estatística - T (CAR)	N
1º dia	-0.49%	-0.49%	4.01%	(0.44)	13
1º semana	0.03%	-0.89%	3.86%	0.02	13
1º mês	-1.25%	-5.11%	3.17%	(1.42)	13
2º mês	0.27%	-6.10%	2.55%	0.39	13
3º mês	0.53%	-7.99%	3.07%	0.63	13
1º ano	0.27%	-43.89%	1.49%	0.65	13

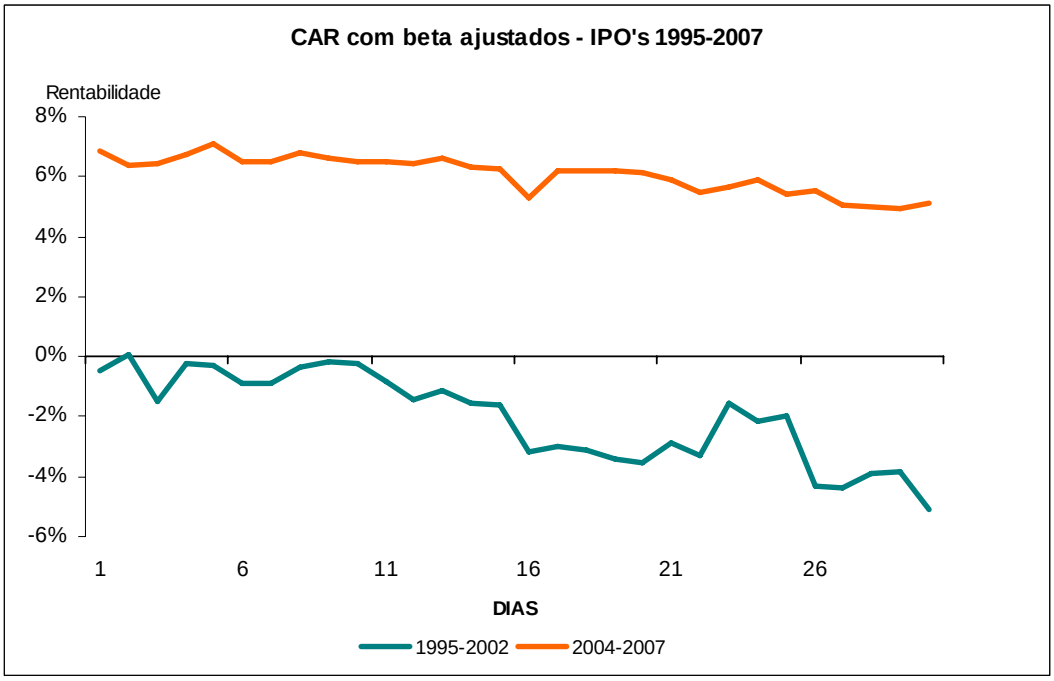
IPOS 2004-2007

Período	AR	CAR	Desvio-padrão (CAR)	Estatística - T (CAR)	N
1º dia	6.87%	6.87%	7.64%	6.23	48
1º semana	-0.03%	6.47%	2.15%	(0.09)	48
1º mês	0.14%	5.10%	2.39%	0.42	48
2º mês	0.17%	8.68%	2.73%	0.41	45
3º mês	0.49%	9.24%	2.52%	1.22	40
1º ano	0.24%	36.64%	2.66%	0.34	14

É perceptível que houve um excesso de retorno acumulado (CAR) até o 1º ano de lançamento de 36.64% para o bloco de IPOs de 2004 a 2007, enquanto que o bloco de IPOs de 1995-2002 obteve um retorno acumulado de -43.89%. Uma das razões para explicar este fato é o aquecimento do mercado de IPOs nos últimos anos com o aumento no número de investidores e do volume aplicado neste mercado, que poderá ser comprovado nas tabelas adiante.

Então, pode-se entender que a partir do ano de 2004, os excessos de retornos foram cada vez maiores nos primeiros dias de negociação, mesmo ajustando os retornos pelos betas das empresas. Isso pode ser ratificado, numa análise de curto prazo, conforme feita a seguir:

Gráfico 3 – Excesso de Retornos Acumulados analisado no curto prazo



IPOS 1995-2002

Período	AR	CAR	Desvio-padrão (CAR)	Estatística - T (CAR)	N
1º dia	-0.49%	-0.49%	4.01%	(0.44)	13
6º dia	-0.62%	-0.91%	3.17%	(0.70)	13
11º dia	-0.65%	-0.86%	1.77%	(1.32)	13
16º dia	-1.59%	-3.18%	4.37%	(1.31)	13
21º dia	0.64%	-2.88%	1.97%	1.17	13
26º dia	-2.36%	-4.34%	6.57%	(1.29)	13

IPOS 2004-2007

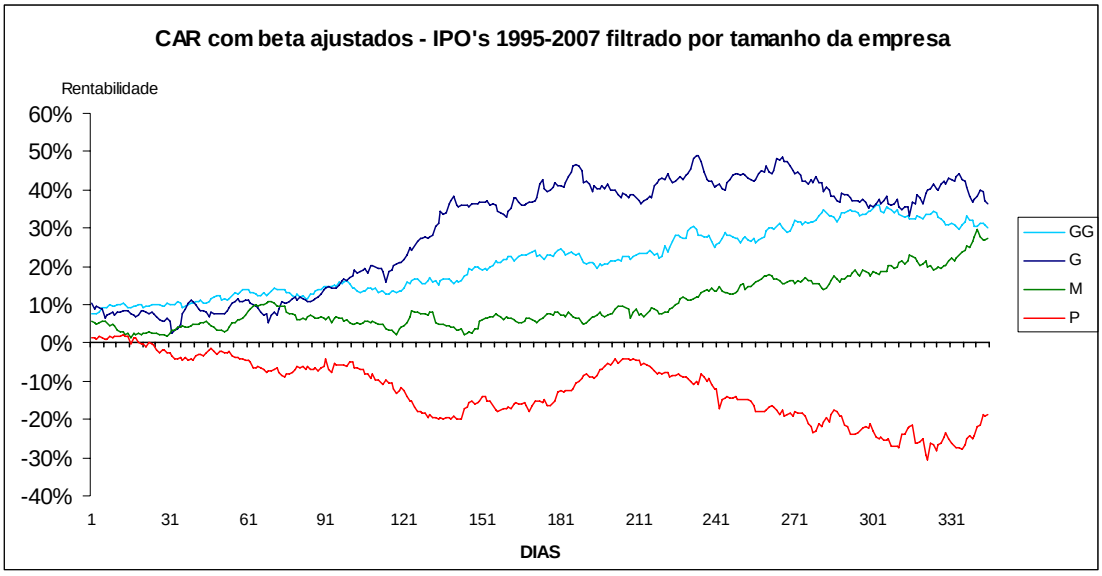
Período	AR	CAR	Desvio-padrão (CAR)	Estatística - T (CAR)	N
1º dia	6.87%	6.87%	7.64%	6.23	48
6º dia	-0.62%	6.50%	2.62%	(1.65)	48
11º dia	-0.02%	6.48%	1.79%	(0.09)	48
16º dia	-0.98%	5.30%	3.71%	(1.84)	48
21º dia	-0.25%	5.89%	2.16%	(0.82)	48
26º dia	0.11%	5.53%	2.99%	0.24	48

Note no Gráfico 3 que há um excesso de retorno no 1º dia para o bloco de 2004-2007 significativo de 6,87%, comparados aos -0,49% do bloco de 1995-2002. Portanto houve um aumento nos excessos de retorno a partir de 2004. Posteriormente, a amostra será subdividida para analise melhor destes anos (2004-2007).

6.2 Análise filtrada pelos Indicadores Financeiros

Com base nos indicadores financeiros extraídos da base de dados, a amostra dos IPOs de 1995-2007 foi dividida por tamanho de empresa. Como Proxy do tamanho da empresa usou-se o Valor de Mercado divulgado na ECONOMÁTICA do fechamento do ano-calendário da emissão do IPO. Foram criados 4 tamanhos diferentes de empresas, a saber: empresas gigantes (GG), empresas de grande porte (G), empresas de médio porte (M) e empresas de pequeno porte (P). A metodologia usada está descrita no Capítulo 5 e o resultados estão dispostos a seguir no Gráfico 4

Gráfico 4 - Excesso de Retornos Acumulados no longo prazo filtrado por tamanho da empresa



Empresas gigantes (GG)

Período	AR	CAR	Desvio-padrão (CAR)	Estatística T (CAR)	N
1º dia	7.52%	7.52%	6.29%	4.47	14
1º semana	-0.05%	9.11%	2.14%	(0.10)	14
1º mês	0.58%	10.29%	1.74%	1.24	14
2º mês	0.18%	13.97%	1.82%	0.36	13
3º mês	0.87%	14.71%	3.93%	0.77	12
1º ano	0.32%	30.05%	3.60%	0.24	7

Empresas de grande porte (G)

Período	AR	CAR	Desvio-padrão (CAR)	Estatística T (CAR)	N
1º dia	10.35%	10.35%	10.97%	2.67	8
1º semana	0.67%	7.12%	1.98%	0.96	8
1º mês	0.76%	6.48%	2.89%	0.74	8
2º mês	0.66%	11.26%	1.58%	1.03	6
3º mês	1.06%	13.83%	1.45%	1.79	6
1º ano	-0.71%	35.44%	2.58%	(0.39)	2

Empresas de médio porte (M)

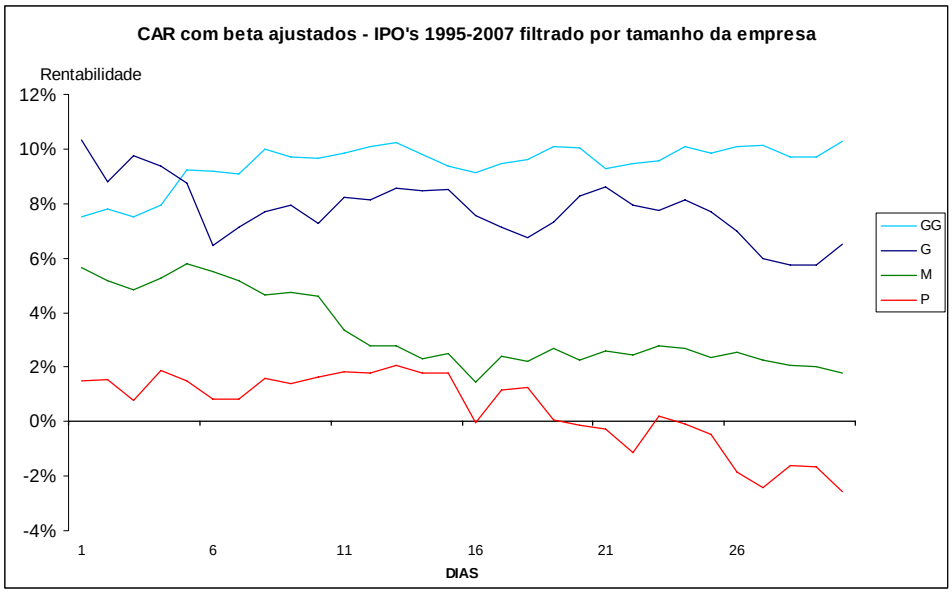
Período	AR	CAR	Desvio-padrão (CAR)	Estatística T (CAR)	N
1º dia	5.65%	5.65%	6.52%	3.78	19
1º semana	-0.32%	5.18%	2.25%	(0.63)	19
1º mês	-0.24%	1.76%	2.15%	(0.50)	19
2º mês	0.78%	7.26%	2.06%	1.65	19
3º mês	-0.15%	6.61%	2.38%	(0.25)	15
1º ano	0.51%	29.32%	0.96%	1.41	7

Empresas de pequeno porte (P)

Período	AR	CAR	Desvio-padrão (CAR)	Estatística T (CAR)	N
1º dia	1.48%	1.48%	6.61%	0.98	19
1º semana	0.02%	0.83%	3.44%	0.03	19
1º mês	-0.91%	-2.58%	3.34%	(1.19)	19
2º mês	-0.51%	-4.76%	3.80%	(0.59)	19
3º mês	0.54%	-6.05%	2.25%	1.05	19
1º ano	0.22%	-17.70%	1.63%	0.46	11

No Gráfico 4, o excesso de retorno acumulado das empresas gigantes e de grande porte no 1º ano foi de 30,05% e 35,44%, enquanto que as empresas médias e de pequeno porte performaram somente 29,32% e -17,70%, respectivamente. Portanto, pode-se determinar que as empresas de grande porte tiveram um excesso de retorno acumulado melhor que as demais classificações no longo prazo. No curto prazo, esta conclusão também é evidenciada no Gráfico 5. Isso pode ser comprovado no 1º dia após o lançamento das ações no mercado.

Gráfico 5 - Excesso de Retornos Acumulados no curto prazo filtrado por tamanho da empresa



Empresas gigantes (GG)

Período	AR	CAR	Desvio-padrão (CAR)	Estatística T (CAR)	N
1º dia	7.52%	7.52%	6.29%	4.47	14
6º dia	-0.07%	9.16%	2.23%	(0.11)	14
11º dia	0.20%	9.86%	2.11%	0.35	14
16º dia	-0.26%	9.12%	1.92%	(0.50)	14
21º dia	-0.75%	9.29%	1.36%	(2.06)	14
26º dia	0.25%	10.08%	1.54%	0.62	14

Empresas de grande porte (G)

Período	AR	CAR	Desvio-padrão (CAR)	Estatística T (CAR)	N
1º dia	10.35%	10.35%	10.97%	2.67	8
6º dia	-2.31%	6.45%	4.51%	(1.45)	8
11º dia	0.95%	8.21%	1.80%	1.50	8
16º dia	-0.97%	7.54%	1.63%	(1.69)	8
21º dia	0.34%	8.61%	2.49%	0.38	8
26º dia	-0.71%	6.97%	2.06%	(0.98)	8

Empresas de médio porte (M)

Período	AR	CAR	Desvio-padrão (CAR)	Estatística T (CAR)	N
1º dia	5.65%	5.65%	6.52%	3.78	19
6º dia	-0.29%	5.50%	1.58%	(0.79)	19
11º dia	-1.26%	3.35%	1.69%	(3.25)	19
16º dia	-1.05%	1.44%	1.92%	(2.39)	19
21º dia	0.32%	2.58%	2.88%	0.48	19
26º dia	0.19%	2.52%	3.17%	0.26	19

Empresas de pequeno porte (P)

Período	AR	CAR	Desvio-padrão (CAR)	Estatística T (CAR)	N
1º dia	1.48%	1.48%	6.61%	0.98	19
6º dia	-0.68%	0.81%	2.99%	(0.99)	19
11º dia	0.21%	1.85%	1.11%	0.83	19
16º dia	-1.83%	-0.05%	6.35%	(1.25)	19
21º dia	-0.11%	-0.25%	1.60%	(0.30)	19
26º dia	-1.41%	-1.86%	6.35%	(0.97)	19

O excesso de retorno acumulado é oriundo do retorno anormal significante obtido no 1º dia de negociação de 10,35% das empresas de grande porte, frente os 7,52% das empresas gigantes e 5,65% das empresas de médio porte.

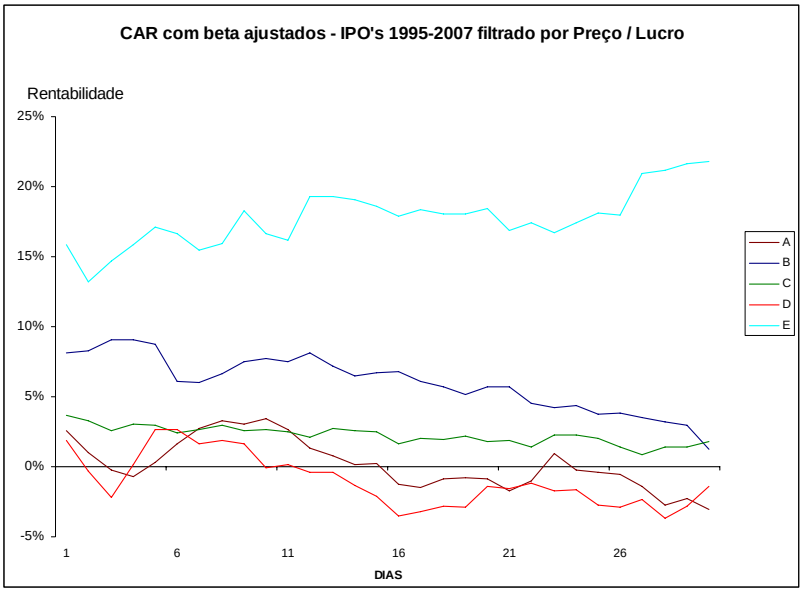
Note também que existe uma super-avaliação das empresas de médio e grande porte, quando do lançamento da ação no mercado associado com um retorno anormal negativo e significativo após o 1º dia até o 15º dia. (O CAR das empresas de grande porte decaí até o 6º dia e o CAR das empresas de médio porte decaí até o 16º dia). Os resultados são similares quando calculados os excessos de retorno acumulado utilizando-se beta igual a 1 para todas empresas

Estes resultado são distintos dos resultados proferidos nos EUA por Ritter (1991), na qual as empresas de pequeno porte possuem maior excesso de retorno no curto prazo do que as empresas de grande e porte gigante. Nos EUA, como as empresas de grande porte têm

maior demanda pelos investidores, formam um mercado mais competitivo e por isso possuem menor sub-avaliação do que as empresas pequenas.

Analisando a base da dados sob uma ótica diferente e dividindo-a pelo indicador financeiro “Preço/Lucro” da ação sob uma distribuição Normal, obteve-se 5 classificações. As empresas de maior índice “Preço/Lucro” foram classificadas como “A” e as empresas de menor índice foram classificadas como “E”. Importante notar que este indicador financeiro é um dos exemplos usados pelos investidores para avaliar um IPO, conforme descrito no Capítulo 2.3. Então quanto menor o índice “Preço/Lucro”, maior a possibilidade da ação se valorizar num curto espaço de tempo. Os resultados descritos no Gráfico 6 concluem da mesma forma:

Gráfico 6- Excesso de Retornos Acumulados no curto prazo filtrado por Preço / Lucro



Preço / Lucro = A (maior que 108)

Período	AR	CAR	Desvio-padrão (CAR)	Estatística - T (CAR)	N
1º dia	2.54%	2.54%	6.82%	0.83	5
6º dia	1.27%	1.61%	10.11%	0.36	5
11º dia	-0.81%	2.66%	11.02%	0.54	5
16º dia	-1.50%	-1.25%	13.35%	(0.21)	5
21º dia	-0.88%	-1.73%	11.30%	(0.34)	5
26º dia	-0.17%	-0.57%	11.54%	(0.11)	5

Preço / Lucro = B (entre 108 e 38)

Período	AR	CAR	Desvio-padrão (CAR)	Estatística - T (CAR)	N
1º dia	8.16%	8.16%	8.31%	3.40	12
6º dia	-2.65%	6.13%	13.80%	1.54	12
11º dia	-0.23%	7.47%	12.95%	2.00	12
16º dia	0.10%	6.80%	11.36%	2.07	12
21º dia	0.01%	5.69%	13.13%	1.50	12
26º dia	0.03%	3.82%	17.08%	0.77	12

Preço / Lucro = C (entre 38 e -33)

Período	AR	CAR	Desvio-padrão (CAR)	Estatística - T (CAR)	N
1º dia	3.65%	3.65%	6.11%	2.49	26
6º dia	-0.53%	2.45%	7.88%	1.45	26
11º dia	-0.15%	2.53%	8.70%	1.36	26
16º dia	-0.85%	1.65%	8.83%	0.51	26
21º dia	0.10%	1.91%	9.52%	0.63	26
26º dia	-0.62%	1.42%	11.09%	0.53	26

Preço / Lucro = D (entre -33 e -60)

Período	AR	CAR	Desvio-padrão (CAR)	Estatística - T (CAR)	N
1º dia	1.88%	1.88%	4.14%	0.79	3
6º dia	0.00%	2.66%	1.71%	2.69	3
11º dia	0.21%	0.13%	3.70%	0.06	3
16º dia	-1.35%	-3.50%	8.15%	(0.74)	3
21º dia	-0.19%	-1.56%	6.48%	(0.42)	3
26º dia	-0.17%	-2.88%	2.72%	(1.83)	3

Preço / Lucro = E (menor que -60)

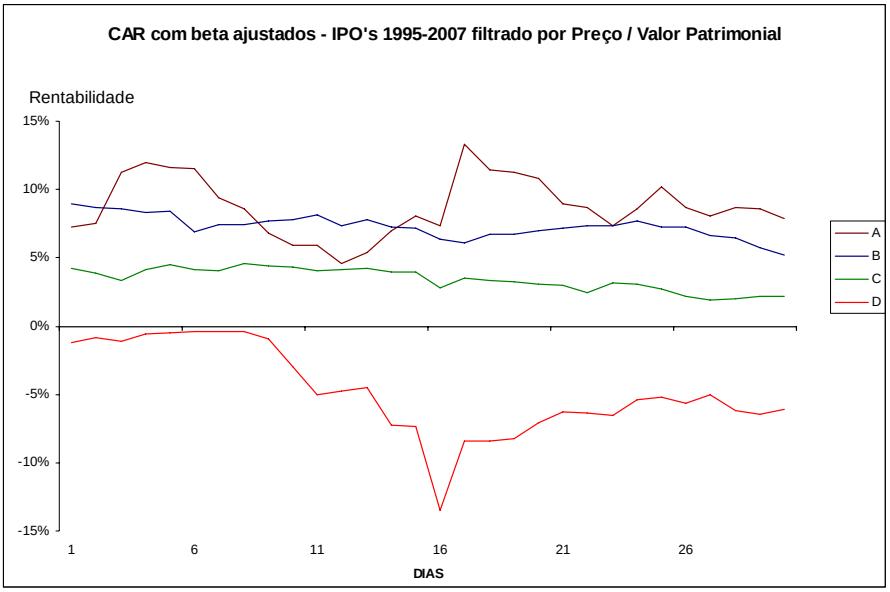
Período	AR	CAR	Desvio-padrão (CAR)	Estatística - T (CAR)	N
1º dia	15.85%	15.85%	3.35%	6.68	2
6º dia	-0.46%	16.66%	2.03%	11.63	2
11º dia	-0.50%	16.16%	6.97%	3.28	2
16º dia	-0.77%	17.86%	5.21%	4.85	2
21º dia	-1.51%	16.90%	3.83%	6.24	2
26º dia	-0.16%	18.00%	2.96%	8.60	2

No Gráfico 6 pode-se identificar que as empresas classificadas como “E”, ou seja as empresas de lucros maiores e preços mais baixos, conseguiram um excesso de retorno acumulado melhor do que as demais empresas de IPO no curto prazo. O CAR das empresas “E” até o 26º foi de 18,00%, enquanto que as empresas “A” somaram -0,57% no mesmo período.

Este resultado também é encontrado se calculados os excesso de retorno acumulado, com beta igual a 1 para as empresas.

Outra evidência interessante é a análise pelo índice “Preço/Valor Patrimonial”. Este também é um índice verificado pelos investidores antes da tomada de decisão de comprar ações de uma oferta pública primária de ações. Neste caso, a classificação também foi dada nos mesmos moldes do índice “Preço/Lucro”: distribuídos numa Normal foram dados 4 tipos diferentes dos quais o maior índice foi classificado como “A” e o menor índice classificado como “D”. Os resultado estão disposto no Gráfico 7

Gráfico 7- Excesso de Retornos Acumulados no curto prazo filtrado por Preço / Valor Patrimonial



Preço / Valor Patrimonial = A (maior que 17)

Período	AR	CAR	Desvio-padrão (CAR)	Estatística T (CAR)	N
1º dia	7.27%	7.27%	10.64%	0.97	2
6º dia	-0.06%	11.54%	15.86%	1.03	2
11º dia	0.00%	5.96%	12.20%	0.69	2
16º dia	-0.72%	7.32%	12.27%	0.84	2
21º dia	-1.86%	8.98%	9.51%	1.34	2
26º dia	-1.48%	8.69%	12.87%	0.95	2

Preço / Valor Patrimonial = B (entre 17 e 5)

Período	AR	CAR	Desvio-padrão (CAR)	Estatística T (CAR)	N
1º dia	8.99%	8.99%	9.47%	3.55	14
6º dia	-1.50%	6.94%	13.92%	1.86	14
11º dia	0.37%	8.13%	15.59%	1.95	14
16º dia	-0.74%	6.39%	15.64%	1.53	14
21º dia	0.18%	7.19%	14.86%	1.81	14
26º dia	-0.03%	7.24%	18.13%	1.49	14

Preço / Valor Patrimonial = C (entre 5 e -6)

Período	AR	CAR	Desvio-padrão (CAR)	Estatística T (CAR)	N
1º dia	4.18%	4.18%	6.68%	4.16	44
6º dia	-0.38%	4.10%	9.06%	3.01	44
11º dia	-0.29%	4.07%	9.18%	2.95	44
16º dia	-1.14%	2.78%	9.16%	2.02	44
21º dia	-0.08%	3.02%	10.09%	1.99	44
26º dia	-0.49%	2.18%	11.79%	1.23	44

Preço / Valor Patrimonial = D (menor que -6)

Período	AR	CAR	Desvio-padrão (CAR)	Estatística T (CAR)	N
1º dia	-1.19%	-1.19%	-	-	1
6º dia	0.13%	-0.37%	-	-	1
11º dia	-1.97%	-5.00%	-	-	1
16º dia	-6.15%	-13.45%	-	-	1
21º dia	0.82%	-6.27%	-	-	1
26º dia	-0.51%	-5.69%	-	-	1

Conforme pode ser visto acima, as empresas com melhores índices performaram melhor que as demais no curto prazo. O CAR das empresas “A” foi de 8,69% no 26º dia, enquanto que as empresas “C” performaram somente 2,18% no mesmo período. Este resultado também é encontrado nos trabalhos de Pagano, Panetta e Zingales (1998) na qual empresas com altos índices de Preço/Valor patrimonial obtiveram grandes retornos no curto prazo após a abertura de capital. Os mesmos resultados foram encontrados se calculados os retornos anormais com beta igual a 1 para as empresas.

Isto posto, pode-se concluir que as empresas que obtiveram maior excesso de retorno no curto prazo foram as empresas de grande porte, com menores índices de Preço/Lucro e maiores índices de Preço/Valor Patrimonial.

6.3 Análise filtrada pelo volume e quantidade de negócios

Após feita uma análise dos excessos de retornos acumulados filtrado pelos indicadores financeiros das empresas, será foco da Dissertação identificar quais são as variáveis que podem explicar o excesso de retorno no curto-prazo.

Para tanto, serão analisados o volume negociado (em Reais), a quantidade de negócios (boletas de negociação) e a quantidade de ações negociadas durante o processo de lançamento da ação. Estas variáveis demonstram uma medida de liquidez de mercado.

Com base nos dados extraídos da ECONOMÁTICA, conforme descrito no Capítulo 5, fez-se necessário um filtro na base de dados para capturar somente os anos a partir de 2004 até Fevereiro de 2007. Portanto a amostra foi diminuída de 61 empresas para 48.

Para este subconjunto da amostra (2004-2007) e determinado a analisar a relação entre a quantidade de negócios no 1º dia e os excessos de retorno deste dia, a Tabela 5 demonstra que existe uma correlação positiva de 0.5759 entre estas variáveis.

Tabela 5– CAR dos IPOs de 2004 a 2007 e quantidade de negócios (boletas de negociação) no 1º dia

Ano	Empresa	exretorno no 1º dia	quantidade de negocios no 1º dia
2004	Natura ON (NATU3)	13.40%	**1,464**
2004	Gol PN (GOLL4)	5.86%	**3,266**
2004	CPFL Energia ON (CPFE3)	0.15%	**922**
2004	Grendene ON (GRND3)	10.88%	**2,228**
2004	Dasa ON (DASA3)	18.68%	**2,172**
2004	Porto Seguro ON (PSSA3)	4.51%	**3,115**
2005	ALL America Latina UNT N (ALLL11)	0.00%	**336**
2005	Renar Macas ON (RNAR3)	2.25%	**513**
2005	Submarino ON (SUBA3)	-2.40%	**1,561**
2005	TAM PN (TAMM4)	1.03%	**609**
2005	Energias BR ON (ENBR3)	9.34%	**470**
2005	OHL Brasil ON (OHLB3)	3.83%	**472**
2005	Nossa Caixa ON (BNCA3)	15.56%	**6,709**
2005	Cosan ON (CSAN3)	14.65%	**6,787**
2005	Universo Online PN (UOLL4)	15.12%	**9,859**
2005	Localiza ON (RENT3)	1.26%	**514**
2006	Copasa MG ON (CSMG3)	4.74%	**5,193**
2006	Vivax UNT N2 (VVAX11)	10.26%	**4,274**
2006	Gafisa ON (GFSA3)	25.39%	**9,683**
2006	Company ON (CPNY3)	17.32%	**6,939**
2006	Totvs ON (TOTS3)	8.72%	**2,624**
2006	Abyara ON (ABYA3)	-0.80%	**30**
2006	American Banknote ON (ABNB3)	7.36%	**8,137**
2006	Brascan Res Propert ON (BISA3)	4.56%	**6,858**
2006	Brasil Ecodiesel ON (ECOD3)	-1.66%	**5,003**
2006	BrasilAgro ON (AGRO3)	0.00%	**-**
2006	CSU CardSystem ON (CARD3)	0.00%	**-**
2006	Datasul ON (DSUL3)	-7.41%	**2,189**
2006	Equatorial UNT N2 (EQTL11)	13.67%	**5,128**
2006	GP Investments BDR (GPIV11)	-3.19%	**-**
2006	Klabin Segall ON (KSSA3)	-1.22%	**2,347**
2006	Lopes Brasil ON (LPSB3)	14.83%	**6,672**
2006	Lupatech ON (LUPA3)	8.15%	**7,500**
2006	M Dias Branco ON (MDIA3)	1.26%	**1,633**
2006	Medial Saude ON (MEDI3)	2.84%	**3,079**
2006	MMX Mineracao ON (MMXM3)	-2.11%	**31**
2006	Odontoprev ON (ODPV3)	16.02%	**7,147**
2006	Positivo Inf ON (POSI3)	-2.24%	**7,315**
2006	Profarma ON (PFRM3)	13.28%	**3,774**
2006	Santos Brasil UNT N2 (STBR11)	5.96%	**3,487**
2006	Terna Particip UNT N2 (TRNA11)	9.46%	**6,175**
2007	GVT Holding ON (GVTT3)	24.31%	**11,617**
2007	Sao Martinho ON (SMTO3)	17.60%	**5,033**
2007	Iguatemi Shoppings ON (IGTA3)	13.03%	**4,476**
2007	Tecnisa ON (TCSA3)	3.39%	**8,920**
2007	Camargo Des Imob ON (CCIM3)	-3.51%	**6,971**
2007	Rodobens ON (RDNI3)	14.07%	**8,135**
2007	PDG Realty ON (PDGR3)	0.62%	**4,966**

correlação 2004-2007
Total
0.57596227

correlação 2004
Total
0.012729171

correlação 2005
Total
0.847975037

correlação 2006
Total
0.677176261

correlação 2007
Total
0.351741248

Essa correlação foi mais evidente nos IPOs de 2005, chegando a um coeficiente de 0.8479. Com base na tabela acima pode-se concluir que existe uma correlação positiva entre liquidez e excesso de retorno no curto-prazo dos IPOs para o período analisado.

Por sua vez, para analisar a relação entre o volume negociado no 1º dia e os excessos de retorno deste dia, é necessário utilizar o excesso de volume ajustado pelo tamanho da empresa, conforme descrito no Capítulo 5.

Comparando o excesso de volume ajustado pelo tamanho com o excesso de retorno no 1º dia para os IPOs de 2004-2007, tem-se a Tabela 6 abaixo:

Tabela 6 - CAR dos IPOs de 2004 a 2007 e excesso de Volume no 1º dia ajustado pelo tamanho da empresa

Ano	Empresa	exretorno no 1º dia	excesso de Volume / Valor Patrim
2004	Natura ON (NATU3)	13.40%	**(0.0354)**
2004	Gol PN (GOLL4)	5.86%	**(0.0514)**
2004	CPFL Energia ON (CPFE3)	0.15%	**(0.0485)**
2004	Grendene ON (GRND3)	10.88%	**(0.0327)**
2004	Dasa ON (DASA3)	18.68%	**0.0170**
2004	Porto Seguro ON (PSSA3)	4.51%	**(0.0044)**
2005	ALL America Latina UNT N (ALLL11)	0.00%	**(0.0495)**
2005	Renar Macas ON (RNAR3)	2.25%	**(0.0108)**
2005	Submarino ON (SUBA3)	-2.40%	**0.0067**
2005	TAM PN (TAMM4)	1.03%	**(0.0222)**
2005	Energias BR ON (ENBR3)	9.34%	**(0.0456)**
2005	OHL Brasil ON (OHLB3)	3.83%	**(0.0405)**
2005	Nossa Caixa ON (BNCA3)	15.56%	**0.0379**
2005	Cosan ON (CSAN3)	14.65%	**0.0230**
2005	Universo Online PN (UOLL4)	15.12%	**0.0423**
2005	Localiza ON (RENT3)	1.26%	**(0.0416)**
2006	Copasa MG ON (CSMG3)	4.74%	**(0.0096)**
2006	Vivax UNT N2 (VVAX11)	10.26%	**0.0732**
2006	Gafisa ON (GFSA3)	25.39%	**0.0451**
2006	Company ON (CPNY3)	17.32%	**0.0758**
2006	Totvs ON (TOTS3)	8.72%	**0.0294**
2006	Abyara ON (ABYA3)	-0.80%	**(0.0449)**
2006	American Banknote ON (ABNB3)	7.36%	**0.1095**
2006	Brascan Res Propert ON (BISA3)	4.56%	**0.0269**
2006	Brasil Ecodiesel ON (ECOD3)	-1.66%	**(0.0069)**
2006	BrasilAgro ON (AGRO3)	0.00%	
2006	CSU CardSystem ON (CARD3)	0.00%	**0.0816**
2006	Datasul ON (DSUL3)	-7.41%	**(0.0037)**
2006	Equatorial UNT N2 (EQTL11)	13.67%	**0.0288**
2006	GP Investments BDR (GPIV11)	-3.19%	
2006	Klabin Segall ON (KSSA3)	-1.22%	**0.0099**
2006	Lopes Brasil ON (LPSB3)	14.83%	**0.0746**
2006	Lupatech ON (LUPA3)	8.15%	**0.0437**
2006	M Dias Branco ON (MDIA3)	1.26%	**(0.0404)**
2006	Medial Saude ON (MEDI3)	2.84%	**0.0056**
2006	MMX Mineracao ON (MMXM3)	-2.11%	**(0.0517)**
2006	Odontoprev ON (ODPV3)	16.02%	**0.1628**
2006	Positivo Inf ON (POSI3)	-2.24%	**0.0459**
2006	Profarma ON (PFRM3)	13.28%	**0.0448**
2006	Santos Brasil UNT N2 (STBR11)	5.96%	**0.0082**
2006	Terna Particip UNT N2 (TRNA11)	9.46%	**0.0521**
2007	GVT Holding ON (GVTT3)	24.31%	**0.0792**
2007	Sao Martinho ON (SMTO3)	17.60%	**(0.0061)**
2007	Iguatemi Shoppings ON (IGTA3)	13.03%	**0.0687**
2007	Tecnisa ON (TCSA3)	3.39%	**0.0854**
2007	Camargo Des Imob ON (CCIM3)	-3.51%	**0.0125**
2007	Rodobens ON (RDNI3)	14.07%	**0.0289**
2007	PDG Realty ON (PDGR3)	0.62%	**0.0105**

correlação 2004-2007
Total
0.450223787

correlação 2004
Total
0.604550524

correlação 2005
Total
0.668123368

correlação 2006
Total
0.575373973

correlação 2007
Total
0.268587388

Note na Tabela 6 que a correlação da amostra 2004 a 2007 também foi positiva em 0.4502, havendo um aumento deste coeficiente no ano de 2005 para 0.6681. Com base nos estudos da Tabela 6 é possível concluir que também existe uma correlação positiva entre excesso de volume e excesso de retorno. Os mesmos resultados foram encontrados, quando ajustados os excesso de retorno pelos betas das empresas.

Por fim, para analisar a quantidade de ações negociadas no 1º dia e sua relação com o excesso de retorno, deve-se dividir esta quantidade pelo total de ações emitidas no processo de IPO. Deste modo tem-se o percentual de ações do IPO negociados no 1º dia de lançamento, sendo uma medida de liquidez.

Comparando o percentual de ações do IPO negociados no 1º dia com o excesso de retorno deste dia para os IPOs de 2004-2007, tem-se a Tabela 7 abaixo:

Tabela 7 - CAR dos IPOs de 2004 a 2007 e percentual do IPO negociado no 1º dia

Ano	Empresa	exretorno no 1º dia	Ações negociadas no IPO	quantidade de ações no 1º dia	% do IPO negociado no 1º dia
2004	Natura ON (NATU3)	13.40%	21,044,401	**19,692,500**	**0.94**
2004	Gol PN (GOLL4)	5.86%	9,254,000	**2,276,300**	**0.25**
2004	CPFL Energia ON (CPFE3)	0.15%	18,998,271	**5,221,600**	**0.27**
2004	Grendene ON (GRND3)	10.88%	19,900,000	**2,470,900**	**0.12**
2004	Dasa ON (DASA3)	18.68%	13,768,496	**4,395,800**	**0.32**
2004	Porto Seguro ON (PSSA3)	4.51%	20,124,517	**4,100,800**	**0.20**
2005	ALL America Latina UNT N (ALLL11)	0.00%	8,081,462	**617,700**	**0.08**
2005	Renar Macas ON (RNAR3)	2.25%	10,000,000	**1,909,400**	**0.19**
2005	Submarino ON (SUBA3)	-2.40%	10,044,250	**5,676,900**	**0.57**
2005	TAM PN (TAMM4)	1.03%	30,471,600	**4,477,700**	**0.15**
2005	Energias BR ON (ENBR3)	9.34%	65,816,818	**3,171,200**	**0.05**
2005	OHL Brasil ON (OHLB3)	3.83%	25,697,436	**1,857,200**	**0.07**
2005	Nossa Caixa ON (BNCA3)	15.56%	30,772,774	**10,073,000**	**0.33**
2005	Cosan ON (CSAN3)	14.65%	18,366,333	**6,498,900**	**0.35**
2005	Universo Online PN (UOLL4)	15.12%	34,704,477	**11,044,100**	**0.32**
2005	Localiza ON (RENT3)	1.26%	24,699,125	**8,480,100**	**0.34**
2006	Copasa MG ON (CSMG3)	4.74%	34,369,384	**5,757,600**	**0.17**
2006	Vivax UNT N2 (VVAX11)	10.26%	21,600,000	**5,109,700**	**0.24**
2006	Gafisa ON (GFSA3)	25.39%	50,107,500	**11,871,500**	**0.24**
2006	Company ON (CPNY3)	17.32%	17,600,000	**4,439,600**	**0.25**
2006	Totvs ON (TOTS3)	8.72%	14,375,000	**2,552,800**	**0.18**
2006	Abyara ON (ABYA3)	-0.80%	7,231,810	**1,200,000**	**0.17**
2006	American Banknote ON (ABNB3)	7.36%	32,500,000	**7,781,300**	**0.24**
2006	Brascan Res Propert ON (BISA3)	4.56%	74,250,000	**17,181,200**	**0.23**
2006	Brasil Ecodiesel ON (ECOD3)	-1.66%	32,814,337	**6,444,600**	**0.20**
2006	BrasilAgro ON (AGRO3)	0.00%	583,200	**-**	**-**
2006	CSU CardSystem ON (CARD3)	0.00%	21,871,512	**-**	**-**
2006	Datasul ON (DSUL3)	-7.41%	19,610,101	**1,844,700**	**0.09**
2006	Equatorial UNT N2 (EQTL11)	13.67%	37,260,000	**6,912,500**	**0.19**
2006	GP Investments BDR (GPIV11)	-3.19%	21,631,830	**-**	**-**
2006	Klabin Segall ON (KSSA3)	-1.22%	37,145,000	**4,870,800**	**0.13**
2006	Lopes Brasil ON (LPSB3)	14.83%	23,736,000	**6,943,700**	**0.29**
2006	Lupatech ON (LUPA3)	8.15%	21,956,192	**6,531,100**	**0.30**
2006	M Dias Branco ON (MDIA3)	1.26%	19,803,000	**2,624,100**	**0.13**
2006	Medial Saude ON (MEDI3)	2.84%	32,674,992	**5,000,200**	**0.15**
2006	MMX Mineracao ON (MMXM3)	-2.11%	1,451,978	**68,400**	**0.05**
2006	Odontoprev ON (ODPV3)	16.02%	18,643,973	**6,161,600**	**0.33**
2006	Positivo Inf ON (POSI3)	-2.24%	27,437,500	**9,021,900**	**0.33**
2006	Profarma ON (PFRM3)	13.28%	48,275,182	**4,493,200**	**0.09**
2006	Santos Brasil UNT N2 (STBR11)	5.96%	42,170,500	**9,736,700**	**0.23**
2006	Terna Particip UNT N2 (TRNA11)	9.46%	29,841,453	**10,249,300**	**0.34**
2007	GVT Holding ON (GVTT3)	24.31%	59,800,000	**16,724,800**	**0.28**
2007	Sao Martinho ON (SMTO3)	17.60%	21,184,000	**6,992,100**	**0.33**
2007	Iguatemi Shoppings ON (IGTA3)	13.03%	18,289,248	**7,431,800**	**0.41**
2007	Tecnisa ON (TCSA3)	3.39%	69,999,888	**13,486,900**	**0.19**
2007	Camargo Des Imob ON (CCIM3)	-3.51%	41,399,999	**8,015,100**	**0.19**
2007	Rodobens ON (RDNI3)	14.07%	23,000,000	**4,261,600**	**0.19**
2007	PDG Realty ON (PDGR3)	0.62%	51,750,000	**7,641,900**	**0.15**

correlação 2004-2007
Total
0.365268282

correlação 2004
Total
0.355216726

correlação 2005
Total
0.063971714

correlação 2006
Total
0.531062606

correlação 2007
Total
0.592753666

Note na Tabela 7 que a correlação da amostra 2004 a 2007 foi positiva em 0.3652, havendo um aumento deste coeficiente nos anos de 2006 para 0.5310 e 2007 para 0.5927.

Isto posto, é fácil perceber pelas Tabelas 5 a 7 que a quantidade de negócios, de ações e o volume aplicado ao mercado de IPO é determinante para explicar os excessos de retorno no curto prazo.

Para identificar quais os tipos de investidores que mais possuem influência neste resultado, fez-se um filtro na base de dados pelos tipos de investidores, conforme é visto a

seguir.

6.4 Análise filtrada pelos tipos de investidores

Neste sub-capítulo será analisado o mercado de IPOs desde 2004 a 2007, identificando quem e quantos investidores foram os compradores durante o processo de distribuição das ações primárias.

Com base nos anúncios de encerramento de distribuição pública das ações, pode-se extrair a quantidade de investidores, a quantidade de ações compradas e o valor investido por tipo de investidor de cada IPO. A metodologia de extração dos dados está disposta no Capítulo 5.

De posse desta base de dados, pode-se identificar na Tabela 8 que a participação do investidor estrangeiro no volume ofertado vêm aumentando ano após ano, saindo de 54% em 2004 para 67% em 2007. Então percebe-se que o investidor estrangeiro têm maior "apetite" pelas novas emissões do que os demais investidores.

Tabela 8 - Distribuição dos IPOs por tipo de investidor (valor em R$ investido e % do mercado, ano-a-ano)

milhões de Reais

Tipo de Investidor	2004	%	2005	%	2006	%	até Fev/2007	%	Total R$	%
Investidores Estrangeiros	**1,626**	**54.44%**	**6,959**	**63.75%**	**17,357**	**62.58%**	**4,096**	**66.78%**	**30,038**	**62.88%**
Fundos de Investimento	**602**	**20.16%**	**1,875**	**17.18%**	**4,658**	**16.79%**	**1,102**	**17.97%**	**8,237**	**17.24%**
Pessoas Físicas	**443**	**14.84%**	**685**	**6.28%**	**2,187**	**7.88%**	**526**	**8.58%**	**3,841**	**8.04%**
Outros	316	10.57%	1,396	12.79%	3,534	12.74%	409	6.67%	5,655	11.84%
Grand Total	**2,987**	**100.00%**	**10,916**	**100.00%**	**27,736**	**100.00%**	**6,133**	**100.00%**	**47,771**	**100.00%**

Também se pode perceber que o volume aplicado nos IPOs desde 2004 até Fevereiro de 2007 pelos fundos de investimento e pelas pessoas físicas correspondem a 17,24% e 8,04%, respectivamente. Portanto o mercado é concentrado nestes 3 tipos de investidores (estrangeiros, fundos e pessoas físicas), somando 88% do mercado.

Apesar da fatia de mercado dos investidores estrangeiros ser representativa, esta participação está concentrada numa pequena quantidade de investidores. Vê-se na Tabela 9 a seguir que a quantidade de investidores estrangeiros representa apenas 1,78% do mercado, sendo bem menor do que a representatividade das pessoas físicas, quase 90% dos participantes do mercado. Pode-se dizer, então que as pessoas físicas são mais numerosas do que os outros investidores, mas, no entanto, correspondem com uma pequena parcela do volume negociado no IPO por deter menos dinheiro aplicado neste mercado.

Tabela 9 - Distribuição dos IPOs por tipo de investidor (nº de investidores no IPO e % do mercado, ano-a-ano)

Tipo de Investidor	2004	%	2005	%	2006	%	até Fev/2007	%	Total Qtd	%
Pessoas Físicas	**37,903**	**85.58%**	**53,262**	**81.80%**	**300,814**	**90.57%**	**134,974**	**93.69%**	**526,953**	**89.98%**
Sócios, Administradores, Empregados	1,693	3.82%	1,787	2.74%	7,382	2.22%	1,518	1.05%	12,380	2.11%
Fundos de Investimento	1,342	3.03%	2,938	4.51%	5,224	1.57%	1,515	1.05%	11,019	1.88%
Demais Pessoas Jurídicas	777	1.75%	1,438	2.21%	6,430	1.94%	2,286	1.59%	10,931	1.87%
Investidores Estrangeiros	**938**	**2.12%**	**2,662**	**4.09%**	**5,369**	**1.62%**	**1,443**	**1.00%**	**10,412**	**1.78%**
Clubes de Investimento	830	1.87%	1,595	2.45%	5,119	1.54%	1,789	1.24%	9,333	1.59%
Entidades de Previdência Privada	532	1.20%	918	1.41%	1,289	0.39%	260	0.18%	2,999	0.51%
Outros	273	0.62%	511	0.78%	512	0.15%	286	0.20%	1,582	0.27%
Grand Total	**44,288**	**100.00%**	**65,111**	**100.00%**	**332,139**	**100.00%**	**144,071**	**100.00%**	**585,609**	**100.00%**

Analisando a pulverização das distribuições, isto é, a quantidade total de investidores que participaram dos IPOs, identifica-se claramente que houve um aumento de demanda do mercado, pois 44.288 investidores aplicavam neste mercado em 2004 e houve um aumento para 332.139 investidores em 2006. O maior aumento neste período foi do investidor "pessoa física" de aproximadamente 800% no número de investidores participantes.

Uma vez explicado que a quantidade de negócios, de ações e o volume são fatores preponderantes para explicar o excesso de retorno positivo no curto prazo, e que os investidores estrangeiros possuem o maior volume de negociação e as pessoas físicas a maior parcela de investidores, é possível relacionar estes resultados a fim de obter explicações mais realistas.

Como exemplo deste procedimento, tem-se a Tabela 10 e o Gráfico 8 que demonstram que o excesso de retorno do 1º dia pode ser explicado pela pulverização do IPO, conforme é visto a seguir:

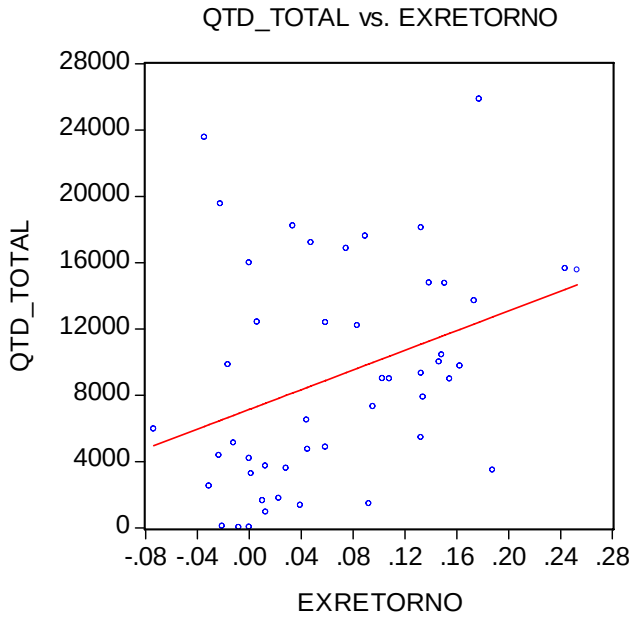
Tabela 10 - Excesso de retorno dos IPOs de 2004-2007 e quantidade de investidores participantes

Ano	Empresa	exretorno no 1º dia	quantidade de investidores
2004	Natura ON (NATU3)	13.40%	**5,460**
2004	Gol PN (GOLL4)	5.86%	**12,380**
2004	CPFL Energia ON (CPFE3)	0.15%	**3,271**
2004	Grendene ON (GRND3)	10.88%	**8,998**
2004	Dasa ON (DASA3)	18.68%	**3,482**
2004	Porto Seguro ON (PSSA3)	4.51%	**6,499**
2005	ALL America Latina UNT N (ALLL11)	0.00%	**4,198**
2005	Renar Macas ON (RNAR3)	2.25%	**1,781**
2005	Submarino ON (SUBA3)	-2.40%	**4,368**
2005	TAM PN (TAMM4)	1.03%	**1,647**
2005	Energias BR ON (ENBR3)	9.34%	**1,473**
2005	OHL Brasil ON (OHLB3)	3.83%	**1,367**
2005	Nossa Caixa ON (BNCA3)	15.56%	**8,983**
2005	Cosan ON (CSAN3)	14.65%	**10,005**
2005	Universo Online PN (UOLL4)	15.12%	**14,746**
2005	Localiza ON (RENT3)	1.26%	**958**
2006	Copasa MG ON (CSMG3)	4.74%	**17,214**
2006	Vivax UNT N2 (VVAX11)	10.26%	**9,017**
2006	Gafisa ON (GFSA3)	25.39%	**15,560**
2006	Company ON (CPNY3)	17.32%	**13,701**
2006	Totvs ON (TOTS3)	8.72%	**17,600**
2006	Abyara ON (ABYA3)	-0.80%	**37**
2006	American Banknote ON (ABNB3)	7.36%	**16,861**
2006	Brascan Res Propert ON (BISA3)	4.56%	**4,735**
2006	Brasil Ecodiesel ON (ECOD3)	-1.66%	**9,841**
2006	BrasilAgro ON (AGRO3)	0.00%	**39**
2006	CSU CardSystem ON (CARD3)	0.00%	**15,992**
2006	Datasul ON (DSUL3)	-7.41%	**5,973**
2006	Equatorial UNT N2 (EQTL11)	13.67%	**7,886**
2006	GP Investments BDR (GPIV11)	-3.19%	**2,524**
2006	Klabin Segall ON (KSSA3)	-1.22%	**5,131**
2006	Lopes Brasil ON (LPSB3)	14.83%	**10,438**
2006	Lupatech ON (LUPA3)	8.15%	**12,203**
2006	M Dias Branco ON (MDIA3)	1.26%	**3,737**
2006	Medial Saude ON (MEDI3)	2.84%	**3,596**
2006	MMX Mineracao ON (MMXM3)	-2.11%	**110**
2006	Odontoprev ON (ODPV3)	16.02%	**9,772**
2006	Positivo Inf ON (POSI3)	-2.24%	**19,543**
2006	Profarma ON (PFRM3)	13.28%	**9,330**
2006	Santos Brasil UNT N2 (STBR11)	5.96%	**4,873**
2006	Terna Particip UNT N2 (TRNA11)	9.46%	**7,326**
2007	GVT Holding ON (GVTT3)	24.31%	**15,645**
2007	Sao Martinho ON (SMTO3)	17.60%	**25,864**
2007	Iguatemi Shoppings ON (IGTA3)	13.03%	**18,100**
2007	Tecnisa ON (TCSA3)	3.39%	**18,216**
2007	Camargo Des Imob ON (CCIM3)	-3.51%	**23,552**
2007	Rodobens ON (RDNI3)	14.07%	**14,782**
2007	PDG Realty ON (PDGR3)	0.62%	**12,422**

Analisando alguns IPOs individualmente vê-se que o IPO da empresa Gafisa teve um excesso de retorno no 1º dia de 25,28% porque conseguiu atrair uma grande quantidade de investidores: 15.560. Do mesmo pode ser explicado o excesso de retorno das empresas GVT Holding e São Martinho.

De posse da Tabela 10 pode-se correlacionar o excesso de retorno no 1º dia com a quantidade de investidores. Essa correlação é positiva, conforme o Gráfico 8 abaixo.

Gráfico 8 – Correlação entre excesso de retorno dos IPOs de 2004-2007 e quantidade de investidores

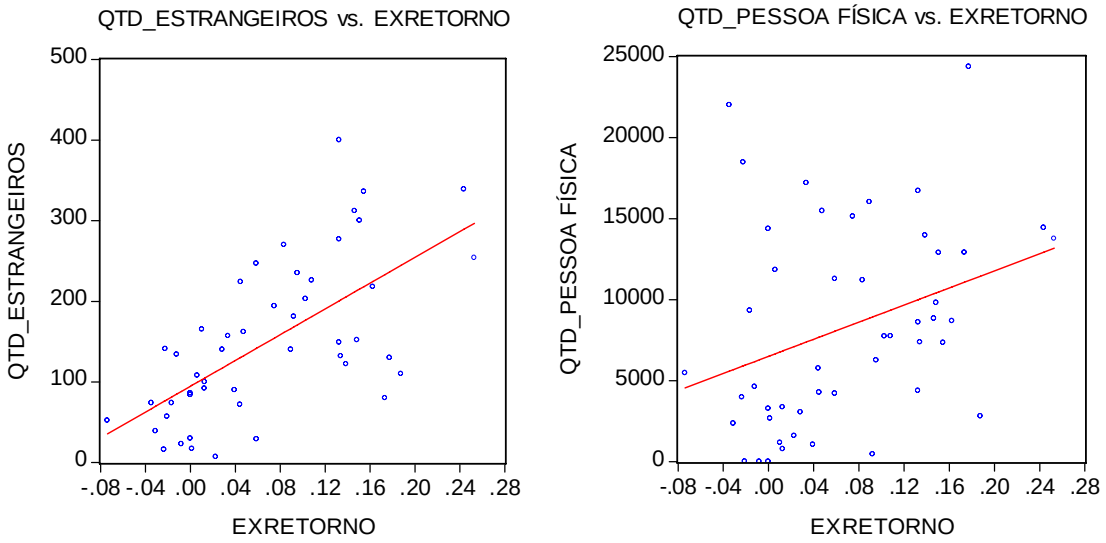


	EXRETORNO	QTD_TOTAL
EXRETORNO	1	0.351808
QTD_TOTAL	0.351808	1

Portanto é possível concluir para este período que quanto mais pulverizado o IPO, maior o excesso de retorno, pois haverá mais investidores para comprar a ação. No entanto o coeficiente de 0.3518 pode ser maior ou menor, dependendo do tipo de investidor analisado. É o que será visto a seguir.

Analisando a correlação do excesso de retorno no 1º dia com a quantidade de investidores estrangeiros e de pessoas físicas, pode-se concluir que a correlação é positiva nos dois casos, mas é maior quando analisada com os investidores estrangeiros, demonstrado no coeficiente da reta de regressão e no Gráfico 9 abaixo.

Gráfico 9 – Correlação entre excesso de retorno dos IPOs de 2004-2007 e quantidade de investidores estrangeiros e pessoas físicas



	EXRETORNO	QTD_ESTRANGEIROS
EXRETORNO	1	0.647266
QTD_ESTRANGEIROS	0.647266	1

	EXRETORNO	QTD_PESSOA_FISICA
EXRETORNO	1	0.332095
QTD_PESSOA_FISICA	0.332095	1

A correlação da quantidade de investidores estrangeiros com o excesso de retorno no 1º dia é de 0.6473, enquanto que a mesma correlação para as pessoas físicas foi de 0.3321.

Portanto, vê-se que a pulverização é uma variável importante para explicar o excesso de retorno no 1º dia de lançamento das ações.

Relacionando as bases de dados dos excessos de retorno do 1º dia de negociação com os anúncios de encerramento de distribuição pública das ações, pode-se fazer regressões de Mínimos Quadrados Ordinários e correlações entre as variáveis a fim de explicar o excesso de retorno positivo dos IPOs.

As variáveis disponíveis para explicar o excesso de retorno no 1º dia estão dispostas a seguir:

1. Excesso de volume no 1º dia de negociação, ajustado pelo tamanho da empresa
2. Quantidade de negócios no 1º dia de negociação (liquidez)
3. Quantidade total de investidores participantes do IPO (pulverização), detalhado por tipo de investidor, conforme descrito na Tabela 4
4. Quantidade de Reais ofertada no IPO por empresa e demandada por tipo de investidor
5. Item 4, ajustado por tamanho da empresa

Utilizando-se regressão de Mínimos Quadrados Ordinários para explicar o excesso de retorno, foram usadas combinações das variáveis disponíveis. A Tabela 11 demonstra os melhores resultados obtidos das regressões com os critérios de informação Akaike e Schwarz .

Tabela 11 – Regressões de Mínimos Quadrados Ordinários com a Variável Dependente igual ao excesso de retorno no 1º dia dos IPOs

Variável	Constante	Excesso de volume no 1º dia de negociação, ajustado pelo tamanho	Quantidade de Negocios	Quantidida de Ações	% de ações do IPO	Reais Total ofertado	R$ Totais ofertado, ajustado pelo tamanho	Critério de Informação	
Indicador	C	ExVolume	Negocios	Acoes_Total	Perc_acoes	Reais_Total	R$Size_Total	Akaike	Schwarz
Valores	0.0949	0.9014	0.0000				(0.2125)	(2.6519)	(2.4928)
Desvio-padrão	0.0324	0.3588	0.0000				0.0777		
Estatística T	2.9325	2.5122	1.8515				(2.7344)		
Valores			0.0000					(2.6278)	(2.5888)
Desvio-padrão			0.0000						
Estatística T			8.7763						
Valores	0.1353	1.3529					(0.2556)	(2.6169)	(2.4976)
Desvio-padrão	0.0246	0.2706					0.0762		
Estatística T	5.5107	5.0003					(3.3545)		
Valores	0.0110	0.2506	0.0000			0.0000		(2.4957)	(2.3367)
Desvio-padrão	0.0244	0.2843	0.0000			0.0000			
Estatística T	0.4505	0.8816	2.1728			0.5697			
Valores	0.0283	0.6646			0.1381			(2.4771)	(2.3578)
Desvio-padrão	0.0188	0.2087			0.0676				
Estatística T	1.5049	3.1846			2.0436				
Valores	0.0600	0.7172						(2.4279)	(2.3484)
Desvio-padrão	0.0110	0.2144							
Estatística T	5.4505	3.3446							
Valores				0.0000				(2.4049)	(2.3659)
Desvio-padrão				0.0000					
Estatística T				7.2282					
Valores					0.2656			(2.3348)	(2.2958)
Desvio-padrão					0.0394				
Estatística T					6.7474				

De acordo com a Tabela 11, a regressão que melhor explica o excesso de retorno no 1º dia é a seguinte:

Tabela 12 - Regressões de Mínimos Quadrados Ordinários que melhor explica o excesso de retorno no 1º dia dos IPOs

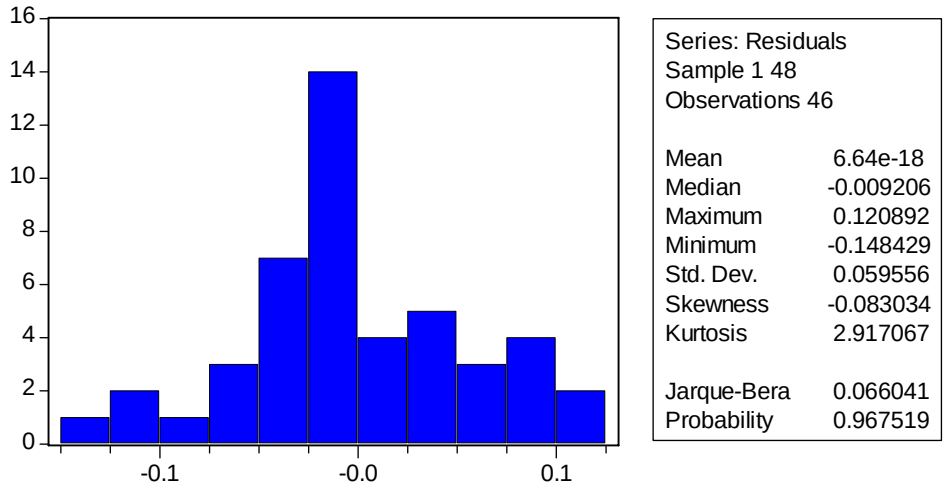
Dependent Variable: EXRETORNO
Method: Least Squares
Date: 06/07/07 Time: 22:53
Sample: 1 48
Included observations: 46

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.094914	0.032366	2.932517	0.0054
EXVOLUME	0.901397	0.358811	2.512175	0.0159
NEGOCIOS	7.87E-06	4.25E-06	1.851484	0.0711
R$SIZE_TOTAL	-0.212502	0.077714	-2.734412	0.0091

R-squared	0.415758	Mean dependent var	0.072180
Adjusted R-squared	0.374026	S.D. dependent var	0.077917
S.E. of regression	0.061647	Akaike info criterion	-2.651852
Sum squared resid	0.159613	Schwarz criterion	-2.492839
Log likelihood	64.99259	F-statistic	9.962672
Durbin-Watson stat	1.783616	Prob(F-statistic)	0.000044

A regressão acima inclui as variáveis “excesso de volume no 1º dia de negociação, ajustado pelo tamanho da empresa”, “quantidade de negócios no 1º dia de negociação (liquidez)” e “quantidade de Reais ofertado no IPO por empresa, ajustado pelo tamanho”. Todas as variáveis são significantes a 90% e os resíduos da regressão e seus quadrados não possuem autocorrelação, tendo uma distribuição Normal com média zero, determinando estacionariedade, conforme visto no Gráfico 10.

Gráfico 10 – Resíduo da regressão de Mínimos Quadrados Ordinários



Com isso, pode-se concluir que o excesso de retorno no 1º dia de negociação é explicado pela correlação positiva e significante do excesso de volume, pela liquidez do IPO no mercado e da correlação negativa do total ofertado ajustado pelo tamanho.

7 CONCLUSÕES

Este trabalho teve o intuito de analisar o excesso de retorno no curto prazo das emissões primárias de ações no mercado brasileiro, identificando possíveis fatores que o explicam.

Pode-se concluir que os retornos no curto-prazo dos IPO´s são superiores aos retornos de mercado até 63º dia de lançamento das ações, porém, após esta data, existe uma reversão deste resultado, fazendo com que a performance dos IPO´s seja aquém do mercado. Os mesmo resultados aqui expostos foram obtidos no artigo de Ritter (1991).

Entretanto buscou-se uma explicação para os altos excessos de retorno no curto prazo. Foi identificado que o excesso de retorno positivo é maior nas empresas de grande porte com índices baixos de Preço/Lucro e altos de Preço/Valor Patrimonial na qual existe uma sobre demanda pelos investidores que geram altas quantidades e volumes negociados nos primeiros dias do IPO.

Também foi resultante desta pesquisa identificar quais são as variáveis que explicam o excesso de retorno do 1º dia de negociação dos IPOs. Como resultado pode-se concluir que a quantidade de negócios, o percentual de ações distribuídas dos IPOs e o excesso de volume no 1º dia ajustado pelo tamanho da empresa, sendo proxy para liquidez, e a quantidade de investidores participantes nos IPOs, sendo proxy para pulverização, estão positivamente correlacionados com o excesso de retorno no 1º dia de negociação e que a participação dos investidores estrangeiros neste mercado é relevante para explicar esse retorno anormal.

Estes resultados apontam para um prêmio de liquidez pago pelos investidores estrangeiros para investir em novos papéis no mercado brasileiro, já que existe uma concentração de negócios muito grande em poucas ações na BOVESPA. Maiores estudos são necessários para poder provar esta hipótese.

REFERÊNCIAS

AGGARWAL, R.; LEAL R.; HERNANDEZ, L. (1993). The aftermarket performance of initial public offerings in Latin America. *Financial Management*, Vol. 22, p.43-52, Spring.

AGGARWAL, R.; PRABLEHALA, R.N.; PURI, M. (2002). Institutional allocation in initial public offerings: empirical evidence. *Journal of Finance*, v.57, p.1421-1442.

BAKER, M.; WURGLER, J. (2002). Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*, v.57, n.1, p.1-32, Feb.

BARBIERIS, N.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. (1998). A model of investor sentiment. *Journal of Financial Economics*, v. 49, p. 307-343, Feb.

BARON, D.P. (1982). A Model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues. *Journal of Finance*, v.37, p.955-976, Sept.

BEAR, R. M.; CURLEY, A. J. (1975). Unseasoned equity financing. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v.10, n.2, p.311-325, Jun.

BEATTY, R. P.; RITTER, J. R. (1986). Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, v.15, p.213-32, Jan./Feb.

BENVENISTE, L.M.; SPINDT, P.A. (1989). How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues. *Journal of Financial Economics*, v.24, p.343-362.

BLOCK, S.; STANLEY, M. (1980). The financial characteristics and price movement patterns of companies approaching the unseasoned securities market in the late 1970's. *Financial Management*, v.9, n.4, p.30-36, Winter.

BOOTH, J.R.; CHUA, L. (1996). Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing . *Journal of Financial Economics*. v.41, n.2, p.291-310, Jun.

BRADLEY, D.; JORDAN,B.; RITTER, J.R. (2002). The quiet period goes out with a bang, *Journal of Finance*, v.58, n.1, p. 1-36, Feb.

CHEMMANUR, T.; FULGHIERI, P. (1999). A theory of the going-public decision. *The Review of Financial Studies*, v.12, p.249-279, Summer.

COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS. *Anúncios de encerramento de distribuição de oferta pública de ações desde Janeiro de 2004 a Fevereiro de 2007***.** Disponível em: **http://www.cvm.org.br .** Acesso em: 04/06/2007.

DANIEL, K.; HIRSHLEIFER, D.; SUBRAHMANYAM, A. (1997). *A theory of overconfidence, self-attibution, and security market under:* and over-reaction. Unpublished working paper, University of Michigan, Feb.

DAWSON, S.M. (1987). Secondary stock market performance of initial public offers, Hong Kong, Singapore and Malaysia: 1978-1984. *Journal of Business Finance and Accounting*, v.14, n.1, p.65-76, Spring.

DRAKE, P.D.; VETSUYPENS, M.R. (1993). IPO underpricing and insurance against legal liability. *Financial Management*, v.22, p.64-73, Spring.

FAMA, E. (1969). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, v.25, n.2, p.383-417, Dec..

_____. (1976). Efficient capital markets: reply. *The Journal of Finance*, v. 31, n.1, p. 143-145, Mar.

_____. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*, v.49, p.283-306.

FINN, F.J.; HIGHAM, R. (1988). The performance of unseasoned new equity issues: common stocks exchange listing in Australia. *Journal of Banking and Finance*, v.12, n.3, p.333-351, Sept.

HANLEY, K.W.; WILHELM, W.J. (1995). Evidence on the strategic allocation of initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, v.37, p. 239-257.

HEDGE, S.; MILLER, R. (1989). Market-making in initial public offering of common stocks: an empirical analysis. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v.24, n. 1, p.75-90, Mar.

HUGHES, P .J.; THAKOR, A.V. (1992). Litigation Risk, intermediation, and the underricing of initial public offerings. *Review of Financial Studies*, v.5, p.709-742.

IBBOTSON, R. (1975). Price performance of common stock new issues. *Journal of Financial Ecotiomics.* v.2, n.1, p.235-272, Sep.

JENKINSON, T.; MAYER, C. (1988). The privatization process in France and UK. *European Economic Review*, v.32, p.482-490, Mar.

JOG, V.M.; RIDING, A.L. (1987). Underpricing in Canadian IPOs. *Financial Analysts Journal*, v.43, n.3, p.48-55, Nov./Dec.

KOH, F.; WALTER, T. (1989). A direct test of Rock's model of the pricing of unseasoned issues. *Journal of Financial Economics*, v.23, p.251-272, Aug.

KRINSKY, I.; KIM, J.B.; LEE, J. (1992). *Motives for going public and underpricing*, Working Paper, McMaster University.

KUNZ, R.M.; AGGARWAL, R. Explaining the underpricing of initial public offerings: evidence from Switzerland. *Journal of Bankingand Finance*, forthcoming.

LEAL, R., LEMGRUBER, E., DA COSTA JR., N. (2001). *Finanças Corporativas*. Instituto COPPEAD de Administração da UFRJ, Rio de Janeiro, 184 p.

LEAL R. (1992). *Less competitive stock markets and the validity of IPOs' ex ante uncertainty Measures*. Working Paper, Georgetown University.

LEVIS, M. (1993). The long-run performance of initial public offerings: the UK experience 1980-1988. *Financial Management,* v.22, p.28-41, Spring.

LOGUE, D.E. (1973). On the pricing of unseasoned equity offerings: 1965-69. *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* v.8, p.91-103, Jan.

LOUGHRAN, T.; RITTER, J.R. (2002). Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPO's? *Review of Financial Studies,* v.15, p. 413-443.

LOWRY, M.; SCHWERT, G. (2002). IPO market cycles: bubbles or sequential learning? *The Journal of Finance,* v.57, p.171-1200, Jun.

MATOS, J.A. (2001). *Theoretical foundation of corporate finance*. Princenton, NJ: Princenton University Press.

MCDONALD, J.G.; FISHER, A. K. (1972). New issue stock price behavior. *Journal of Finance,* v.27, n.1, p.97-102, March.

MICHAELY, R.; WOMACK,K. (1999). Conflit of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations. *The Review of Financial Studies,* v.12, n.4, p.653-686.

MITCHELL, M.; STAFFORD E. (1997). *Managerial decisions and long-term stock price performance*. Unpublished working paper. Graduate Scholl of Business, University of Chicago.

MUSCARELLA; CJ.; VETSUYPENS, M.R. (1989). A simple test of Baron's model of IPO underpricing. *Journal of Financial Economics,* v.24, p.125-135, Sept.

NIMALENDRAN, M., RITTER, J., ZHANG, D. (2007). Do today's trades affect tomorrow's IPO allocations?. *Journal of Financial Economics,* v.84, Issue 1, p. 87-109, Apr.

NEUBERGER, B.M.; LA CHAPELLE C.A. (1983). Unseasoned new issue price performance on three tiers: 1975-1980. *Financial Management,* v.12, n.3, p.23-28, Autumn.

OFEK, E.; RICHARDSON, M. (2000). *The IPO lock-up period: implication for market efficiency and downward sloping demand curves*. Unpublished working paper, New York University, 2000, Jan.

PEROTTI, E.C.; GUNEY, S.E. (1993). The structure of privatization plans. *Financial Management,* p.84-98, Spring.

RAMOS, S. R., (2006). Abertura de Capital no Brasil: uma análise das ofertas públicas iniciais de ações. *Dissertação de Mestrado Profissionalizante em Ciências Contábeis.* Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças - FUCAPE

REIILY, F.K. (1977). New issues revisited. *Financial Management,* v.6, n.4, p.28-42, Winter.

RITTER J. (1991). The long-run performance of initial public offerings. *Journal of Finance*, v.46, n.1, p.3-27, Jun.

RITTER, J.R. (1984). The 'hot issue' market of 1980. *Journal of Business*, v.32, p.215-240, Apr.

RITTER, J.; WELCH, I.. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *Journal of Finance,* v.57, n.4, p.1795-1828, Aug.

ROCK, K. (1986). Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics*, v.15, p.187-212, Mar.

TEOH, S.H.; WELCH, I.; WONG, T.J. (1998). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings, *Journal of Finance*, v.53, p.1935-1974.

TINIC, S. (1988). Anatomy of initial public offering of common stock *The Journal of Finance*, v.43, n.4, p. 789-822, Sep.

WELCH, I. (1991). An empirical examination of models of contract choice in initial public offerings. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v.26, n.4, p.497-518, Dec.

ANEXOS

ANEXO I - PROCEDIMENTOS PARA REGISTRO DE COMPANHIAS NA BOVESPA

A análise de pedidos de registro no BOVESPA MAIS, bem como dos pedidos de registro no Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 de empresas que estejam em processo de abertura de capital realizando distribuições públicas com montante estimado inferior a R$ 150 milhões, é composta por duas etapas:

a) análise sobre o perfil da companhia, com o objetivo de preservar o modelo de cada segmento especial e de orientar sobre o segmento de listagem mais adequado à companhia. Essa etapa, chamada de análise prévia, é conduzida pela Comissão de Listagem, com suporte de um grupo de trabalho interno da BOVESPA, que poderá realizar visitas às instalações da empresa;

b) análise dos aspectos formais do pedido de registro, que pode ser conduzida paralelamente ou em seguida à análise prévia. Não dependerão de análise pela Comissão de Listagem os seguintes casos: a) companhias já registradas na BOVESPA e que pretendam migrar para os segmentos especiais, mesmo realizando ofertas; b) companhias que pretendam migrar do BOVESPA MAIS para o Novo Mercado; e c) companhias que pretendam ser registradas nos segmentos especiais do mercado de ações da BOVESPA, realizando oferta pública de ações, primária e/ou secundária, em montante estimado igual ou superior a R$ 150.000.000,00 (cento e cinqüenta milhões de reais), mediante Termo de Declaração – Dispensa de Análise Prévia.

O prazo para a manifestação da Comissão de Listagem sobre a análise prévia é de 40 dias. Sendo a manifestação favorável, a empresa deve, em até 90 dias, complementar a documentação (se ainda não o houver feito), com vistas à análise dos aspectos formais do registro. Excedido esse prazo, a deliberação da Comissão de Listagem deixa de ser válida.

A análise dos aspectos formais do registro na BOVESPA (ou em seu mercado de balcão organizado) tem prazo de 30 dias para ser concluída. As duas etapas da análise do registro podem ocorrer concomitantemente, desde que a empresa tenha entregado toda a documentação pertinente.

A análise prévia tem caráter confidencial, e, portanto, a documentação entregue e o parecer da Comissão de Listagem serão acessíveis apenas à própria empresa interessada.

ANEXO II - DOCUMENTOS NECESSÁRIOS PARA O PEDIDO DE REGISTRO

1. DOCUMENTOS REFERENTES À ANÁLISE PRÉVIA DO REGISTRO

1.1. Requerimento para Manifestação da Comissão de Listagem da BOVESPA, conforme modelo anexo.

1.2. Deliberação societária aprovando a transformação da empresa em companhia aberta, se for o caso.

1.3. Três últimas demonstrações financeiras anuais e as do trimestre mais recente, com notas explicativas e abertura do endividamento oneroso, sendo as demonstrações financeiras do exercício mais recente auditadas por auditor autorizado pela CVM.

1.4. Lista de processos judiciais (cíveis, tributários e trabalhistas) e arbitrais em andamento, da empresa e dos controladores, que representem, em conjunto, mais que 5% do faturamento líquido ou do patrimônio líquido da empresa, dos dois o menor, ou individualmente mais que 1% do faturamento líquido ou do patrimônio líquido da empresa, dos dois o menor. A lista deverá conter as seguintes informações: objeto da ação; valor; estágio; possibilidade de perda; se houve provisão e se já foi realizado depósito judicial.

1.5. Distribuição do capital, identificando acionistas que possuam mais de 5% das ações, por espécie e classe, até o nível de pessoa física.

1.6. Composição da administração e experiência profissional dos administradores.

1.7. Organograma do grupo em que a empresa e os controladores participam, detalhando a árvore de participações.

1.8. Estatuto social ou contrato social atualizado e, se houver, acordo de acionistas.

1.9. Histórico da companhia e das alterações no controle acionário desde a fundação, destacando os principais eventos ocorridos (a título de exemplo: mudança de denominação e de objeto social; alienação do controle; entrada de novo acionista; fusão ou cisão; concordata, falência; diversificação da produção; aquisição de participações relevantes; principais projetos/obras executadas; sinistros e perdas relevantes; entre outros).

1.10. Perfil com informações sobre a atividade operacional, principais clientes, fornecedores, produtos, características do mercado de atuação, entre outros.

1.11. Breve descrição dos objetivos da listagem e, se for o caso, da operação de emissão de ações ou da distribuição secundária. Caso haja planos de realizar colocação primária, informação sobre a destinação dos recursos.

1.12. Descrição da estratégia planejada para alcançar 25% de ações em circulação, dentro do prazo previsto no regulamento, se for o caso.

2. DOCUMENTOS REFERENTES A ASPECTOS FORMAIS DO REGISTRO

2.1. Requerimento assinado pelo Diretor de Relações com Investidores, conforme modelo anexo ao Regulamento de Listagem do segmento específico.

2.2. Declaração assinada pelo Diretor de Relações com Investidores, conforme modelo anexo ao Regulamento de Listagem do segmento específico.

2.3. Exemplar atualizado do estatuto social, adaptado às cláusulas mínimas exigidas pela BOVESPA.

2.4. Demonstrações financeiras e notas explicativas previstas no artigo 176 da Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, referentes aos três últimos exercícios sociais, indicando-se os jornais e as datas em que tenham sido eventualmente publicadas.

2.5. Relatório da administração referente ao último exercício social, elaborado de acordo com o artigo 133 da Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e com o Parecer de Orientação CVM nº. 15, de 28 de dezembro de 1987.

2.6. Parecer do auditor independente, devidamente registrado na CVM, relativo às demonstrações financeiras do último exercício social.

2.7. Demonstrações financeiras consolidadas, elaboradas de acordo com a legislação em vigor (Lei nº. 6.404/76, artigos 249 e 250, e regulamentação da CVM), acompanhadas de notas explicativas e de parecer de auditor independente, referentes ao último exercício social, ou levantadas em data posterior ao encerramento do mesmo, caso nesse período os investimentos adicionados aos créditos de qualquer natureza em controladas representem mais de trinta por cento do patrimônio líquido da companhia.

2.8. Demonstrações financeiras e, se for o caso, demonstrações consolidadas, acompanhadas de notas explicativas e parecer de auditor independente devidamente registrado na CVM, elaboradas de acordo com as disposições da Lei nº. 6.404/76, levantadas em data que anteceder, no máximo, três meses o pedido de registro na CVM, quando: a. o último exercício social for de doze meses e, na data do pedido de registro na CVM, já tiver transcorrido período igual ou superior a quarenta e cinco dias da data de encerramento do último exercício social; b. o último exercício social compreender período superior a doze meses e a companhia ainda não tiver levantado as respectivas demonstrações financeiras; c. o exercício social em curso compreender período superior a doze meses e, na data do pedido de registro na CVM, já tiver transcorrido período igual ou superior a doze meses.

2.9. Cópia das atas de todas as Assembléias Gerais de Acionistas e das reuniões do Conselho de Administração realizadas nos doze meses anteriores à data de pedido de registro na CVM, e ata de reunião do Conselho de Administração ou da Assembléia Geral que houver designado o Diretor de Relações com Investidores.

2.10. Fac-símile dos certificados de todos os tipos de valores mobiliários emitidos pela companhia ou, se for o caso, cópia do contrato mantido com instituição para execução de serviço de ações escriturais ou com agente emissor de certificados.

2.11. Estudo de viabilidade econômico-financeira do projeto, indicando, inclusive, os fatores de risco envolvidos no empreendimento, elaborado em data que anteceder em até três meses a entrada do pedido de registro na CVM, quando se tratar de companhia em fase pré-operacional.

2.12. Formulário de Informações Anuais – IAN.

2.13. Formulário de Demonstrações Financeiras Padronizadas – DFP.

2.14. Formulário de Informações Trimestrais - ITR contendo informações sobre os três primeiros trimestres do exercício social em curso, desde que transcorridos mais de quarenta e cinco dias do encerramento de cada trimestre, acompanhadas de Relatório sobre Revisão Especial, emitido por auditor independente, devidamente registrado na CVM.

2.15. Documentos necessários à formalização da relação contratual com a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC), empresa que presta serviços de liquidação e custódia de títulos e valores mobiliários para o mercado e para a BOVESPA.

2.16. No caso de pedido de registro de companhia que não esteja realizando distribuição pública, primária ou secundária, deverá ser apresentado prospecto, desde que não seja obtida a dispensa do mesmo junto à CVM. As companhias que tenham registrado faturamento bruto consolidado no exercício imediatamente anterior inferior a R$ 100.000.000,00 também devem apresentar todos os documentos relacionados acima, podendo observar o seguinte:

- a companhia deve apresentar demonstrações financeiras e notas explicativas referentes aos três últimos exercícios sociais, sendo que as referentes aos dois últimos exercícios sociais podem ser apresentadas e elaboradas de acordo com o disposto no artigo 176 da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, indicando os jornais e as datas em que foram eventualmente publicadas, não sendo obrigatória a Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido;

- o relatório da administração sobre os principais fatos administrativos do último exercício poderá ser elaborado apenas de acordo com o inciso I do artigo 133 da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976;

- as demonstrações financeiras consolidadas referentes ao último exercício social, ou levantadas em data posterior ao encerramento do mesmo, caso nesse período os investimentos, adicionados aos créditos de qualquer natureza em controladas, representem mais de trinta por cento do patrimônio líquido da companhia, podem ser elaboradas contemplando apenas o balanço patrimonial e a demonstração do resultado do exercício e ser apresentadas por grupo de contas, acompanhadas de parecer de auditor independente;
- a companhia fica dispensada da revisão das informações trimestrais por auditor independente; e
- o formulário de Informações Trimestrais – ITR deve ser enviado até sessenta dias após o término de cada trimestre do exercício social, excetuado o último trimestre, ou na data em que a companhia divulgar as informações para acionistas, ou terceiros, caso isto ocorra em data anterior.

3. DOCUMENTOS REFERENTES AO REGISTRO DE DISTRIBUIÇÃO DE AÇÕES

3.1. Contrato de distribuição de ações e respectivos termos aditivos ou de adesão.

3.2. Contratos de estabilização de preços e/ou de garantia de liquidez, se houver.

3.3. Outros contratos relativos à emissão ou subscrição, inclusive no que toca à distribuição de lote suplementar, se houver.

3.4. Modelo de boletim de subscrição ou recibo de aquisição.

3.5. Três exemplares da minuta do Prospecto Definitivo ou três exemplares do Prospecto Preliminar e, quando disponíveis, três exemplares da versão final do Prospecto Definitivo.

3.6. Cópia da deliberação sobre a aprovação de programa ou sobre a emissão ou distribuição de ações tomada pelos órgãos societários competentes do ofertante e das decisões administrativas exigíveis, com todos os documentos que fizeram ou serviram de base para as referidas deliberações, bem como dos respectivos anúncios de convocação, se for o caso.

3.7. Minuta do Aviso ao Mercado, se houver.

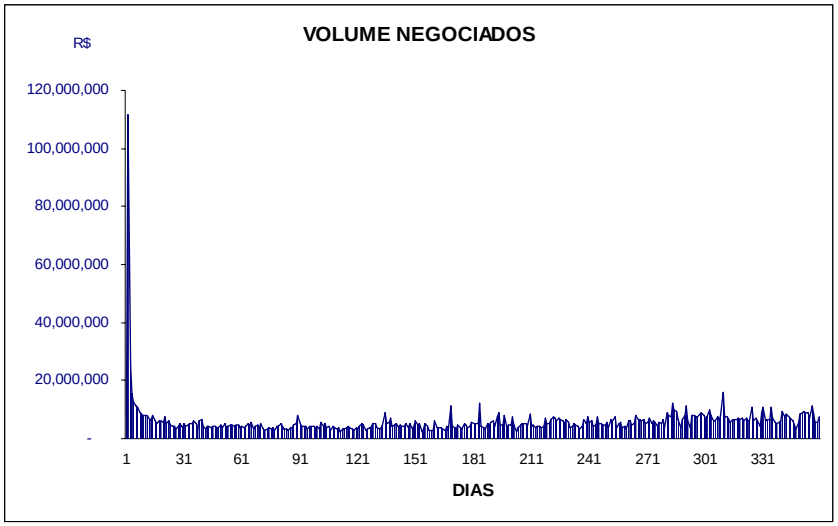
3.8. Minuta do Anúncio de Início de Distribuição.

3.9. Minuta do Anúncio de Encerramento de Distribuição.

3.10. Outras informações ou documentos que forem apresentados à CVM. À BOVESPA fica reservado o direito de solicitar maiores esclarecimentos ou informações à companhia interessada em obter autorização para negociar os valores mobiliários de sua emissão na BOVESPA.

ANEXO III – ANÁLISE DE VOLUME E QUANTIDADE NEGOCIADOS

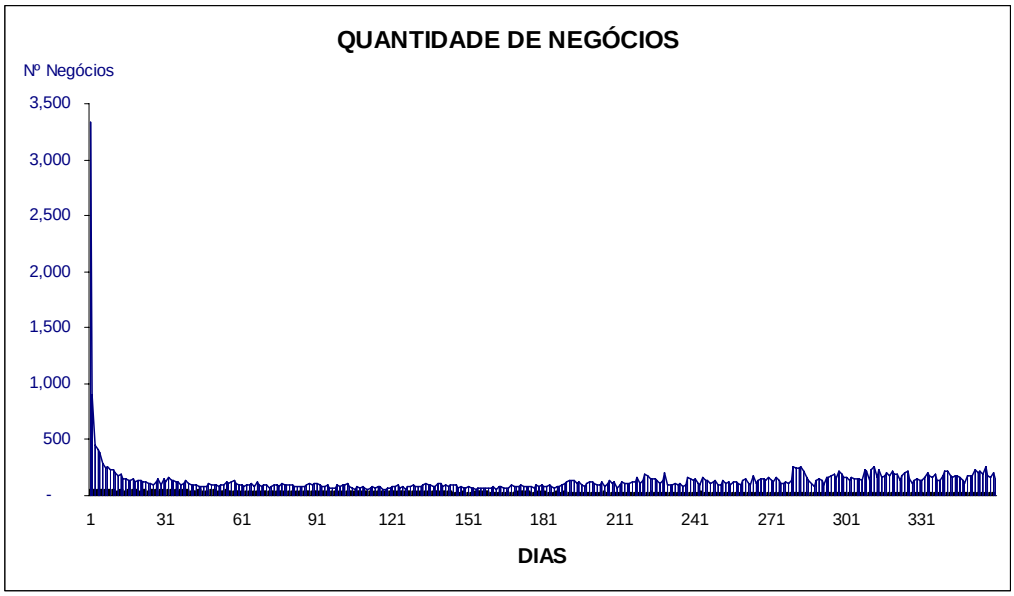
Com base nos dados extraídos da ECONOMÁTICA, conforme descrito no Capítulo 5, e analisando o volume diário negociado dos IPOs, tem-se o Gráfico abaixo:



Período	Volume (R$)	Estatística - T	N
1º dia	111,557,978	8.17	54
1º semana	10,663,604	6.09	51
1º mês	3,865,437	7.93	46
2º mês	3,619,648	5.27	46
3º mês	7,867,204	2.44	42
1º ano	7,365,868	2.99	22

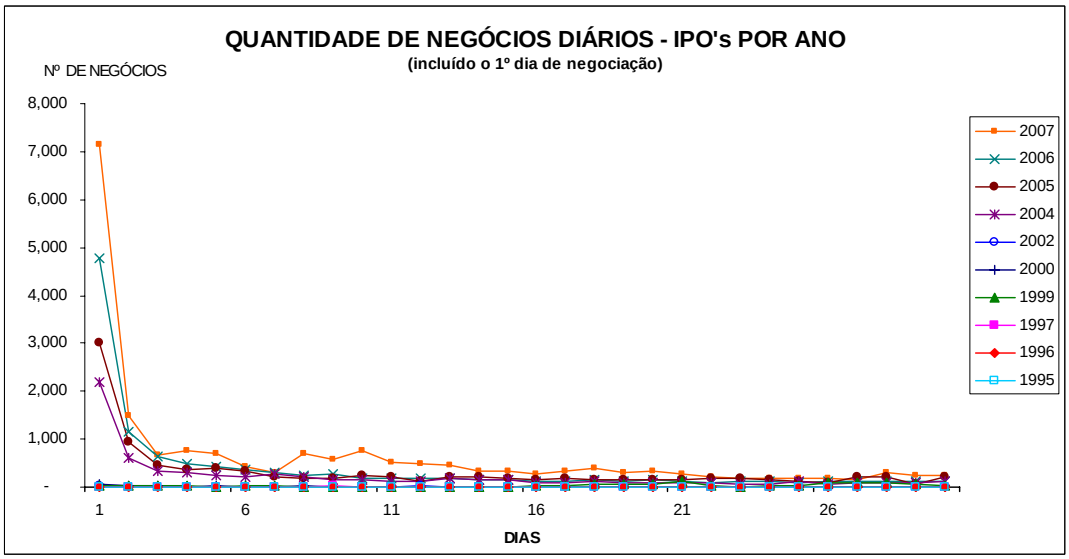
Percebe-se um grande volume de negócios no primeiro dia das ofertas, conforme esperado para um processo de IPO. Portanto, existe uma concentração muito grande de dinheiro aplicado nestas ações logo após o lançamento da ação no mercado.

Por sua vez, analisando a quantidade de negócios dos IPOs, também se verifica que existe uma concentração muito forte no primeiro dia de negociação, conforme visto a seguir

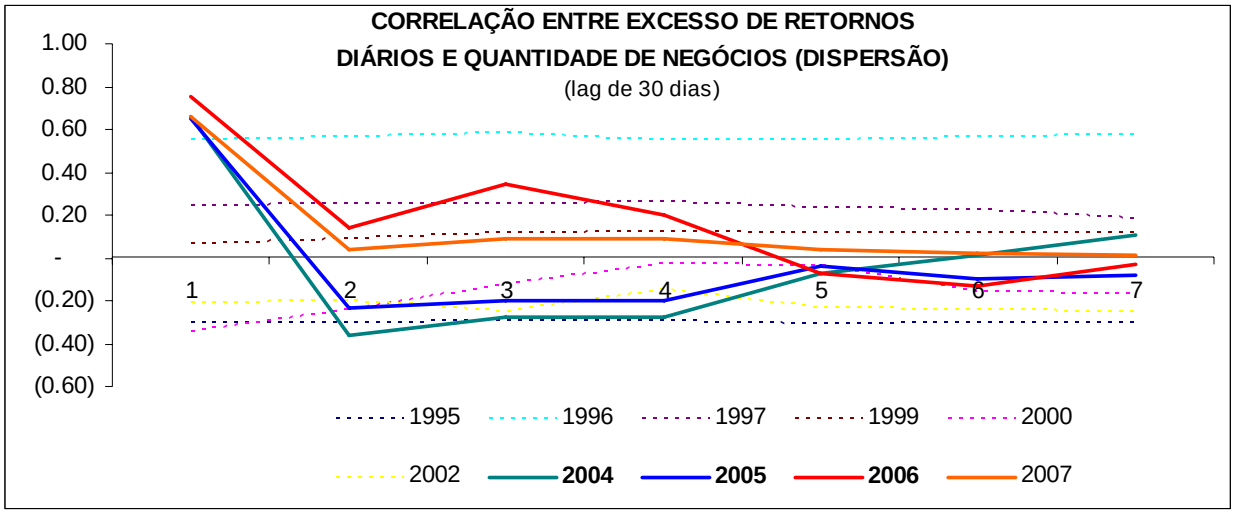


Período	Quantidade	Estatística - T	N
1º dia	3,332	7.83	59
1º semana	240	7.99	51
1º mês	144	4.54	48
2º mês	101	6.18	47
3º mês	107	4.89	40
1º ano	155	3.47	22

Fazendo uma análise mais detalhada e dividindo a amostra por ano, nota-se abaixo que existe um forte aumento na demanda por IPOs após 2004.



Para tentar explicar o excesso de retorno, nesta amostra dividida ano-a-ano, foi calculada a correlação entre o excesso de retorno das ações e a quantidade de negócios numa janela móvel de 30 dias. O resultado é visto no Gráfico a seguir, na qual claramente se observa uma correlação forte após o ano de 2004 para os 30 primeiros dias de negociação.



Com base nestes resultados, fez-se necessário um filtro na base de dados para capturar somente os anos a partir de 2004 até Fevereiro de 2007. Portanto a amostra foi diminuída de 61 empresas para 48.

ANEXO IV – ANÁLISE DO EXCESSO DE RETORNO NO 1º DIA COM O TIPO DE INVESTIDOR

Analisando do ponto do tipo de investidor, a regressão que mais explica o excesso de retorno no 1º dia é aquela com a quantidade de investidores estrangeiros, proferindo os seguintes resultados:

Dependent Variable: EXRETORNO
Method: Least Squares
Date: 06/09/07 Time: 17:11
Sample: 1 48
Included observations: 48

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
QTD_ESTRANGEIROS	0.000477	4.87E-05	9.798810	0.0000

R-squared	0.414838	Mean dependent var	0.068508
Adjusted R-squared	0.414838	S.D. dependent var	0.078361
S.E. of regression	0.059943	Akaike info criterion	-2.770245
Sum squared resid	0.168876	Schwarz criterion	-2.731262
Log likelihood	67.48588	Durbin-Watson stat	1.927275

Com base na Tabela acima vê-se que a quantidade de investidores, explica 41% do excesso de retorno no 1º dia de negociação.

ANEXO V – REGULAMENTAÇÃO SOBRE REGISTRO DE DISTRIBUIÇÃO PÚBLICA DE VALORES MOBILIÁRIOS

INSTRUÇÃO CVM Nº 400, DE 29 DE DEZEMBRO DE 2003.

Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988.

O **PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM** torna público que o Colegiado, em reunião realizada em 26 de dezembro de 2003, com fundamento no disposto nos arts. 4º, inciso VI, 8º, inciso I e 19, § 5º, e 21 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, resolveu baixar a seguinte instrução:

ÂMBITO E FINALIDADE

Art. 1º Esta Instrução regula as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário e tem por fim assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral, através do tratamento eqüitativo aos ofertados e de requisitos de ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre a oferta, os valores mobiliários ofertados, a companhia emissora, o ofertante e demais pessoas envolvidas.

EXIGÊNCIA DE REGISTRO DE OFERTAS PÚBLICAS DE DISTRIBUIÇÃO

Art. 2º Toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário, no território brasileiro, dirigida a pessoas naturais, jurídicas, fundo ou universalidade de direitos, residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil, deverá ser submetida previamente a registro na Comissão de Valores Mobiliários – CVM, nos termos desta Instrução.

§1º Somente poderão ser negociados em bolsa de valores ou mercado de balcão:

I - valores mobiliários distribuídos publicamente através de oferta primária ou secundária registrada na CVM; ou

II - valores mobiliários que não tenham sido subscritos publicamente, desde que valores mobiliários do mesmo tipo, classe, espécie e série já estejam admitidos à negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão.

§2º Podem, ainda, ser negociados em bolsa de valores ou mercado de balcão valores mobiliários que não se enquadrem nas hipóteses do § 1º, desde que sejam previamente submetidos a registro de negociação ou a sua dispensa, nos termos do art. 21, incisos I e II, da Lei nº 6.385/76, mediante apresentação de prospecto nos termos desta Instrução.

Art. 3º São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos:

I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma;

II - a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados;

III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou

IV - a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários.

§1º Para efeito desta Instrução, considera-se como público em geral uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade, ressalvados aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora.

§2º A distribuição pública de valores mobiliários só poderá ser efetuada com intermediação das instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários (“Instituições Intermediárias”), ressalvada a hipótese de dispensa específica deste requisito, concedida nos termos do art. 4º.

DISPENSA DE REGISTRO OU DE REQUISITOS

Art. 4º Considerando as características da oferta pública de distribuição de valores mobiliários, a CVM poderá, a seu critério e sempre observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, dispensar o registro ou alguns dos requisitos, inclusive publicações, prazos e procedimentos previstos nesta Instrução.

§ 1º Na dispensa mencionada no caput, a CVM considerará, cumulativa ou isoladamente, as seguintes condições especiais da operação pretendida:

I - a categoria do registro de companhia aberta (art. 4º, § 3º, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976);

II - o valor unitário dos valores mobiliários ofertados ou o valor total da oferta;

III - o plano de distribuição dos valores mobiliários (art. 33, § 3º);

IV - a distribuição se realizar em mais de uma jurisdição, de forma a compatibilizar os diferentes procedimentos envolvidos, desde que assegurada, no mínimo, a igualdade de condições com os investidores locais;

V - características da oferta de permuta;

VI - o público destinatário da oferta, inclusive quanto à sua localidade geográfica ou quantidade; ou

VII - ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados.

§2º O pedido de dispensa de registro ou de requisitos do registro será formulado pelo ofertante, e pela instituição intermediária, se for o caso, em documento fundamentado, nos termos do Anexo I, que conterá as justificativas identificadas pelos requerentes para a concessão da dispensa, aplicando-se na análise os prazos previstos nos arts. 8º e 9º.

§3º Fica facultada a apresentação do pedido de registro de distribuição conjunta e simultaneamente ao pedido de dispensa de requisitos de registro.

§4º Na hipótese de dispensa de requisitos de registro com base no inciso VII do § 1º, deverá ser, adicionalmente, observado o seguinte:

I - o ofertante apresentará à CVM, juntamente com o pedido fundamentado mencionado no § 2º deste artigo, modelo de declaração a ser firmado pelos subscritores ou adquirentes, conforme o caso, da qual deverá constar, obrigatoriamente, que:

a) têm conhecimento e experiência em finanças e negócios suficientes para avaliar os riscos e o conteúdo da oferta e que são capazes de assumir tais riscos;

b) tiveram amplo acesso às informações que julgaram necessárias e suficientes para a decisão de investimento, notadamente aquelas normalmente fornecidas no Prospecto; e

c) têm conhecimento de que se trata de hipótese de dispensa de registro ou de requisitos, conforme o caso, e se comprometem a cumprir o disposto no inciso III deste parágrafo.

II - todos os subscritores ou adquirentes dos valores mobiliários ofertados firmarão as declarações indicadas no inciso I deste parágrafo, as quais deverão ser inseridas nos boletins de subscrição ou recibos de aquisição;

III - o investidor qualificado que tenha subscrito ou adquirido valores mobiliários com base na dispensa do inciso VII, do § 1º do art. 4º e pretenda vender os valores mobiliários adquiridos ou subscritos a investidor não qualificado antes de completados 18 (dezoito) meses do encerramento da distribuição somente poderá fazê-lo se for previamente obtido o registro de negociação em mercado, a que se refere o art. 21 da Lei nº 6.385, de 1976, salvo se os valores mobiliários adquiridos se enquadrarem nas hipóteses do § 1º do art. 2º desta Instrução;

IV - os prazos de análise previstos no § 3º do art. 13.

Art. 5º Sem prejuízo de outras hipóteses que serão apreciadas especificamente pela CVM, será automaticamente dispensada de registro, sem a necessidade de formulação do pedido previsto no art. 4º, a oferta pública de distribuição:

I - de que trata a Instrução CVM nº 286, de 31 de julho de 1998, que dispõe sobre alienação de ações de propriedade de pessoas jurídicas de direito público e de entidades controladas direta ou indiretamente pelo Poder Público e dispensa os registros de que tratam os arts. 19 e 21 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, nos casos que especifica;

II - de lote único e indivisível de valores mobiliários;

III - valores mobiliários de emissão de empresas de pequeno porte e de microempresas, assim definidas em lei.

Art. 6º A CVM poderá, ainda, deferir o registro de oferta pública de distribuição secundária de ações admitidas à negociação em bolsa de valores, caso o registro de companhia aberta da emissora das ações esteja atualizado, mediante análise simplificada dos documentos e das informações submetidas, desde que, cumulativamente, o pedido de registro de distribuição:

I - contenha requerimento específico para a utilização do procedimento de análise simplificada;

II - esteja instruído com:

a) os documentos e informações previstos no Anexo II, exceto os constantes dos itens 4, 5, 7, 9 a 11;

b) edital, nos termos do Anexo VIII; e

c) declaração firmada pela bolsa de valores de aprovação dos termos do edital e de autorização para a realização da oferta.

§1º Admite-se a utilização do procedimento previsto no presente artigo para a distribuição primária de ações, quando se tratar de colocação de sobras, em volume superior a 5% da emissão e inferior a 1/3 das ações em circulação no mercado, considerando as novas ações ofertadas para o cálculo das ações em circulação, desde que os valores mobiliários já estejam admitidos à negociação em bolsa de valores;

§2º Os prazos de análise simplificada, de cumprimento de exigências e de verificação do cumprimento destas relativos ao registro, são aqueles estabelecidos no art. 13, § 3º, incisos I, II e III da presente Instrução.

INSTRUÇÃO DO PEDIDO DE REGISTRO

Art. 7º O pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários será requerido à CVM pelos fundadores ou pelo ofertante, conforme o caso, em conjunto com a instituição líder da distribuição, e deverá ser instruído com os documentos e informações constantes do Anexo II, em forma de minuta, preliminar ou final, conforme o caso.

PRAZOS DE ANÁLISE

Art. 8º A CVM terá 20 (vinte) dias úteis, contados do protocolo, para se manifestar sobre o pedido de registro acompanhado de todos os documentos e informações que devem instruí-lo, que será automaticamente obtido se não houver manifestação da CVM neste prazo.

Parágrafo único. O prazo referido no caput deste artigo somente começará a fluir com a apresentação de todos os documentos e informações previstos no Anexo II, ressalvada a hipótese do § 3º do art. 4º, que começará a contar do protocolo.

Art. 9º O prazo previsto no art. 8º poderá ser interrompido uma única vez se a CVM, por ofício encaminhado ao líder da distribuição e com cópia para o ofertante ou, se for o caso, para os fundadores, solicitar documentos, alterações e informações adicionais relativos ao pedido de registro de distribuição e à atualização de informações relativas ao registro de

companhia aberta, solicitação esta que será formulada em ato único e conjunto pelas áreas responsáveis da CVM que devam se manifestar na ocasião.

§1º Para o atendimento das eventuais exigências, será concedido prazo de até 40 (quarenta) dias úteis, contado do recebimento da correspondência respectiva.

§2º O prazo para o cumprimento das exigências poderá ser prorrogado uma única vez, por período não superior a 20 (vinte) dias úteis, mediante a prévia apresentação de pedido fundamentado pelos interessados.

§3º No atendimento às exigências formuladas pela CVM, os documentos deverão ser apresentados em duas versões, a primeira contendo o documento originalmente submetido, com a indicação das alterações determinadas pela CVM e daquelas que não decorram do cumprimento de tais determinações, e a segunda, sem quaisquer marcas.

§4º A partir do recebimento de todos os documentos e informações em cumprimento das exigências formuladas, a CVM terá 10 (dez) dias úteis para se manifestar sobre o pedido de registro, o qual será automaticamente obtido se não houver manifestação da CVM neste prazo.

§5º Caso, além dos documentos e informações apresentados na forma do § 4º, tenham sido realizadas alterações em documentos e informações que não decorram do cumprimento de exigências, o prazo de análise pela CVM será de 20 (vinte) dias úteis.

Art. 10. A CVM poderá interromper uma única vez, mediante requerimento fundamentado e assinado pelo líder da distribuição e pelo ofertante, a análise do pedido de registro por até 60 (sessenta) dias úteis, após o que recomeçarão a fluir os prazos de análise integralmente, como se novo pedido de registro tivesse sido apresentado, independentemente da fase em que se encontrava a análise da CVM.

PROGRAMAS DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Art. 11. A companhia aberta que já tenha efetuado distribuição pública de valores mobiliários poderá submeter para arquivamento na CVM um Programa de Distribuição de Valores Mobiliários ("Programa de Distribuição"), com o objetivo de no futuro efetuar ofertas públicas de distribuição dos valores mobiliários nele mencionados.

§1º O Programa de Distribuição será apresentado à CVM pela companhia emissora, assessorada por uma ou mais Instituições Intermediárias, as quais serão responsáveis, nos termos do disposto no art. 56 e seus parágrafos, pelas informações e pela sua verificação.

§2º Será permitido a novas Instituições Intermediárias que não tenham participado da elaboração dos documentos apresentados quando do arquivamento do Programa de Distribuição liderar ofertas amparadas por esse programa, ficando responsáveis pela elaboração do Suplemento e da atualização das informações anteriormente prestadas, verificando sua consistência e suficiência com relação às novas informações prestadas.

§3º O Programa de Distribuição terá prazo máximo de 2 (dois) anos, contado do seu arquivamento pela CVM, devendo ser indeferido qualquer pedido de registro de oferta vinculado a um Programa de Distribuição apresentado após o transcurso deste prazo.

§4º O Prospecto e as demais informações apresentadas relacionadas ao Programa de Distribuição deverão ser atualizados no prazo máximo de 1 (um) ano, contado do arquivamento do Programa de Distribuição, ou por ocasião da apresentação das

demonstrações financeiras anuais à CVM, o que ocorrer primeiro, independentemente e sem prejuízo da atualização de tais informações e documentos realizada através de Suplemento, quando da realização de uma oferta pública ao amparo do Programa de Distribuição.

§5º Os prazos de análise, de cumprimento de exigências e de verificação do respectivo cumprimento no tocante ao arquivamento do Programa de Distribuição, bem como à atualização prevista no § 4º, são aqueles estabelecidos nos arts. 8º e 9º da presente Instrução.

§6º Findo o prazo de análise, a CVM enviará ofício à Instituição Intermediária líder, com cópia para o ofertante, informando o deferimento ou o indeferimento do pedido de arquivamento do Programa de Distribuição.

§7º O Programa de Distribuição será cancelado:

I - mediante requerimento da companhia emissora;

II - por decisão da CVM, se realizada oferta a ele vinculada em condições diversas das constantes do registro, sem prejuízo das disposições do art. 60;

III - automaticamente:

a) com o encerramento de uma oferta pública que represente o exaurimento do valor previsto no Programa de Distribuição;

b) caso o Prospecto e as demais informações relacionadas ao Programa de Distribuição não sejam atualizadas nas datas devidas;

c) pelo arquivamento de novo Programa de Distribuição pela CVM.

Art. 12. O pedido de arquivamento de Programa de Distribuição será instruído com:

I - Capa, nos moldes da capa do Prospecto previsto no Anexo III, incluindo a identificação do ofertante e das Instituições Intermediárias envolvidas, bem como a indicação do valor máximo da distribuição e os tipos, classes e espécies de valores mobiliários a serem distribuídos;

II - minutas de contratos de distribuição, para cada tipo, classe e espécie de valor mobiliário a ser distribuído;

III - Prospecto elaborado nos moldes do Anexo III, contendo uma seção específica para cada tipo, classe e espécie de valor mobiliário a ser distribuído;

IV - minutas de escrituras de emissão de debêntures, se for o caso; e

V - demais documentos exigidos no Anexo II, além daqueles específicos para cada tipo, espécie e classe de valor mobiliário a ser distribuído, todos relacionados em suas seções específicas do prospecto mencionado no inciso III, facultada a apresentação de minutas.

§1º Poderá ser indicado no formulário mencionado no inciso I acima o montante máximo dos valores mobiliários a serem emitidos ao amparo do programa, podendo ser postergado para o momento da oferta a definição do tipo, espécie ou classe do valor mobiliário a ser distribuído e o seu respetivo preço, bem como as demais condições específicas da oferta, dentre aquelas estabelecidas no Programa de Distribuição.

§2º As datas que deveriam ser referidas no Prospecto e que ainda não sejam conhecidas ou definidas por ocasião do pedido de arquivamento do Programa de Distribuição deverão ser indicadas no Prospecto na forma de lacunas.

Art. 13. Após o arquivamento do Programa de Distribuição, o ofertante e a instituição líder poderão requerer o registro de distribuição de valores mobiliários mediante a apresentação de um Suplemento ao Prospecto, o qual deverá conter, obrigatoriamente:

I - capa, nos moldes da capa do Prospecto previsto no Anexo III, incluindo a identificação do ofertante e da instituição líder envolvida na oferta, bem como a indicação do tipo, classe e espécie do valor mobiliário a ser distribuído, e, se conhecido, o seu respectivo valor, informações específicas relativas à oferta cujo registro estará sendo requerido, elaborado nos moldes dos itens 1 a 4 do Anexo III;

II - atualização das demais informações constantes do Prospecto referido no inciso III do art. 12, podendo ser incluída por referência toda e qualquer informação já apresentada à CVM e disponível ao público, seja ela periódica ou eventual; e

III - escritura de emissão de debêntures; e

IV - relatório de agência classificadora de risco, se houver.

§1º O Suplemento deverá ser acompanhado das versões definitivas dos documentos apresentados sob a forma de minuta nos termos do art. 12, devendo as minutas e as versões definitivas serem substancialmente idênticas, inclusive da cópia do contrato de distribuição firmado e dos demais documentos exigidos no Anexo II, desde que não apresentados na forma do art. 12, inciso V, além daqueles específicos para o tipo, classe e espécie de valor mobiliário a ser distribuído.

§2º É permitida a utilização de Suplemento Preliminar, nos moldes do que dispõe a presente Instrução a respeito do Prospecto Preliminar (art. 46).

§3º Observado o disposto nos arts. 8º e 9º, aos pedidos de registro de ofertas públicas de distribuição efetuados com base em Suplemento, serão aplicados os seguintes prazos de análise, de cumprimento de exigências e de verificação do respectivo cumprimento:

I - Prazo de Análise: 10 (dez) dias úteis;

II - Prazo de Cumprimento de Exigências: 10 (dez) dias úteis; e

III - Prazo de Verificação do Cumprimento de Exigências: 5 (cinco) dias úteis.

§4º A CVM não fará exigências relativas a documentos e informações que já tenham sido apresentados para o arquivamento ou manutenção do Programa de Distribuição, ressalvada a atualização e inclusão no Suplemento de informações ali constantes.

§5º Caso sejam alteradas as informações do Programa de Distribuição em desconformidade ao disposto neste artigo, serão aplicados os prazos previstos nos arts. 8º e 9º.

DEFERIMENTO

Art. 14. O deferimento do registro será comunicado por ofício ao líder da distribuição, com cópia para o ofertante, no qual constarão as principais características da distribuição registrada.

§1º Caso tenha sido outorgada opção de distribuição de lote suplementar de valores mobiliários, nos termos do art. 24, será considerada, para fins de registro, a quantidade de valores mobiliários adicionais a serem distribuídos.

§2º A quantidade de valores mobiliários a serem distribuídos poderá, a critério do ofertante e sem a necessidade de novo pedido ou de modificação dos termos da oferta, ser aumentada, até um montante que não exceda em 20% (vinte por cento) a quantidade inicialmente requerida, excluído o eventual lote suplementar de que trata o § 1º.

§3º O deferimento do registro de oferta pública de distribuição secundária será condicionado à apresentação pelo ofertante de documento comprobatório do bloqueio dos valores mobiliários ofertados, emitido pela instituição custodiante, com validade até o encerramento da oferta.

§4º A CVM não deferirá o registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários no período que se inicia no décimo sexto dia que antecede qualquer divulgação de informações periódicas da emissora e se encerra na data de sua efetiva divulgação, salvo se estas informações já constarem dos documentos da oferta.

Art. 15. O registro baseia-se em critérios formais de legalidade e não envolve qualquer garantia quanto ao conteúdo da informação, à situação econômica ou financeira do ofertante ou da emissora ou à sua administração, à viabilidade da oferta ou à qualidade dos valores mobiliários ofertados.

INDEFERIMENTO

Art. 16. O pedido de registro poderá ser indeferido nas seguintes hipóteses:

I - por inviabilidade ou temeridade do empreendimento ou inidoneidade dos fundadores, quando se tratar de constituição de companhia; ou

II - quando não forem cumpridas as exigências formuladas pela CVM, nos prazos previstos nesta Instrução.

§1º Preliminarmente ao indeferimento, a CVM enviará ofício à instituição líder, com cópia para o ofertante, concedendo-lhe a oportunidade de suprir os vícios sanáveis, se houver, no prazo de 10 (dez) dias úteis do recebimento do ofício ou no restante do prazo que faltar para o término do prazo de análise, o que for maior.

§2º Findo o prazo referido no § 1º sem que tenham sido sanados os vícios que determinaram a suspensão, a CVM deverá indeferir o respectivo registro.

§3º Na hipótese de indeferimento, a CVM enviará ofício à instituição líder, com cópia para o ofertante, informando sua decisão, da qual cabe recurso ao Colegiado da CVM, na forma da regulamentação vigente.

§4º Os documentos que instruíram o pedido de registro ficarão arquivados na CVM.

CADUCIDADE DO REGISTRO E PRAZO DA OFERTA

Art. 17. O registro de distribuição de valores mobiliários caducará se o Anúncio de Início de Distribuição e o Prospecto ou o Suplemento de que trata o art. 13 não forem divulgados até 90 (noventa) dias após a sua obtenção.

Art. 18. A subscrição ou aquisição dos valores mobiliários objeto da oferta de distribuição deverá ser realizada no prazo máximo de 6 (seis) meses, contado da data de publicação do Anúncio de Início de Distribuição.

DA SUSPENSÃO E DO CANCELAMENTO DA OFERTA DE DISTRIBUIÇÃO

Art. 19. A CVM poderá suspender ou cancelar, a qualquer tempo, a oferta de distribuição que:

I - esteja se processando em condições diversas das constantes da presente Instrução ou do registro; ou

II - tenha sido havida por ilegal, contrária à regulamentação da CVM ou fraudulenta, ainda que após obtido o respectivo registro.

§1º A CVM deverá proceder à suspensão da oferta quando verificar ilegalidade ou violação de regulamento sanáveis.

§2º O prazo de suspensão da oferta não poderá ser superior a 30 (trinta) dias, durante o qual a irregularidade apontada deverá ser sanada.

§3º Findo o prazo referido no § 2º sem que tenham sido sanados os vícios que determinaram a suspensão, a CVM deverá ordenar a retirada da oferta e cancelar o respectivo registro.

§4º A rescisão do contrato de distribuição importará no cancelamento do registro.

Art. 20. O ofertante deverá dar conhecimento da suspensão ou do cancelamento aos investidores que já tenham aceitado a oferta, facultando-lhes, na hipótese de suspensão, a possibilidade de revogar a aceitação até o quinto dia útil posterior ao recebimento da respectiva comunicação.

Parágrafo único. Terão direito à restituição integral dos valores, bens ou direitos dados em contrapartida aos valores mobiliários ofertados, na forma e condições do Prospecto:

I - todos os investidores que já tenham aceitado a oferta, na hipótese de seu cancelamento; e

II - os investidores que tenham revogado a sua aceitação, na hipótese de suspensão, conforme previsto no caput.

CONTEÚDO DA OFERTA

Art. 21. As ofertas públicas de distribuição deverão ser realizadas em condições que assegurem tratamento eqüitativo aos destinatários e aceitantes das ofertas, permitida a concessão de prioridade aos antigos acionistas, sem prejuízo do disposto nos arts. 23 e 33, § 3º.

Art. 22. A oferta deverá ser irrevogável, mas poderá ser sujeita a condições que correspondam a um interesse legítimo do ofertante, que não afetem o funcionamento normal do mercado e cujo implemento não dependa de atuação direta ou indireta do ofertante ou de pessoas a ele vinculadas.

Art. 23. O preço da oferta é único, mas a CVM poderá autorizar, em operações específicas, a possibilidade de preços e condições diversos consoante tipo, espécie, classe e

quantidade de valores mobiliários ou de destinatários, fixados em termos objetivos e em função de interesses legítimos do ofertante, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado.

§1º O ofertante poderá estabelecer que o preço e, tratando-se de valores mobiliários representativos de dívida, também a taxa de juros, sejam determinados no dia da apuração do resultado da coleta de intenções de investimento, desde que sejam indicados os critérios objetivos que presidem à sua fixação no Prospecto Preliminar e no aviso a que se refere o art. 53.

§2º Caso se utilize da faculdade prevista no § 1º, o preço e a taxa de juros definitivos deverão ser divulgados ao público nos mesmos termos do Anúncio de Início de Distribuição e do Prospecto, e comunicados à CVM e à bolsa de valores ou mercado de balcão onde são negociados os valores mobiliários da emissora no próprio dia em que forem fixados.

§3º Poderá haver contratos de estabilização de preços, os quais deverão ser previamente aprovados pela CVM.

OPÇÃO DE DISTRIBUIÇÃO DE LOTE SUPLEMENTAR

Art. 24. O ofertante poderá outorgar à instituição intermediária opção de distribuição de lote suplementar, que preveja a possibilidade de, caso a procura dos valores mobiliários objeto de oferta pública de distribuição assim justifique, ser aumentada a quantidade de valores a distribuir junto ao público, nas mesmas condições e preço dos valores mobiliários inicialmente ofertados, até um montante pré-determinado que constará obrigatoriamente do Prospecto e que não poderá ultrapassar a 15% da quantidade inicialmente ofertada.

Parágrafo Único. A instituição intermediária deverá informar à CVM, até o dia posterior ao do exercício da opção de distribuição de lote suplementar, a data do respectivo exercício e a quantidade de valores mobiliários envolvidos.

ALTERAÇÃO DAS CIRCUNSTÂNCIAS, REVOGAÇÃO E MODIFICAÇÃO

Art. 25. Havendo, a juízo da CVM, alteração substancial, posterior e imprevisível nas circunstâncias de fato existentes quando da apresentação do pedido de registro de distribuição, ou que o fundamentem, acarretando aumento relevante dos riscos assumidos pelo ofertante e inerentes à própria oferta, a CVM poderá acolher pleito de modificação ou revogação da oferta.

§1º O pleito de modificação da oferta presumir-se-á deferido caso não haja manifestação da CVM em sentido contrário no prazo de 10 (dez) dias úteis, contado do seu protocolo na CVM.

§2º Tendo sido deferida a modificação, a CVM poderá, por sua própria iniciativa ou a requerimento do ofertante, prorrogar o prazo da oferta por até 90 (noventa) dias.

§3º É sempre permitida a modificação da oferta para melhorá-la em favor dos investidores ou para renúncia a condição da oferta estabelecida pelo ofertante.

EFEITOS DA REVOGAÇÃO E DA MODIFICAÇÃO DA OFERTA

Art. 26. A revogação torna ineficazes a oferta e os atos de aceitação anteriores ou posteriores, devendo ser restituídos integralmente aos aceitantes os valores, bens ou direitos

dados em contrapartida aos valores mobiliários ofertados, na forma e condições previstas no Prospecto.

Art. 27. A modificação deverá ser divulgada imediatamente através de meios ao menos iguais aos utilizados para a divulgação do Anúncio de Início de Distribuição e as entidades integrantes do consórcio de distribuição deverão se acautelar e se certificar, no momento do recebimento das aceitações da oferta, de que o manifestante está ciente de que a oferta original foi alterada e de que tem conhecimento das novas condições.

Parágrafo único. Na hipótese prevista no caput, os investidores que já tiverem aderido à oferta deverão ser comunicados diretamente a respeito da modificação efetuada, para que confirmem, no prazo de 5 (cinco) dias úteis do recebimento da comunicação, o interesse em manter a declaração de aceitação, presumida a manutenção em caso de silêncio.

REVOGAÇÃO DA ACEITAÇÃO

Art. 28. A aceitação da oferta somente poderá ser revogada pelos investidores se tal hipótese estiver expressamente prevista no Prospecto, na forma e condições ali definidas, ressalvadas as hipóteses previstas nos parágrafos únicos dos arts. 20 e 27, as quais são inafastáveis.

DO RESULTADO DA OFERTA

Art. 29. O resultado da oferta deverá ser publicado, nos termos do Anexo V, tão logo terminado o prazo nela estipulado ou imediatamente após a distribuição da totalidade dos valores mobiliários que dela são objeto, o que ocorrer primeiro.

Parágrafo único. Caso a totalidade dos valores mobiliários ofertados seja, até a data de publicação do Anúncio de Início de Distribuição, colocada junto aos investidores através de coleta de intenções de investimento, será admitida a substituição deste anúncio pela publicação apenas de Anúncio de Distribuição e Encerramento, o qual deverá conter todas as informações dos Anexos IV e V.

DISTRIBUIÇÃO PARCIAL

Art. 30. O ato societário que deliberar sobre a oferta pública deverá dispor sobre o tratamento a ser dado no caso de não haver a distribuição total dos valores mobiliários previstos para a oferta pública ou a captação do montante total previsto para a oferta pública, tendo como referência a deliberação que fixar a quantidade final de valores mobiliários a serem ofertados ou o montante final a ser captado com a oferta pública, especificando, se for o caso, a quantidade mínima de valores mobiliários ou o montante mínimo de recursos para os quais será mantida a oferta pública.

§1º O Prospecto deverá conter seção específica tratando da destinação dos recursos conforme a quantidade de valores mobiliários a ser distribuída ou o montante de recursos que se pretende captar, bem como a eventual fonte alternativa de recursos, caso seja admitida a distribuição ou a captação parcial.

§2º Exceto quando contrariamente dispuserem a lei ou os termos da oferta, em nada será afetada a subscrição ou a aquisição dos valores mobiliários ocorridos em uma oferta pública com distribuição ou captação parcial, desde que autorizada pelo órgão competente da companhia e realizada dentro do valor mínimo previsto no caput.

§3º Na hipótese de não terem sido distribuídos integralmente os valores mobiliários objeto da oferta e não tendo sido autorizada a distribuição parcial, nos termos do caput, os valores, bens ou direitos dados em contrapartida aos valores mobiliários ofertados deverão ser integralmente restituídos aos investidores, na forma e condições do Prospecto.

§4º O disposto no § 3º aplica-se à devolução dos valores, bens ou direitos dados em contrapartida aos valores mobiliários ofertados aos investidores que tenham condicionado sua adesão à distribuição total dos valores mobiliários, nos termos do art. 31.

§5º Não se sujeitam às regras deste artigo as ofertas públicas secundárias de valores mobiliários, que se sujeitarão às regras de distribuição parcial que for prevista nos atos do ofertante e documentos próprios da oferta.

At. 31. Havendo a possibilidade de distribuição parcial, o investidor poderá, no ato de aceitação, condicionar sua adesão a que haja distribuição:

I - da totalidade dos valores mobiliários ofertados; ou

II - de uma proporção ou quantidade mínima dos valores mobiliários originalmente objeto da oferta, definida conforme critério do próprio investidor, mas que não poderá ser inferior ao mínimo previsto pelo ofertante.

§1º No caso do inciso II deste artigo, o investidor deverá, no momento da aceitação, indicar se, implementando-se a condição prevista, pretende receber a totalidade dos valores mobiliários por ele subscritos ou quantidade equivalente à proporção entre o número de valores mobiliários efetivamente distribuídos e o número de valores mobiliários originalmente ofertados, presumindo-se, na falta da manifestação, o interesse do investidor em receber a totalidade dos valores mobiliários por ele subscritos.

§2º Para os fins deste artigo, entende-se como valores mobiliários efetivamente distribuídos todos os valores mobiliários objeto de subscrição ou aquisição, conforme o caso, inclusive aqueles sujeitos às condições previstas nos incisos acima.

ESTUDO DE VIABILIDADE

Art. 32. O pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários emitidos por companhia deverá ser instruído com estudo de viabilidade econômico-financeira da emissora quando:

I - a oferta tenha por objeto a constituição de companhia;

II - a emissora exerça a sua atividade há menos de dois anos e esteja realizando a primeira distribuição pública de valores mobiliários;

III - a fixação do preço da oferta baseie-se, de modo preponderante, nas perspectivas de rentabilidade futura da emissora;

IV - houver emissão de valores mobiliários em montante superior ao patrimônio líquido da emissora, considerando o balanço referente ao último exercício social, e os recursos captados visarem à expansão ou diversificação das atividades ou investimentos em controladas ou coligadas; ou

V - a emissora tenha apresentado patrimônio líquido negativo, ou tenha sido objeto de concordata ou falência nos 3 (três) exercícios sociais que antecedem a oferta.

Parágrafo único. No caso de valores mobiliários representativos de dívida, a apresentação de estudo de viabilidade será obrigatória para as hipóteses listadas nos incisos, II, III e IV do caput, podendo tal documento ser:

I - dispensado, se os valores mobiliários tiverem prazo de vencimento inferior a 1 (um) ano, contado a partir da sua data de emissão; ou

II - substituído, nos demais casos, por classificação efetuada por agência classificadora de risco em funcionamento no País, que deverá ser divulgada de forma integral.

INSTITUIÇÕES INTERMEDIÁRIAS

Art. 33. O relacionamento do ofertante com as Instituições Intermediárias deverá ser formalizado mediante contrato de distribuição de valores mobiliários, que conterá obrigatoriamente as cláusulas constantes do Anexo VI.

§1º O contrato de distribuição deverá ter explícitas todas as formas de remuneração devidas pelo ofertante, bem como toda e qualquer outra remuneração ainda que indireta, devendo dele constar a política de desconto e/ou repasse concedido aos investidores, se for o caso, suportado pelas Instituições Intermediárias.

§2º Na hipótese de vinculação societária, direta ou indireta, entre o ofertante ou seu acionista controlador e a instituição líder ou seu acionista controlador, tal fato deverá ser informado com destaque no Prospecto.

§3º O líder da distribuição, com expressa anuência da ofertante, organizará plano de distribuição, que poderá levar em conta suas relações com clientes e outras considerações de natureza comercial ou estratégica, do líder e do ofertante, de sorte que as Instituições Intermediárias deverão assegurar:

I - que o tratamento aos investidores seja justo e eqüitativo;

II - a adequação do investimento ao perfil de risco de seus respectivos clientes; e

III - que os representantes de venda das instituições participantes do consórcio de distribuição recebam previamente exemplar do prospecto para leitura obrigatória e que suas dúvidas possam ser esclarecidas por pessoa designada pela instituição líder da distribuição.

Art. 34. As Instituições Intermediárias poderão se organizar sob a forma de consórcio com o fim específico de distribuir os valores mobiliários no mercado e/ou garantir a subscrição da emissão.

§1º As cláusulas relativas ao consórcio deverão ser formalizadas no mesmo instrumento do contrato de distribuição, onde deverá constar a outorga de poderes de representação das Instituições Intermediárias consorciadas ao líder da distribuição e, se for o caso, as condições e os limites de coobrigação de cada instituição participante.

§2º À instituição que não celebrou o instrumento referido no caput será permitida a adesão através da celebração, com o líder da distribuição, do respectivo termo, até a data da obtenção do registro.

§3º Salvo disposição em contrário, a obrigação de cada uma das Instituições Intermediárias consorciadas de garantir a distribuição dos valores mobiliários no mercado,

nos termos deste artigo, ficará, no mínimo, limitada ao montante do risco assumido no contrato, observadas as disposições do parágrafo único do art. 36.

Art. 35. Após o início da distribuição, o contrato de distribuição firmado entre o ofertante e a instituição líder poderá ser alterado mediante prévia autorização da CVM e somente no que se refere a:

I - remuneração paga pelo ofertante;

II - procedimento de distribuição;

III - alteração das condições de distribuição, no que se referem à emissora ou ofertante;

IV - exclusão ou redução de garantia de distribuição dos valores mobiliários no mercado (garantia firme) pelas Instituições Intermediárias contratadas; e

V - substituição ou exclusão de Instituições Intermediárias.

Art. 36. Sem prejuízo da garantia firme de colocação prestada ao ofertante, poderão ser realizadas realocações entre a instituição líder e as demais Instituições Intermediárias participantes do consórcio, desde que previstas no contrato de distribuição e divulgadas no Prospecto.

Parágrafo único. Não obstante o disposto no caput, a responsabilidade pela prestação da garantia perante o ofertante é da instituição líder e das demais Instituições Intermediárias participantes do consórcio, respeitadas as condições especificadas no contrato de distribuição.

Art. 37. Ao líder da distribuição cabem as seguintes obrigações:

I - avaliar, em conjunto com o ofertante, a viabilidade da distribuição, suas condições e o tipo de contrato de distribuição a ser celebrado;

II - solicitar, juntamente com o ofertante, o registro de distribuição devidamente instruído, assessorando-o em todas as etapas da distribuição (art. 7º);

III - formar o consórcio de distribuição, se for o caso;

IV - informar à CVM, até a obtenção do registro, os participantes do consórcio, discriminando por tipo, espécie e classe a quantidade de valores mobiliários inicialmente atribuída a cada um;

V - comunicar imediatamente à CVM qualquer eventual alteração no contrato de distribuição, ou a sua rescisão;

VI - remeter mensalmente à CVM, no prazo de 15 (quinze) dias após o encerramento do mês, a partir da publicação do Anúncio de Início de Distribuição, relatório indicativo do movimento consolidado de distribuição de valores mobiliários, conforme modelo do Anexo VII;

VII - participar ativamente, em conjunto com o ofertante, na elaboração do Prospecto (art. 38) e na verificação da consistência, qualidade e suficiência das informações dele constantes, ficando responsável pelas informações prestadas nos termos do art. 56, § 1º;

VIII – publicar, quando exigido por esta Instrução, os avisos nela previstos;

IX - acompanhar e controlar o plano de distribuição da oferta;

X - controlar os boletins de subscrição ou os recibos de aquisição, devendo devolver ao ofertante os boletins ou os recibos não utilizados, se houver, no prazo máximo de 30 (trinta) dias após o encerramento da distribuição;

XI - suspender a distribuição na ocorrência de qualquer fato ou irregularidade, inclusive após a obtenção do registro, que venha a justificar a suspensão ou o cancelamento do registro;

XII - sem prejuízo do disposto no inciso XI, comunicar imediatamente a ocorrência do ato ou irregularidade ali mencionados à CVM, que verificará se a ocorrência do fato ou da irregularidade são sanáveis, nos termos do art. 19; e

XIII - guardar, por 5 (cinco) anos, à disposição da CVM, toda a documentação relativa ao processo de registro de distribuição pública e de elaboração do Prospecto.

PROSPECTO

Art. 38. Prospecto é o documento elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição, obrigatório nas ofertas públicas de distribuição de que trata esta Instrução, e que contém informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento.

Art. 39. O Prospecto deverá, de maneira que não omita fatos de relevo, nem contenha informações que possam induzir em erro os investidores, conter os dados e informações sobre:

I - a oferta;

II - os valores mobiliários objeto da oferta e os direitos que lhes são inerentes;

III - o ofertante;

IV - a companhia emissora e sua situação patrimonial, econômica e financeira;

V - terceiros garantidores de obrigações relacionadas com os valores mobiliários objeto da oferta; e

VI - terceiros que venham a ser destinatários dos recursos captados com a oferta.

§1º Caso sejam incluídas as previsões relativas à evolução da atividade e dos resultados da emissora, bem como à evolução dos preços dos valores mobiliários que são objeto da oferta, deverão:

a) ser claras e objetivas; e

b) apoiar-se em opinião de auditor independente sobre os pressupostos, os critérios utilizados e a sua consistência e coerência com as previsões.

§2º A CVM poderá exigir do ofertante e da emissora, inclusive com vistas à inclusão no Prospecto, as informações adicionais que julgar adequadas, além de advertências e considerações que entender cabíveis para a análise e compreensão do Prospecto pelos investidores.

§3º No caso de ofertas públicas que envolvam a emissão de valores mobiliários para os quais não estejam previstos procedimentos, informações e documentos específicos, a CVM poderá, a pedido dos interessados, estabelecer o conteúdo para o respectivo Prospecto.

Art. 40. O Prospecto terá como conteúdo mínimo as informações e documentos indicados no Anexo III à presente Instrução, podendo a CVM, em norma própria, definir diferentes conteúdos conforme as características da operação, em razão do tipo de valor mobiliário ofertado ou do público investidor alvo.

Art. 41. Caso se verifique, após a data da obtenção do registro, qualquer imprecisão ou mudança significativa nas informações contidas no Prospecto, notadamente decorrentes de deficiência informacional ou de qualquer fato novo ou anterior não considerado no Prospecto, que se tome conhecimento e seja relevante para a decisão de investimento, deverão o ofertante e a instituição líder suspender imediatamente a distribuição até que se proceda a devida divulgação ao público da complementação do Prospecto e dessa nova informação.

Parágrafo único. As alterações acima referidas deverão ser previamente submetidas à CVM para exame, aplicando-se os prazos e procedimentos de análise previstos nos arts. 8º e 9º, e as eventuais manifestações já recebidas ficarão sujeitos ao disposto no art. 27.

Art. 42. É obrigatória a entrega de exemplar do Prospecto Definitivo ou Preliminar ao investidor, admitindo-se seu envio ou obtenção por meio eletrônico.

§ 1º O Prospecto Preliminar deverá estar disponível nos mesmos locais do Prospecto Definitivo para os investidores pelo menos 5 (cinco) dias úteis antes do prazo inicial para o recebimento de reserva.

§ 2º O Prospecto Definitivo deverá estar disponível para os investidores pelo menos 5 (cinco) dias úteis antes do prazo inicial para a aceitação da oferta:

I - se não houver sido utilizado Prospecto Preliminar; e

II - se houver sido utilizado Prospecto Preliminar e as informações constantes do Prospecto Definitivo forem substancialmente diferentes das informações daquele.

§3º Sem prejuízo do disposto no caput, o Prospecto Definitivo deverá estar disponível, na data do início da distribuição, na sede e na página da rede mundial de computadores:

a) da emissora;

b) do ofertante;

c) das Instituições Intermediárias integrantes do consórcio;

d) da CVM; e

e) da bolsa de valores ou mercado de balcão onde os valores mobiliários da emissora estão admitidos à negociação.

§4º A instituição líder deverá encaminhar à CVM e à bolsa de valores ou mercado de balcão, em tempo hábil para o cumprimento do disposto no caput e no § 3º, versões impressa e eletrônica, sem quaisquer restrições para sua cópia, dos Prospectos Definitivo e Preliminar.

§5º Para fins de cumprimento do disposto no presente artigo, sempre que for utilizado um Programa de Distribuição para o registro de ofertas públicas na CVM o ofertante e a

instituição líder deverão colocar à disposição dos investidores o Suplemento, os documentos do Programa de Distribuição arquivado pela CVM e todos os documentos incorporados por referência, na forma do §3º deste artigo.

CONSULTA SOBRE A VIABILIDADE DA OFERTA

Art. 43. É permitida a consulta a potenciais investidores pelo ofertante e pela instituição líder da distribuição para apurar a viabilidade ou o interesse de uma eventual oferta pública de distribuição, devendo esta consulta não exceder de 20 investidores e ter critérios razoáveis para o controle da confidencialidade e do sigilo, caso já tenha havido a contratação prévia de instituição intermediária pelo ofertante.

§1º A consulta a potenciais investidores não poderá vincular as partes, sob pena de caracterizar distribuição irregular de valores mobiliários, sendo vedada a realização ou aceitação de ofertas, bem como o pagamento ou o recebimento de quaisquer valores, bens ou direitos de parte a parte.

§2º Durante a consulta a potenciais investidores, o ofertante e a instituição líder da distribuição deverão se acautelar com seus interlocutores, de que a intenção de realizar distribuição pública de valores mobiliários seja mantida em sigilo até a sua regular e ampla divulgação ao mercado, nos termos da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002.

§3º O ofertante e a instituição líder da distribuição deverão manter lista detalhada com informações sobre as pessoas consultadas, a data e hora em que foram consultadas, bem como a sua resposta quanto à consulta.

§4º Caso seja efetivamente protocolado pedido de registro à CVM, o ofertante deverá apresentar, juntamente com os documentos listados no Anexo II, a lista mencionada no §3º.

COLETA DE INTENÇÕES DE INVESTIMENTO

Art. 44. É permitida a coleta de intenções de investimento, com ou sem o recebimento de reservas, a partir da divulgação de Prospecto Preliminar e do protocolo do pedido de registro de distribuição na CVM.

Parágrafo único. A intenção de realizar coleta de intenções de investimento deverá ser comunicada à CVM juntamente com o pedido de registro de distribuição realizado nos termos do art. 7º.

RECEBIMENTO DE RESERVAS

Art. 45. É admissível o recebimento de reservas para subscrição ou aquisição de valores mobiliários objeto de oferta pública, desde que:

I - tal fato esteja previsto nos Prospectos Definitivo e Preliminar;

II - tenha sido requerido o registro da distribuição; e

III - haja Prospecto Preliminar à disposição dos investidores.

§1º As reservas serão efetuadas de acordo com o que for previsto na oferta, facultada a exigência de depósito em dinheiro do montante reservado.

§2º O depósito em dinheiro para reservas, se houver, será realizado em conta bloqueada, remunerada ou não, na forma e condições estabelecidas no Prospecto, em

instituição financeira autorizada indicada pelo líder da distribuição e sob sua responsabilidade, cuja movimentação deverá obedecer as seguintes normas:

a) apurados os montantes das reservas e das sobras disponíveis e efetuado o rateio, se for o caso, o líder da distribuição autorizará a liberação das importâncias correspondentes às subscrições a serem efetuadas por intermédio de cada instituição consorciada; e

b) o líder da distribuição autorizará, no prazo de 3 (três) dias úteis, a liberação do saldo não utilizado dos depósitos, a favor dos respectivos depositantes.

§3º Caso seja utilizada a faculdade prevista no § 1º do art. 23, o investidor poderá estipular no pedido de reserva como condição de sua confirmação preço máximo para subscrição e taxa de juros mínima de remuneração.

§4º Mesmo que o Prospecto não estipule a possibilidade de desistência do pedido de reservas, esta poderá ocorrer, sem ônus para o subscritor ou adquirente, caso haja divergência relevante entre as informações constantes do Prospecto Preliminar e do Prospecto Definitivo que altere substancialmente o risco assumido pelo investidor ou a sua decisão de investimento.

PROSPECTO PRELIMINAR

Art. 46. O Prospecto Preliminar conterá as mesmas informações mencionadas no art. 40, sem revisão ou apreciação pela CVM.

§1º Os seguintes dizeres devem constar da capa do Prospecto Preliminar, com destaque:

I - “Prospecto Preliminar” e a respectiva data de edição;

II - “As informações contidas neste prospecto preliminar estão sob análise da Comissão de Valores Mobiliários, a qual ainda não se manifestou a seu respeito”;

III - “O presente prospecto preliminar está sujeito a complementação e correção”; e

IV - “O prospecto definitivo será entregue aos investidores durante o período de distribuição”.

§2º Na hipótese de estar previsto o recebimento de reservas para subscrição ou aquisição, deverá ainda ser incluído no conteúdo do Prospecto Preliminar o seguinte texto: “É admissível o recebimento de reservas, a partir da data a ser indicada em aviso ao mercado, para subscrição (ou aquisição, conforme o caso), as quais somente serão confirmadas pelo subscritor (ou adquirente) após o início do período de distribuição.”

§3º Caso a fixação da quantidade de valores mobiliários, do preço de emissão ou, no caso de valores mobiliários representativos de dívida, da taxa de juros, tenha sido delegada ao Conselho de Administração e este ainda não tenha deliberado sobre o assunto, tal informação deverá constar do Prospecto Preliminar, esclarecendo-se, inclusive, a faixa de preços, preço máximo ou mínimo ou outros critérios estabelecidos para tal fixação.

DEVER DE COOPERAÇÃO DA EMISSORA

Art. 47. A emissora de valores mobiliários a serem distribuídos em oferta pública secundária, observado o disposto no art. 157, § 5º da Lei nº 6.404, de 1976, deverá fornecer

ao ofertante as informações e os documentos necessários para a elaboração do Prospecto, devendo a emissora ser ressarcida por todos os custos que incorrer na coleta, elaboração, preparação e entrega de informações ou documentos adicionais àqueles que periodicamente já estaria a fornecer ao mercado.

Parágrafo único. A emissora deverá também fornecer as informações solicitadas pela CVM, inclusive para fins de inclusão no Prospecto.

NORMAS DE CONDUTA

Art. 48. A emissora, o ofertante, as Instituições Intermediárias, estas últimas desde a contratação, envolvidas em oferta pública de distribuição, decidida ou projetada, e as pessoas que com estes estejam trabalhando ou os assessorando de qualquer forma, deverão, sem prejuízo do disposto na Instrução CVM nº 358, de 2002:

I - até que a oferta pública seja divulgada ao mercado, limitar:

a) a revelação de informação relativa à oferta ao que for necessário para os objetivos da oferta, advertindo os destinatários sobre o caráter reservado da informação transmitida; e

b) a utilização da informação reservada estritamente aos fins relacionados com a preparação da oferta.

II - abster-se de negociar, até a publicação do Anúncio de Encerramento de Distribuição, com valores mobiliários de emissão do ofertante ou da emissora, salvo nas hipóteses de:

a) execução de plano de estabilização devidamente aprovado pela CVM;

b) alienação total ou parcial de lote de valores mobiliários objeto de garantia firme;

c) negociação por conta e ordem de terceiros; ou

d) operações claramente destinadas a acompanhar índice de ações, certificado ou recibo de valores mobiliários;

III - apresentar à CVM pesquisas e relatórios públicos sobre a companhia e a operação que eventualmente tenha elaborado;

IV - abster-se de se manifestar na mídia sobre a oferta ou o ofertante até a publicação do Anúncio de Encerramento da Distribuição; e

V - a partir do momento em que a oferta se torne pública, ao divulgar informação relacionada à emissora ou à oferta:

a) observar os princípios relativos à qualidade, transparência e igualdade de acesso à informação; e

b) esclarecer as suas ligações com a emissora ou o seu interesse na oferta, nas suas manifestações em assuntos que envolvam a oferta, a emissora ou os valores mobiliários.

Art. 49. Para todos os efeitos do art. 48, a emissora, o ofertante e as Instituições Intermediárias deverão assegurar a precisão e conformidade de toda e qualquer informação fornecida a quaisquer investidores, seja qual for o meio utilizado, com as informações

contidas no Prospecto, devendo encaminhar tais documentos e informações à CVM, na forma do art. 50.

MATERIAL PUBLICITÁRIO

Art. 50. A utilização de qualquer texto publicitário para oferta, anúncio ou promoção da distribuição, por qualquer forma ou meio veiculados, inclusive audiovisual, dependerá de prévia aprovação da CVM e somente poderá ser feita após a apresentação do Prospecto Preliminar à CVM.

§1º Findo o prazo de 5 (cinco) dias úteis, contado da data do protocolo do material publicitário, sem que haja manifestação da CVM, considerar-se-á que foi aprovado.

§2º O material publicitário não poderá conter informações diversas ou inconsistentes com as constantes do Prospecto e deverá ser elaborado em linguagem serena e moderada, advertindo seus leitores para os riscos do investimento.

§3º O material mencionado neste artigo deverá fazer referência expressa de que se trata de material publicitário e mencionar a existência de Prospecto, bem como a forma de se obter um exemplar, além da advertência em destaque com o seguinte dizer: “LEIA O PROSPECTO ANTES DE ACEITAR A OFERTA”

§4º A CVM, inobstante ter autorizado a utilização do material publicitário, poderá, a qualquer momento, por decisão motivada, requerer retificações, alterações ou mesmo a cessação da publicidade.

§5º Não caracterizam material publicitário os documentos de suporte a apresentações oferecidas a investidores, os quais deverão, no entanto, ser encaminhados à CVM previamente à sua utilização.

Art. 51. Poderá ser especificamente admitida a utilização de material publicitário antes da apresentação do Prospecto Preliminar, desde que destinado a campanha educativa do público alvo, em distribuições destinadas a investidores não familiarizados com o mercado de valores mobiliários, observado o procedimento previsto no art. 50.

Parágrafo único. A utilização de material publicitário na forma do caput dependerá de aprovação prévia da CVM, presumindo-se deferida caso não haja manifestação contrária no prazo de 10 (dez) dias úteis, contado do protocolo na CVM do respectivo pedido.

DIVULGAÇÃO E PERÍODO DA DISTRIBUIÇÃO

Art. 52. A instituição líder deverá dar ampla divulgação à oferta, por meio de Anúncio de Início de Distribuição, nos termos do Anexo IV, publicado nos jornais onde a emissora normalmente publica seus avisos.

Parágrafo único. O ofertante poderá fazer a divulgação mencionada no caput através de aviso resumido publicado nos jornais ali mencionados, indicando a página na rede mundial de computadores onde os investidores poderão obter as informações detalhadas e completas.

Art. 53. Caso seja utilizado Prospecto Preliminar, o líder deverá imediatamente publicar aviso, na forma prevista no art. 52 e seu parágrafo único, precedendo o Anúncio de Início de Distribuição, o qual deve conter:

I - informação sobre a data do protocolo do pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários na CVM;

II - indicação de local para obtenção do Prospecto Preliminar;

III - a indicação das datas estimadas e locais de divulgação da distribuição;

IV - condições para se efetuar reservas para subscrição ou aquisição de valores mobiliários, se for o caso;

V - informações sobre a coleta de intenções de investimento (art. 44, parágrafo único), se houver; e

VI - outras informações que se fizerem necessárias sobre a distribuição.

Art. 54. A subscrição ou aquisição de valores mobiliários objeto da oferta pública de distribuição somente poderão ser efetuadas após observadas, cumulativamente, as seguintes condições:

I - obtenção do registro da oferta na CVM;

II - publicação do Anúncio de Início de Distribuição; e

III - disponibilidade do Prospecto Definitivo para os investidores.

Art. 55. No caso de distribuição com excesso de demanda superior em um terço à quantidade de valores mobiliário ofertada, é vedada a colocação de valores mobiliários em controladores ou administradores das Instituições Intermediárias e da emissora ou outras pessoas vinculadas à emissão e distribuição, bem como seus cônjuges ou companheiros, seus ascendentes, descendentes e colaterais até o 2º grau.

VERACIDADE DAS INFORMAÇÕES

Art. 56. O ofertante é o responsável pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas por ocasião do registro e fornecidas ao mercado durante a distribuição.

§1º A instituição líder deverá tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que:

I - as informações prestadas pelo ofertante são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta; e

II - as informações fornecidas ao mercado durante todo o prazo de distribuição, inclusive aquelas eventuais ou periódicas constantes da atualização do registro da companhia e as constantes do estudo de viabilidade econômico-financeira do empreendimento, se aplicável, que venham a integrar o Prospecto, são suficientes, permitindo aos investidores a tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta.

§2º Na hipótese de Programa de Distribuição em que não haja a manutenção da instituição líder, a instituição líder de cada distribuição será responsável pela elaboração do respectivo Suplemento e pela atualização das informações anteriormente prestadas, verificando sua consistência e suficiência com relação às novas informações.

§3º Em caso de distribuição secundária, que não seja realizada pela emissora ou pelo seu acionista controlador, caberá ao ofertante, no que se refere a informações da emissora, somente a responsabilidade prevista no § 1º deste artigo.

§4º A instituição líder e o ofertante, este último na hipótese do § 3º apenas, deverão guardar, por 5 (cinco) anos, à disposição da CVM, a documentação comprobatória de sua diligência para o cumprimento do disposto no § 1º.

§5º O ofertante e a instituição líder deverão declarar que o Prospecto contém as informações relevantes necessárias ao conhecimento pelos investidores da oferta, dos valores mobiliários ofertados, da emissora, suas atividades, situação econômico-financeira, os riscos inerentes à sua atividade e quaisquer outras informações relevantes, bem como que o Prospecto foi elaborado de acordo com as normas pertinentes.

§6º Na hipótese de o ofertante não pertencer ao grupo controlador da emissora, ou não atuar representando o mesmo interesse de acionista controlador da emissora, e esta lhe negar acesso aos documentos e informações necessários à elaboração do Prospecto, o ofertante deverá fornecer toda a informação relevante que lhe estiver disponível ou que possa obter em registros e documentos públicos, dar divulgação no Prospecto deste fato, devendo requerer que a CVM exija da emissora a complementação das informações indicadas pelo ofertante, necessárias ao registro da oferta pública.

§7º O registro não implica, por parte da CVM, garantia de veracidade das informações prestadas ou julgamento sobre a qualidade da companhia, sua viabilidade, sua administração, situação econômico-financeira ou dos valores mobiliários a serem distribuídos e é concedido segundo critérios formais de legalidade.

OFERTAS EM DIVERSAS JURISDIÇÕES

Art. 57. Na hipótese de serem realizadas ofertas simultâneas no Brasil e no exterior que demandem a solicitação de registro de autoridade reguladora do mercado de capitais no exterior, a pedido do ofertante, a CVM poderá observar o procedimento de análise preliminar confidencial.

§1º O procedimento de análise preliminar confidencial somente poderá ser utilizado nos casos em que o registro no exterior deva ser deferido por autoridade reguladora com a qual a CVM tenha celebrado memorando de entendimento ou de troca de informações e tal autoridade tenha assegurado o mesmo tratamento confidencial.

§2º Para obter o tratamento previsto no caput, o ofertante deverá solicitar o tratamento confidencial para o pedido e comprometer-se a submeter à CVM o pedido de registro definitivo imediatamente após concluída a análise preliminar, aplicando-se na sua análise os prazos dos arts. 8º a 9º.

§3º O pedido de registro definitivo será automaticamente concedido e não poderá inovar em relação ao pedido de análise preliminar confidencial e respectiva documentação, e deverá ser apresentado em estrita conformidade com os termos do parecer proferido pela CVM na etapa preliminar.

§4º Caso haja inovação no pedido de registro ou na sua documentação, a CVM adotará o procedimento regular de análise previsto nesta Instrução.

§5º O ofertante deverá anexar ao requerimento de análise preliminar confidencial o comprovante de pagamento da taxa de fiscalização a que se refere a Lei nº 7.940, de 20 de dezembro de 1989, no montante devido para o pedido de registro definitivo, nas hipóteses em que a mesma for devida.

§6º O procedimento de análise preliminar confidencial poderá também ser utilizado nos casos em que for necessário para compatibilização dos procedimentos da CVM com procedimentos conexos, em trâmite perante autoridades reguladoras estrangeiras, observado o disposto no § 1º.

§7º O tratamento confidencial previsto neste artigo deverá cessar de imediato caso a operação se torne pública nos outros mercados ou ocorra o vazamento de informações sobre a oferta no País.

Art. 58. O ofertante poderá apresentar a registro na CVM, em língua portuguesa, Prospecto no formato elaborado para apresentação e registro em outros países, desde que tal Prospecto cumpra os requisitos exigidos nesta Instrução.

§1º O Prospecto apresentado na forma descrita no caput deverá conter seção específica que descreva as diferenças relevantes entre os regimes jurídicos nacional e do país para o qual o Prospecto foi elaborado, abrangendo, principalmente, o tratamento referente a:

I - informações sobre participações societárias e fatos relevantes, bem como sobre informações periódicas;

II - operações com valores mobiliários de sua própria emissão;

III - existência de ofertas públicas de aquisição e outros meios alternativos de proteção dos acionistas minoritários;

IV - possibilidade de exercício dos direitos de voto por correspondência ou por meios eletrônicos;

V - critérios de contabilidade utilizados na preparação das demonstrações financeiras; e

VI - distribuição de lucros.

§2º As demonstrações financeiras apresentadas deverão seguir as normas e os princípios contábeis geralmente aceitos no país, podendo a CVM, excepcionalmente, autorizar que as demonstrações financeiras sejam apresentadas de acordo com normas ou princípios contábeis internacionalmente aceitos.

§3º Os documentos apresentados com base no caput poderão, observada a legislação em vigor, ter valores refletidos em moeda do país de origem, contendo obrigatoriamente, nesse caso, indicação da taxa de câmbio para a moeda nacional e a respectiva data de referência.

§4º O ofertante que submeter a registro no país ofertas públicas que forem objeto de esforço de distribuição concomitante no estrangeiro deverá encaminhar, juntamente com o Prospecto em língua portuguesa, todos os documentos relacionados à oferta pública que tenham sido apresentados às Comissões de Valores Mobiliários dos países em que foi realizada a oferta, mesmo que não exigidos pela regulamentação nacional, bem como quaisquer documentos fornecidos ao público investidor estrangeiro, inclusive material publicitário.

INFRAÇÃO GRAVE

Art. 59. Considera-se infração grave, para os efeitos do § 3º do Art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976, sem prejuízo da multa de que trata o § 1º do mesmo artigo, a distribuição:

I - que se esteja processando em condições diversas das constantes no registro;

II - realizada sem prévio registro ou dispensa da CVM;

III - efetivada sem intermediação de Instituições Intermediárias, exceto nos casos permitidos em lei ou por dispensa da CVM;

IV - em inobservância ao disposto no art. 55;

V - com prestação de informações falsas ou tendenciosas no Prospecto ou no âmbito das ofertas de que trata a presente Instrução; e

VI - que se deixar de destacar, em versão específica, as alterações efetuadas nas versões definitivas em relação às minutas ou outra documentação apresentada.

Parágrafo único. Considera-se, ainda, infração grave a veiculação pela companhia, pela instituição líder ou pelas demais Instituições Intermediárias envolvidas na distribuição, de qualquer prospecto ou material publicitário sem prévia aprovação por parte da CVM ou em infração ao disposto na presente Instrução.

DAS DISPOSIÇÕES FINAIS

Art. 60. Ficam revogadas a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988.

Parágrafo único. A presente Instrução aplica-se a toda e qualquer oferta pública de distribuição de valores mobiliários, salvo, quando houver regulação específica, nas disposições relativas a:

I - Prospecto e seu conteúdo;

II - documentos e informações que deverão instruir os pedidos de registro;

III - prazos para a obtenção do registro;

IV - prazo para concluir a distribuição; e

V – hipóteses de dispensas específicas.

Art. 61. Esta Instrução entra em vigor em 2 de fevereiro de 2004.

Parágrafo único. As ofertas públicas realizadas anteriormente à data prevista no caput poderão, a critério dos respectivos ofertantes e Instituições Intermediárias, seguir o que dispõe a presente Instrução.

Original assinado por
LUIZ ANTONIO DE SAMPAIO CAMPOS
Presidente Em exercício

ANEXO I – INSTRUÇÃO CVM 400
INFORMAÇÕES QUE DEVEM CONSTAR DO REQUERIMENTO DE DISPENSA DE REGISTRO OU REQUISITOS DO REGISTRO

I - o pedido deve identificar o nome da companhia emissora dos valores mobiliários e de todas as pessoas envolvidas na operação, não sendo considerado pela CVM pedido fundamentado em situação hipotética;

II - o pedido deve se limitar à questão objeto da dispensa pleiteada, evitando contemplar possíveis situações que podem ocorrer no futuro;

III - o pedido deve ser conciso e objetivo, não obstante conter todos os fatos e documentos necessários para se concluir sobre a dispensa;

IV - o requerente deve emitir sua opinião fundamentada sobre a legalidade do pedido; e

V - a CVM poderá conceder tratamento confidencial para o pedido, desde que solicitado e fundamentado pelo requerente.

ANEXO II – INSTRUÇÃO CVM 400
DOCUMENTOS E INFORMAÇÕES EXIGIDOS PARA O REGISTRO

1. contrato de distribuição de valores mobiliários, do qual deverá constar, entre outras, obrigatoriamente, as cláusulas relacionadas no Anexo VI, e respectivos termos aditivos ou de adesão;

2. contratos de estabilização de preços e/ou de garantia de liquidez, se houver, que deverá ser objeto de aprovação da CVM;

3. outros contratos relativos à emissão ou subscrição, inclusive no que toca à distribuição de lote suplementar, se houver;

4. modelo de boletim de subscrição ou recibo de aquisição, o qual deverá conter, obrigatoriamente:

a) previsão para identificação de sua numeração;

b) espaço para a assinatura do subscritor ou adquirente;

c) condições de integralização, subscrição ou aquisição de sobras, se for o caso; e

d) declaração do subscritor ou adquirente de haver obtido exemplar do Prospecto Definitivo.

5. quatro exemplares da minuta do Prospecto Definitivo ou quatro exemplares do Prospecto Preliminar e, quando disponíveis, três exemplares da versão final do Prospecto Definitivo, que conterão, no mínimo, as informações exigidas pela CVM (Anexo III);

6. cópia da deliberação sobre a aprovação de programa ou sobre a emissão ou distribuição dos valores mobiliários tomada pelos órgãos societários competentes do ofertante e das decisões administrativas exigíveis, com todos os documentos que fizeram ou serviram de base para as referidas deliberações, bem como dos respectivos anúncios de convocação, se for o caso;

7. minuta do Anúncio de Início de Distribuição, o qual deve conter, no mínimo, as informações previstas no Anexo IV;

8. minuta do Anúncio de Encerramento de Distribuição, contendo, no mínimo, as informações previstas no Anexo V;

9. modelo do certificado de valores mobiliários ou cópia do contrato com instituição prestadora de serviço de valores mobiliários escriturais, se for o caso;

10. escritura de emissão de debêntures e do relatório emitido por agência classificadora de risco, se houver;

11. declaração de que o registro de companhia aberta está atualizado perante a CVM, se for o caso;

12. prova de cumprimento de todas as demais formalidades prévias em virtude de exigências legais ou regulamentares para a distribuição ou emissão dos valores mobiliários, que não decorram desta Instrução;

13. comprovante de pagamento da taxa de fiscalização, nos termos da Lei nº 7.940/89;

14. declaração prevista no item 2.4 do Anexo III, assinada pelos representantes legais do ofertante e da instituição líder;

15. outras informações ou documentos exigidos pela CVM em regulação específica.

ANEXO III – INSTRUÇÃO CVM 400

Capa do Prospecto

(DENOMINAÇÃO SOCIAL)

(ENDEREÇO)

(VALOR DA EMISSÃO - em R$)

(CLASSIFICAÇÃO DE RISCO, se houver)

CÓDIGO ISIN: .....

INDICAÇÃO DO ÓRGÃO SOCIETÁRIO QUE APROVOU A OFERTA

REGISTRO NA CVM: .....

DATA: .....

emissão de ..... (de) [valores mobiliários] ..... (quantidade) (título, espécie, forma e classe) [do valor nominal de ..... (sem valor nominal)], ao preço unitário de ..... , deliberada pela age/rca de ..... de .....de ..... (re-ratificada pela age/rca de ..... de ..... de .....), conforme ata(s) publicada(s) no(s) jornal(is) ..... de ..... sobras a serem distribuídas no mercado ..... quantidade mínima de sobras a serem distribuídas no mercado .....

"o registro da presente distribuição não implica, por parte da CVM, garantia de veracidade das informações prestadas ou em julgamento sobre a qualidade da companhia emissora, bem como sobre os/as [valores mobiliários] a serem distribuídos/as."

"os investidores devem ler a seção fatores de risco, nas páginas ..... A ....."

e, se for o caso,

"os valores mobiliários objeto da presente oferta não serão negociados em bolsa de valores ou em sistema de mercado de balcão, não podendo ser assegurada a disponibilidade de informações sobre os preços praticados ou sobre os negócios realizados."

ÍNDICE

(Indicando tópicos, subtópicos e as respectivas páginas)

1. RESUMO CONTENDO AS CARACTERÍSTICAS DA OPERAÇÃO

1.1 Breve descrição da operação, incluindo apresentação da emissora e das Instituições Intermediárias envolvidas, identificação do público alvo, preços e montante da emissão e indicação sobre a admissão à negociação em bolsas de valores, mercado de balcão organizado ou mercado de balcão não organizado.

2. IDENTIFICAÇÃO DE ADMINISTRADORES, CONSULTORES E AUDITORES

2.1 Nome, endereço comercial e telefones de contato dos administradores, que poderão prestar esclarecimentos sobre a oferta;

2.2 Nome, endereço comercial e telefones dos consultores (bancários, legais, etc.) envolvidos na oferta e responsáveis por fatos ou documentos citados no prospecto;

2.3 Nome, endereço comercial e telefones dos auditores responsáveis por auditar as demonstrações financeiras dos 3 (três) últimos exercícios sociais; e

2.4 Declaração, nos termos do art. 56, atestando a veracidade das informações contidas no prospecto.

3. INFORMAÇÕES RELATIVAS À OFERTA

3.1 COMPOSIÇÃO DO CAPITAL SOCIAL

3.1.1 Capital Social Atual (incluindo destaque, em termos quantitativos e percentuais, acerca dos acionistas que detenham mais de 5% (cinco por cento) do capital social, por participação total e por classe/espécie); e

3.1.2 Capital Social após o Aumento, se for o caso.

3.2 CARACTERÍSTICAS E PRAZOS

3.2.1 Descrição da Oferta e dos Valores Mobiliários a serem emitidos, incluindo, no mínimo, informações relativas:

3.2.1.1 à quantidade de valores mobiliários a serem emitidos de cada classe e espécie e aos seus direitos, vantagens e restrições, inclusive quanto à submissão a direito de preferência, especificando, ainda, aqueles direitos, vantagens e restrições decorrentes de eventuais decisões da assembléia ou do conselho de administração que deliberou o aumento;

3.2.1.2 ao valor total de emissão ou à forma de cálculo do valor total de emissão, em moeda corrente;

3.2.1.3 às autorizações societárias necessárias à emissão ou distribuição dos valores mobiliários, identificando os órgãos deliberativos responsáveis e as respectivas reuniões em que foi aprovada a operação;

3.2.1.4 eventuais condições a que a oferta pública esteja submetida;

3.2.1.5 na hipótese de emissão de valores mobiliários sem valor nominal, à parte do preço de emissão destinada à formação de reserva de capital, se houver; e

3.2.1.6 à cotação em bolsa de valores ou mercado de balcão dos valores mobiliários a serem distribuídos, inclusive no exterior, identificando (i) cotação mínima, média e máxima de cada ano, nos últimos 5 anos; cotação mínima, média e máxima de cada trimestre, nos

últimos 2 anos; e cotação mínima, média e máxima de cada mês, nos últimos 6 meses; informando ainda, caso tenha ocorrido aumento de capital ou distribuição de dividendos no período, a época em que foram iniciadas as negociações “ex-direitos”.

3.2.2 No caso de emissão primária de ações, justificativa do preço de emissão dos valores mobiliários a serem distribuídos, bem como do critério adotado para a sua fixação.

3.2.3 Cronograma das etapas da oferta, destacando, no mínimo:

3.2.3.1 as datas previstas para o início e o término/resultado da oferta, a possibilidade de sua suspensão ou a sua prorrogação, conforme o caso, ou, ainda, na hipótese de não serem conhecidas, a forma como serão anunciadas tais datas, bem como a forma como será dada divulgação a quaisquer anúncios relacionados à oferta; e

3.2.3.2 os prazos, condições e forma para: (i) manifestações de aceitação dos investidores interessados e de revogação da aceitação, (ii) subscrição, integralização e entrega de respectivos certificados, conforme o caso, (iii) distribuição junto ao público, (iv) posterior alienação dos valores mobiliários adquiridos pelo líder em decorrência da prestação de garantia, (v) pagamento e financiamento, se for o caso, (vi) para entrega dos certificados dos valores mobiliários ou títulos múltiplos ou das cautelas que as representem, (vii) devolução e reembolso aos investidores, se for o caso, e (viii) quaisquer outras datas relativas à oferta pública de interesse para os investidores ou ao mercado em geral .

3.2.4 Diluição (somente aplicável na hipótese de emissão de ações, bônus de subscrição ou debêntures conversíveis em ações):

3.2.4.1 elaborar descrição comparativa do preço de emissão com o preço pago por administradores, controladores ou detentores de opções em aquisições de ações nos últimos cinco anos;

3.2.4.2 apresentar o valor e percentual de diluição imediata resultante da emissão, computada pela diferença entre o preço das ações emitidas e o seu valor patrimonial, com base na última informação contábil disponível; e

3.2.4.3 apresentar a diluição imediata dos acionistas que não subscreverem as ações emitidas, ou dos investidores que as subscreveram na oferta.

3.2.5 Informação sobre eventual destinação da oferta pública ou partes da oferta pública a investidores específicos e a descrição destes investidores;

3.2.6 Restrições a Acionistas: Informar se há acionistas sujeitos a restrições de venda de ações, discriminando-os e detalhando tais restrições;

3.2.7 Declaração de inadequação do investimento para tipos de investidores, caso o investimento seja inadequado para determinados tipos de investidores, especificá-los, declarando, em destaque, tal inadequação;

3.2.8 Admissão à negociação em bolsas de valores, mercado de balcão organizado ou mercado de balcão não organizado; e

3.2.9 Esclarecer sobre os procedimentos previstos nos arts. 25 a 28 da Instrução a respeito da eventual modificação da oferta, notadamente quanto aos efeitos do silêncio do investidor.

3.3 CONTRATO DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

3.3.1 Especificar as condições do contrato de distribuição no que concerne à colocação dos valores mobiliários junto ao público e eventual garantia de subscrição prestada pelo líder e consorciados, especificando a quota de cada um, se for o caso, além de outras cláusulas consideradas de relevância para o investidor, indicando o local onde a cópia do contrato está disponível para consulta ou cópia; e

3.3.2 Relações da empresa emissora com o líder da distribuição e coordenadores participantes do consórcio de distribuição, tais como empréstimos, investimentos e outras relações eventualmente existentes, inclusive com instituições financeiras que tenham relações societárias com os consorciados; e

3.3.3 Demonstrativo do Custo da Distribuição - informar:

3.3.3.1 a porcentagem em relação ao preço unitário de distribuição;

3.3.3.2 a Comissão de Coordenação;

3.3.3.3 a Comissão de Colocação;

3.3.3.4 a Comissão de Garantia de Subscrição;

3.3.3.5 Outras Comissões (especificar);

3.3.3.6 o Custo Unitário de Distribuição;

3.3.3.7 as Despesas decorrentes do Registro; e

3.3.3.8 outros custos relacionados.

3.4 CONTRATO DE GARANTIA DE LIQUIDEZ, DE ESTABILIZAÇÃO DE PREÇO E/OU CONTRATO DE OPÇÃO DE COLOCAÇÃO DE LOTE SUPLEMENTAR: Caso tenham sido firmados, informar suas principais características, em conformidade com as normas expedidas pela CVM, com indicação do local onde pode ser obtida cópia do contrato.

3.5 DESTINAÇÃO DE RECURSOS (somente aplicável à distribuição de valores mobiliários de emissão do próprio ofertante)

3.5.1 Exposição clara e objetiva do destino dos recursos provenientes da emissão, bem como seu impacto na situação patrimonial e nos resultados da emissora;

3.5.1.1 Se os recursos forem, direta ou indiretamente, utilizados na aquisição de ativos, à exceção daqueles adquiridos no curso regular dos negócios, descrever sumariamente esses ativos e seus custos. Se forem adquiridos de partes relacionadas, informar de quem serão comprados e como o custo será determinado;

3.5.1.2 Se os recursos forem utilizados para adquirir outros negócios, apresentar descrição sumária desses negócios e o estágio das aquisições. Se forem adquiridos de partes relacionadas, informar de quem serão comprados e como o custo será determinado;

3.5.1.3 Se parte significativa dos recursos for utilizada para abater dívidas, descrever taxa de juros e prazo dessas dívidas e, para aquelas incorridas a partir do ano anterior, apresentar a destinação daqueles recursos, nos termos dos itens 3.5.1.1 e 3.5.1.2; e

3.5.1.4 No caso de apenas parte dos recursos ser obtida através da distribuição, quais outras formas de captação previstos para atingir seu objetivo. E na hipótese de serem vários objetivos e apenas parte dos recursos for obtida, quais objetivos serão prioritários.

3.5.2 Outras Fontes de Recursos - Se houver, discriminar outras fontes de recursos os quais terão destinação associada àquela relativa à distribuição pública; e

3.5.3 Fontes alternativas de captação, em caso de distribuição parcial.

3.6 Informações a serem dadas na hipótese de constituição de companhia:

3.6.1 existência ou não de autorização para aumento de capital, independentemente de reforma estatutária;

3.6.2 obrigações assumidas pelos fundadores, os contratos assinados no interesse da futura companhia e as quantias despendidas e por despender;

3.6.3 as vantagens particulares a que terão direito os fundadores ou terceiros, e o dispositivo do projeto do estatuto que os regula;

3.6.4 autorização governamental para constituir-se a companhia, se necessária;

3.6.5 instituições autorizadas a receber as entradas;

3.6.6 solução prevista para o caso de excesso de subscrição;

3.6.7 prazo dentro do qual deverá realizar-se a assembléia de constituição da companhia, ou a preliminar para avaliação de bens, se for o caso;

3.6.8 o nome, a nacionalidade, estado civil, profissão e residência dos fundadores, ou, se pessoa jurídica, a firma ou denominação, nacionalidade e sede, bem como o número e espécie de ações que cada um houver subscrito; e

3.6.9 a instituição financeira líder da distribuição, em cujo poder ficarão depositados os originais do prospecto e do projeto de estatuto, com os documentos a que fizeram menção, para exame de qualquer interessado.

3.7 ESTUDO DE VIABILIDADE ECONÔMICO-FINANCEIRA

3.7.1 Obrigatório nos casos indicados no art. 32 desta Instrução e facultativo nas demais hipóteses; e

3.7.2 Deverá contemplar:

3.7.2.1 análise da demanda para as principais linhas de produto e/ou serviço da emissora, que represente uma percentagem substancial de seu volume global de receitas;

3.7.2.2 suprimento de matérias primas; e

3.7.2.3 retorno do investimento, expondo clara e objetivamente cada uma das premissas adotadas para a sua elaboração.

4. FATORES DE RISCO

4.1 Expor, em ordem de relevância, os fatores relacionados com a emissão, com o valor mobiliário, com a emissora, com o setor da economia em que atua ou que passará a

atuar, com seus acionistas e com o ambiente macroeconômico que possam, de alguma forma, fundamentar decisão de investimento de potencial investidor, devendo ser considerado no horizonte de análise de risco o prazo do investimento e do valor mobiliário distribuído e a cultura financeira dos investidores destinatários da oferta.

5. SITUAÇÃO FINANCEIRA

5.1 DISCUSSÃO E ANÁLISE DA ADMINISTRAÇÃO SOBRE AS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

5.1.1 Deve-se discutir a situação financeira da emissora, as alterações desta situação e os resultados relativos a cada um dos exercícios sociais para os quais forem apresentadas demonstrações financeiras para fins de obtenção do registro de distribuição, incluindo as causas, suficientes ao entendimento do investidor sobre os negócios da emissora, de alterações materiais por cada ano em cada item das demonstrações financeiras;

5.1.2 Deve-se fornecer informações necessárias para o investidor compreender as condições financeiras da companhia e seus resultados; e

5.1.3 Deve-se discutir e analisar a capacidade de pagamento da companhia emissora relativamente aos seus compromissos financeiros

5.2 DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS DO ÚLTIMO EXERCÍCIO, INFORMAÇÕES TRIMESTRAIS E EVENTOS SUBSEQÜENTES

5.2.1 Demonstrações Financeiras, com os respectivos pareceres dos auditores independentes e relatórios da administração, relativas aos três últimos exercícios sociais encerrados;

5.2.2 Últimas Informações Trimestrais;

5.2.3 Detalhar os eventos subseqüentes relevantes não mencionados nas demonstrações financeiras e informações trimestrais.

6. INFORMAÇÕES RELATIVAS À COMPANHIA EMISSORA

Devem ser apresentadas as informações atualizadas constantes do registro de companhia aberta, na forma abaixo. Se houver terceiros prestadores de garantia ou destinatários dos recursos, também deverão ser apresentadas tais informações relativamente a estes, para fins de análise de risco.

6.1 HISTÓRICO

6.1.1 Denominação social, sede, objeto social, data de fundação, prazo de duração, data de registro na CVM (se houver) ou indicação que o registro está sendo requerido;

6.1.2 Eventos relevantes no desenvolvimento das atividades da emissora;

6.1.3 Descrição dos principais investimentos e desinvestimentos de capital, inclusive participações em outras sociedades, nos últimos 3 exercícios sociais;

6.1.4 Descrição dos investimentos e desinvestimentos de capital em andamento, incluindo a distribuição de tais investimentos geograficamente e o método de financiamento (recursos próprios ou de terceiros);

6.1.5 Indicação de Ofertas Públicas de Aquisição de ações da emissora efetuada por terceiros ou efetuada pela emissora com vistas à aquisição de ações de emissão de outras companhias que ocorreram no último e no presente exercícios sociais, bem como uma descrição de tais ofertas, incluindo o preço, as condições e o seu resultado;

6.1.6 Eventos de transformação e/ou reestruturação societária ocorridos nos últimos 5 anos;

6.1.7 Investimentos relevantes em outras sociedades;

6.1.8 Identificação dos contratos relevantes celebrados pela companhia não diretamente relacionados com suas atividades operacionais; e

6.1.9 Descrição de ofertas públicas de distribuição efetuadas pela companhia ou por terceiros envolvendo valores mobiliários de emissão da companhia ocorridas nos últimos dois exercícios sociais ou no presente, se houver, bem como sobre a existência de ofertas públicas feitas pela companhia relativas a ações de emissão de outra companhia no mesmo período.

6.2 ATIVIDADES – Descrição detalhada, atinente aos 3 (três) últimos exercícios sociais:

6.2.1 das atividades, operações, produtos, serviços, negócios, mercados de atuação da companhia e suas subsidiárias, incluindo aqueles ainda em desenvolvimento ou a serem desenvolvidos, com o detalhamento da sua contribuição para a receita da companhia e sua eventual sazonalidade;

6.2.2 da influência de matéria prima e insumos nas atividades descritas em 6.2.1, de eventual volatilidade em seus preços, do relacionamento com os fornecedores, bem como se está sujeita a controle ou regulamentação governamental, com indicação dos órgãos e da respectiva legislação aplicável;

6.2.3 da influência de direitos de propriedade intelectual, tais como, patentes, licenças industriais ou comerciais, marcas, ou contratos de transferência de tecnologia nas atividades descritas em 6.2.1;

6.2.4 da dependência de contratos de financiamento relevantes ao desempenho das atividades descritas em 6.2.1;

6.2.5 contratos relevantes para o desenvolvimento das atividades descritas em 6.2.1;

6.2.6 dos canais de comercialização utilizados pela companhia, incluindo explicação de qualquer método especial de venda; e

6.2.7 dos principais estabelecimentos e dos ativos ligadas às atividades descritas em 6.2.1.

6.3 ESTRUTURA ORGANIZACIONAL

6.3.1 Se for o caso, descrever o grupo econômico de empresas em que se insere a companhia, a descrição de participação relevante que detenha em sociedades deste grupo e quaisquer operações de reestruturação ocorridas no grupo, nos 3 (três) últimos exercícios sociais.

6.4 PROPRIEDADES, PLANTAS E EQUIPAMENTOS

6.4.1 Descrever detalhadamente os ativos imobilizados relevantes, inclusive aqueles objeto de arrendamento, destacando planos de expansão existentes, suas justificativas e características, respectivas previsões de gastos futuros e as despesas passadas, bem como as questões ambientais relacionadas com tais ativos.

6.5 COMPOSIÇÃO DO CAPITAL SOCIAL

6.5.1 Acionistas (descrição dos acionistas que detenham mais de 5% do capital social, por participação total e por classe/espécie, em termos quantitativos e percentuais, inclusive se há limitação ou peculiaridades relativas ao exercício do direito de voto por tais acionistas, mesmo que decorrentes de acordos de acionistas);

6.5.1.1 Indicação de alterações relevantes na participação dos membros do grupo de controle, nos 3 últimos exercícios sociais.

6.5.2 Ações em Tesouraria – descrição da quantidade de ações em tesouraria e das políticas empregadas pela administração para a negociação de valores mobiliários de emissão da própria companhia;

6.5.3 Valores Mobiliários emitidos pela companhia (conversíveis ou não);

6.5.3.1 Descrição, montante, valor por ação, situação de integralização, capital autorizado (e sua destinação, se houver);

6.5.3.2 Direitos, vantagens e restrições;

6.5.3.3 Indicação da quantidade e descrição das ações de própria emissão detidas pela companhia;

6.5.3.4 Política de dividendos dos últimos 5 (cinco) anos, contendo detalhamento da forma de pagamento, prescrição, direitos em caso de não pagamento; e

6.5.3.5 Descrição de outros valores mobiliários emitidos pela companhia, com indicando de suas características.

6.5.4 Acordos de Acionistas – descrição detalhada das cláusulas constantes dos acordos de acionistas registrados junto à companhia; e

6.5.5 Transações com Partes Relacionadas: descrever toda e qualquer operação ou negócio relevantes, existente ou em vias de existir, entre a companhia e partes relacionadas, inclusive no que diz respeito à prestação de garantias de parte a parte, nos últimos 3 exercícios sociais.

6.6 ADMINISTRAÇÃO

6.6.1 Composição - Nome, endereço comercial, cargo, data da posse, prazo do mandato e sumário de experiência profissional dos membros, efetivos e suplentes, dos conselhos de administração e fiscal e dos diretores da companhia;

6.6.1.1 Indicar se existe relação familiar entre quaisquer administradores ou entre estes e acionista controlador;

6.6.1.2 Ações direta ou indiretamente detidas pelos administradores, incluindo decorrentes de planos de opção de compra de ações, exercidas ou não, e outros valores mobiliários conversíveis em ações da emissora; e

6.6.1.3 Contratos ou outras obrigações relevantes existentes entre os administradores e a companhia – descrição sucinta.

6.6.2 Diretor de Relações com Investidores – Nome, endereço comercial, telefone, fax, endereço de correio eletrônico e site da companhia na Internet;

6.6.3 Remuneração – descrição da remuneração global percebida pelos administradores no último exercício social, inclusive decorrente de planos de opção de compra de ações; e

6.6.4 Planos de Opção de Compra de Ações – breve descrição, incluindo beneficiários (se administradores) e a indicação das condições, preços e prazos de exercício e a quantidade de ações objeto de exercício no último exercício social e no presente.

6.7 PESSOAL

6.7.1 Descrição do grupo de empregados da companhia, na totalidade e por grupos com base na atividade desempenhada ou por localização geográfica, indicando o número médio de empregados durante, ou ao final de, cada um dos 3 (três) últimos exercícios, incluindo políticas de remuneração e benefícios diversos, com a indicação de passivos relevantes e contingências trabalhistas relevantes;

6.7.2 Descrição das relações entre a companhia e os respectivos sindicatos de seus empregados; e

6.7.3 Descrição de Planos de Opção de Compra de Ações destinados a empregados, com detalhamento na forma do item 6.6.4 acima, e de outras formas de seu envolvimento no capital da companhia.

6.8 CONTINGÊNCIAS JUDICIAIS E ADMINISTRATIVAS

6.8.1 Descrição das contingências judiciais e administrativas relevantes, em curso ou potenciais, decorrentes de práticas adotadas pela companhia.

6.9 OUTRAS INFORMAÇÕES E CONTINGÊNCIAS RELEVANTES

6.9.1 Descrição de outras informações que a companhia julgar relevantes ou de contingências não abrangidas pelos itens anteriores.

7. DEMAIS INFORMAÇÕES CONSTANTES DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS, INFORMAÇÕES ANUAIS E INFORMAÇÕES TRIMESTRAIS QUE NÃO TIVEREM SIDO ANTERIORMENTE DESTACADAS NO PROSPECTO.

8. DECLARAÇÃO DE QUE QUAISQUER OUTRAS INFORMAÇÕES OU ESCLARECIMENTOS SOBRE A COMPANHIA E A DISTRIBUIÇÃO EM QUESTÃO PODERÃO SER OBTIDAS JUNTO AO LÍDER E/OU CONSORCIADOS E NA CVM.

9. OUTROS DOCUMENTOS E INFORMAÇÕES QUE A CVM JULGAR NECESSÁRIOS.

ANEXOS

10. ATA DA ASSEMBLÉIA GERAL EXTRAORDINÁRIA OU DA REUNIÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO QUE DELIBEROU A EMISSÃO.

11. ESTATUTO SOCIAL ATUALIZADO DA EMISSORA.

12. ESCRITURA DE EMISSÃO DE DEBÊNTURES, SE FOR O CASO.

13. CASO TENHA SIDO CONTRATADA AGÊNCIA ESPECIALIZADA PARA CLASSIFICAÇÃO DO RISCO, ANEXAR A SÚMULA OU O RELATÓRIO DA CLASSIFICAÇÃO.

NOTA: A apresentação da íntegra das demonstrações financeiras e dos documentos de informações periódicas IAN e ITR (itens 5.2.1, 5.2.2 e 11) poderá ser dispensada, desde que todas as informações constantes das demonstrações financeiras, do IAN e do ITR sejam incluídas nas respectivas seções do prospecto ou, quando não houver tais seções, no item 7.

ANEXO IV

ANÚNCIO DE ÍNÍCIO DE DISTRIBUIÇÃO

I - Nome e endereço do ofertante;

II - Nome da instituição líder e demais Instituições Intermediárias envolvidas na distribuição, se houver;

III - Nome do agente emissor de certificados, ou da instituição que houver sido contratada para o serviço de valores mobiliários escriturais, se for o caso;

IV - Características da oferta:

a) data da assembléia geral ou da reunião do Conselho de Administração que deliberou a emissão ou a oferta, conforme o caso;

b) valor, quantidade, espécie, classe e forma dos valores mobiliários a serem distribuídos;

c) preço de emissão dos valores mobiliários a serem distribuídos, condições de integralização e de financiamento para aquisição, se for o caso;

d) remunerações, descontos e/ou repasses concedidos;

e) direitos, vantagens e restrições dos valores mobiliários a serem distribuídos, especificando, inclusive, aqueles decorrentes de eventuais decisões da assembléia ou do Conselho de Administração que deliberou o aumento, se for o caso;

f) Descrição do público investidor alvo da oferta e;

g) Regime de colocação dos valores mobiliários.

V - Data do início da distribuição dos valores mobiliários;

VI - Procedimento previsto para a distribuição, explicitando o tipo de tratamento que será dado aos interessados;

VII - Declaração de que o Prospecto estará à disposição dos interessados, indicando os locais e as formas em que poderá ser obtido;

VIII - Declaração de inadequação e/ou de adequação do investimento para os investidores que especificar, se houver;

IX - Esclarecimento de que maiores informações sobre a distribuição poderão ser obtidas com instituição líder da distribuição e/ou demais Instituições Intermediárias, ou na CVM;

X - Número e data do registro na CVM, de forma destacada;

XI - Os dizeres, de forma destacada: “O registro da presente distribuição não implica, por parte da CVM, garantia de veracidade das informações prestadas ou em julgamento sobre a qualidade da companhia emissora, bem como sobre [valor mobiliário] a serem distribuídos(as)”; e

XII – Se for o caso, “Os valores mobiliários objeto da presente oferta não serão negociados em bolsa de valores ou em sistema de mercado de balcão, não podendo ser assegurada a disponibilidade de informações sobre os preços praticados ou sobre os negócios realizados.”

ANEXO V
ANÚNCIO DE ENCERRAMENTO DA DISTRIBUIÇÃO

I - Nome e endereço do ofertante;

II - Quantidade, espécie, classe, forma e preço dos valores mobiliários distribuídos;

III - Nome da instituição líder e demais Instituições Intermediárias envolvidas na distribuição, se houver;

IV - Nome do agente emissor de certificados, ou da instituição que houver sido contratada para o serviço de valores mobiliários escriturais, se for o caso;

V - Data da assembléia geral ou da reunião do Conselho de Administração que deliberou a emissão ou a oferta, conforme o caso;

VI - Número e data do registro na CVM, de forma destacada;

VII - Os dizeres, de forma destacada: “Este anúncio é de caráter exclusivamente informativo, não se tratando de oferta de venda de valores mobiliários”; e

VIII - Dados finais de colocação, constantes do último Resumo Mensal de Colocação (Anexo VI).

ANEXO VI
CONTRATO DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS
CLÁUSULAS OBRIGATÓRIAS

1. Qualificação da empresa emissora, da instituição líder e dos demais Instituições Intermediárias envolvidas na distribuição, se for o caso;

2. Assembléia Geral Extraordinária ou Reunião do Conselho de Administração que autorizou a emissão;

3. Regime de colocação dos valores mobiliários;

4. Total de valores mobiliários objeto do contrato, devendo ser mencionada a forma, valor nominal, se houver, preço de emissão e condições de integralização, vantagens e restrições, especificando, inclusive, aquelas decorrentes de eventuais decisões da Assembléia ou do Conselho de Administração que deliberou o aumento;

5. Condições de revenda dos valores mobiliários pela instituição líder ou pelos demais Instituições Intermediárias envolvidas na distribuição, no caso de regime de colocação com garantia firme;

6. Remuneração da instituição líder e demais Instituições Intermediárias envolvidas na distribuição, discriminando as comissões devidas;

7. Descrição do procedimento adotado para distribuição; e

8. Menção a contratos de estabilização de preços e de garantia de liquidez, se houver.

ANEXO VII
RESUMO MENSAL DE COLOCAÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Deverão ser informadas as subscrições e integralizações realizadas no mês, ou, se for o caso, as vendas, o saldo colocado no mês anterior, o total colocado e o saldo a colocar, discriminando:

1. Os valores mobiliários, por espécie e classe, se for o caso;

2. O tipo de investidor, na forma seguinte;

2.1 Pessoas físicas;

2.2 Clubes de investimento;

2.3 Fundos de investimento;

2.4 Entidades de previdência privada;

2.5 Companhias seguradoras;

2.6 Investidores estrangeiros;

2.7 Instituições Intermediárias participantes do consórcio de distribuição;

2.8 Instituições financeiras ligadas à emissora e/ou aos participantes do consórcio;

2.9 Demais instituições financeiras;

2.10 Demais pessoas jurídicas ligadas à emissora e/ou aos participantes do consórcio;

2.11 Demais pessoas jurídicas;

2.12 Sócios, administradores, empregados, prepostos e demais pessoas ligadas à emissora e/ou aos participantes do consórcio a que se refere o art. 34 desta Instrução; e

2.13 Outros (especificar).

3. O número de subscritores ou adquirentes e a quantidade de valores mobiliários subscritos e integralizados ou adquiridos.

ANEXO VIII
EDITAL DE LEILÃO DE AÇÕES EM BOLSA DE VALORES

(DENOMINAÇÃO DA EMISSORA)

(ENDEREÇO)

(VALOR DA DISTRIBUIÇÃO - em R$)

CÓDIGO ISIN: .....

REGISTRO NA CVM: .....

DATA: .....

(DENOMINAÇÃO DO OFERTANTE)

(ENDEREÇO)

(DENOMINAÇÃO DA INSTITUIÇÃO LÍDER E DOS CONSORCIADOS)

"O REGISTRO DA PRESENTE DISTRIBUIÇÃO NÃO IMPLICA, POR PARTE DA CVM, GARANTIA DE VERACIDADE DAS INFORMAÇÕES PRESTADAS OU EM JULGAMENTO SOBRE A QUALIDADE DA COMPANHIA EMISSORA, BEM COMO SOBRE OS/AS [VALORES MOBILIÁRIOS] A SEREM DISTRIBUÍDOS/AS."

"OS INVESTIDORES DEVEM LER A SEÇÃO FATORES DE RISCO, DISPONÍVEL EM.... [disponibilidade física e eletrônica]"

1. INFORMAÇÕES RELATIVAS À OFERTA

1.1 Breve descrição da operação, incluindo apresentação da emissora e das Instituições Intermediárias envolvidas, identificação do público alvo, preços e montante da distribuição.

1.2 CARACTERÍSTICAS E PRAZOS

1.2.1 Descrição da Oferta e das Ações a serem distribuídos, incluindo, no mínimo, informações relativas:

1.2.1.1 à quantidade de ações a serem distribuídos de cada classe e espécie e aos seus direitos, vantagens e restrições;

1.2.1.2 às autorizações societárias necessárias à distribuição dos valores mobiliários, identificando os órgãos deliberativos responsáveis e as respectivas reuniões em que foi aprovada a operação;

1.2.1.3 eventuais condições a que a oferta pública esteja submetida; e

1.2.1.4 à cotação em bolsa de valores ou mercado de balcão dos valores mobiliários a serem distribuídos, inclusive no exterior, identificando (i) cotação mínima, média e máxima de cada ano, nos últimos 5 (cinco) anos; cotação mínima, média e máxima de cada trimestre, nos últimos 2 anos; e cotação mínima, média e máxima de cada mês, nos últimos 6 meses; informando ainda, caso tenha ocorrido aumento de capital ou distribuição de dividendos no período, a época em que foram iniciadas as negociações "ex-direitos".

1.2.2 Justificativa do ofertante para a alienação das ações e para a fixação do preço das ações a serem distribuídas;

1.2.3 Cronograma das etapas da oferta, destacando, no mínimo:

1.2.3.1 as datas previstas para o início e o término/resultado da oferta, a possibilidade de sua suspensão ou a sua prorrogação, conforme o caso, ou, ainda, na hipótese de não serem conhecidas, a forma como serão anunciadas tais datas, bem como a forma como será dada divulgação a quaisquer anúncios relacionados à oferta; e

1.2.3.2 os prazos, condições e forma para: (i) manifestações de aceitação dos investidores interessados e de revogação da aceitação, (ii) integralização e entrega de respectivos certificados, conforme o caso, (iii) posterior alienação dos valores mobiliários adquiridos pelo líder em decorrência da prestação de garantia, (iv) pagamento e financiamento, se for o caso, (v) entrega dos certificados dos valores mobiliários ou títulos múltiplos ou das cautelas que as representem, (vi) devolução e reembolso aos investidores, se for o caso, e (vii) quaisquer outras datas relativas à oferta pública de interesse para os investidores ou ao mercado em geral .

1.2.4 Diluição: elaborar descrição comparativa do preço de distribuição com o preço pago por administradores, controladores, ofertante ou detentores de opções em aquisições de ações nos últimos cinco anos;

1.2.5 Informação sobre eventual destinação da oferta pública ou partes da oferta pública a investidores específicos e a “tipo de Investidor”;

1.2.6 Restrições a Acionistas: Informar se há acionistas sujeitos a restrições de venda de ações, discriminando-os e detalhando tais restrições; e

1.2.7 Declaração de inadequação do investimento para tipos de investidores, caso o investimento seja inadequado para determinados tipos de investidores, especificá-los, declarando, em destaque, tal inadequação.

1.3 CONTRATO DE DISTRIBUIÇÃO DAS AÇÕES

1.3.1 Especificar as condições do contrato de distribuição no que concerne à colocação das ações junto ao público e eventual garantia prestada pelo líder e consorciados, especificando a quota de cada um, se for o caso;

1.3.2 Relações do ofertante e da empresa emissora com o líder da distribuição e coordenadores participantes do consórcio de distribuição, tais como empréstimos, investimentos e outras relações eventualmente existentes, inclusive com instituições financeiras que tenham relações societárias com os consorciados;

1.3.3 Demonstrativo do Custo da Distribuição - informar:

1.3.3.1 a porcentagem em relação ao preço unitário de distribuição;

1.3.3.2 a Comissão de Coordenação;

1.3.3.3 a Comissão de Colocação;

1.3.3.4 a Comissão de Garantia de Distribuição;

1.3.3.5 Outras Comissões (especificar);

1.3.3.6 o Custo Unitário de Distribuição;

1.3.3.7 as Despesas decorrentes do Registro; e

1.3.3.8 outros custos relacionados.

1.4 CONTRATO DE GARANTIA DE LIQUIDEZ, DE ESTABILIZAÇÃO DE PREÇO E/OU CONTRATO DE OPÇÃO DE COLOCAÇÃO DE LOTE SUPLEMENTAR: Caso tenham sido firmados, informar suas principais características, em conformidade com as normas expedidas pela CVM.

2. FATORES DE RISCO

2.1 Expor, em ordem de relevância, breve resumo dos principais fatores relacionados com a distribuição, com as ações, com a emissora, com o setor da economia em que atua ou que passará a atuar, com seus acionistas e com o ambiente macroeconômico que possam, de alguma forma, fundamentar decisão de investimento de potencial investidor. O local físico e eletrônico em que estiver disponível a seção de fatores de risco completa deve ser informado.

3. INFORMAÇÕES RELATIVAS À COMPANHIA EMISSORA

Deve ser apresentado o local físico e eletrônico em que as informações do registro da companhia emissora estão disponíveis para consulta.

O ofertante, em conjunto com a instituição líder, deve indicar ao investidor objeto da oferta a leitura atenta de determinadas informações do registro da companhia emissora das ações que, em seu julgamento, considera mais relevantes para a uma tomada de decisão de investimento refletida e consciente em relação à oferta.

Se houver material informativo de suporte à distribuição, o local físico e eletrônico para consulta ao mesmo deve também ser informado.

4. IDENTIFICAÇÃO DE ADMINISTRADORES, CONSULTORES E AUDITORES

4.1 Nome, endereço comercial/eletrônico e telefones de contato dos administradores Nome, endereço comercial e telefones de contato dos administradores, que poderão prestar esclarecimentos sobre a oferta.

4.2 Nome, endereço comercial/eletrônico e telefones dos consultores (bancários, legais, etc.) envolvidos na oferta e responsáveis por fatos ou documentos citados no edital.

4.3 Nome, endereço comercial/eletrônico e telefones dos auditores responsáveis por auditar as demonstrações financeiras dos 3 (três) últimos exercícios sociais.

4.4 Declaração do ofertante e da instituição líder, atestando a veracidade das informações contidas no edital.

5. OUTROS DOCUMENTOS E INFORMAÇÕES QUE A CVM JULGAR NECESSÁRIOS.

5.1 Declaração da Bolsa de Valores da aprovação do edital.

Livros Grátis

(http://www.livrosgratis.com.br)

Milhares de Livros para Download:

Baixar livros de Administração
Baixar livros de Agronomia
Baixar livros de Arquitetura
Baixar livros de Artes
Baixar livros de Astronomia
Baixar livros de Biologia Geral
Baixar livros de Ciência da Computação
Baixar livros de Ciência da Informação
Baixar livros de Ciência Política
Baixar livros de Ciências da Saúde
Baixar livros de Comunicação
Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE
Baixar livros de Defesa civil
Baixar livros de Direito
Baixar livros de Direitos humanos
Baixar livros de Economia
Baixar livros de Economia Doméstica
Baixar livros de Educação
Baixar livros de Educação - Trânsito
Baixar livros de Educação Física
Baixar livros de Engenharia Aeroespacial
Baixar livros de Farmácia
Baixar livros de Filosofia
Baixar livros de Física
Baixar livros de Geociências
Baixar livros de Geografia
Baixar livros de História
Baixar livros de Línguas

Baixar livros de Literatura
Baixar livros de Literatura de Cordel
Baixar livros de Literatura Infantil
Baixar livros de Matemática
Baixar livros de Medicina
Baixar livros de Medicina Veterinária
Baixar livros de Meio Ambiente
Baixar livros de Meteorologia
Baixar Monografias e TCC
Baixar livros Multidisciplinar
Baixar livros de Música
Baixar livros de Psicologia
Baixar livros de Química
Baixar livros de Saúde Coletiva
Baixar livros de Serviço Social
Baixar livros de Sociologia
Baixar livros de Teologia
Baixar livros de Trabalho
Baixar livros de Turismo