

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ECONOMIA DE SÃO PAULO

RAFAEL AUGUSTO FERNANDES BIRAL

A abertura de capital afeta o desempenho operacional das empresas?
Evidência da onda de IPOs 2004-2008.

SÃO PAULO
2010

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

RAFAEL AUGUSTO FERNANDES BIRAL

A abertura de capital afeta o desempenho operacional das empresas?
Evidência da onda de IPOs 2004-2008.

Dissertação apresentada à Escola de Economia
de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas
como requisito para obtenção do título de
Mestre em Finanças e Economia de Empresas

Campo de conhecimento:
Finanças

Orientador Prof. Dr. Rafael F. Schiozer

SÃO PAULO
2010

Biral, Rafael Augusto Fernandes.

A abertura de capital afeta o desempenho operacional das empresas?
Evidência da onda de IPOs 2004-2008. / Rafael Augusto Fernandes Biral. -
2010. 50 f.

Orientador: Rafael Felipe Schiozer

Dissertação (mestrado profissional) - Escola de Economia de São Paulo.

1. Abertura de capital (Ações) -- Brasil. 2. Sociedades comerciais --
Avaliação -- Brasil. 3. Desempenho organizacional. 4. Desempenho --
Avaliação. I. Schiozer, Rafael Felipe. II. Dissertação (mestrado profissional) -
Escola de Economia de São Paulo. III. Título.

CDU 336.647(81)

RAFAEL AUGUSTO FERNANDES BIRAL

A abertura de capital afeta o desempenho operacional das empresas?
Evidência da onda de IPOs 2004-2008.

Dissertação apresentada à Escola de Economia
de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas
como requisito para obtenção do título de
Mestre em Finanças e Economia de Empresas

Campo de conhecimento:
Finanças Corporativas

Orientador Prof. Dr. Rafael F. Schiozer

Data de aprovação:

___/___/_____

Banca examinadora:

Prof. Dr. Rafael F. Schiozer (Orientador)
FGV-EAESP

Prof. Dr. Hsia Hua Sheng
FGV-EAESP

Prof. Dra. Raquel de Freitas Oliveira
FECAP

DEDICATÓRIA

À minha esposa Luciana pela paciência e companheirismo durante todos esses anos, sempre me apoiando nos momentos fáceis e principalmente nos momentos difíceis. Sem esse apoio não seria possível a conclusão deste trabalho.

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais Odarlei e Miriam por sempre me apoiarem e incentivarem para os grandes desafios da vida;

ao Professor Dr. Rafael F. Schiozer, pela orientação, ensinamentos e confiança a mim dispensados na elaboração do presente trabalho, assim como pela amizade conquistada;

aos Professores do Mestrado Profissional em Finanças e Economia Empresarial pelos conhecimentos compartilhados;

aos colegas de curso e novos amigos Arizoly Rodrigues Pinto, Fernando Baptista Cruz, João Luiz Guillaumon Lopes e Angela Sayuri Cristofoli Ueno pelos momentos de alegria e descontração assim como pela amizade e comprometimento desenvolvidos durante o curso, e também pelo compartilhamento dos diversos momentos bons e ruins por que passamos para chegar até aqui;

a todos que direta ou indiretamente contribuíram para a realização deste trabalho.

RESUMO

O objetivo deste trabalho é analisar a mudança do desempenho operacional de empresas brasileiras que abriram capital no período de 2004 a 2008, utilizando uma metodologia ainda não usada em estudos que englobem uma amostra ampla de empresas brasileiras. A maioria dos trabalhos pesquisados, tanto brasileiros quanto internacionais, indicam queda do desempenho operacional das empresas após a abertura de capital. Na literatura, vários fatores e teorias são explicam a queda de desempenho operacional das empresas, tais como ampliação dos conflitos de agência, assimetria de informações, *market timing*, *window dressing* dos números do balanço pré-IPO, dentre outros. Neste estudo analisamos a performance de 69 empresas que abriram capital no período de 2004 a 2008. Os resultados encontrados permitem inferir que as empresas que abriram capital eram mais eficientes antes do IPO, comparadas a empresas de capital aberto do mesmo setor e tamanho semelhante não sendo possível identificar se houve mudança de desempenho operacional pós-IPO, controlando-se pelo desempenho de empresas similares.

Palavras-chave: 1. Abertura de capital (Ações) -- Brasil. 2. Sociedades comerciais – Avaliação -- Brasil. 3. Desempenho organizacional. 4. Desempenho- Avaliação.

ABSTRACT

This study investigates the change in operational performance of Brazilian companies that went the public in Brazil in the period between 2004 and 2008, using a methodology never applied to the study of a broad sample of Brazilian firms. Most of the previous Brazilian and international literature indicates a decrease in the operational performance of the companies after going public. Several factors explain this decreasing operational performance after the IPO, such as the aggravation of agency conflicts, information asymmetry, market timing, and window dressing. In the present study I analyze the performance of 69 Brazilian companies that went public between in this period. The results allow us to conclude that the companies that went public were more efficient than other publicly traded companies of comparable size in the same industry. It was possible to identify some change in the post-IPO operational performance, controlling for similar firms.

Keywords: 1. Going public process (stocks) -- Brazil. 2. Commercial associations 3. Organizational performance. 4. Performance.

LISTA DE TABELAS

TABELA 1: Estatística descritiva das variáveis analisadas. Dados referentes à amostra inteira analisada (empresas IPO e valores ajustados aos matchings),	23
TABELA 2: Estatística descritiva dos dados originais dos IPOs e dos Matchings.	25
TABELA 3: Exemplo de variável ajustada	26
TABELA 3: Testes de média e mediana para as variáveis ajustadas pré e pós IPO..	28
TABELA 5: Resultado dos testes de variação de desempenho ajustado (diferenças em diferenças).....	30
TABELA 6: Classificação Setorial das empresas listadas na BOVESPA.....	37
TABELA 7: Estatística das Aberturas de Capital na BOVESPA entre 2004 e 2008	48
TABELA 8: Empresas IPO e seus Grupos de Controle	50

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	13
3 METODOLOGIA E DESCRIÇÃO DOS DADOS	23
4 RESULTADOS.....	28
5 CONCLUSÕES	33
6 REFERÊNCIAS.....	35
7 ANEXOS	37

1 INTRODUÇÃO

O período de 2004 a 2008 foi marcado pela maior onda de IPOs (sigla em inglês para ofertas públicas iniciais de ações) já observada no Brasil. Empresas dos mais diversos setores da economia abriram seu capital nesse período. Só em 2007, mais de 60 empresas abriram seu capital no Brasil, levantando ao todo R\$55 bilhões de reais. Embora o mercado tenha desaquecido com a crise em 2008, ainda assim, observaram-se alguns IPOs neste ano.

Esse estudo investiga qual é o efeito da abertura de capital sobre o desempenho operacional das empresas. Até onde foi possível pesquisar, apenas dois trabalhos dedicaram-se a este assunto no Brasil. Schiozer, Oliveira e Saito (2009) estudam os efeitos da abertura de capital sobre o desempenho operacional dos bancos brasileiros que abriram seu capital entre 2005 e 2007, concluindo que a abertura de capital piora o desempenho operacional desses bancos. Bossolani (2009) utiliza como amostra as empresas que abriram seu capital entre 2004 e 2006, mostrando que essas empresas aceleram o crescimento de receitas e de ativos e que passam a enfrentar uma menor restrição para captação de dívida após o IPO.

O presente estudo amplia o escopo de análise de Schiozer, Oliveira e Saito (2009) e de Bossolani (2009) em dois sentidos: i) em relação ao primeiro, utiliza uma amostra mais ampla, abrangendo outros setores da economia; ii) em relação à Bossolani, amplia a amostra, incluindo os IPOs ocorridos em 2007 e 2008 (praticamente dobrando o número de empresas analisadas) e adotando uma metodologia de pareamento (*matching*), que permite mitigar a influência das mudanças macroeconômicas, regulatórias e tecnológicas que afetam homogeneamente o desempenho das empresas de um dado setor, permitindo isolar melhor o efeito da abertura de capital propriamente dita sobre o desempenho operacional das empresas. Adotando a metodologia de pareamento, onde comparamos o desempenho da empresa IPO comparado com o desempenho de empresas do mesmo setor, nos permite intuir (embora não comprovado estatisticamente) que a aceleração no crescimento de ativos e receitas das empresas que fazem IPO encontrados por Bossolani (2009) é em média menor do que em empresas comparáveis de capital aberto. Os testes indicam que, quando comparado ao ano anterior ao IPO e controlando por setor econômico, o desempenho operacional das empresas nos anos que seguem o IPO sofre uma

deterioração em algumas variáveis como o crescimento de receita e ativos, retorno sobre os ativos e sobre o patrimônio líquido, embora não se tenha encontrado significância estatística relevante para essas mudanças. Por outro lado, ao efetuar uma comparação com todos os dados, apenas separando entre pré e pós abertura de capital pudemos verificar que as empresas eram eficientes antes e se tornaram mais eficientes depois da abertura de capital.

Diversos trabalhos que investigam a decisão de realizar ofertas públicas de ações mostram que a abertura de capital tem efeito nulo ou negativo no desempenho operacional das empresas. Dentre eles podemos citar Jain e Kini (1994), Khursher, Paleari e Vismara (2003), Khurshed, Mudambi e Goergen (1999), Pastor, Taylor e Veronesi (2008) e Schultz (2003), dentre outros. Analisando as informações dos demonstrativos financeiros anteriores aos IPOs, também procuro identificar se as empresas que abriram capital são *ex-ante* diferentes das demais empresas de capital aberto.

O restante deste trabalho está dividido da seguinte forma: na parte 2 é feita uma revisão bibliográfica apresentando os principais estudos e suas teorias sobre abertura de capital; na parte 3 descreveremos os dados levantados e a metodologia utilizada; na parte 4 faremos uma análise descritiva dos dados e apresentaremos os resultados e na parte 5 será apresentada a conclusão do trabalho.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

A literatura sobre IPOs é bastante vasta, tanto no Brasil, quanto em mercados desenvolvidos e outros mercados emergentes. De uma maneira geral, os questionamentos levantados pelos estudos sobre IPOs podem ser classificados em 4 categorias: i) investigação sobre as motivações da abertura de capital; ii) estudos que se dedicam a entender a natureza dos retornos das ações de empresas que fazem IPO no curto, médio e longo prazo a partir de problemas de assimetria de informação, estrutura de propriedade e liquidez das ações; iii) trabalhos dedicados a entender o processo de formação de preços na oferta de ações e o papel do *underwriter* no processo de emissão e os potenciais conflitos existentes entre investidores, empresa emissora e bancos de investimentos; iv) investigação sobre o desempenho operacional de empresas que fazem abertura de capital. O presente estudo se enquadra nessa última categoria.

i) investigação sobre as motivações da abertura de capital

Tradicionalmente os livros-texto de Finanças (por exemplo, Brealey, Myers e Allen (2007)) defendem que a abertura de capital é um passo do processo natural de crescimento das empresas. Pagano et al (1998) mostram que essa é uma visão limitada da motivação para abertura de capital de empresas, defendendo que as empresas abrem seu capital por diversas razões e que esse não é um passo obrigatório no processo de crescimento da empresa, podendo citar como exemplo, casos de Alemanha e Itália, economias extremamente relevantes para o cenário mundial, que apresentam grandes corporações que não têm ações negociadas em bolsa (por exemplo, Bosch, Barilla e Ferrero). Os autores descrevem que as empresas que fazem abertura de capital são em geral: i) empresas grandes comparadas com as outras empresas de capital fechado do mesmo setor; ii) empresas cujas em indústrias cujas firmas de capital aberto possuem alto índice valor de mercado/valor contábil e; iii) possuem como objetivo o rebalanceamento financeiro após um período de altos investimentos. Além disso, Pagano et al citam alguns fatos sobre a abertura de capital, dentre eles:

I - Seleção adversa: dado que os investidores são menos informados que os emissores, algumas empresas de pior qualidade são incentivadas a abrir capital e isso afeta o preço dos IPOs de boa qualidade (piorando);

II - Custos administrativos e taxas: abrir capital gera diversos custos para o emissor, que afetam indiretamente o preço final da captação para a empresa;

III - Perda de confidencialidade: As empresas que abrem seu capital passam a ser monitoradas não somente pelo mercado mas também pelos agentes fiscalizadores, tais como a CVM, e para isso precisam dispor mais detalhadamente sobre suas informações.

Benefícios da abertura de capital:

IV - Superar restrições de crédito: a abertura de capital permite que as empresas acessem um novo mercado de crédito apresentando seus projetos de investimento;

V - Maior poder de barganha junto aos bancos: ao acessar o mercado de capitais a empresa deixa de ficar dependente apenas dos recursos dos bancos (quando esses possuíam informações exclusivas sobre as empresas) e fazem com que o custo de empréstimo bancário caia.

VI - Liquidez e diversificação de portfólio: traz vantagens de obter mais recursos e de diversas fontes diferentes, reduzindo a dependência.

VII – Outros fatores Monitoramento, reconhecimento pelo investidor, mudança de controle e janelas de oportunidades.

Na mesma linha de Pagano et al (1998), Kim e Weisbach (2005) estudam os motivos que levam uma empresa a fazer ofertas de ações, seja um IPO ou SEO (*seasoned equity offering*¹). Os autores mostram que as emissões primárias (ou seja, aquelas em que há emissão de novas ações e entrada de caixa na empresa) estão mais relacionadas à necessidade de capital para investimento, mostrando que grande parte dos recursos captados vão para investimentos em pesquisa e desenvolvimento,

¹ *seasoned equity offering* – termo em inglês utilizado para descrever ofertas de ações de empresas já negociadas em bolsa de valores.

despesas de capital e estoque. Além disso, também verificou-se a redução de endividamento bancário, ou seja, utilização de recursos captados junto ao mercado de ações para liquidação de dívidas junto a credores, reduzindo a alavancagem. Já, as ofertas secundárias (aquelas em que há a simples transferência de propriedade de ações já existentes) não estão relacionadas a incrementos em investimentos. No Brasil, Schiozer, Oliveira e Saito (2009) encontram evidência que corrobora com os resultados de Kim e Weisbach (2005), mostrando que os bancos que abriram capital entre 2005 e 2007, quase todos com significativa emissão primária de ações, eram mais alavancados, tinham maiores oportunidades de crescimento, e encontravam restrição de capital para aumentar o tamanho de sua carteira de crédito.

Zingales (1995) discute em seu artigo as motivações de fazer o IPO de acordo com os objetivos dos donos iniciais. Eles podem escolher entre pulverizar as ações no mercado de ações ou negociar diretamente com algum grupo de forma a manter o *status* de capital fechado da empresa. O modelo desenvolvido visa apreçar qual a melhor forma de negociação dentre as duas acima descritas e cita diversos casos (controversos) em que o empresário tem que tomar suas decisões. O fato é que a decisão entre vender para um único investidor ou pulverizar as ações através de um IPO dependerá dos objetivos desses investidores e da leitura feita anteriormente à emissão.

Pastor, Taylor e Veronesi (2008) desenvolveram um modelo para o *timing* do IPO. Em seu trabalho eles descrevem o comportamento de dois agentes: o investidor (que eles chamam de *well-diversified investors*) e o empresário (*undiversified entrepreneur*), cada um com objetivos distintos. No modelo, não há assimetria de informação e a decisão do empreendedor se baseia no *tradeoff* entre manter a empresa com capital fechado ou abri-lo: haverá o IPO se o lucro esperado da empresa for suficientemente alto, uma vez que o empreendedor pode antecipar sua riqueza por meio do IPO (resultando num aumento de sua utilidade pela suavização do consumo). Isso pode explicar a queda de desempenho operacional pós-IPO amplamente observada na literatura. Nesse sentido, o IPO tem tanto maior probabilidade de ocorrência quanto mais voláteis forem os resultados da empresa. De fato, nossos resultados corroboram com a estória de Pastor et al (2008), mostrando que a lucratividade pré-emissão das empresas que fizeram IPO é maior do que a de outras empresas de capital aberto do mesmo setor.

Schultz (2003) descreve em seu artigo uma teoria que chama de *Pseudo Market Timing* em que as empresas optam por realizar IPO nos momentos em que o mercado está mais aquecido, mais demandante por novos papéis, embora não seja possível prever os retornos futuros. Mesmo que o retorno anormal esperado seja zero ex-ante (o que é condizente com um mercado eficiente e sem assimetria de informação), os retornos anormais *ex-post* são negativos. Essa teoria é condizente com a pesquisa de Ritter e Welch (2002), que fazem uma extensa revisão da literatura sobre IPOs, concluindo que os determinantes dos retornos das ações de empresas-IPO é menos bem explicado por assimetria de informação do que por problemas de agência. Além disso, concluem que os fenômenos relativos aos IPOs são não estacionários (isto é, os fatores que explicavam motivação de emissões e retornos das ações há 30 anos são distintos daqueles que explicam os fenômenos hoje).

Ainda relacionado às motivações sobre a abertura de capital, a literatura mostra que as emissões se concentram no tempo. De uma maneira geral, há duas teorias que procuram explicar as ondas de IPOs. Uma das teorias, a comportamental (ou *market timing*), também discutida no trabalho de Pagano et al (1998), Baker e Wurkler (2001) e Lowry e Schwuert (2001), indica que as empresas abrem capital aproveitando momentos e/ou janelas de mercado quando o mercado está com maior apetite para investir em novas empresas; a outra teoria, a neoclássica, descrita por Pástor e Veronesi (2003), indica que a motivação para abertura de capital é decorrente da ocorrência de choques econômicos, tecnológicos ou regulatórios, que alteram a estrutura ótima de financiamento das empresas. Os resultados de Kim e Weisbach (2005) e Schiozer, Oliveira e Saito (2009) corroboram com a teoria neoclássica.

ii) estudos que se dedicam a entender a natureza dos retornos das ações de empresas que fazem IPO no curto, médio e longo prazo a partir de problemas de assimetria de informação e estrutura de propriedade e liquidez das ações

Ritter e Welch (2002) documentaram em sua pesquisa que o retorno médio para o primeiro dia de negociação das empresas por eles selecionados foi de 18,8% com aproximadamente 70% das empresas apresentando uma variação positiva. Em geral, empresas operacionais apresentam retornos extraordinários positivos no primeiro dia de negociação, enquanto que não se observa fenômeno semelhante para

os retornos de empresas não operacionais, como fundos de investimento. Isso pode ser explicado por diversas teorias como assimetria de informações e problemas de agência, que levam a uma necessidade de haver um prêmio de risco maior do que o valor justo de mercado. Os investidores, sabendo que há diversos pontos que geram incerteza numa empresa que pretende efetuar um IPO, cobrarão esse prêmio. Nesse sentido, um outro fator também extremamente crítico na discussão é o papel do *underwriter*, cuja atuação pode exacerbar ou mitigar o problema de assimetria de informação. O *underwriter* tem em suas mãos o poder da distribuição dos papéis para os diversos investidores no mercado e ao mesmo tempo possui as informações necessárias sobre o IPO, potencialmente gerando um conflito para o emissor.

Verne, Santos e Postali (2009) fazem uma discussão sobre o efeito das estruturas de propriedade dos IPOs efetuados no Brasil entre 2004 e 2007 sobre os retornos das ações. O foco de análise foram as estruturas piramidais², aquelas em que o principal acionista monta uma estrutura com vários níveis de propriedade antes de se chegar ao controlador final, como a utilização de subsidiárias, empresas de participação, *holdings* e outros veículos estruturados de propriedade de capital. Em geral, essas estruturas diminuem os poderes dos acionistas minoritários. Nas empresas com estruturas piramidais verificou-se um efeito negativo no desempenho das ações, mesmo controlando-se por fatores de desempenho operacional, alavancagem e liquidez. O desempenho negativo encontrado é atribuído à expropriação de direitos dos acionistas minoritários.

Outra linha que vem ganhando destaque é aquela relacionada ao processo de estabilização dos preços e liquidez das ações (Carvalho e Tolentino (2009) e Pinheiro e Carvalho (2009)). Pinheiro e Carvalho (2009) mostram que a idéia das intervenções para estabilização de preço (feitas pelo *underwriter*) é de garantir que o preço da ação emitida não sofra variações de preços muito bruscas, principalmente queda, o que poderia influenciar na imagem do banco que estruturou a oferta de forma que ele não tenha efetuado o apereçamento de forma correta, resultando em perda de reputação do *underwriter* e conseqüentemente em menos negócios no futuro. No entanto, o processo de estabilização serve apenas como mitigador do valor real de mercado dessa ação uma vez que em alguns casos, passado o período de estabilização,

² Casos bem conhecidos de empresas com estrutura piramidal no Brasil são Cosan e Gerdau, dentre outras.

observam-se retornos anormais negativos para os papéis. O processo de estabilização de preços não exerce influência no desempenho operacional das empresas. Os autores também verificam que o processo de estabilização de preços tem um efeito positivo na liquidez nos seis meses subsequentes à emissão. Já Carvalho e Tolentino (2009) tratam sobre o processo de prover liquidez para o mercado (*Aftermarket Short Covering*³) pelos *underwriters* e identificam que este tem um efeito positivo sobre o desempenho do papel emitido.

iii) trabalhos dedicados a entender o processo de formação de preços na oferta de ações e o papel do underwriter no processo de emissão e os potenciais conflitos existentes entre investidores, empresa emissora e bancos de investimentos

Purnanandam e Swaminathan (2004) utilizam uma amostra de mais de 2000 IPOs ocorridos entre 1980 e 1997 e encontram que a maioria dessas ações estavam sobrevalorizadas na emissão, numa avaliação por múltiplos, comparando-se à empresas do mesmo setor, descrevendo que muitas vezes em um IPO ocorre um apereçamento maior devido à leitura incorreta sobre o potencial de crescimento das empresas nos *road shows* em que os *underwriters* adequam o preço da oferta às expectativas do mercado. Além disso, há uma valorização adicional logo após a emissão, ocorrida pelo possível excesso de demanda, que em muitos estudos é explicado por uma possível assimetria de informações e por efeito de bolhas. A consequência disso é que os investidores de longo prazo são prejudicados, pois o preço da ação tende a convergir (normalmente para baixo) para o preço justo de mercado.

No Brasil, a discussão sobre o papel do *underwriter* pode ser vista em Saito e Pereira (2005), que analisam o processo de *bookbuilding* de quatro empresas brasileiras entre 2003 e 2004. O processo de *bookbuilding*, em que o banco de investimento possui amplo poder discricionário na fixação do preço de oferta e na alocação das ações aos investidores tem se tornado o mais comum nas ofertas brasileiras, tendo sido adotado na imensa maioria das ofertas brasileiras nos últimos anos. O estudo identifica que alguns fatores determinam a forma de distribuição das ações: tamanho da ordem de compra, frequência da participação do investidor em

³ *After market short covering* é a ação do *underwriter* de manter os preços do IPO no nível da oferta evitando grandes oscilações. É uma forma de estabilização de preços.

outras ofertas e tipo de investidor, se de curto ou de longo prazo. Saito e Pereira analisam os determinantes da alocação das ações para os investidores e encontraram indícios de mecanismos para induzir os investidores a revelarem informações superiores no processo de formação de preços, sendo que a principal preocupação dos *underwriters* é a preocupação com controle, liquidez do mercado secundário e com a participação de investidores de curto prazo (*flippers*). O estudo mostra algumas evidências em favor das teorias de aquisição de informações assim como os trabalhos internacionais.

Também no que concerne ao papel dos *underwriters* na emissão, Santos, Silveira e Barros (2009) estudaram os efeitos dos *equity kickers* (empréstimo efetuado pelos bancos de investimento que conduzem o processo de emissão de ações para as empresas antes da abertura de capital, de forma a ampliar o capital disponível para investimentos). Essa situação resulta em um possível conflito de interesse, uma vez que o *underwriter* acaba ficando com uma parcela significativa do capital levantado no IPO. Os resultados indicam uma relação inversamente proporcional entre a tomada de empréstimos dos *underwriters* e o retorno de longo prazo das ações, o que corrobora com a hipótese de que há conflito de interesse, pois o *underwriter* leva a empresa ao mercado a um preço mais alto (ou a um *underpricing* menor) do que se não tivesse nenhum recurso investido na empresa.

iv) investigação sobre o desempenho operacional de empresas que fazem abertura de capital

Quando tratamos do assunto desempenho operacional das empresas que abrem capital podemos verificar diversos trabalhos internacionais e, mais recentemente, alguns brasileiros.

No exterior, um dos trabalhos pioneiros sobre o assunto é o de Jain e Kini (1994) em que os autores investigam a mudança na performance operacional das empresas na transição de capital fechado para capital aberto. A conclusão dos autores é que há uma queda acentuada da performance operacional das empresas pós IPO medido pelo retorno sobre ativos (ROA) e fluxo de caixa operacional, comparado com o período pré IPO, apesar de exibirem um alto crescimento em vendas e investimentos relativo às empresas comparáveis. De acordo com o trabalho de Jain e Kini, três

fatores são identificados como possíveis causas para o declínio: custos de agência, *maquiagem* dos números contábeis pré-IPO e assimetria de informações. Sobre o primeiro ponto (custos de agência), os autores mencionam o clássico problema do *Free Cash Flow* apontado por Jensen (1986), em que o excesso de caixa na empresa como resultado do IPO levaria a empresa a investir em projetos de Valor Presente Líquido negativo e ter, conseqüentemente, uma queda em sua performance operacional. Já a maquiagem de números contábeis é uma prática que leva a empresa a ter números maiores no momento pré abertura de capital de forma a atrair mais investidores e assim conseguir um valor maior para o IPO. Obviamente o efeito pós-IPO é exatamente o inverso, uma vez que uma série de custos de exercícios anteriores ao IPO são contabilizados nos demonstrativos pós-IPO, o que se reflete numa queda na performance da empresa, medida por indicadores contábeis.

Coakley, Hadass e Wood (2007) comparam a performance operacional de empresas do Reino Unido que abriram capital durante o período da bolha da internet (1998-2000) a outras 316 empresas que abriram capital entre 1985 e 2003, verificando o efeito de um *venture capital* na abertura de capital assim como fizeram Jain e Kini, medindo o desempenho operacional através da variável fluxo de caixa operacional deflacionado por ativos totais e utilizando o teste *Two-Tailed Signed Rank Test* (*Wilcoxon test*). Os resultados encontrados divergem de Jain e Kini pois estes encontram que a presença de um *venture capital* afeta positivamente o desempenho da empresa IPO enquanto que aqueles verificam que isso só ocorreu em sua amostra no período de bolha. Até onde foi possível pesquisar, trata-se do primeiro trabalho com uma amostra grande de empresas fora dos EUA. Ao analisar o efeito da abertura de capital dois fatores explicaram a *underperformance* das empresas: *market timing* e assimetria de informações. O primeiro fator explica o efeito de as empresas abrirem capital durante o momento da bolha da internet e o segundo explica o motivo pelo qual muitas empresas de baixa qualidade abriram capital aproveitando o sentimento de euforia dos investidores em busca de oportunidades de investimento. Seus resultados são consistentes com essa explicação, na medida em que, considerando-se apenas os IPOs ocorridos em períodos que excluem a bolha da internet, o retorno anormal das ações não é significativamente diferente de zero. Já para as ações emitidas durante o período de bolha, o retorno anormal é extremamente negativo. Os autores citam que Jain e Kini (1994) têm uma hipótese de sinalização em que

empresas com maior *underpricing* pré IPO possuem melhor desempenho operacional pós IPO (baseado nas teorias de Allen e Faulhaber (1989), Grinblatt e Hwang (1989) e Welch (1989)). Uma das idéias é que é improvável que empresas de baixo valor incorram o custo de *underpricing* para parecerem empresas de alto valor e posteriormente verificarem valorização isso porque o verdadeiro valor da empresa provavelmente será revelado no momento em que as ofertas secundárias acontecerem, pós IPO, não sendo interessante para essas empresas sinalizarem um valor abaixo do justo. Outro fator verificado no estudo é a influência de Venture Capital (VC) na performance das empresas que abrem capital. Verificou-se que uma empresa que possui participação de um VC tem uma maior probabilidade de obter uma performance pós IPO positiva. Além disso, uma das críticas feitas pelos autores ao trabalho de Jain e Kini foi que a amostra deles analisou empresas durante períodos sem crises austeras e que isso pode ter influenciado o resultado obtido.

Schiozer, Oliveira e Saito (2009) por sua vez, tratam da recente onda de abertura de capital de bancos no Brasil (empresas excluídas da amostra deste estudo), no período de 2005 a 2007. Utilizando variáveis do *rating* CAMEL (Adequação de Capital, Qualidade dos Ativos, Qualidade da Gestão, Lucros e Liquidez dos Ativos)⁴ como indicadores de desempenho operacional, concluem que os bancos que fizeram IPO apresentam características *ex-ante* diferentes daquelas de bancos de mesmo porte e tipo de atuação que permaneceram com capital fechado. Quando analisaram a mudança de performance operacional (pré x pós-IPO), verificaram que essa foi afetada negativamente, embora os dados não permitam que isso seja verificado estatisticamente (poucos dados para avaliar o período pós abertura de capital). Assim como Jain e Kini (1994), Schiozer, Oliveira e Saito (2009) atribuem a queda de desempenho operacional a possíveis conflitos de agência derivados do excesso de caixa advindo da emissão (Jensen (1986)).

Na esteira de Schiozer, Oliveira e Saito (2009), Bossolani (2009) fez uma análise do desempenho de empresas brasileiras não financeiras que abriram capital entre 2004 e 2006 e um dos resultados encontrados foi que há uma aceleração do crescimento das receitas para as empresas que abrem capital, e que as empresas tornam-se menos alavancadas. Bossolani verifica em seu estudo que ao abrir capital as empresas conseguem equilibrar seu custo de capital e consequentemente conseguem

⁴ *Capital adequacy, Asset quality, Management quality, Earnings and Liquidity*

melhorar seu desempenho operacional. O capital levantado no IPO é utilizado de forma a aumentar seus investimentos, acelerando o crescimento de ativos e receitas, contribuindo para a desalavancagem. No entanto, ao não controlar pelos efeitos macroeconômicos, feito no presente trabalho através da metodologia de pareamento, Bossolani ignora o fato do período 2005-2007 (posterior aos IPOs analisados em seu estudo) ter sido uma época de crédito abundante e alto crescimento, o que pode causar a falsa impressão de que a redução no custo de captação e crescimento de ativos e vendas estariam sendo gerados pelo IPO em si, possivelmente levando a certa distorção na interpretação dos resultados. No presente estudo tentaremos mitigar tal problema por meio do uso de variáveis ajustadas pela mediana do setor (diferenças em diferenças).

Um estudo similar ao que será efetuado neste trabalho foi feito por Kim, Kitsabunnarat e Nofsinger (2004) no que tange as empresas analisadas, uma amostra de 133 empresas entre 1987 e 1993, onde afirmam que a estrutura de propriedade das empresas é em geral definida por empresas com propriedade, gestão e administração familiar que abrem capital quando percebem uma oportunidade de captação de recursos de forma a expandir suas operações. Eles estudaram o desempenho operacional de empresas tailandesas no período de 1987 a 1992 encontrando um declínio ao longo do tempo. Assim como Jain e Kini (1994) eles também argumentam que quando uma empresa abre capital há uma redução do interesse dos gestores e aumento do conflito entre estes e os acionistas o que resulta em altos custos de agência. Assim como o presente estudo, os autores avaliam o desempenho operacional de empresas de um país emergente, gerando resultados em linha com Jain e Kini (1994), apresentando declínio no desempenho operacional das empresas.

3 METODOLOGIA E DESCRIÇÃO DOS DADOS

Para o presente estudo selecionamos 92 empresas brasileiras que abriram capital no período de 2003 a 2008 (todas por meio de ofertas públicas iniciais na Bovespa). Dessas empresas, foram excluídas as instituições financeiras, as empresas que sofreram processo de fusão e também as empresas cujo setor de atividade não encontrava nenhuma outra empresa de capital aberto negociada na Bovespa (necessário para que pudéssemos construir as variáveis ajustadas, como veremos adiante), restando 69 empresas.

TABELA 1: Estatística descritiva das variáveis analisadas. Dados referentes à amostra inteira analisada (empresas IPO e valores ajustados aos *matchings*), sem separação por período sendo que para cada variável foram agregados os dados de todos os períodos, desde 4 anos antes do IPO até 4 anos depois do IPO.

	Var. RECEITA (%)	Var. ATIVOS (%)	ALAVANCAGEM (%)	ROA (%)	ROE (%)	EBITDA/Ativos	FCF / Ativos
Média	29,321	21,818	12,823	1,937	-2,724	-0,088	-3,626
p-valor	0,032	0,726	0,000	0,020	0,530	0,930	0,000
Mediana	4,179	8,484	4,290	1,664	0,083	-0,123	-1,657
p-valor	0,006	0,001	0,000	0,068	0,580	0,487	0,004
Máximo	21,023	114,723	112,987	80,525	478,636	1,724	0,319
Mínimo	-5,755	-111,268	-65,136	-37,631	-478,636	-0,990	-0,838
Desvio Padrão	2,163	10,055	20,183	13,336	70,470	0,183	0,172
Observações	253	260	305	259	253	326	306

Variação (crescimento) de Receita: medida como a diferença entre a receita total num dado ano t e no ano t-1 dividida pela receita em t-1. A receita total é um indicador direito de como está sendo o desempenho da empresa no que se refere à geração de caixa. No presente estudo utilizaremos a variação da receita no tempo, verificando se foi positiva ou negativa. No caso de mensuração de performance operacional esperamos, no caso de melhora da performance, que obtenhamos números positivos.

Variação (crescimento) de Ativos Totais: Variável incluída na tabela para verificarmos qual o comportamento da mesma após a conclusão do IPO, esperando que ela apresente uma variação positiva devido à captação de recursos no mercado.

Alavancagem: dada pela relação dívida/ativos totais e mostra a forma como a empresa financia suas atividades. Está incluso na amostra pois queremos entender de que forma a empresa se porta após um IPO em termos de alavancagem.

Retorno Sobre Ativos (ROA): Indicador de análise financeira que mede o lucro gerado pelo uso dos ativos da empresa. É calculado como sendo o quociente entre o lucro líquido obtido pela empresa e seus ativos totais. A importância de utilizarmos

esta variável na análise de performance é porque poderemos mensurar qual o impacto não somente nas receitas mas sim na relação da geração de receitas sobre os ativos totais, demonstrando se após o IPO a empresa conseguiu melhorar essa relação que melhor será quanto maior for o número. Jain e Kini utilizam esta variável para testar o desempenho operacional das empresas.

Retorno Sobre Patrimônio Líquido (ROE): é um indicador percentual de performance, indicando o quão eficiente a empresa está sendo em relação ao patrimônio. $ROE = (\text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido})$. É um importante indicador de performance da empresa e principalmente do retorno sobre o capital e por isso a análise de tal número.

EBITDA (Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização)/Ativos Totais: Assim como a receita total é uma forma de mensuração do faturamento da empresa. Assim como a receita, esta variável é uma medida direta de como a empresa está evoluindo em relação ao faturamento.

FCF (Fluxo de Caixa Livre)/Ativos Totais: é o volume de fluxo de caixa disponível aos investidores em títulos da empresa (fornecedores de capital de terceiros e capital próprio), após a cobertura de todas as necessidades operacionais e o pagamento de investimentos em ativos permanentes líquidos e ativos circulantes líquidos. Foi incluída na análise pois de acordo com a definição, demonstrará qual foi a geração de caixa para os investidores e nos permitirá comparar com o resultado encontrado por Jain e Kini assim como outros trabalhos que utilizam esta variável deflacionada por ativos totais como medida de desempenho operacional.

TABELA 2: Estatística descritiva dos dados originais dos IPOs e dos Matchings. Dados sem nenhum tratamento anterior e referentes ao ano t=0 (ano do IPO). Para os matchings foi considerado o ano IPO como o ano do IPO do seu par na relação de IPOs.

IPOs							
	ALAVANCAGEM	VAR.(%) ATIVOS	EBITDA/ ATIVOS	FCF / ATIVOS	VAR. (%) RECEITAS	ROA (%)	ROE (%)
Média	13,199	0,772	0,092	-0,037	1,109	4,630	10,524
Mediana	6,260	0,280	0,100	0,000	0,450	5,475	8,965
Máximo	69,860	23,510	0,370	0,490	21,240	27,430	292,590
Mínimo	-18,410	-0,060	-0,040	-0,540	-0,360	-15,890	-69,350
Desvio Padrão	15,625	2,816	0,078	0,154	2,738	7,800	38,339
Matchings							
Média	2,078	0,821	0,114	0,012	1,051	3,690	12,391
Mediana	0,780	0,180	0,100	0,000	0,180	2,340	6,380
Máximo	129,850	2,510	0,490	0,490	45,420	108,260	293,170
Mínimo	-30,120	-0,290	-0,510	-0,540	-0,700	-50,980	-57,310
Desvio Padrão	10,654	2,162	0,120	0,104	4,341	11,285	33,800

3.1 Definição do grupo de controle

Após a seleção das empresas IPO, selecionamos, para cada empresa, o grupo de controle (*matchings*) com o qual faremos a comparação, sempre selecionando empresas listadas na BMFBOVESPA. Para a construção do grupo de controle, adotou-se o seguinte procedimento:

1) Para cada empresa IPO, identificam-se as empresas que já tinham ações negociadas em bolsa classificadas dentro do mesmo segmento de atividade, segundo classificação da BM&F/Bovespa;

2) Das empresas desse segmento, são identificadas 3 empresas imediatamente maiores e 3 menores utilizando como medida de tamanho a variável capital social⁵ divulgada pela BMF/Bovespa. Para as empresas IPO em que não foi possível obter 6 empresas com essas características, mantivemos a escolha de 6 empresas sendo que selecionamos ou 1 empresa adicional com capital maior ou menor.

⁵ Utilizamos a variável capital social de forma a seguir a os dados divulgados pela BMFBOVESPA. De fato, uma melhor medida para mensuração de tamanho como ativos totais poderia ser utilizada porém devido ao reduzido número de empresas na amostra, tal fato se tornou irrelevante.

3) Para os casos em que não houve o número de 6 empresas *matchings* mantivemos o critério de pareamento pelo segmento de atividade, mas admitindo um número inferior de empresas, podendo chegar a apenas 1 empresa.

4) Nos casos em que não foi possível identificar empresas no mesmo segmento de atividades, a empresa foi excluída da amostra pois ao verificar o sub-setor de atividade, mantendo-se os passos 2 e 3 mencionados acima, verifiquei que não seria uma comparação coerente resolvendo desta forma retirar a empresa da amostra.

Assim como Jain e Kini, mediremos a performance operacional ajustada pela diferença entre o valor observado para a empresa IPO e a mediana dos valores observados para a mesma variável nas empresas do grupo de controle, no mesmo período. A mediana, que é uma medida central, é preferível à média pois não está sujeita ao efeito de *outliers*. Medimos a performance operacional das empresas da seguinte forma:

- 1 Cálculo da mediana do grupo de controle
- 2 Definição da variável de diferença: $VAR_IPO_X(t) = IPO_X(t) - MEDIANA_CONTROL_X(t)$
 - a. Onde $VAR_IPO_X(t)$ = variável de desempenho ajustado da empresa IPO X no período t
 - b. $IPO_X(t)$ = valor da variável medida para a empresa IPO X no período t
 - c. $MEDIANA_CONTROL_X(t)$ = mediana da variável medida para o grupo de controle da empresa IPO X
- 3 Padronização do período de observação sendo que $t=0$ é o ano em que a empresa fez o IPO. Exemplo:

TABELA 3: Exemplo de variável ajustada

Ano	2005	2006	2007	2008
$t=$	-1	0	1	2
Empresa IPO				
LUPATECH	26,18	6,58	-5,9	-6,41
Matchings				
SCHULZ	4,86	4,11	9,04	-3,23
WEG	12,97	14,26	13,35	10,53
Mediana	8,92	9,18	11,19	3,65
Variável Ajustada	17,26	-2,60	-17,09	-10,06

(ROA da Lupatech. Dados referentes ao ROA da Lupatech e das empresas matchings em 2005, 2006, 2007 e 2008. Mediana das empresas match e finalmente o resultado do ROA ajustado da Lupatech para 2005 ($t=-1$), 2006, 2007 e 2008)

4 Teste da VAR_IPO_X(t) para verificar se ela é estatisticamente diferente de zero. Para efetuar este teste foi utilizado o *two-tailed Wilcoxon signed rank test*.

Foram efetuados diferentes testes com a base no que se refere ao período base de comparação. O objetivo de tais comparações foi conseguir isolar momentos do tempo que não possuam influência do objetivo de efetuar IPO e desta forma conseguirmos comparar a diferença do “antes” com o “depois” do IPO. Além disso, de acordo com a teoria de maquiagem de balanços, as empresas melhoram seu balanço no ano anterior em que efetuarão o IPO para que possam obter mais recursos desta forma. Ao compararmos os períodos, queremos verificar se isso de fato ocorre e em que variáveis será refletido. Inicialmente testamos as mesmas variáveis comparando com $t=-2$, ou seja, dois anos antes de ocorrer o IPO porém a ausência de quantidade de dados suficiente para realizarmos os testes nos impediu de prosseguir com os testes. Por fim, decidiu-se por efetuar os testes das variáveis comparando com o período $t=-1$ (um ano antes do IPO), assim como Jain e Kini (1994), Schiozer et al (2009) e Coakley et al (2007) . Os resultados são descritos na próxima seção.

4 RESULTADOS

4.1 Desempenho ajustado antes e depois do IPO

Separando a amostra em duas partes, antes do IPO ($t=-4$ a $t=-1$) e após o IPO ($t=+1$ a $t=+4$) foi possível verificar que as empresas que abrem capital tinham melhor desempenho e eram mais alavancadas antes do IPO e continuam assim após o IPO comparativamente ao seus grupos de controle.

Os resultados da tabela 4 mostram que as médias das variáveis ajustadas de desempenho (ROA, ROE, EBITDA/Ativo) são positivas (embora o ROE ajustado não seja estatisticamente significativo) antes do IPO, o que significa que as empresas que abriram capital tiveram, antes do IPO, desempenho superior às empresas que já tinham capital aberto. Além disso, apresentavam maior crescimento dos ativos e das receitas e eram mais alavancadas antes do IPO. Esses resultados são semelhantes ao encontrado por Schiozer, Oliveira e Saito (2009) para os bancos brasileiros. Ao analisar os indicadores de geração de caixa (EBITDA/Ativo e FCF/Ativo), conclui-se que, no quesito de geração de caixa operacional, não há distinção significativa entre as empresas que fazem IPO das demais, ao passo que o 2º indicador (FCF/Ativo) mostra que as empresas IPO geram menos caixa que as demais, podendo indicar que estas tenham um nível de investimento maior que seus pares, o que é consistente com os resultados de Kim e Weisbach (2005).

TABELA 4: Testes de média e mediana para as variáveis ajustadas pré e pós IPO. A amostra foi dividida em duas partes, um período anterior ao IPO, medido por $t=-4$ a $t=-1$ e outro período pós IPO, medido por $t=+1$ a $t=+4$.

	Anterior ao IPO					Após o IPO				
	Média	p-Valor	Mediana	P-valor	obs	Média	p-Valor	Mediana	P-valor	obs
Δ Receita (%)	14,00	0,04	3,00	0,02	80	36,00	0,06	4,00	0,06	173
Δ Ativos Totais (%)	12,00	0,07	7,00	0,13	84	26,00	0,77	9,00	0,00	176
Alavancagem (%)	15,70	0,00	6,75	0,00	124	10,84	0,00	3,63	0,00	181
ROA (%)	4,44	0,02	2,60	0,06	83	0,75	0,34	1,29	0,42	176
ROE (%)	2,28	0,79	6,10	0,37	79	-4,99	0,33	-0,26	0,21	174
EBITDA / Ativo	0,02	0,30	0,00	0,65	141	-0,01	0,04	0,00	0,17	185
FCF / Ativo	-0,04	0,02	-0,02	0,09	130	-0,03	0,00	-0,01	0,02	176

fonte: elaboração própria

Analisando as médias e medianas das variáveis de desempenho ajustado no período pós-IPO, observamos que as empresas que fizeram IPO mantém um desempenho superior às empresas de seus grupos de controle em termos de crescimento de ativos e receitas (embora não estatisticamente significativo para a

média do crescimento dos ativos). Quanto à rentabilidade, não temos resultados conclusivos pois nenhum dos indicadores selecionados traz resultados estatisticamente significativo. No entanto, os sinais obtidos nos dizem que, em termos de ROA as empresas IPO permanecem com desempenho superior a suas pares. O mesmo não ocorrendo com o ROE (o que pode ser explicado pela injeção de capital próprio ocorrida no IPO, que infla – pelo menos momentaneamente, o denominador desse indicador). Ao analisarmos EBITDA/Ativos e FCF/Ativos, verificamos que as empresas IPO continuam com menor geração de caixa, tanto em termos de caixa operacional quanto total. Em média, estas empresas também se mantêm mais alavancadas que seus pares, o que pode indicar que os recursos captados na forma de capital próprio foram acompanhados de captação de recursos de terceiros (dívida bancária, debêntures etc), ou que os recursos captados no IPO não foram suficientes para trazer o índice de alavancagem aos níveis das outras empresas do setor.

4.2 Mudança de desempenho ajustado (diferenças em diferenças)

A mudança na performance operacional das empresas que abrem capital é medida relativa ao ano $t=-1$ (ano anterior à abertura de capital) conforme teste efetuado por Jain e Kini (1994). Os resultados encontrados foram pouco conclusivos estatisticamente, pois em raros casos foi possível verificar significância e poder estatísticos, conforme se observa na Tabela 5. No Painel A da tabela 5 vemos a mudança na mediana da variável *retorno sobre ativos* que mede o quão lucrativa a empresa é com relação aos seus ativos. A mediana da variável ajustada apresenta os valores 0,81%, -4,24%, -0,58% e -10,74% (respectivamente para comparações em $t=-2$, $t=0$, $t=1$ e $t=2$). Foi testada também, com resultados no Painel B, a variável *retorno sobre patrimônio líquido*, com resultados reportados em -0,11%, -10,62%, -7,24% e -18,39% (respectivamente de $t=-2$ a $t=2$).

TABELA 5: Resultado dos testes de variação de desempenho ajustado (diferenças em diferenças). A tabela demonstra o resultado obtido na avaliação dos dados da amostra em comparação com o ano imediatamente anterior ao IPO ($t=-1$) tanto para a média quanto para a mediana, assim como o p-valor encontrado no teste de mediana efetuado (wilcoxon signed rank test).

Medida de Performance Operacional	Comparação com o ano anterior ao IPO			
	de -2 a -1	de -1 a 0	de -1 a 1	de -1 a 2
Painel A: Retorno sobre Ativo Total (%)				
Mudança média ajustada à Indústria	-0,13	-5,27	-5,37	-17,68
Mudança mediana ajustada à Indústria	0,81	-4,24	-0,58	-10,74
Número de Observações	32	46	46	14
Wilcoxon Signed Rank (valor)	0,01	2,18	1,13	2,76
Wilcoxon Signed Rank (p-valor)	0,99	0,02	0,26	0,01
Painel B: Retorno sobre Patrimonio Líquido (%)				
Mudança média ajustada à Indústria	-4,69	-10,16	-6,31	-28,34
Mudança mediana ajustada à Indústria	-0,11	-10,62	-7,24	-18,39
Número de Observações	31	44	44	12
Wilcoxon Signed Rank (valor)	0,26	1,69	0,80	2,23
Wilcoxon Signed Rank (p-valor)	0,79	0,08	0,42	0,03
Painel C: EBITDA / Ativos Totais				
Mudança média ajustada à Indústria	-0,39	-2,66	-0,28	-0,89
Mudança mediana ajustada à Indústria	-0,34	-2,19	-0,46	1,31
Número de Observações	44	61	61	23
Wilcoxon Signed Rank (valor)	0,26	1,63	0,61	0,35
Wilcoxon Signed Rank (p-valor)	0,79	0,10	0,54	0,73
Painel D: Fluxo de Caixa Livre / Ativos Totais				
Mudança média ajustada à Indústria	-2,27	-2,00	1,02	1,66
Mudança mediana ajustada à Indústria	-1,86	-3,00	-0,01	-0,36
Número de Observações	40	52	-0,13	21
Wilcoxon Signed Rank (valor)	1,12	1,38	0,05	0,24
Wilcoxon Signed Rank (p-valor)	0,26	0,17	0,96	0,81
Painel E: Alavancagem (%)				
Mudança média ajustada à Indústria	-2,34	-10,66	-6,66	-5,83
Mudança mediana ajustada à Indústria	-0,94	-5,80	-1,37	-0,11
Número de Observações	39	54	55	19
Wilcoxon Signed Rank (valor)	1,43	3,76	2,29	0,62
Wilcoxon Signed Rank (p-valor)	0,15	0,00	0,02	0,52
Painel F: Crescimento de Receitas Totais (%)				
Mudança média ajustada à Indústria	11,64	3,45	-12,81	-53,34
Mudança mediana ajustada à Indústria	-0,31	-6,73	3,54	-18,75
Número de Observações	31	45	45	14
Wilcoxon Signed Rank (valor)	0,40	1,50	0,45	1,32
Wilcoxon Signed Rank (p-valor)	0,69	0,13	0,65	0,19
Painel G: Crescimento dos Ativos Totais (%)				
Mudança média ajustada à Indústria	1,84	312,22	-16,43	-18,13
Mudança mediana ajustada à Indústria	-4,36	55,94	-7,81	-21,62
Número de Observações	32	47	47	14
Wilcoxon Signed Rank (valor)	0,07	3,23	0,70	1,44
Wilcoxon Signed Rank (p-valor)	0,95	0,00	0,48	0,15

Fonte: elaboração própria

No Painel C e D são apresentados o resultado dos testes das variáveis EBITDA/Ativo e Fluxo de Caixa Livre/Ativo e igualmente os resultados são inconclusivos e sem muita significância estatística. No Painel E vemos a variável alavancagem que indica que houve uma menor alavancagem, com dados reportados referente à mediana de -0,94, -5,80, -1,37 e -0,11, ou seja, as empresas IPO eram e continuaram menos alavancadas que seus *matchings*.

Também reporto na tabela o a mudança na mediana da variável Crescimento de Receitas Totais (Painel F) onde quero testar se há uma redução da receita gerada pelas empresas, o que nos levaria a concluir que após a abertura de capital as empresas pioram as vendas em termos relativos, pois nesta variável estamos testando as sua variação e não em termos absolutos. Os números encontrados são -0,31, -6,73, 3,54 e -18,75 (de $t=-2$ a $t=2$ respectivamente).

Por último, no painel G verificamos o crescimento dos *ativos totais*, medida em termos de sua variação percentual ao longo dos anos. Os dados encontrados indicam que há uma redução na taxa de crescimento dos ativos da empresa demonstrando uma tendência de piora no crescimento. Curiosamente, a teoria estudada indica que a abertura de capital faz com que as empresas aumentem o crescimento de seu ativo o que gera um efeito de desalavancagem e aqui verificamos que quando comparado ao grupo de controle, as empresas IPOs tem uma redução da variação de seus ativos (valores encontrados de -4,66, 55,94, -7,81 e -21,62).

Após os testes efetuados com a metodologia proposta não podemos chegar a resultados conclusivos acerca da variação de desempenho pós-IPO, pois de acordo com os testes efetuados (Wilcoxon Signed Rank Test) não encontramos um p-valor significativo a 5% (nem a 10%), não sendo possível concluir que há melhora ou piora da performance operacional da forma como encontram os trabalhos de Jain e Kini (1994), Coakley et al (2007), e Schiozer, Oliveira e Saito (2009). De fato, os resultados dos testes de diferenças em diferenças são consistentes com o apresentado na Tabela 4. De uma maneira geral, as empresas-IPO possuíam, antes de abrir capital, desempenho superior às suas pares que já possuíam capital aberto, e continuaram com desempenho superior após o IPO.

Também é possível que a falta de significância estatística nos testes de variação de desempenho ajustado seja devido a uma amostra relativamente pequena

(comparada aos estudos internacionais), que causa perda de poder estatístico aos testes. Assim, é possível que no Brasil a alteração de desempenho operacional só possa ser observada de forma mais efetiva no momento em que houver histórico e dados suficientes para que realizemos um teste com maior número de observações e, portanto, maior poder estatístico para os testes, fato que não é possível neste momento. De qualquer forma, Jain e Kini citam como possível razão para a queda no desempenho o fato de que as empresas não conseguem gerar projetos com VPL positivo nos mesmos níveis anteriores ao IPO ou se os gestores falharem em manter os níveis requeridos de investimentos. Alternativamente, projetos com VPL positivo, porém com fluxo de caixa negativo no início e que faz com que ocorra queda no desempenho dessas empresas, somente poderão ter seu desempenho medido com o tempo. Embora não seja possível rejeitar tais hipóteses, não podemos descartá-las. Assim, não é possível identificar, a princípio, se de fato o IPO não influencia o desempenho operacional das empresas (e portanto qualquer variação no desempenho ajustado se dê por simples flutuação estocástica), ou se a variação de desempenho não pode ser observada de maneira a se obter significância estatística nos testes.

5 CONCLUSÕES

O objetivo deste trabalho foi verificar se houve alteração no desempenho operacional das empresas brasileiras que abriram capital entre 2004 e 2008 através de sete indicadores: ROA, ROE, EBITDA/Ativos, FCL/Ativo, Alavancagem, Crescimento de Receitas e Crescimento de Ativos Totais. A base de dados inclui todas as empresas não financeiras que abriram capital e que possuem *matchings* de forma que fosse possível a comparação relativamente a empresas do mesmo setor, utilizando-se o método de diferenças em diferenças, e não a simples variação no tempo de forma absoluta.

Os resultados mostraram que as empresas que abriram capital possuíam, antes do IPO, desempenho superior (em termos de rentabilidade) às empresas do grupo de controle, e mantiveram-se com desempenho superior mesmo após o IPO. Também se verificou que essas empresas eram mais alavancadas e cresciam mais rapidamente que seus pares, tanto antes quanto depois do IPO.

Não foi possível verificar, com significância estatística, se o IPO é per se capaz de alterar o desempenho operacional das empresas. Os dados analisados não permitiram chegar a uma conclusão definitiva, pois há duas possíveis hipóteses. Na primeira, o desempenho operacional não varia com o IPO, contrariando a maior parte da evidência internacional, mas em linha com os resultados encontrados por Bossolani (2009) que conclui que as empresas utilizam os recursos das ofertas para aumentar seus investimentos e acelerar o crescimento dos ativos e receitas fato que este que corrobora com os resultados encontrados no presente estudo. Este fator contribui para reduzir a possibilidade de uma das teorias acima citadas que é a de maquiagem de balanços.

Na segunda hipótese, a ausência de significância estatística pode ser atribuída à ausência de dados suficientes que nos permitam chegar às conclusões. De certa forma, alguns dados sugerem (mas sem significância estatística) que há uma tendência de piora no desempenho operacional das empresas em linha com os trabalhos internacionais que avaliam o desempenho operacional das empresas. Este fato poderia ser explicado por algumas teorias como: 1) maquiagem de balanços, 2) *market timing*, 3) assimetria de informações e 4) mudança na estrutura de controle.

O mercado acionário brasileiro vem crescendo nos últimos anos, o que faz com que haja expectativa de novos IPOs, possibilitando o aumento da base de dados de forma que poderemos fazer testes com mais observações e maior poder estatístico. A evolução desta pesquisa ocorrerá à medida que mais empresas abram capital e que tenhamos mais dados pós IPO com o passar do tempo.

Para pesquisas futuras recomenda-se o estudo da ligação entre o desempenho do preço das ações com a variação do desempenho operacional assim como a motivação das empresas brasileiras a abrir seu capital. Além disso, com mais dados disponíveis será possível avaliar novamente ano a ano se de fato houve uma melhora na performance operacional das empresas e assim melhor explorar as motivações que fazem com que as empresas continuem a fazer IPO e os investidores continuem a investir seu capital. A inclusão das empresas classificadas como Setor Financeiro podem agregar valor na amostra de forma a obtermos um resultado com maior poder estatístico assim como a inclusão de novos IPOs ocorridos ao longo de 2009 e que até a finalização deste trabalho não puderam ser incluídas na amostra. Além disso, 2009 é o primeiro ano pós-crise do mercado financeiro internacional e que trará importantes informações sobre o desempenho das empresas e dos setores econômicos e que nos permitirá obter melhores conclusões acerca do assunto.

6 REFERÊNCIAS

- BOSSOLANI, T.. IPO e o Desempenho das Empresas. 2009. 56 f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) – Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2009.
- CARVALHO, A. G., TOLENTINO, R. A.. Aftermarket Short Covering in IPOs and Long-Term Stock Liquidity. In: Encontro Brasileiro de Finanças, 4, São Leopoldo/RS, 2009. Anais...São Leopoldo, 2009.
- CARVALHO, A. G., PINHEIRO, D. B.. A Relevância do processo de Estabilização no Retorno de Curto Prazo dos IPOs. In: Encontro Brasileiro de Finanças, 4, São Leopoldo/RS, 2009. Anais...São Leopoldo, 2009.
- COAKLEY, J., HADASS, L., WOOD, A.. Post-ipo Operating Performance, Venture Capital and the Bubble Years. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34 (9) & (10), 1423-1446, November/December 2007.
- HSUN, Chen-Chien, SHIH, Hui-Tzu. Initial Public Offering and Corporate Governance in China's transitional economy. National Bureau of Economic Research, Working Paper 9574, Março/2003. Disponível em www.nber.org.
- JAIN, B. A., KINI, O. The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms. *The Journal of Finance*, Vol. 49, No. 5, págs. 1699-1726, Dezembro/1994. Disponível em www.ssrn.com.
- JENSEN, M. C.. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, 76, pp. 323-329, 1986.
- KIM, K. A., KITSABUNNARAT, P., NOFSINGER, J. R.. Ownership and operating Performance in an emerging market: evidence from Thai IPO firms. *Journal of Corporate Finance* 10, pp 355-281, 2004.
- KIM, W., WEISBACH, M. S.. Do Firms go public to raise capital? NBER working paper 11197, disponível em www.nber.org/papers/w11197. Março/2005.
- KHURSHED, A., PALEARI, S., VISMARA, S.. The Operating and Share Price Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience. Disponível em www.ssrn.com,
- PAGANO, M. Panetta, F., ZINGALES, L.. Why Companies Go Public? An Empirical Analysis, *Journal of Finance*, Vol. 53, pp 27-64, 1998. Disponível em www.ssrn.com.
- PÁSTOR, L., VERONESI, P.. Stock Prices and IPO Waves, working paper, 2003, disponível em www.ssrn.com
- PÁSTOR, L., Taylor, L.A., VERONESI, P.. Entrepreneurial Learning, the IPO Decision, and the Post-IPO Drop in Firm Profitability. Oxford University Press, 2008. Disponível em www.jstor.org/stable/3598013
- PURNANANDAM, A. K., SWAMINATHAN, B.. Are IPOs Really Underpriced? The review of *Financial Studies*, vol. 17 n°3, pp. 811-848, 2004
- ITTER, J.. Initial Public Offerings. *Contemporary Finance Digest*, Vol. 2, No. 1 (spring 1998), pp-5-30.

- ROUSSEAU, P.L., JOVANOVIC, B. Interest Rates and Initial Public Offerings. NBER, 2004.
Disponível em www.nber.org
- ROSSI Jr, J.L., MAROTTA, M., Equity Market Timing: Testando através dos IPOs no Mercado Brasileiro. 2008.
- SAITO, R., PEREIRA, J. A. C. M. Bookbuilding e Alocação Estratégica: Evidência do Mercado brasileiro de ações. Revista Brasileira de Finanças 2005 Vol. 4, No. 1, pp. 299-319.
- SANTOS, R. L., SILVEIRA, A. M., BARROS, L. A. B. C. Underwriters fueling going public companies? Evidence of Conflict of interest in the Brazilian 2004-2007 IPO Wave. 2009.
- SCHIOZER, R.F., OLIVEIRA, R.F. e SAITO, R.. Why Banks go Public? Evidence from the 2005-1007 Wave of Brazilian Bank-IPO, Working Paper, 2009. Disponível em www.ssrn.com.
- SCHULTZ, P.. Pseudo Market Timing and the Long-Run Underperformance of IPOs. The Journal of Finance, Vo. 58, N.2, pp. 483-517, 2003.
- VERNE, R.M., SANTOS, R.L., POSTALI, F.S.. Estruturas de Propriedade Piramidais e Seus Efeitos Sobre o Valor de Mercado Das Companhias Brasileiras que Abriram Capital no Período 2004-2007. FEA-USP. Junho/2009.
- ZINGALES, L. Insider ownership and the decision to go public. The Review of Economic Studies, Vol. 62, No. 3. (Jul., 1995), pp. 425-448.

7 ANEXOS

TABELA 6: Classificação Setorial das empresas listadas na BOVESPA

SETOR ECONOMICO	SUBSETOR	SEGMENTO	LISTAGEM		
			CODIGO	SEGMENTO	
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Exploração e/ou Refino			
		ECODIESEL	ECOD	NM	
		MARLIM PART	MARL	MB	
		MARLIM PETR	MRLM	MB	
		NOVAMARL PET	NVML	MB	
		NOVAMARLIM	NVMP	MB	
		OGX PETROLEO	OGXP	NM	
		PET MANGUINH	PPMG		
		PETROBRAS	PETR		
		Y P F	YPFL		
		Materiais Básicos	Mineração	Minerais Metálicos	
CENT AMAPA	CTAP				
CENT CORUMBA	CTMN				
CENT MIN-RIO	CTMI				
LITEL	LTEL			MB	
MMX MINER	MMXM			NM	
VALE R DOCE	VALE			N1	
Siderurgia e Metalurgia	Siderurgia				
	ACOS VILL		AVIL		
	FERBASA		FESA		
	GERDAU		GGBR	N1	
	GERDAU MET		GOAU	N1	
	SID NACIONAL		CSNA		
	USIMINAS		USIM	N1	
	VICUNHA SID		VSID		
	Artefatos de Ferro e Aço				
	ALIPERTI		APTI		
	CONFAB		CNFB	N1	
	FIBAM		FBMC		
	MANGELS INDL		MGEL	N1	
	MET DUQUE		DUQE		
	PANATLANTICA		PATI		
	TEKNO		TKNO		
Artefatos de Cobre					
CARAIBA MET	CRBM				
ELUMA	ELUM				
PARANAPANEMA	PMAM		N1		

SETOR ECONOMICO	SUBSETOR	SEGMENTO	LISTAGEM	
			CODIGO	SEGMENTO
Materiais Básicos	Químicos	Petroquímicos		
		BRASKEM	BRKM	N1
		ELEKEIROZ	ELEK	
		GPC PART	GPCP	
		M G POLIEST	RHDS	
		PRONOR	PNOR	
		QUATTOR PETR	SZPQ	
		UNIPAR	UNIP	N1
		Fertilizantes e Defensivos		
		FER HERINGER	FHER	NM
		FOSFERTIL	FFTL	
		NUTRIPLANT	NUTR	MA
		YARA BRASIL	ILMD	
		Químicos Diversos		
	MILLENNIUM	TIBR		
	QGN PARTIC	QGNP	MB	
	Madeira e Papel	Madeira		
		DURATEX	DURA	N1
		EUCATEX	EUCA	
		SATIPEL	SATI	NM
		Papel e Celulose		
		ARACRUZ	ARCZ	N1
		CELUL IRANI	RANI	
		KLABIN S/A	KLBN	N1
		MELHOR SP	MSPA	
		MELPAPER	MLPA	
		SANTHER	STTZ	
		SUZANO HOLD	NEMO	
		SUZANO PAPEL	SUZB	N1
		V C P	VCPA	N1
		Embalagens	Embalagens	
		DIXIE TOGA	DXTG	
		METAL IGUACU	MTIG	
		PETROPAR	PTPA	
		RIMET	REEM	
		Materiais Diversos	Materiais Diversos	
		MAGNESITA SA	MAGG	NM
		PROVIDENCIA	PRVI	NM
		SANSUY	SNSY	
		TRORION	TROR	

SETOR ECONOMICO	SUBSETOR	SEGMENTO	LISTAGEM CODIGO	SEGMENTO	
Bens Industriais	Material de Transporte	Material Aeronáutico			
		EMBRAER	EMBR	NM	
		Material Ferroviário			
		COBRASMA	CBMA		
		Material Rodoviário			
		ARTEB	ATBS		
		D H B	DHBI		
		FRAS-LE	FRAS	N1	
		IOCHP-MAXION	MYPK	NM	
		MARCOPOLO	POMO	N2	
		METAL LEVE	LEVE		
		PLASCAR PART	PLAS		
		RANDON PART	RAPT	N1	
		RECRUSUL	RCSL		
		RIOSULENSE	RSUL		
		TUPY	TUPY		
		WETZEL S/A	MWET		
		WUEST	WISA		
		Equipamentos Elétricos	Equipamentos Elétricos		
			METALFRIO	FRIO	NM
			TRAF0	TRFO	
		Máquinas e Equipamentos	Motores, Compressores e Outros		
			LUPATECH	LUPA	NM
			SCHULZ	SHUL	
			WEG	WEGE	NM
			Máqs. e Equip. Industriais		
			BARDELLA	BDLL	
		INDS ROMI	ROMI	NM	
		INEPAR	INEP		
		KEPLER WEBER	KEPL		
		NORDON MET	NORD		
		Máqs. e Equip. Construção e Agrícolas			
		ACO ALTONA	EALT		
		METISA	MTSA		
		Máqs. e Equip. Hospitalares			
		BAUMER	BALM		
		CELM	CELM		
		Armas e Munições			
		FORJA TAURUS	FJTA		
	Serviços	Serviços Diversos			
		ABNOTE	ABNB	NM	
		CONTAX	CTAX		
		CRSEC	CRSC	MB	
		CSU CARDSYST	CARD	NM	
		DTCOM-DIRECT	DTCY		
	Comércio	Material de Transporte			
		MINASMAQUINA	MMAQ		
		WLM IND COM	SGAS		
		Máquinas e Equipamentos			
		LARK MAQS	LARK		

SETOR ECONOMICO	SUBSETOR	SEGMENTO	LISTAGEM	
			CODIGO	SEGMENTO
Construção e Transporte	Construção e Engenharia	Materiais de Construção		
		CAMARGO CIM	CCCI	
		CHIARELLI	CCHI	
		CP CIMENTO	CPCM	
		ETERNIT	ETER	NM
		HAGA S/A	HAGA	
		PORTOBELLO	PTBL	NM
		Construção Civil		
		ABYARA	ABYA	NM
		AGRA INCORP	AGIN	NM
		BRASCAN RES	BISA	NM
		CC DES IMOB	CCIM	NM
		CIMOB PART	GAFP	
		CONST A LIND	CALI	
		CR2	CRDE	NM
		CYRELA REALT	CYRE	NM
		EVEN	EVEN	NM
		EZTEC	EZTC	NM
		GAFISA	GFSA	NM
		HELBOR	HBOR	NM
		INPAR S/A	INPR	NM
		JHSF PART	JHSF	NM
		JOAO FORTES	JFEN	
		KLABINSEGALL	KSSA	NM
		MRV	MRVE	NM
		PDG REALT	PDGR	NM
		RODOBENSIMOB	RDNJ	NM
		ROSSI RESID	RSID	NM
		SERGEN	SGEN	
		TECNISA	TCSA	NM
		TENDA	TEND	NM
		TRISUL	TRIS	NM
		Construção Pesada		
		AZEVEDO	AZEV	
		CONST BETER	COBE	MB
		LIX DA CUNHA	LIXC	
		MENDES JR	MEND	
		SULTEPA	SULT	
		Engenharia Consultiva		
		SONDOTECNICA	SOND	
		TECNOSOLO	TCNO	
		Intermediação Imobiliária		
		BR BROKERS	BBRK	NM
		LOPES BRASIL	LPSB	NM
		Transporte		
		Transporte Aéreo		
		GOL	GOLL	N2
		SAVARG	VAGV	
		TAM S/A	TAMM	N2
		VARIG TRANSP	VPTA	
		Transporte Metroviário		
		METRO RIO	OPRT	MB
		OESTE PART	OPOE	MB
	Transporte Ferroviário			
	ALL AMER LAT	ALLL	N2	
	ALL NORTE	FRRN	MB	
	ALL PAULISTA	GASC	MB	
	FER C ATLANT	VSPT		
	GRUCAI	GRUC		
	MRS LOGIST	MRSA	MB	
	Transporte Hidroviário			
	LOG-IN	LOGN	NM	
	TREVISA	LUXM		
	Transporte Rodoviário			
	TEGMA	TGMA	NM	
	Exploração de Rodovias			
	AUTOBAN	ANHB		
	BGPAR	BGPR		
	CCR RODOVIAS	CCRO	NM	
	CONC RIO TER	CRTE	MB	
	CONCEPA	CNCP		
	ECONORTE	ECNT		
	ECOSUL	ECOS		
	ECOVIAS	ECOV		
	INVEPAR	IVPR	MB	
	NOVADUTRA	NDUT		
	OHL BRASIL	OHLB	NM	
	TRIUNFO PART	TPIS	NM	
	VIAOESTE	VOES		

SETOR ECONOMICO	SUBSETOR	SEGMENTO	LISTAGEM CODIGO	SEGMENTO
Construção e Transporte	Transporte	Serviços de Apoio e Armazenagem		
		BAN ARMAZENS	CBAG	
		CENT LOGIST	CTLG	
		DOC IMBITUBA	IMBI	
		LLX LOG	LLXL	NM
		SANTOS BRAS	STBR	
		SANTOS BRP	STBP	N2
		VARIG SERV	VPSC	
		WILSON SONS	WSON	

SETOR ECONOMICO	SUBSETOR	SEGMENTO	LISTAGEM CODIGO	SEGMENTO
Consumo Não Cíclico	Agropecuária	Agricultura		
		RASIP AGRO	RSIP	
		RENAR	RNAR	NM
		SLC AGRICOLA	SLCE	NM
	Alimentos Processados	Açúcar e Alcool		
		AGROENERGIA	NAAG	
		COSAN	CSAN	NM
		COSAN LTD	CZLT	
		GUARANI	ACGU	NM
		SAO MARTINHO	SMTO	NM
		USIN C PINTO	UCOP	
		Café		
		CACIQUE	CIQU	
		CAF BRASILIA	CAFE	
		IGUACU CAFE	IGUA	
		Grãos e Derivados		
		CLARION	CLAN	
		Carnes e Derivados		
		EXCELSIOR	BAUH	
		JBS	JBSS	NM
		MARFRIG	MRFQ	NM
		MINERVA	BEEF	NM
		MINUPAR	MNPR	
		PERDIGAO S/A	PRGA	NM
		SADIA S/A	SDIA	N1
		Laticínios		
		LAEP	MILK	
		PARMALAT	LCSA	
		Alimentos Diversos		
		J.MACEDO	JMCD	
		JOSAPAR	JOPA	
		M.DIASBRANCO	MDIA	NM
		MARAMBAIA	CTPC	
		ODERICH	ODER	
	Bebidas	Cervejas e Refrigerantes		
		AMBEV	AMBV	
	Fumo	Cigarros e Fumo		
		SOUZA CRUZ	CRUZ	
	Prods. de Uso Pessoal e de Limpeza	Produtos de Uso Pessoal		
		NATURA	NATU	NM
		Produtos de Limpeza		
		BOMBRIL	BOBR	
	Saúde	Medicamentos e Outros Produtos		
		BIOMM	BIOM	
		CREMER	CREM	NM
		Serviços Médico - Hospitalares, Análises e Diagnósticos		
		AMIL	AMIL	NM
		DASA	DASA	NM
		MEDIAL SAUDE	MEDI	NM
		ODONTOPREV	ODPV	NM
		TEMPO PART	TEMP	NM
	Diversos	Produtos Diversos		
		HYPERMARCAS	HYPE	NM
	Comércio e Distribuição	Alimentos		
		AGRENCO	AGEN	
		P.ACUCAR-CBD	PCAR	N1
		Medicamentos		
		DIMED	PNVL	
		DROGASIL	DROG	NM
		PROFARMA	PRFM	NM

SETOR ECONOMICO	SUBSETOR	SEGMENTO	LISTAGEM CODIGO	SEGMENTO
Consumo Cíclico	Tecidos, Vestuário e Calçados	Fios e Tecidos		
		BUETTNER	BUET	
		CEDRO	CEDO	N1
		COTEMINAS	CTNM	
		DOHLER	DOHL	
		ENCORPAR	ECPR	
		F GUIMARAES	FGUI	
		FAB C RENAUX	FTRX	
		IND CATAGUAS	CATA	
		KARSTEN	CTKA	
		NOVA AMERICA	NOVA	MB
		PETTENATI	PTNT	
		SANTANENSE	CTSA	
		SCHLOSSER	SCLO	
		SPRINGS	SGPS	NM
		TEC BLUMENAU	TENE	
		TECEL S JOSE	SJOS	
		TEKA	TEKA	
		TEX RENAUX	TXRX	
		VICUNHA TEXT	VINE	
		WEMBLEY	WMBY	
		Couro		
		ARTHUR LANGE	ARLA	
		Vestuário		
		BOTUCATU TEX	STRP	
		CIA HERING	HGTX	NM
		MARISOL	MRSL	
		Calçados		
		ALPARGATAS	ALPA	N1
		CAMBUCI	CAMB	
		GRENDENE	GRND	NM
		VULCABRAS	VULC	
		Acessórios		
		MUNDIAL	MNDL	
	Utilidades Domésticas	Eletrodomésticos		
		BRASMOTOR	BMTO	
		GRADIENTE	IGBR	
		SPRINGER	SPRI	
		WHIRLPOOL	WHRL	
		Utensílios Domésticos		
		GAZOLA	GAZO	
		HERCULES	HETA	
		NADIR FIGUEI	NAFG	

SETOR ECONOMICO	SUBSETOR	SEGMENTO	LISTAGEM			
			CODIGO	SEGMENTO		
Consumo Cíclico	Mídia	Televisão por Assinatura				
		NET	NETC	N2		
		Jornais, Livros e Revistas				
		DOCAS	DOCA			
		SARAIVA LIVR	SLED	N2		
	Publicidade e Propaganda					
	BETAPART	BETP	MB			
	Hotelaria e Restaurantes	Hotelaria				
		HOTEIS OTHON	HOOT			
		INVEST TUR	IVTT		NM	
		LAHOTELS	MEOP		MB	
		SAUIPE	PSEG			
	Restaurantes e Similares					
	GARUDA	GRDA		MB		
	Lazer	Bicicletas				
		BIC MONARK	BMKS			
		PRO METALURG	PMET			
		Brinquedos e Jogos				
		ESTRELA	ESTR			
		TECTOY	TOYB			
		Parques de Diversão				
		PQ HOPI HARI	PQTM			
		Produção de Eventos e Shows				
		MAORI	MAOR		MB	
		SPTURIS	AHEB			
		Atividades Esportivas				
		LIGAFUTEBOL	BITY		MB	
		Diversos	Serviços Educacionais			
			ANHANGUERA	AEDU		N2
	ESTACIO PART		ESTC		NM	
	KROTON		KROT		N2	
	SEB		SEBB		N2	
	Aluguel de Carros					
	LOCALIZA		RENT		NM	
	UNIDAS		UNID			
	Comércio		Tecidos, Vestuário e Calçados			
			GRAZZIOTIN	CGRA		
		GUARARAPES	GUAR			
		LE LIS BLANC	LLIS		NM	
		LOJAS HERING	LHER			
		LOJAS RENNER	LREN		NM	
		MARISA	MARI		NM	
		Eletrodomésticos				
		GLOBEX	GLOB			
		Livrarias e Papelarias				
		LIVR GLOBO	LGLO			
		Produtos Diversos				
		B2W VAREJO	BTOW		NM	
		DUFYBRAS	DUFB			
		LOJAS AMERIC	LAME			
SETOR ECONOMICO	SUBSETOR	SEGMENTO	LISTAGEM	SEGMENTO		
Tecnologia da Informação	Computadores e Equipamentos	Computadores e Equipamentos				
		BEMATECH	BEMA	NM		
		ITAUTEC	ITEC			
		POSITIVO INF	POSI	NM		
		Programas e Serviços				
	Programas e Serviços					
	GAMA PART	OPGM		MB		
	IDEIASNET	IDNT		NM		
	TOTVS	TOTS		NM		
	UOL	UOLL		N2		

SETOR ECONOMICO	SUBSETOR	SEGMENTO	LISTAGEM		
			CODIGO	SEGMENTO	
Telecomunicações	Telefonia Fixa	Telefonia Fixa			
		BRASIL T PAR	BRTD	N1	
		BRASIL TELECOM	BRTO	N1	
		CTBC TELECOM	CTBC		
		EMBRATEL PAR	EBTP		
		FIAGO PART	FAGO	MB	
		GVT HOLDING	GVTT	NM	
		INVITEL	IVTL	MB	
		JEREISSATI	MLFT		
		LA FONTE TEL	LFTE		
		LF TEL	PITI		
		TELEFONICA	TEFC		
		TELEMAR	TNLP		
		TELEMAR N L	TMAR		
		TELEMAR PART	TLMP		
		TELESP	TLPP		
	ZAIN PART	OPZI	MB		
		Telefonia Móvel	Telefonia Móvel		
			AMAZONIA CEL	TMAC	MB
			AMERICEL	AMCE	
			FUTURETEL	FTRT	MB
			INEPAR TEL	INET	
			NEWTEL PART	NEWT	MB
			TELE NORT CL	TNCP	
			TELEMIG CL	TMGC	
			TELEMIG PART	TMCP	
			TIM PART S/A	TCSL	
		VIVO	VIVO		

SETOR ECONOMICO	SUBSETOR	SEGMENTO	LISTAGEM CODIGO	SEGMENTO		
Utilidade Pública	Energia Elétrica	Energia Elétrica				
		521 PARTICIP	QVUM	MB		
		524 PARTICIP	QVQP	MB		
		AES ELPA	AELP			
		AES SUL	AESL			
		AES TIETE	GETI			
		AFLUENTE	AFLU			
		AGCONCESSOES	ANDG	MB		
		AMPLA ENERG	CBEE			
		AMPLA INVEST	AMPI			
		BAESA	BESA			
		BONAIRE PART	BNPA	MB		
		BRASILIANA	ENGP			
		CEB	CEBR			
		CEEE-D	CEED	MB		
		CEEE-GT	EEEL	MB		
		CELESC	CLSC	N2		
		CELGPAR	GPAP			
		CELPA	CELP			
		CELPE	CEPE			
		CEMAR	ENMA	MB		
		CEMAT	CMGR			
		CEMIG	CMIG	N1		
		CEMIG DIST	CMGD			
		CEMIG GT	CMGT			
		CESP	CESP	N1		
		COELBA	CEEB			
		COELCE	COCE			
		COPEL	CPLC	N1		
		COSERN	CSRN			
		CPFL ENERGIA	CPFE	NM		
		CPFL GERACAO	CPFG			
		CPFL PIRATIN	CPFP			
		EBE	EBEN			
		ELEKTRO	EKTR			
		ELETRORBRAS	ELET	N1		
		ELETROPAR	LIPR			
		ELETROP PAULO	ELPL	N2		
		EMAE	EMAE			
		ENERGIAS BR	ENBR	NM		
		ENERGIPE	ENSE			
		ENERGISA	ENGI			
		ENERSUL	ENER			
		EQUATORIAL	EQTL	NM		
		ESCELSA	ESCE			
		FORPART	FPRT	MB		
		GER PARANAP	GEPAP			
		GTD PART	GTDP	MB		
		IENERGIA	IENG			
		INVESTCO	INVT			
		ITAPEBI	ITPB			
		LIGHT	LIGH			
		LIGHT S/A	LIGT	NM		
		MPX ENERGIA	MPXE	NM		
		NEOENERGIA	GNAN	MB		
		PAUL F LUZ	PALF			
		PROMAN	PRMN	MB		
		REDE ENERGIA	REDE			
		RIO GDE ENER	RGEG			
		TERMOPE	TMPE			
		TERNA PART	TRNA	N2		
		TRACTEBEL	TBLE	NM		
		TRAN PAULIST	TRPL	N1		
		UPTICK	UPKP	MB		
		YBC ENERGIA	NCNE			
			Água e Saneamento	Água e Saneamento		
				CASAN	CASN	
				COPASA	CSMG	NM
				DALETH PART	OPDL	MB
				SABESP	SBSP	NM
				SANEPAR	SAPR	
				SANESALTO	SNST	
			Gás	Gás		
				CEG	CEGR	
		COMGAS	CGAS			

SETOR ECONOMICO	SUBSETOR	SEGMENTO	LISTAGEM		
			CODIGO	SEGMENTO	
Financeiro e Outros	Intermediários Financeiros	Bancos			
		ABC BRASIL	ABCB	N2	
		ALFA CONSORC	BRGE		
		ALFA HOLDING	RPAD		
		ALFA INVEST	BRIV		
		AMAZONIA	BAZA		
		BANESE	BGIP		
		BANESTES	BEES		
		BANPARA	BPAR		
		BANRISUL	BRSR	N1	
		BICBANCO	BICB	N1	
		BRADESCO	BBDC	N1	
		BRASIL	BBAS	NM	
		BRB BANCO	BSLI		
		CRUZEIRO SUL	CZRS	N1	
		DAYCOVAL	DAYC	N1	
		EST PIAUI	BPIA		
		IFC	IFCO		
		INDUSVAL	IDVL	N1	
		ITAUBANCO	ITAU	N1	
		ITAUSA	ITSA	N1	
		MERC BRASIL	BMEB		
		MERC INVEST	BMIN		
		NORD BRASIL	BNBR		
		NOSSA CAIXA	BNCA	NM	
		PANAMERICANO	BPNM	N1	
		PARANA	PRBC	N1	
		PATAGONIA	BPAT		
		PINE	PINE	N1	
		RENNER PART	RNPT		
		SANTANDER BR	SANB		
		SOFISA	SFSA	N2	
		UNIBANCO	UBBR	N1	
		UNIBANCO HLD	UBHD	N1	
		VOTORANTIM	VTRF		
			Soc. Crédito e Financiamento		
			ALFA FINANC	CRIV	
			FINANSINOS	FNCN	
			MERC FINANC	MERC	
			Soc. Arrendamento Mercantil		
			BFB LEASING	BFBL	
			BICLEASING	LBIC	
	BRADESCO LSG	BDLS			
	BV LEASING	BVLS			
	DIBENS LSG	DBEN			
	Outros Intermediários Financeiros				
	BRAZILIAN FR	BFRE			
	Securizadoras de Recebíveis				
	AETATIS SEC	AETA			
	ALTERE SEC	ALTR			
	BETA SECURIT	BTSC			
	BRAVO SEC	AGSS			
	BRAZILIAN SC	BSCS			
	BRC SECURIT	BRCS			
	FIBRA SEC	FBSC			
	IMIGRANTES	IMIG			
	PATRIA SEC	NOOS			
	RBCAPITALSEC	RBCS	MB		
	RBCAPITALRES	RBRA	MB		
	SUBESTACAO	ELMT			
	ULBRA RECEB	ULBR			
	UNI CIDADE	UNCI			
	UNIVERCIDADE	UNIT			
	WTORRE CRJ	WTGJ			
	WTORRE FIDES	FDCS			
	WTORRE NSBC	WTNS			
	WTORRE PIC	WTPI			
	WTORRE SEC	WTSC			
	WTORRE TC	WTTC			
	WTORRE TSSP	WTTS			
	WTORRE VPA	WTVP			
	WTORRE VRJ	WTVR			
	XX NOVEMBRO	VDNS	MB		
	Serviços Financeiros Diversos				
	Gestão de Recursos e Investimentos				
	BNDSPAR	BNDP	MB		
	BRZ INVEST	BRZI	MB		
	GP INVEST	GPIV			
	TARPON	TARP			
	Serviços Financeiros Diversos				
	BMF BOVESPA	BVMF	NM		
	REDECARD	RDCD	NM		

SETOR ECONOMICO	SUBSETOR	SEGMENTO	LISTAGEM		
			CODIGO	SEGMENTO	
Financeiro e Outros	Previdência e Seguros	Seguradoras			
		CAIXA SEGURO	ZTJK	MB	
		ITAUSEG	ITSP		
		PAR AL BAHIA	PEAB		
		PORTO SEGURO	PSSA	NM	
		SEG AL BAHIA	CSAB		
		SEG MIN BRAS	CSMB		
		SUL AMERICA	SULA	N2	
		Exploração de Imóveis	Exploração de Imóveis		
		BR MALLS PAR	BRML	NM	
		BR PROPERT	BRPR		
		BRASILAGRO	AGRO	NM	
		COR RIBEIRO	CORR		
		CYRE COM-CCP	CCPR	NM	
		GENERALSHOPP	GSHP	NM	
		IGUATEMI	IGTA	NM	
		MENEZES CORT	MNZC	MB	
	MULTIPLAN	MULT	N2		
	SAO CARLOS	SCAR	NM		
	Holdings Diversificadas	Holdings Diversificadas			
	AGPART	CANT	MB		
	BAHEMA	BAHI			
	BATTISTELLA	BTTL			
	BRADESPAR	BRAP	N1		
	HABITASUL	HBTS			
	J B DUARTE	JBDU			
	MONT ARANHA	MOAR			
	ULTRAPAR	UGPA	N1		
	Outros	Outros			
	ALIUM PART	ALIU	MB		
	ARAUCARIA	VDNP	MB		
	BELAPART	PBEL	MB		
	CABINDA PART	CABI	MB		
	CACONDE PART	CACO	MB		
	CAIANDA PART	CAIA	MB		
	CALAIS PART	CALA	MB		
	CAPITALPART	CPTP	MB		
	CAPRI PART	CPRP	MB		
	CEMEPE	MAPT			
	CIMS	CMSA			
	COARI PART	COAR	MB		
	DINAMICA ENE	DNEN	MB		
	ELETRON	ETRO	MB		
	INVEST BEMGE	FIGE			
	ITAITINGA	SQRM			
	LONGDIS	SPRT	MB		
	MOENA PART	MOEP	MB		
	MONTICIANO	MONP	MB		
	OPPORT ALEF	ALEF	MB		
	OPPORT ENERG	OPHE	MB		
	OPPORT SUDES	OPSE	MB		
	PARCOM PART	PCPA	MB		
	POLPAR	PPAR			
PRIVATINVEST	PRVT	MB			
PROMPT PART	PRPT	MB			
RET PART	OPRE	MB			
ALLIS PART	SAGP	MB			
SAM INDUSTR	FCAP				
SELECTPART	SLCT	MB			
SETIBA PART	SETI	MB			
SUL 116 PART	OPTS	MB			
TELEBRAS	TELB				
TELINVEST	TLVT	MB			
VALETRON	VLTR	MB			

(N1) Nível 1 de Governança Corporativa

(N2) Nível 2 de Governança Corporativa

(NM) Novo Mercado

(MA) Bovespa Mais

(MB) Balcão Organizado Tradicional

ATENÇÃO

Este trabalho não é uma recomendação de investimento.

As informações recebidas das empresas admitidas à negociação na BM&FBOVESPA estão disponíveis para consulta em nosso site www.bovespa.com.br.

Para mais esclarecimentos, sugerimos procurar sua corretora. Ela pode ajudá-lo a avaliar os riscos e benefícios potenciais das negociações com valores mobiliários.

BM&F Bovespa S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros

TABELA 7: Estatística das Aberturas de Capital na BOVESPA entre 2004 e 2008

Estatísticas das Aberturas de Capital na BOVESPA entre 2004 e 2008						
Ano	Empresa	Segmento de listagem	Natureza da oferta	VOLUME R\$ milhões ¹	Nº de corretoras ²	Nº de investidores ³
2008	OGX Petroleo	Novo Mercado	Primária	6.712	55	1.377
2008	Le Lis Blanc	Novo Mercado	Primária	150	63	273
2008	Hypermarcas	Novo Mercado	Primária	612	64	13.008
2008	Nutriplant	BOVESPA Mais	Primária	21	0	2
2007	Tempo Part	Novo Mercado	Mista	420	57	3.807
2007	MPX Energia	Novo Mercado	Primária	2.035	58	164
2007	BMF	Novo Mercado	Secundária	5.984	70	255.001
2007	Panamericano	Nível 1	Primária	700	61	21.222
2007	Laep	BDR	Primária	508	52	563
2007	Helbor	Novo Mercado	Primária	252	60	723
2007	Amil	Novo Mercado	Mista	1.401	69	4.398
2007	BR Brokers	Novo Mercado	Mista	699	55	13
2007	Bovespa Hld	Novo Mercado	Secundária	6.626	69	64.775
2007	Agreco	BDR	Primária	666	55	805
2007	Marisa	Novo Mercado	Primária	506	67	13.177
2007	SEB	Nível 2	Mista	413	61	3.709
2007	Tenda	Novo Mercado	Primária	603	60	10.172
2007	Trisul	Novo Mercado	Primária	330	62	2.444
2007	BicBanco	Nível 1	Mista	822	62	5.197
2007	Sul America	Nível 2	Primária	775	67	19.261
2007	Satipel	Novo Mercado	Mista	413	59	6.807
2007	Cosan Ltd**	BDR	Primária	275	59	1.572
2007	Estacio Part	Nível 2	Mista	447	64	10.890
2007	Generalshopp	Novo Mercado	Primária	287	59	4.999
2007	Multiplan	Nível 2	Mista	925	66	24.419
2007	Providencia	Novo Mercado	Primária	469	64	11.135
2007	Springs	Novo Mercado	Mista	656	69	7.383
2007	ABC Brasil	Nível 2	Mista	609	49	6.050
2007	Triunfo Part	Novo Mercado	Mista	513	59	7.139
2007	Guarani	Novo Mercado	Primária	666	63	12.388
2007	Kroton	Nível 2	Mista	479	60	11.297
2007	MRV	Novo Mercado	Mista	1.193	60	15.657
2007	Patagonia**	BDR	Mista	76	56	2.846
2007	Minerva	Novo Mercado	Mista	444	62	11.660
2007	Invest Tur	Novo Mercado	Primária	945	53	17
2007	Redecard	Novo Mercado	Mista	4.643	67	29.766
2007	Indusval	Nível 1	Mista	253	59	290
2007	Tegma	Novo Mercado	Mista	604	64	6.776
2007	Marfrig	Novo Mercado	Mista	1.021	62	4.933
2007	Daycoval	Nível 1	Mista	1.092	62	7.585
2007	Cruzeiro Sul	Nível 1	Mista	574	61	4.221
2007	EZTec	Novo Mercado	Primária	542	62	5.553
2007	Log-In	Novo Mercado	Mista	848	67	26.898
2007	SLC Agrícola	Novo Mercado	Mista	490	64	9.750
2007	Parana	Nível 1	Primária	529	50	8.586
2007	Inpar S/A	Novo Mercado	Primária	756	60	9.614
2007	Tarpon	BDR	Primária	444	56	10.714
2007	Sofisa	Nível 1	Mista	505	61	7.269
2007	Wilson Sons	BDR	Mista	706	57	11.915
2007	Cremer	Novo Mercado	Mista	552	58	9.419
2007	Agra Incorp	Novo Mercado	Mista	786	62	5.375
2007	CR2	Novo Mercado	Primária	308	58	2.810
2007	Bernatech	Novo Mercado	Mista	407	60	8.718
2007	Metalrio	Novo Mercado	Mista	453	65	9.672
2007	JHSF Part	Novo Mercado	Primária	432	66	4.561
2007	Fer Heringer	Novo Mercado	Mista	350	64	9.275
2007	BR Malls Par	Novo Mercado	Primária	657	66	13.909
2007	Even	Novo Mercado	Primária	460	65	11.366
2007	Pine	Nível 1	Mista	517	55	20.251
2007	JBS	Novo Mercado	Mista	1.617	61	22.984
2007	Anhanguera	Nível 2	Mista	512	60	13.742
2007	GVT Holding	Novo Mercado	Primária	1.076	59	14.597
2007	Sao Martinho	Novo Mercado	Mista	424	64	24.686
2007	Iguatemi	Novo Mercado	Primária	549	64	16.889
2007	Tecnisa	Novo Mercado	Mista	791	66	17.436
2007	CC Des Imob	Novo Mercado	Mista	522	63	22.294
2007	Rodobensimob	Novo Mercado	Primária	449	62	14.181
2007	PDG Realt	Novo Mercado	Mista	648	62	12.018

Estatísticas das Aberturas de Capital na BOVESPA entre 2004 e 2008						
Ano	Empresa	Segmento de listagem	Natureza da oferta	Volume R\$ milhões ¹	Nº de corretoras ²	Nº de investidores ³
2006	Dufrybras	BDR	Secundária	850	60	10.177
2006	Lopes Brasil	Novo Mercado	Secundária	475	59	9.930
2006	Positivo Inf	Novo Mercado	Mista	604	61	18.814
2006	Odontoprev	Novo Mercado	Mista	522	55	8.860
2006	Ecodiesel	Novo Mercado	Primária	379	58	9.446
2006	Terna Part	Nível 2	Mista	627	52	6.509
2006	Profarma	Novo Mercado	Mista	401	53	4.609
2006	Brascan Res	Novo Mercado	Mista	1.188	54	4.319
2006	M.Diasbranco	Novo Mercado	Secundária	411	56	3.460
2006	Santos Bras	Nível 2	Mista	933	54	4.209
2006	Klabinsegall	Novo Mercado	Mista	527	53	4.720
2006	Medial Saude	Novo Mercado	Mista	742	53	3.131
2006	Abyara	Novo Mercado	Primária	164	41	6
2006	MMX Miner	Novo Mercado	Primária	1.119	35	18
2006	Datasul	Novo Mercado	Mista	317	52	5.514
2006	GP Invest**	BDR	Primária	706	49	2.373
2006	Lupatech	Novo Mercado	Mista	453	55	11.453
2006	BrasilAgro	Novo Mercado	Primária	583	35	3
2006	CSU CardSyst	Novo Mercado	Mista	341	57	14.637
2006	ABnote	Novo Mercado	Secundária	480	55	15.453
2006	Equatorial	Nível 2	Mista	540	56	7.521
2006	Totvs	Novo Mercado	Mista	460	57	16.322
2006	Company	Novo Mercado	Mista	282	55	13.166
2006	Gafisa	Novo Mercado	Mista	927	57	14.028
2006	Copasa	Novo Mercado	Primária	813	60	15.802
2006	Vivax	Nível 2	Mista	529	50	7.916
2005	UOL	Nível 2	Mista	625	56	13.234
2005	Cosan	Novo Mercado	Primária	886	52	9.079
2005	Nossa Caixa	Novo Mercado	Secundária	954	54	7.666
2005	OHL Brasil	Novo Mercado	Mista	496	42	1.084
2005	Energias BR	Novo Mercado	Mista	1.185	44	468
2005	TAM S/A	Nível 2	Mista	548	48	1.212
2005	Localiza	Novo Mercado	Secundária	265	48	809
2005	Submarino	Novo Mercado	Mista	473	52	4.022
2005	Renar	Novo Mercado	Primária	16	42	1.698
2004	Porto Seguro	Novo Mercado	Mista	377	51	5.919
2004	DASA	Novo Mercado	Mista	437	44	2.892
2004	Grendene	Novo Mercado	Secundária	617	56	7.905
2004	CPFL Energia	Novo Mercado	Mista	821	47	2.750
2004	ALL Amer Lat	Nível 2	Mista	588	33	3.425
2004	Gol	Nível 2	Mista	878	40	11.397
2004	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: Coleta própria de dados

TABELA 8: Empresas IPO e seus Grupos de Controle

Empresa IPO	Matchings	Empresa IPO	Matchings	Empresa IPO	Matchings	Empresa IPO	Matchings
ABNOTE	CSU CARDSYST	METALFRIO	TRAFÓ	LOCALIZA	UNIDAS	CREMER	DASA
	CONTAX		BRASCAN RES		MEDIAL SAUDE		MEDIAL SAUDE
	CRSEC		GAFISA		ODONTOPREV		ODONTOPREV
GAFISA	DTCOM-DIRECT	CYRELA REALT	INPAR S/A	DASA	AMIL	MRV	AMIL
	BRASCAN RES		AGRA INCORP		BIOMM		BRASCAN RES
	INPAR S/A		PDG REALT		DASA		GAFISA
ABYARA	AGRA INCORP	LOPES BRASIL	MRV	MEDIAL SAUDE	ODONTOPREV	PDG REALT	INPAR S/A
	PDG REALT		BR BROKERS		CREMER		AGRA INCORP
	MRV		LOPES BRASIL		AMIL		PDG REALT
KLABINSEGALL	CYRELA REALT	OHL BRASIL	TRIUNFO PART	ODONTOPREV	BIOMM	RODOBENSIMOB	CYRELA REALT
	HELBOR		CONC RIO TER		DASA		BRASCAN RES
	JOAO FORTES		CONCEPA		MEDIAL SAUDE		GAFISA
AGRA INCORP	CIMOB PART	TRIUNFO PART	INVEPAR	AMIL	CREMER	TECNISA	INPAR S/A
	SERGEN		ECOVIAS		BIOMM		AGRA INCORP
	CONST A LIND		CCR RODOVIAS		DASA		MRV
CC DES IMOB	ABYARA	GOL	OHL BRASIL	SATIPEL	MEDIAL SAUDE	TENDA	CYRELA REALT
	HELBOR		CONC RIO TER		ODONTOPREV		KLABINSEGALL
	CR2		CONCEPA		CREMER		CR2
AGRA INCORP	BRASCAN RES	ALL AMER LAT	INVEPAR	PROVIDENCIA	BIOMM	TRISUL	TRISUL
	GAFISA		TAM S/A		MAGNESITA SA		CC DES IMOB
	TENDA		TEGMA		CENT MIN RIO		JHSF PART
EVEN	INPAR S/A	LOG-IN	MRS LOGIST	MMX MINER	VALE R DOCE	TECNISA	JHSF PART
	PDG REALT		LOG-IN		NUTRIPLANT		EZTEC
	CR2		FER C ATLANT		FOSFERTIL		TENDA
EVEN	TRISUL	TEGMA	ALL AMER LAT	FER HERINGER	YARA BRASIL	SPRINGS	INPAR S/A
	RODOBENSIMOB		LOG-IN		NOVAMARLIM		AGRA INCORP
	TECNISA		TREVISIA		PET MANGUINH		KLABINSEGALL
EVEN	JHSF PART	LE LIS BLANC	METRO RIO	ECODIESEL	NOVAMARLIM	SAO MARTINHO	KLABINSEGALL
	EZTEC		LOJAS HERING		ECODIESEL		HELBOR
	TENDA		GRAZZIOTIN		ECODIESEL		CR2
EZTEC	INPAR S/A	MARISA	B2W VAREJO	OGX PETROLEO	NUTRIPLANT	GUARANI	RODOBENSIMOB
	AGRA INCORP		LOJAS AMERIC		PET MANGUINH		CC DES IMOB
	TECNISA		LOJAS RENNER		PETROBRAS		NOVA AMERICA
HELBOR	ABYARA	ANHANGUERA	LE LIS BLANC	POSITIVO INF	BEMATECH	COSAN	ROSSI RESID
	KLABINSEGALL		GRAZZIOTIN		ITAUTEC		DOHLER
	CR2		B2W VAREJO		POSTIVO INF		RENAR
INPAR S/A	TRISUL	ESTACIO PART	LOJAS AMERIC	UOL	IDEIASNET	SAO MARTINHO	RENAR
	CIMOB PART		GUARARAPES		GAMA PART		FASIP AGRO
	JOAO FORTES		ESTACIO PART		IDEIASNET		USIN C PINTO
JHSF PART	BRASCAN RES	KROTON	KROTON	TOTVS	TELEMIG PART	GUARANI	USIN C PINTO
	GAFISA		SEB		TELECEL		USIN C PINTO
	EZTEC		ANHANGUERA		BRASIL TELEC		COSAN
EQUATORIAL	TENDA	GRENDENE	ESTACIO PART	GVT HOLDING	EMBRATEL PAR	M.DIASBRANCO	USIN C PINTO
	AGRA INCORP		KROTON		TELEMAR		MARFRIG
	CC DES IMOB		ALPARGATAS		CASAN		MINERVA
ENERGIAS BR	TECNISA	CPFL ENERGIA	ESTACIO PART	COPASA	DALETH PART	MINERVA	JBS
	EZTEC		SEB		SABESP		MARFRIG
	TECNISA		ANHANGUERA		TERNA PART		MPX ENERGIA
ENERGIAS BR	INPAR S/A	RENAR	ESTACIO PART	MPX ENERGIA	CEMIG	LUPATECH	MPX ENERGIA
	AGRA INCORP		ALPARGATAS		TRACTEBEL		LIGHT S/A
	CC DES IMOB		CAMBUCI		GER PARANAP		GER PARANAP
ENERGIAS BR	TECNISA	PROFARMA	ESTACIO PART	CSU CARDSYST	AES ELPA	WEG	AES ELPA
	EZTEC		SEB		ABNOTE		ABNOTE
	TECNISA		ANHANGUERA		CONTAX		CONTAX
ENERGIAS BR	INPAR S/A	DROGASIL	ESTACIO PART	CSU CARDSYST	CRSEC	WEG	WEG
	AGRA INCORP		ALPARGATAS		DTCOM-DIRECT		DTCOM-DIRECT
	CC DES IMOB		CAMBUCI				

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](#)