

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ – UFC**  
**FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA E**  
**CONTABILIDADE – FEAAC**  
**CURSO DE MESTRADO PROFISSIONAL EM CONTROLADORIA – MPC**

**ANTÔNIO JOSÉ LIMA DE ALMEIDA**

**ABERTURAS DE CAPITAL NO BRASIL – ANÁLISE DAS OFERTAS PÚBLICAS**  
**INICIAIS DE AÇÕES**

**FORTALEZA**

**2009**

ANTÔNIO JOSÉ LIMA DE ALMEIDA

**ABERTURAS DE CAPITAL NO BRASIL – ANÁLISE DAS OFERTAS  
PÚBLICAS INICIAIS DE AÇÕES**

Dissertação apresentada à Coordenação do Curso de Mestrado Profissional em Controladoria da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre.

Orientador: Prof. Dr. Paulo de Melo Jorge Neto

**FORTALEZA**

**2009**

A444a

Almeida, Antônio José Lima de

Aberturas de capital no Brasil: análise das ofertas públicas iniciais de ações / Antônio José Lima de Almeida – Fortaleza: UFC/FEAAC, 2009.  
114 f.

Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal do Ceará – Coordenação do Curso de Mestrado Profissional em Controladoria – MPC.

Orientador: Prof. Dr. Paulo de Melo Jorge Neto

1. Mercado de Capitais 2. Abertura de Capital. 3. Oferta Pública Inicial  
I. Título.

CDD: 332.6

ANTÔNIO JOSÉ LIMA DE ALMEIDA

**ABERTURAS DE CAPITAL NO BRASIL – ANÁLISE DAS OFERTAS PÚBLICAS  
INICIAIS DE AÇÕES**

Dissertação submetida à Coordenação do Curso de Mestrado Profissional em Controladoria, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre, outorgado pela Universidade Federal do Ceará (UFC). Encontra-se à disposição dos interessados na Biblioteca da UFC.

A citação de qualquer trecho desta dissertação é permitida, desde que feita de acordo com as normas de ética científica.

Aprovada em: 24/06/2009

BANCA EXAMINADORA

---

Prof. Dr. Paulo de Melo Jorge Neto (Orientador)

Universidade Federal do Ceará – UFC

---

Prof. Docente Livre Francisco de Assis Soares

Universidade Federal do Ceará – UFC

---

Prof. Dr. Andrei Gomes Simonassi

Universidade Federal do Ceará – UFC

## **AGRADECIMENTOS**

Primeiramente a Deus, pela graça da vida, e por permitir a busca de conquistas e realizações pessoais.

Ao Banco do Nordeste do Brasil S. A. (BNB), pelo apoio financeiro.

Aos meus pais, Maria Neide e Antônio Joventino, por facilitarem este caminho e por contribuírem para a realização deste sonho. Especialmente à minha mãe, pela presença e pela dedicação.

Ao amigo Antonio Euclides Carvalho Neto, pelo incentivo à realização deste projeto.

Aos companheiros do Ambiente de Operações Financeiras e do Ambiente de Mercado de Capitais do BNB, pelo apoio e incentivo.

Ao amigo Fernando Barros de Lima, pela valiosa colaboração na feitura deste trabalho.

Ao meu orientador, o professor doutor Paulo de Melo Jorge Neto, pelo apoio na elaboração deste estudo.

Aos professores pelo apoio, ensinamento e colaboração.

Aos meus familiares e amigos pelo respeito, amizade e carinho.

"O dia mais belo? Hoje.  
A coisa mais Fácil? Equivocar-se.  
O obstáculo maior? O medo.  
O erro maior? Abandonar-se.  
A raiz de todos os males? O egoísmo.  
A distração mais bela? O trabalho.  
A pior derrota? O desalento.  
Os melhores professores? As crianças.  
A primeira necessidade? Comunicar-se.  
O que mais faz feliz? Ser útil aos demais.  
O mistério maior? A morte.  
O pior defeito? O mau humor.  
A coisa mais perigosa? A mentira.  
O sentimento pior? O rancor.  
O presente mais belo? O perdão.  
O mais imprescindível? O lar.  
A estrada mais rápida? O caminho correto.  
A sensação mais grata? A paz interior.  
O resguardo mais eficaz? O sorriso.  
O melhor remédio? O otimismo.  
A maior satisfação? O dever cumprido.  
A força mais potente do mundo? A fé.  
As pessoas mais necessárias? Os pais.  
A coisa mais bela de todas? O amor."

Madre Teresa de Calcutá

## RESUMO

Desde 2004, noticia-se na imprensa especializada um grande dinamismo do mercado de capitais brasileiro. Em 2005, foram realizadas nove ofertas públicas iniciais – IPO, que movimentaram cerca de R\$ 5 bilhões. Em 2006, foram 26 novas emissões, quando as empresas estreantes captaram cerca de R\$ 15 bilhões. Em 2007, o número de IPOs foi recorde, chegando a 64 novas empresas (captação de mais de R\$ 55 bilhões), considerado um marco na história do mercado de capitais brasileiro. Nesse contexto, este estudo analisou o comportamento das ações relativas às ofertas públicas iniciais de ações ocorridas no Brasil no período de 01.01.05 a 31.07.07, com o objetivo de apurar indícios de ocorrência das seguintes anomalias relacionadas aos IPOs: subprecificação (*underpricing*), alta volatilidade das ações, baixa performance das emissões no longo prazo e performance vinculada ao desempenho geral do setor de atividade das empresas emissoras. O estudo obteve os seguintes resultados: considerando o retorno médio das ações no primeiro dia de negociação (12,34%), ante a variação do CDI e do Ibovespa de apenas 0,07% e 0,46%, respectivamente, conclui-se que existem evidências de *underpricing* nas emissões analisadas; 83% das ações apresentaram volatilidade superior à do Ibovespa, o que poderia explicar os retornos elevados no primeiro dia de negociação, ou seja, o retorno inicial elevado é uma recompensa ao risco aceito pelos investidores; a maioria das ações seguiu a mesma tendência de desempenho do setor, sugerindo que as empresas abrem o capital em momentos de auge no desempenho do setor ao qual pertencem; as ações apresentaram baixa performance no longo prazo, indicando que os emissores tendem a aproveitar os períodos de grande volume de emissões, quando as ações estão sobrevalorizadas. Dessa forma, os retornos iniciais são elevados e no longo prazo há um movimento de mercado no sentido de posicionar os papéis no seu real valor.

Palavras-chave: Mercado de Capitais. Abertura de Capital. Oferta Pública Inicial.

## ABSTRACT

Since 2004, it has been noticed through the specialized media a great excitement in the Brazilian stock market. Nine (greatest amount since 1986) Initial Public Offers (IPO) were carried out along 2005 generating about R\$ 5 billion. In 2006, 26 new offers were carried out and the beginning companies made around R\$ 15 billion. In 2007, the number of IPO's achieved a record of 64 new companies (more than R\$ 55 billion), a landmark in the history of the Brazilian stock market. The enthusiasm of investors towards the initial offers reached a level where the stock markets decided to sell their own stocks. Natural people forgot their fear of the risk for a while trying to increase their income considering the decline of ordinary funds. BM&F's IPO, for instance, had 275 thousand natural people among the investors. Concerning all this excitement and some notorious cases of success and others of low performance of beginning companies in the stock market, the following work analyses the return of investments made in initial public offers of stocks in Brazil carried out between 2005/01/01 and 2007/07/31. Besides a comparative study of the return of the stocks with the CDI tax variation and the Ibovespa, it was done an analyses of the behavior of investments according to the market section and a study of the profitability of long term funds. Among 81 companies, only 30 had positive results, which demonstrate a low performance considering the initial enthusiasm and the excessive increase of values. The profitability of stocks was only superior to the CDI and Ibovespa variation in a short term frame and the papers seemed to be more volatile than the market average. It was also noticed that the return of investments is attached to the performance of each market section and the profitability of funds was not superior in a long term frame.

Key words: stock market, share market, stock openings, initial public offer.



## LISTA DE QUADROS

1	Ofertas Públicas Iniciais – 2005	70
2	Ofertas Públicas Iniciais – 2006	71
3	Ofertas Públicas Iniciais – 01.01 a 31.07.2007	72
4	Ações com Variação Positiva	73
5	Ações com Variação Superior ao Ibovespa	73
6	Ações com Var. Sup. ao CDI – 05 Maiores Retornos por Prazo	77
7	Ações Var. Sup. ao IBOVESPA – 05 Maiores Retornos por Prazo	79
8	Ações com Variação Positiva por Setor de Atividade	81
9	Variação Média por Setor de Atividade	82

## LISTA DE GRÁFICOS

‘

1	Volume Médio Diário Negociado na BM&FBOVESPA	53
2	Nº de Empresas nos Níveis de Governança da BM&FBOVESPA	54
3	Evolução da Quantidade de IPOs	69
4	Volume das Captações em Ofertas Públicas	70
5	Ações com Maiores Altas no Período	74
6	Ações com Maiores Baixas no Período	74
7	Ações com Maiores Valorizações no dia de Estréia	75
8	Percentual de Ações com Variação Superior ao CDI	76
9	Percentual de Ações com Variação Superior ao IBOVESPA	78
10	Emissões Públicas Iniciais por Setor de Atividade	80
11	Empresas com Retorno Positivo por Setor Atividade – 540 dias	80
12	Retorno Médio (%) das Ações por Prazo	83

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANDIMA	Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro
BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
CBLC	Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia
CDB	Certificado de Depósito Bancário
CDI	Certificado de Depósito Interfinanceiro
CETIP	CETIP S.A. – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DI	Depósito Interfinanceiro
FGC	Fundo Garantidor de Crédito
FUNDAP	Fundação do Desenvolvimento Administrativo do Estado de São Paulo
IBOVESPA	Índice da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
IPO	<i>Initial Public Offering</i> – Oferta Pública Inicial
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b>	14
<b>2</b>	<b>FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA</b>	19
<b>2.1</b>	<b>A Decisão da Abertura de Capital</b>	19
<b>2.2</b>	<b>Teorias sobre Estrutura de Capital</b>	19
2.2.1	Teoria Tradicional	19
2.2.2	Teoria de Modigliani e Miller	20
2.2.3	<i>Static Trade-Off Theory</i>	21
2.2.4	<i>Pecking Order Theory</i>	22
2.2.5	<i>Market Timing</i> e Estrutura de Capital	26
<b>2.3</b>	<b>Vantagens e Desvantagens da Abertura de Capital</b>	29
<b>2.4</b>	<b>Maximização do Valor da Empresa</b>	36
<b>2.5</b>	<b>Subprecificação de Oferta Pública Inicial de Ações</b>	42
<b>3</b>	<b>ABERTURA DO CAPITAL DE EMPRESAS NO BRASIL</b>	46
<b>4.</b>	<b>METODOLOGIA DA PESQUISA</b>	56
<b>4.1</b>	<b>Classificação da Pesquisa</b>	56
<b>4.2</b>	<b>População e Coleta de Dados</b>	56
<b>4.3</b>	<b>Etapas do Desenvolvimento do Trabalho</b>	57
4.3.1	Verificação do Desempenho das Ações	57
4.3.2	Variação das Ações em Relação à Taxa CDI	57
4.3.3	Variação das Ações em Relação ao IBOVESPA	60
4.3.4	Volatilidade das Ações e Volatilidade IBOVESPA	64
4.3.5	Variação das Ações em Decorrência da Classificação Setorial	66
4.3.6	Desempenho das Ações em Virtude do Prazo	67
<b>5.</b>	<b>RESULTADOS</b>	69
<b>5.1</b>	<b>Desempenho Geral das Ações Analisadas</b>	72
<b>5.2</b>	<b>Variação das Ações e Taxa CDI</b>	76
<b>5.3</b>	<b>Variação das Ações e IBOVESPA</b>	77
<b>5.4</b>	<b>Volatilidade das Ações e Volatilidade do Ibovespa</b>	79
<b>5.5</b>	<b>Variação das Ações por Setor de Atividade</b>	80
<b>5.6</b>	<b>Variação das Ações no Longo Prazo</b>	82
<b>5.7</b>	<b>Considerações Finais</b>	83

**REFERÊNCIAS**

87

**ANEXOS**

92

## 1. INTRODUÇÃO

A globalização provocou intenso intercâmbio dos países e, nesse contexto, o mercado de capitais adquire crescente importância no cenário financeiro internacional. Seguindo essa tendência, os países em desenvolvimento procuram abrir suas economias para poder receber investimentos externos.

Cavalcante, Misumi e Rudge (2005, p. 278) assinalam que a necessidade de investimentos foi um dos principais impactos da globalização, para aumentar a competitividade das empresas. Normalmente, a geração interna de recursos é insuficiente para financiar integralmente planos de investimento. À medida que as empresas se expandem, carecem de mais recursos, que podem ser obtidos por meio de empréstimos de terceiros, reinvestimentos de lucros e participação de acionistas. As duas primeiras fontes de recursos são limitadas e são utilizadas normalmente para financiar a atividade operacional. Mediante a participação de acionistas, porém, a empresa pode obter novos recursos não exigíveis, como contrapartida à participação no seu capital.

A captação de recursos via abertura de capital encontra-se entre as opções mais eficientes de financiamento das operações de uma empresa, em razão tanto a natureza permanente da operação quanto do baixo comprometimento do caixa. Com os recursos necessários, as empresas têm condições de investir em novos equipamentos ou no desenvolvimento de pesquisas, melhorando a produção e tornando-se mais competitivas.

Para Casagrande Neto, Sousa e Rossi (2000, p. 40), por meio da abertura de capital, a empresa poderá dispor de recursos para novos investimentos e também para a reestruturação de passivos com perfil inadequado, reduzindo sua vulnerabilidade à dinâmica do mercado financeiro.

Por intermédio da abertura de capital, no entanto, através da abertura de capital, a empresa emerge numa nova dimensão empresarial e adquire novos horizontes e responsabilidades. Deve não apenas obedecer às limitações legais impostas a uma companhia aberta, mas também levar em conta as expectativas de seus acionistas. Além de trabalhar de maneira constante para atrair novos

investidores, é preciso manter interessados os que já alocaram parte de seus recursos na empresa.

A entrada na bolsa requer investimentos na formação de mão de obra, sempre com vistas a ser e fazer melhor, pois cada passo, toda decisão, contribuirá para que se estabeleça a reputação da companhia e, com ela, o valor da ação no mercado.

O mercado de capitais brasileiro passou por um longo período de estagnação após a Segunda Guerra Mundial. Em 1965, a Lei nº 4.728/65, também conhecida como Lei de Mercado de Capitais, situou este mercado sob a disciplina do Conselho Monetário Nacional e a fiscalização do Banco Central do Brasil, modernizando as práticas de mercado, para permitir o acesso do público a informações fidedignas sobre as empresas e suas emissões.

Em fevereiro de 1967, o mercado de capitais teve novo impulso com o Decreto-Lei nº 157, que permitia utilizar parte do Imposto de Renda para compra de ações como forma de estímulo ao investimento na empresa privada nacional.

De acordo com Casagrande Neto, Sousa e Rossi (2000, p. 18), intensificou-se nesse período a ocorrência de práticas abusivas contra os investidores e acionistas, o que provocou nova fase de queda e de relativa estagnação do mercado, atribuída à atuação deficiente das autoridades governamentais e do Banco Central, durante o período de alta.

Para Silva (2007, p. 57), foi essa crise que precipitou a criação da Comissão de Valores Mobiliários – CVM (Lei nº 6.385/76), órgão especializado no mercado de capitais, dispondo de uma gama de poderes mais ampla do que aquela anteriormente concedida ao Banco Central. Essa lei e a nova Lei das Sociedades por Ações, a Lei nº 6.404/76, tiveram como objetivo básico a proteção do acionista na empresa e do investidor no mercado.

No início da década de 1980, já com a consolidação da CVM, a publicação de novas diretrizes para a política nacional de informática, com medidas que visavam ao fomento das empresas desse setor, ajudou a incentivar a abertura de capital e o lançamento de ações de companhias diversas. Nessa época, aconteceu um ciclo muito forte de ofertas públicas, e cerca de 40 empresas lançaram ações.

Depois do movimento de 1986, quando ocorreu um incremento no número de emissões na época do Plano Cruzado, o mercado de capitais brasileiro registrou mais um período de paralisia, ultrapassado, no início da década de 1990 com a entrada de capital estrangeiro no País.

Para Casagrande Neto, Sousa e Rossi (2000, p. 19), a flexibilização ao investidor estrangeiro, conjugada com a renegociação da dívida externa, articulou o País ao mercado de capitais internacional, propiciando o ingresso de volumosos recursos externos, principalmente com o sucesso do programa de estabilização econômica de 1994, o Plano Real. De 1994 a 1997, 11 empresas abriram o capital.

Desde então, a crise da Ásia voltou a influenciar negativamente a economia do País. Entre 1998 e 2003, foram feitas apenas duas ofertas públicas de ações: a do Grupo Ultra, em 1999, e a da CCR, em 2002, já no novo mercado. Em 2004, recuperado da crise, o mercado de ações voltou a apresentar grande dinamismo com o IPO da Natura, fechando o ano com sete aberturas de capital.

Para Soares (2008, p. 70), a mudança no cenário corporativo e uma série de movimentos econômicos ampliaram o interesse do investidor nacional e estrangeiro pelos papéis de empresas brasileiras e o mercado respondeu com agilidade aos sinais positivos, destacando-se, dentre outros eventos, o aperfeiçoamento da Lei das Sociedades Anônimas, a criação dos níveis de governança corporativa pela BM&FBOVESPA, a competitividade das companhias brasileiras no mercado de capitais internacional, o lançamento do Bovespa Mais e a criação do Comitê de Educação da CVM.

Desde esse tempo, registra-se na imprensa especializada uma grande euforia no mercado de capitais brasileiro. A CVM contabiliza nove ofertas públicas iniciais em 2005 (maior número desde 1986), que movimentaram cerca de R\$ 5,4 bilhões, ano em que a sigla IPO (do inglês *initial public offering*) começou a se tornar popular no Brasil.

Em 2006, foram realizados 26 novos IPOs na BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, quando as empresas estreadas obtiveram recursos da ordem de R\$ 15,4 bilhões.

No ano seguinte, o número de IPOs foi recorde, chegando a 64 novas empresas, quando o volume das captações ultrapassou a cifra dos R\$ 55 bilhões.



2007 ficou marcado na história do mercado de capitais como o ano da abertura de capital na BM&FBOVESPA. Além do importante crescimento do mercado de capitais doméstico, 2007 trouxe como efeito a consolidação do uso dos instrumentos de renda variável do País como a principal forma de capitalização das empresas.

A retomada das ofertas iniciais de ações no Brasil, porém, é vista de forma distinta pelos especialistas. No início, alguns comemoravam a conquista de um mercado de capitais atrativo para o financiamento das companhias nacionais, enquanto outros olhavam temerosos cada nova oferta, lembrando-se de outras fases do passado e que traumatizaram seriamente os investidores. Hoje, comprovado o crescimento das ofertas, a divisão parece permanecer: há quem veja nesse movimento um sinal evidente de consolidação do mercado de capitais e quem prefira ficar com a crítica de que os preços pagos pelas ações estão altos demais e os emissores preparados de menos.

As notícias sobre os IPOs geralmente destacam o "sucesso" das operações, nas quais este, na maioria das vezes, é associado ao elevado retorno que esses papéis conseguiram em seu dia de estreia na bolsa. Este fenômeno de altos retornos no dia de estreia das ações em bolsa está intimamente relacionado à subprecificação da oferta inicial. Existem algumas razões conhecidas para explicar algum desconto, tais como assimetria de informação, risco de processos e imagem. Em última análise, uma oferta inicial a um preço justo deveria refletir o valor intrínseco da empresa menos este desconto. Desta forma, o retorno deveria ser muito pequeno no primeiro dia de negociação, pois as razões para o desconto não desaparecem imediatamente.

Em grande número, pesquisas acadêmicas são realizadas para estudar essa e outras questões relacionadas aos IPOs. As principais anomalias apontadas nesses estudos referem-se à subprecificação, a ciclos de atividade das emissões e performance tímida das emissões no longo prazo. Essas anomalias são o principal foco deste estudo, que utilizou as seguintes hipóteses em sua realização:

- as ofertas públicas iniciais apresentam retornos anormais no primeiro dia de negociação, comparativamente à variação do CDI e do Ibovespa, sugerindo a ocorrência de *underpricing*;

- as ações apresentam retornos iniciais elevados e alta volatilidade, sugerindo uma possível relação risco e retorno;
- no longo prazo, as emissões demonstram baixa performance, indicando que os emissores tendem a aproveitar os períodos de grande volume de emissões, quando as ações estão sobrevalorizadas, em virtude da superestimação das oportunidades pelos investidores; e
- a performance das ações está relacionada ao desempenho geral de cada setor de atividade, evidenciando que as empresas abrem o capital em momentos de auge no desempenho do setor a que pertencem.

Este ensaio tem como objetivo geral analisar o comportamento das ações relativas às ofertas públicas iniciais (IPO), realizadas no período de 01.01.05 a 31.07.07. Como objetivos específicos, a análise inclui a verificação da variação das ações, comparativamente à variação da taxa CDI e do IBOVESPA, a elaboração de comparativo da volatilidade das ações com a variabilidade do IBOVESPA, a verificação do comportamento dos IPOs em função do setor de atividade das empresas emissoras e o desempenho das ações em virtude do prazo.

Nesse contexto, considerando o papel do mercado de capitais como meio de capitalização das empresas, viabilizando o seu desenvolvimento e o compromisso da companhia aberta com o mercado, notadamente no que concerne à maximização da riqueza do acionista, os resultados obtidos com este estudo podem contribuir para se entender o comportamento e a formação de preços nesse mercado.

A pesquisa desenvolvida é de natureza quantitativa, ou seja, emprega a quantificação, tanto nas modalidades de coleta de informações, quanto em seu tratamento. O trabalho aplica técnicas de estatística descritiva, objetivando descrever, analisar e interpretar os dados numéricos de uma população.

Este relatório de pesquisa está estruturado em seis capítulos. O inicial apresenta a contextualização do assunto estudado, a problematização, as hipóteses, os objetivos, a justificativa para a realização da pesquisa e a metodologia aplicada.

O módulo 2 aborda as questões relacionadas à decisão da abertura de capital, as principais teorias sobre estrutura de capital, vantagens e desvantagens da

abertura de capital, aspectos relativos à maximização do valor da empresa e as principais teorias sobre subprecificação de oferta pública inicial de ações.

O terceiro segmento cuida do processo de abertura do capital de empresas no Brasil, sua regulamentação e, ainda, aduz informações sobre a expansão da captação de recursos pelas empresas, via emissão de ações, no mercado de capitais brasileiro.

O Capítulo 4 detalha a metodologia utilizada para a análise proposta na Introdução, enfatizando a tipologia da pesquisa e a coleta e análise dos dados.

O Capítulo 6 destaca as conclusões oriundas da análise dos resultados obtidos na pesquisa, estabelecendo uma relação com as hipóteses e os objetivos definidos na introdução, sem a pretensão de ser exaustivo ou esgotar o assunto.

Segue-se a lista ordenada de autores/obras que embasam, sobre o ponto de vista empírico e o prisma teórico, os conceitos aqui emitidos, a fim de se ajustar aos achados e conclusões do experimento.

## **2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

### **2.1 A Decisão da Abertura de Capital**

No atual cenário econômico, altamente competitivo e dinâmico, a rapidez das informações e as constantes mudanças no cotidiano corporativo demandam investimentos em todas as áreas da empresa. Normalmente, a geração interna de recursos é insuficiente para financiar integralmente planos de investimento. Na medida em que as empresas se expandem, carecem de mais recursos, que podem ser obtidos por meio de empréstimos de terceiros, reinvestimentos de lucros e participação de acionistas. As duas primeiras fontes de recursos são limitadas e utilizadas normalmente para financiar a atividade operacional. Por intermédio da participação de acionistas, porém, a empresa pode obter novos recursos não exigíveis, como contrapartida à participação no seu capital.

Nesse cenário, a captação de recursos via abertura de capital torna-se cada vez mais frequente, sendo considerada uma das opções mais eficientes de financiamento das operações de uma empresa, em razão tanto da natureza permanente da operação quanto do baixo comprometimento do caixa. Com os recursos necessários, as empresas têm condições de investir em novos equipamentos ou no desenvolvimento de pesquisas, melhorando a produção e tornando-se mais competitivas.

De acordo com Pinheiro (2006, p. 05), no entanto, a abertura de capital envolve análises complexas e não pode ser encarada apenas como etapa natural na evolução de uma empresa, mas como uma das opções a serem consideradas em seu planejamento financeiro e estratégico. Fatores como elevada perspectiva de crescimento, alta alavancagem e acesso restrito ao mercado de dívida, combinados com um momento adequado de mercado, devem ser analisados cuidadosamente de forma a fundamentar a tomada de decisão.

A abertura de capital exige um plano de crescimento claro e detalhado, que justifique a necessidade de captar recursos no mercado de ações. Para Hessel

(2007, p. 8), se a capacidade de geração de caixa e de endividamento da empresa é insuficiente para financiar o seu potencial de crescimento, a abertura de capital pode ser a alternativa para viabilizar esses planos.

Para Casagrande Neto, Souza e Rossi (2000, p. 42), a decisão da abertura de capital deverá levar em conta, dentre outros, os seguintes aspectos:

- a situação macroeconômica, setorial e do mercado de capitais – o mercado de valores mobiliários é cíclico; nem sempre, portanto, está pronto para receber uma emissão a um preço considerado justo pelos atuais acionistas. É necessário que a operação seja concretizada no momento certo, que nem sempre coincide com a necessidade de recursos da empresa;
- o custo ponderado de capital da companhia – se por um lado, a emissão de ações pode melhorar a relação capital próprio/capital de terceiros, de outra parte, o uso excessivo de ações pode diluir o lucro disponível aos acionistas, tornando o investimento menos atrativo para eles; e
- o acesso ao mercado de capitais é relativamente elitizado – a companhia precisa ter tradição, porte, administração profissional, atuar num mercado interessante e ter perspectivas para que possa ser aceita.

Consoante Casagrande Neto, Sousa e Rossi (2000, p. 39), a decisão da abertura de capital está vinculada à decisão de investimento e financiamento de uma empresa, sendo que a decisão de investimento determina o risco empresarial e a decisão de financiamento o seu risco financeiro, que compreende desde variações no lucro até uma situação de insolvência.

Nassif (2008, p. 01), acentua que as decisões de investimento se referem tanto à administração da estrutura do ativo quanto à implantação de projetos. A concorrência obriga as empresas a se manterem tecnologicamente atualizadas, desenvolvendo continuamente novos projetos e tomando decisões sobre a sua implantação. Isso significa a necessidade de grandes somas adicionais de recursos e elevação no risco do empreendimento, uma vez que investimentos em novos tipos de ativos fixos têm efeitos prolongados sobre a vida da empresa e uma decisão

inadequada poderá comprometer o seu futuro. Já as decisões de financiamento visam a montar a estrutura financeira adequada às operações normais e aos novos projetos a serem implantados. As questões envolvidas nas decisões de financiamento referem-se à composição das fontes de recursos, que exigem análise profunda das opções e de suas implicações futuras.

Em geral, uma empresa pode escolher entre muitas opções de capital. Pode optar por usar uma grande quantidade de capital de terceiros, ou então pode utilizar pouco capital de terceiros, ou ainda escolher uma razão de capital de terceiros igual à de capital próprio. Na perspectiva de Casagrande Neto, Sousa e Rossi (2000, p. 39), a definição da composição das fontes de recursos deve considerar os seguintes fatores:

- custo e disponibilidade de capital próprio e de terceiros;
- índices comparativos setoriais (liquidez, endividamento, rentabilidade);
- nível de risco aceito pelo empresário; e
- relevância dos investimentos planejados (ex: a empresa perderá competitividade se não comprar determinado equipamento).

Portanto, a tomada de decisão da abertura de capital envolve aspectos técnicos (cálculos de viabilidade de projetos, taxas de retorno, custos, fontes de financiamento etc) e aspectos subjetivos (disposição dos acionistas em assumir riscos, prestar informações ao público, respeito aos direitos dos acionistas minoritários etc). Para tomar a decisão, o administrador deve ter equacionado perfeitamente todos esses aspectos.

De acordo com Bueno (2000), citado por Loss (2004, p. 20), a moderna teoria de finanças introduziu o pensamento de que a meta a ser perseguida pela organização é a maximização do valor da empresa, incorporando fatores como risco, estrutura de capital e dividendo, tendo como ambiente de observação um mercado cada vez mais desenvolvido e complexo. Nesse contexto, cabe ao administrador financeiro maximizar a riqueza do acionista, devendo, para isso, definir a estrutura adequada de capital, combinando convenientemente a presença de recursos próprios e de terceiros.

A estrutura de capital das empresas é um dos temas centrais da teoria de finanças corporativas. A forma como as empresas utilizam capitais próprios e de

terceiros denomina-se estrutura de capital. O capital próprio são os recursos oriundos dos sócios ou acionistas, enquanto o capital de terceiros são os recursos financeiros obtidos de terceiros por meio das dívidas. Os pesquisadores da área propõem e testam diversas teorias sobre estrutura de capital, obtendo resultados diversos. As principais teorias sobre estrutura de capital serão abordadas a seguir.

## **2.2 Teorias sobre Estrutura de Capital**

A maior parte das teorias sobre a estrutura de capital está voltada para a determinação da estrutura de capital ótima, isto é, na qual se encontra uma proporção de capital próprio e de dívida que maximiza a riqueza dos acionistas.

De acordo com Leites e Zani (2007, p. 02), até hoje, o consenso acerca da existência ou não de uma estrutura ótima nunca foi atingido. Surgiram, então, diversas teorias. Dentre elas, destacam-se a Teoria Tradicional, a Teoria de Modigliani e Miller, a *Static Trade-Off*, a *Pecking Order Theory* e *Market Timing*, que serão abordadas a seguir.

### **2.2.1 Teoria Tradicional**

A teoria tradicional sugere que, há uma combinação ótima de capitais próprios e de terceiros, na qual o valor da empresa é maximizado. Isso ocorre quando o resultado da média ponderada entre os custos do capital próprio e de terceiros, o custo médio ponderado de capital, é minimizado. Segundo Gitman (2002, p. 441), o valor da empresa é maximizado quando o custo de capital é minimizado.

### **2.2.2 Teoria de Modigliani e Miller**

A estrutura de capitais das empresas tornou-se um tema de destaque desde que foi publicado um artigo de Modigliani e Miller (1958), citados por Dias (2007, p. 13), ao propor que a forma de financiamento é irrelevante na determinação do valor da empresa, ou seja, a empresa não pode alterar o valor dos seus títulos

simplesmente mudando as proporções de uso de capital de terceiros ou próprio em sua estrutura de capital.

Para Leites e Zani (2007, p. 02), a teoria de Modigliani e Miller (1958), ao sugerir a irrelevância da estrutura de capital, contrapõe a teoria tradicional, que defende a existência de uma estrutura de capital ótima, a qual minimiza o custo de capital da empresa e maximiza o seu valor. Isso significa que, na teoria tradicional, ao contrário da teoria de Modigliani e Miller (1958), a estrutura de capital pode alterar o valor da empresa. Ao afirmar a irrelevância da estrutura de capital, Modigliani e Miller (1958) demonstram algebricamente que, presumindo mercados perfeitos, a estrutura de capital pela qual a empresa optar não afetará o seu valor. O trabalho de Modigliani e Miller (1958) deu origem a duas proposições que serão vistas a seguir:

a) proposição I – Modigliani e Miller (1958) argumentam que uma empresa não pode alterar o valor total de seus títulos apenas mudando as proporções de uso de capital próprio e de terceiros. O valor da firma independe de sua estrutura de capital, sob as hipóteses de que inexistem arbitragens, os mercados são perfeitos e não há impostos; e

b) proposição II – assegura que o retorno esperado do capital próprio se encontra diretamente associado ao endividamento, uma vez que o risco do capital próprio se eleva com o endividamento.

De acordo com Leites e Zani (2007, p. 03), em 1963, Modigliani e Miller reconheceram o efeito dos impostos na estrutura de capital das empresas. Ao considerar o imposto de renda pessoa jurídica, eles exploraram a questão referente ao benefício fiscal gerado pela utilização do capital de terceiros, como fonte de financiamento, pelo fato de os juros serem dedutíveis na apuração do imposto de renda das empresas. O pagamento dos juros a serem considerados como despesa é descontado do cálculo dos lucros tributáveis, diminuindo o valor a pagar dos impostos e, conseqüentemente, aumentando o fluxo de caixa livre da empresa. Assim, os autores concluíram que a alavancagem financeira aumenta o valor da empresa; ou seja, visando à maximização de seus respectivos valores, as companhias devem financiar suas atividades unicamente pelo endividamento.

Para Prociány e Kramer (2000, p. 58), o argumento de Modigliani e Miller (1963) não encontra sustentação empírica, quando considerada a realidade



praticada pelo mercado, onde o emprego da dívida como única fonte de recursos está longe de refletir o padrão adotado pelas companhias.

Pesquisas sustentando a hipótese da existência de custos associados ao processo de falência das corporações, a exemplo dos estudos de Warner (1977) e Altman (1984), citados por Procianny e Kramer (2000, p. 58), sugerem que os custos totais de falência são relevantes, atenuando o ilimitado benefício do endividamento proposto por Modigliani e Miller (1963) e, conseqüentemente, aproximando a teoria à realidade praticada pelo mercado.

Portanto, conforme acentuam Procianny e Kramer (2000, p. 58), os custos associados à falência são um elemento capaz de limitar a um nível máximo o grau de utilização de recursos de terceiros pelas corporações. Incursões além desse nível devem ser evitadas, considerando que os riscos das empresas efetivamente incorrerem com os custos de falência seriam elevados a patamares indesejados.

### **2.2.3 *Static Trade-Off Theory***

Na *Static Trade-Off Theory* (STT), as empresas estabelecem níveis de endividamento, em que é criado um *trade-off* entre os ganhos fiscais proporcionados pelo endividamento e os custos de insolvência. Para Leites e Zani (2007, p. 04), o chamado ponto ótimo da estrutura de capital é alcançado quando a empresa equilibra os benefícios fiscais das dívidas com o aumento do risco.

De acordo com Machado, Medeiros e Eid Júnior (2008, p. 04), pela hipótese de *trade-off*, o índice de endividamento da firma é visto com suporte em uma análise dos custos e benefícios proporcionados pelos empréstimos. A empresa deverá equilibrar o benefício fiscal com a possibilidade da dificuldade financeira, substituindo capital de terceiros por capital próprio, ou capital próprio por capital de terceiros, até o valor da firma ser maximizado. E o valor da firma será maximizado quando os benefícios fiscais marginais proporcionados pelo uso de capital de terceiros forem iguais ao custo marginal relacionado com a probabilidade de falência pelo uso de dívidas.

Para Santos, Pimenta Júnior e Cicconi (2008, p. 72), a utilização de capital de terceiros enseja dois efeitos opostos, sendo o efeito positivo da dívida resultante do benefício fiscal obtido por meio da dedução no pagamento do imposto de renda

corporativo dos juros da dívida. Contrapondo-se ao benefício fiscal da dívida, os custos de falência representam o efeito negativo do endividamento.

Analisando os efeitos da dívida (positivo e negativo), Myers (1984), citado por Santos, Pimenta Júnior e Cicconi (2008, p. 72), ressalta que as empresas devem, segundo a *Static Trade-off Theory*, substituir capital de terceiros por capital próprio e vice-versa, até o ponto em que seu valor seja maximizado, chegando então a uma estrutura-meta de capital. Os gerentes financeiros devem aumentar a dívida até o ponto em que o valor de incentivos fiscais resultantes de juros adicionais seja exatamente compensado pelos custos adicionais de possível dificuldade financeira.

#### **2.2.4 Pecking Order Theory**

Outra teoria que objetiva explicar a formação da estrutura de capital das empresas e que defende a não-existência de uma estrutura-meta de capital, o *Pecking Order* é sustentado pela teoria das informações assimétricas, ao postular a existência de assimetria entre as informações de posse dos gestores e aquelas disponíveis ao mercado. Os gestores geralmente contam com informações privadas sobre características de retornos da empresa e suas oportunidades de investimento, informações nem sempre disponibilizadas para conhecimento dos investidores, credores e mercado em geral.

De acordo Leites e Zani (2007, p. 04), a *Pecking Order Theory* (POT) foi apresentada primeiramente por Myers juntamente com Majluf (1984). Mais tarde, no mesmo ano, Myers (1984) formalizou a expressão *Pecking Order*. Segundo a teoria, os administradores estabelecem uma hierarquia de fontes, isto é, uma ordem de preferência entre os recursos passíveis de utilização. Os autores pressupuseram que os investidores internos à empresa possuem informações privilegiadas, ao contrário dos externos. Partindo de premissas básicas, os autores desenvolveram um modelo que recomenda uma hierarquia ótima para o financiamento de novos projetos.

Para Santos, Pimenta Júnior e Cicconi (2008, p. 72), a principal contribuição da teoria do *Pecking Order* consiste na identificação de uma ordem de fontes de financiamento adotada pelas empresas, resultante da existência da

assimetria de informações. Em outras palavras, o fato de os gestores e o mercado possuírem informações diferentes sobre uma empresa faz com que esta opte por seguir uma hierarquia de fontes de financiamento para que a assimetria de informações não seja prejudicial à organização. Por isso, tal hierarquia começa com a escolha de fontes internas (fluxos de caixa das operações, retenção de dividendos, lucros acumulados etc.) e termina com a emissão de ações.

Para Costa Júnior (2005, p. 30), a teoria da hierarquia das escolhas resume-se da seguinte forma:

- as empresas preferem o autofinanciamento;
- adaptam os seus objetivos para os índices de distribuição de dividendos, às oportunidades de investimento, tentando simultaneamente evitar modificações súbitas nos dividendos;
- políticas de dividendos e flutuações não previsíveis, tanto no contexto de lucratividade como nas oportunidades de investimento, significam que os fundos gerados internamente ora são superiores às necessidades de investimento, ora são inferiores. Se forem superiores, a empresa amortiza a dívida ou investe em valores mobiliários negociáveis. Se forem inferiores, a empresa começa a sacar de seu saldo de tesouraria ou vende sua carteira de valores mobiliários negociáveis; e
- se for necessário recorrer a financiamento exterior, as empresas começam pela emissão de valores mobiliários mais seguros. Começam pela dívida, depois emitem eventualmente títulos híbridos, como as obrigações conversíveis, e, finalmente, emitem ações.

Myers e Majluf (1984), citados por Machado, Medeiros e Eid Júnior (2008, p. 05), mostraram que, se investidores e credores possuem menos informações do que os administradores sobre o valor dos ativos da empresa e sobre suas perspectivas, então, dívida e ação podem ter preços fixados erroneamente pelo mercado. A teoria sugere, entretanto, que, embora investidores temam a fixação dos preços das dívidas e das ações erradamente, o temor é muito maior para as ações. Assim, ao necessitar de recursos, a empresa não deve optar por emitir ações, já que estas serão subprecificadas pelos investidores, que não dispõem de informações

suficientes para definir seu preço justo. Somente quando a empresa alcançar sua capacidade máxima de endividamento é que deve emitir ações.

De acordo com Myers e Majluf (1984), citados por Machado, Medeiros e Eid Júnior (2008, p. 05), a subvalorização pode ser tal que o recurso a um aumento de capital para financiar o novo projeto de investimento leve os novos acionistas a apropriarem uma riqueza superior ao valor presente líquido gerado pelo novo projeto, resultando em um prejuízo para os atuais acionistas, fazendo com que eles rejeitem o projeto, mesmo com valor presente positivo. Segundo os autores, o subinvestimento, derivado da rejeição de um projeto com valor presente positivo, pode ser evitado se as empresas financiarem seus projetos primeiramente com lucros retidos, seguindo-se de financiamentos e, finalmente, a emissão de novas ações, sendo esta a última fonte de recursos preferida. Se, por outro lado, a empresa está sobreavaliada pelo mercado, ela deve emitir ações, sinalizando para os investidores a sobreavaliação.

Para Myers (1984), citado por Costa Júnior (2005, p. 31), a hierarquia das escolhas ajuda na compreensão do fato de que empresas com um índice de lucro maior pedem menos dinheiro emprestado, não por possuírem baixos índices de endividamento como objetivo, mas sim por não precisarem de recursos do exterior. Já as empresas menos lucrativas emitem dívida porque não dispõem de suficientes fundos internos para que haja financiamento de seu plano de investimentos e porque o financiamento por dívida é o primeiro colocado na hierarquia das escolhas de um financiamento externo.

Myers (1984), citado por Costa Júnior (2005, p. 31), assegura que, na teoria da hierarquia das escolhas, os benefícios fiscais dos juros não se apresentam assim tão atrativos. Os índices de endividamento costumam ser alterados quando há um desequilíbrio entre os fundos gerados internamente e as oportunidades de investimento efetivas. As empresas com limitadas oportunidades de investimento, mas altamente lucrativas, tendem a possuir baixo índice de endividamento. Por outro lado, as empresas cujas oportunidades de investimento ultrapassam os fundos gerados internamente são levadas a fazer uso maior do endividamento. Isso implica que as empresas devem possuir, em tempos de normalidade, uma capacidade de reserva de endividamento que possa ser usada na eventualidade do surgimento de oportunidades especialmente boas e atrativas.

Fama e French (2005), citados por Santos, Pimenta Júnior e Cicconi (2008, p. 73), destacam, no entanto, que a assimetria de informações pode não afetar tão significativamente as escolhas das fontes de recursos de longo prazo. Caso os custos de transação envolvidos com a utilização de recursos de terceiros sejam muito elevados, a hierarquia proposta pelo *Pecking Order* não mais se confirma. O mesmo ocorre no caso de a empresa emitente de ações conseguir controlar a assimetria de informações, fazendo com que a utilização dessa fonte de recursos não seja a última escolha na hierarquia. Embora seja muito difícil, as empresas de capital aberto podem criar mecanismos que restrinjam as operações financeiras de seus executivos, que têm acesso a informações consideradas privilegiadas no mercado de capitais. Podem ser usados contratos e termos de compromisso que inibam o uso dessas informações, além das declarações assinadas e registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) do País, que tornam transparentes os investimentos dos executivos em papéis da empresa ou das que têm ligação direta com elas (fornecedores, clientes, coligadas, controladas etc.).

### **2.2.5 Market Timing e Estrutura de Capital**

Korajczyk *et al.* (1990), citados por Basso, Mendes e Kayo (2008, p. 09), ressaltam que, tradicionalmente, o preço das ações tende a apresentar altas anormais em período antes da emissão de ações (IPO). Esses autores descobriram que os índices de alavancagem financeira não aumentam anteriormente à emissão de ações, sugerindo que a capacidade de endividamento não é a principal causa na emissão de ações. O índice de mercado em relação ao valor contábil dos ativos foi observado como sendo aumentado anteriormente à emissão de ações e cai após essa emissão. Tais observações propõem que a emissão de capital é utilizada para financiar novos investimentos.

Ritter (1991), citado por Basso, Mendes e Kayo (2008, p. 09), observou que, em longo prazo, o preço das ações se mostrou sobrevalorizado no momento de uma IPO. Esta observação é de grande importância, pois traz relevantes constatações para investidores ao indicar haver certa precisão dos emissores ao aproveitar o que autor chama de “janela de oportunidades” (*Windows of Opportunity*)

em momentos em que as ações estarão sobrevalorizadas, implicando custo de capital mais baixo para financiamento de novos investimentos.

Ainda segundo Ritter, citado por Basso, Mendes e Kayo (2008, p. 09), empresas cujos ganhos no *aftermarket* (após IPO) são baixos tendem a apresentar um custo de capital próprio externo mais baixo. O autor estudou a relação entre desempenho *aftermarket* e outras variáveis, como tipo de indústria, porte da emissão, ano da IPO, idade da empresa etc. Tais estudos apontaram para uma forte evidência de que as empresas abrem o capital em momentos de auge no desempenho da indústria a que pertencem indicando haver certa dose de superestimação das oportunidades de crescimento em momentos de IPO por parte dos investidores.

Para Basso, Mendes e Kayo (2008, p. 09), a descoberta de que emissões de ações apresentam baixa performance na média, implica em custos mais baixos do que outras teorias sobre estrutura de capital previam em situações de captação de capital próprio externo. Para esses autores este trabalho apresenta um importante apontamento no rol das teorias de estrutura de capital, pois oferece subsídios para futuros trabalhos que apontam para uma maior importância do mercado acionário na composição da estrutura de capital das empresas.

Ritter e Loughran (1997), citados por Basso, Mendes e Kayo (2008, p. 09) demonstram diferenças de performance entre companhias que emitiram ações em um período de até 20 anos (entre 1970 e 1990) e companhias que não emitiram nesse período. As empresas que emitiram ações apresentaram uma performance inferior em relação àquelas que não realizaram alguma oferta pública no período estudado. Os autores consideram tanto as Ofertas Públicas Iniciais (IPO) quanto as Ofertas de Capital Sazonais (SEO). Como principal resultado, constatou-se que os investidores que aportaram recursos em companhias emissoras tiveram que desembolsar quarenta e quatro por cento a mais em relação a investidores que tivessem realizado aportes em companhias não emissoras para que seus retornos fossem equiparados.

Ritter e Loughran (1995), constataram ainda, de acordo com Basso, Mendes e Kayo (2008, p. 09), que a performance em situações de ofertas públicas varia em relação ao tempo. Empresas que realizaram emissões em períodos de baixo volume de emissões tiveram uma performance melhor do que àquelas que

realizaram suas emissões em períodos de alta intensidade de emissões no mercado como um todo. Estes autores constataram também não haver diferenças significativas em termos de performance entre ofertas iniciais (IPO) e ofertas sazonais (SEO). No entanto, a principal questão levantada, foi explicar porque empresas que emitiram ações tiveram baixas performances nos cinco anos subseqüentes à emissão.

De acordo com Basso, Mendes e Kayo (2008, p. 10), Ritter e Lougharan (1995) constataram, também, que a performance das empresas emissoras apresentou forte correlação negativa com a relação entre valor contábil e valor de mercado, ou seja, firmas com alto valor de mercado em relação ao valor contábil foram as que apresentaram as piores performances após os períodos de emissão. Esses autores concluíram como sendo consistente a idéia de as empresas emitem ações em momentos em que os gestores as consideram, na média, sobrevalorizadas, sendo este momento denominado de “janela de oportunidades”, sendo que a principal explicação para esse fato não reside necessariamente na questão de assimetria de informação, mas em ineficiências de mercado relacionadas ao excesso de confiança dos investidores.

Partindo-se do pressuposto básico de que o mercado é ineficiente, Baker e Wurgler (2000), citados por Basso, Mendes e Kayo (2008, p. 10), afirmam que as políticas de financiamento passam a ser relevantes. Neste caso, o preço do capital passa a ser a principal variável a influenciar na decisão de emitir novas ações, onde os acionistas são beneficiados em emissões nos momentos onde o preço das ações está baixo e são prejudicados em momentos em que o preço de mercado está subvalorizado. Neste estudo, os autores consideram as participações acionárias em novas emissões como sendo um indicador mais consistente do que a distribuição de dividendos para medir a performance de um ano subseqüente à emissão.

De acordo com essa hipótese, alguns autores como Ritter (1991) e Loughran e Ritter (1995), citados por Basso, Mendes e Kayo (2008, p. 10) confirmam a existência de uma baixa performance para as empresas emittentes logo após uma oferta publica inicial ou sazonal (IPO ou SEO). Essa baixa performance tem como principal importância para a teoria das finanças corporativas o fato de ir contra alguns conceitos defendidos em outras teorias clássicas como as proposições básicas de Modigliani e Miller (1958), onde o mercado era tido como eficiente e a

*Pecking Order Theory* de Myers (1984) que ignorava alguns aspectos relacionados a oportunidades de mercado, invertendo assim a hierarquia de fontes de financiamento proposta por esta teoria.

Para Azevedo (2006, p. 03), diversos estudos acadêmicos procuraram identificar o momento certo de se fazer um IPO e as variáveis que influenciam a quantidade dessas operações. Alguns concluíram que o volume de IPOs está muito mais relacionado à variação do mercado nos tempos recentes do que ao patamar de preço no momento da operação. Segundo o autor, um dos trabalhos mais comentados sobre o tema foi publicado em 2002 pelos acadêmicos Michelle Lowry e G. William Schwert, que concluiu que, historicamente, um movimento maior de IPOs é estimulado por bons exemplos anteriores. Períodos de grandes altas dos papéis nos primeiros dias de negociação em pregão podem garantir um ótimo fluxo de abertura de capital pelos seis meses seguintes, segundo os autores.

No mesmo ano (2002), de acordo com Azevedo (2006, p. 03), os acadêmicos das universidades da Flórida e de Yale Jay Ritter e Ivo Welch publicaram um trabalho no *The Journal of Finance* confirmando a evidência de que as companhias abrem o capital em resposta às condições favoráveis de mercado. Mas não conseguiram explicar a razão pela qual as quedas na bolsa costumam ser seguidas de queda nos IPOs. “Por que é feito um ajuste na quantidade dos IPOs e não só no preço?”, perguntaram os autores. “Esse é um quebra-cabeça não apenas para o mercado de IPOs, mas também para o de ofertas não-iniciais.”

### **2.3 Vantagens e Desvantagens da Abertura de Capital**

Para Hessel (2007, p. 7), a decisão da abertura de capital altera radicalmente a dinâmica da empresa. A gestão passa a ser supervisionada por novos sócios e a atuar com a perspectiva de oferecer o retorno esperado por aqueles que investem uma parcela de suas poupanças na empresa. Toda e qualquer decisão tomada pela administração começa a produzir efeitos que podem influenciar o preço da ação.

Por esse motivo, a decisão de acessar o mercado de capitais a partir de uma oferta pública de ações exige reflexão e cuidado. A disposição e o preparo dos principais sócios para trabalhar nesse novo cenário são tão importantes quanto



assegurar que a empresa tenha o porte adequado, números em ordem e auditados e sistemas de controles internos bem modulados e preparados para atender às novas demandas por informação.

Segundo Hessel (2007, p. 7), a decisão da abertura de capital não pode ser guiada por um simples senso de oportunidade, com uma abordagem ligada a questões eminentemente financeiras ou sem alicerces sólidos. A oferta de ações é um dos meios de financiamento mais eficientes à disposição de uma empresa em busca de expansão, mas também o mais exigente. Quando mal planejada pode trazer conseqüências desastrosas para a empresa.

Para Costa (2006, p. 48), embora não se possa desconsiderar a motivação de ordem financeira, para abrir o capital e ter ações negociadas em bolsa, as implicações de se ter uma pluralidade de acionistas vão muito além do custo do capital. Ter acionistas junto ao público muda as características de gestão da empresa e também altera políticas que são praticadas quando se tem o capital fechado. Efetivamente, o gestor não apenas tem de dar satisfação a uma gama de acionistas, como também remunerar regularmente seus sócios.

Afinal de contas, quais as vantagens ou motivações que levam as empresas a tomarem a decisão da abertura de capital? Para a BM&FBOVESPA (2006, p. 06), não existe uma resposta única para essa questão, uma vez que as realidades das empresas diferem muito entre si. Muitas vezes, uma mesma empresa realiza diversas colocações de ações ao longo de sua existência como companhia aberta, tendo cada uma dessas vendas um objetivo específico. A BM&FBOVESPA destaca os seguintes benefícios que a abertura de capital pode trazer para o empreendedor e para a sua empresa:

- **A empresa passa a ter maior acesso a capital:** O financiamento por meio da emissão de ações é uma fonte de recursos sem limitação. Enquanto a empresa tiver projetos viáveis e rentáveis, os investidores terão interesse em financiá-los. A abertura de capital representa uma excepcional redução de risco para a empresa, tendo em vista que os recursos dos sócios investidores, da mesma forma que o dinheiro que o empresário colocou no empreendimento, não tem prazo de

amortização ou resgate e não exigem rendimento definido: o retorno dos investidores depende do desempenho da empresa.

- **Liquidez patrimonial para os empreendedores:** A abertura de capital também pode proporcionar liquidez patrimonial, que significa a possibilidade dos empreendedores ou sócios transformarem suas ações em dinheiro. É possível vender as ações no ato da abertura de capital ou, no futuro, através da negociação em Bolsa;
- **Utilização das ações para pagamento de aquisições:** Uma alternativa de crescimento a ser considerada pelas empresas é a realização de aquisições, para obtenção de ganhos de escala, diversificação de linhas de produto, clientes e regiões de atuação. As aquisições, porém, podem consumir grandes volumes de recursos, muitas vezes não disponíveis na forma de caixa. As empresas de capital aberto dispõem da alternativa de realizar o pagamento com suas ações, sem a necessidade de descapitalizar a empresa.
- **Criação de um referencial de avaliação do negócio:** Após a abertura de capital, a empresa passa a ser avaliada constantemente. A cotação das suas ações no mercado acionário é um indicador do seu valor, pois significa um equilíbrio entre as percepções de muitos investidores, refletindo as expectativas a respeito do futuro da companhia. Além disso, os gestores também poderão utilizar o mercado como ferramenta de avaliação de suas principais decisões, considerando que estratégias corporativas percebidas negativamente pelo mercado reduzem o preço de suas ações.
- **A empresa melhora sua imagem institucional:** A empresa de capital aberto tem mais projeção e reconhecimento de todos os públicos com os quais se relaciona. A empresa ganha visibilidade, é regularmente mencionada na mídia e acompanhada pela comunidade financeira. Embora seja difícil mensurar o valor agregado à imagem em função da abertura de capital, em muitos casos, as empresas listadas em bolsa melhoram suas condições de negociação com fornecedores, têm maior exposição de suas marcas, ganham competitividade e elevam o

comprometimento de seus funcionários, abrindo-lhes a oportunidade de também se tornarem acionistas.

- **Reestruturação de passivos:** Algumas empresas, para garantir sua sobrevivência e, eventualmente, recolocar-se na rota de crescimento, são motivadas a pensar na abertura de capital em função da necessidade de reestruturar seus passivos. Nem sempre, porém, os investidores aceitam participar em uma operação de reestruturação financeira, em particular no caso de uma empresa nova, que ainda não apresenta histórico na Bolsa. Para captar recursos com esse objetivo, a companhia deve justificá-la muito bem ao mercado, explicando seus planos e a mudança na estrutura de capital que o ingresso desses recursos representará.

Para Assaf Neto (2003, p. 245), a abertura de capital pode permitir, ainda, arranjos societários para a solução de conflitos internos de controle acionário, determinados, por exemplo, pela saída de um acionista com participação expressiva no capital, ou problemas sucessórios bastante comuns em empresas familiares.

Damodaran (2004, p. 429), acrescenta que um benefício secundário da abertura de capital é que os proprietários das empresas de capital fechado são capazes de lucrar com o sucesso da companhia aberta, vinculando um valor de mercado aos seus investimentos. Desse modo, os proprietários das companhias abertas podem obter ganhos elevados com a venda de suas participações.

Costa (2006, p. 48), afirma que as boas práticas de governança corporativa exigidas pelo mercado têm efeitos positivos sob a forma como a companhia é gerida. Códigos de ética, que habitualmente fazem parte das exigências da abertura, tornam a empresa financeira e socialmente mais responsável.

Para Lethbridge (2006, p. 32), o dia da abertura do capital de uma empresa na bolsa de valores é um dia simbólico, um rito de passagem em que uma companhia, normalmente erguida pelo instinto de um empreendedor, entra no seleto grupo das empresas listadas em bolsa, o que lhe confere uma espécie de atestado de maturidade. No dia seguinte, porém, se constata que todos esses benefícios

trazem um custo. Não adianta apenas preparar a abertura, é preciso traçar um plano para o dia seguinte.

A primeira grande transformação é a multiplicação de donos. Uma empresa fechada responde basicamente às vontades de seu fundador, ou de seus herdeiros. Quando os donos têm talento, esse jeito de administrar traz vantagens inegáveis: a companhia toma decisões rapidamente, sem prestar contas. No dia seguinte à emissão de ações, porém, os controladores passam a responder aos humores do mercado e às dúvidas de analistas.

O fenômeno da multiplicação de donos, apesar de diminuir a autonomia dos executivos, traz, também, um efeito positivo. O fato de ter de prestar contas a inúmeros investidores obriga uma companhia aberta a ser mais cautelosa e a trocar informações com pessoas que podem ajudar a definir seus movimentos. O mercado faz com que os executivos reflitam sobre as decisões estratégicas da empresa.

A relação com o mercado financeiro torna-se bastante complexa. De um lado, os investidores exigem transparência para analisar a estratégia e os números da companhia. Do outro, a empresa teme que essa transparência signifique disponibilizar informações valiosas aos concorrentes.

Damodaran (2004, p. 429), afirma que os benefícios devem ser ponderados contra os custos potenciais da abertura de capital. O mais relevante desses custos é a perda de controle que poderá ocorrer. À medida que as empresas tornam-se maiores e os proprietários são tentados a vender parte dos seus investimentos, a participação dos proprietários nas ações do mercado geralmente decresce. Se os acionistas na empresa passam a acreditar que a associação do proprietário com a empresa não é boa, eles podem decidir pressionar para a retirada do proprietário.

Além da interferência na administração e da dificuldade de manter suas informações em segredo, a empresa está sujeita a outros efeitos colaterais. Ao ingressar no mercado de ações, sua capacidade de lidar com analistas, oferecer projeções confiáveis e responder rapidamente a crises passa a ser testada ininterruptamente. Falhas nesses quesitos podem trazer conseqüências dramáticas para a organização

Lethbridge (2006, p. 33), destaca algumas desvantagens da abertura de capital:

- Os custos para manter uma empresa aberta são muito elevados;
- Os concorrentes têm acesso a muito mais informações sobre a companhia, o que pode acirrar a competição;
- A pressão dos investidores por resultados trimestrais pode atrapalhar os planos de longo prazo.

Portanto, conforme afirma Costa (2006, p. 48), a abertura do capital não é uma decisão capaz de resolver todos os problemas e não deve ser vista como uma simples operação financeira para maximizar valores. É sempre importante levar em consideração os objetivos estratégicos e o compromisso de longo prazo da companhia com o mercado.

## **2.4 Maximização do Valor da Empresa**

O objetivo na teoria de finanças corporativas é maximizar o valor da empresa. Para Damodaran (2004, p. 34), qualquer decisão de investimento, financeira ou de dividendos que aumente o valor da empresa é considerada uma boa decisão. O objetivo de maximização do valor da empresa se restringe, na prática, à maximização do valor dos acionistas e, mais ainda, à maximização do preço das ações.

Gitman e Madura (2003, p. 239), confirmam esses conceitos ao afirmarem que o objetivo da empresa é maximizar a riqueza dos proprietários, sendo que a riqueza dos proprietários é medida pelo preço das ações. Ao considerarem cada decisão financeira alternativa em termos de seu impacto no preço das ações, os gerentes financeiros devem aceitar apenas as medidas que aumentem o preço das ações.

Damodaran (2004, p. 39), afirma que, embora a maximização do preço das ações seja o objetivo mais restrito, ele é o predominante, em virtude das seguintes razões: 1) de todas as medidas, os preços das ações são as mais observáveis e podem ser usadas para julgar o desempenho de uma empresa de

capital aberto, tendo em vista que esses preços são atualizados constantemente para refletir novas informações sobre a empresa. Desse modo, os administradores têm um retorno imediato, por parte dos investidores, sobre cada ação empreendida; 2) os preços das ações, em um mercado com investidores racionais, refletem os efeitos a longo prazo das decisões da empresa. Diferentemente de medidas contábeis que examinam os efeitos das decisões da empresa sobre as operações correntes, o preço das ações reflete os efeitos de longo prazo dessas decisões sobre o valor, pois representa a tentativa dos investidores de mensurar esse valor; 3) o preço das ações é a medida real da riqueza dos acionistas, pois estes podem vender suas ações e receber o preço agora. Dessa forma, quando as empresas maximizam os preços das ações, os acionistas podem lucrar sobre o ganho imediatamente, se assim o desejarem.

Para Nassif (2008, p. 03), a maximização da riqueza envolve os seguintes aspectos:

- **Retorno do capital próprio:** os acionistas esperam ser remunerados por intermédio de dividendos e, principalmente, pela valorização de suas ações. O preço de mercado de uma ação reflete um valor de dividendos futuros esperados, bem como de dividendos correntes; a riqueza do acionista na empresa em qualquer instante é medida pelo preço de mercado de suas ações;
- **Perspectiva de longo prazo:** a empresa deve ser perpetuada e, para tanto, tem de realizar investimentos em tecnologia, novos produtos, etc., que poderão sacrificar a rentabilidade atual em troca de maiores benefícios futuros;
- **Valor do dinheiro no tempo:** os projetos de investimento envolvem fluxos de desembolsos e de entradas de caixa. Existem diversas técnicas para avaliar tais projetos, e algumas delas transformam os fluxos futuros de caixa em valores atuais, por meio da aplicação de determinada taxa de desconto. Essa taxa de desconto deve refletir um custo de oportunidade dos recursos a serem investidos. Tal custo de oportunidade corresponde a uma taxa mínima de retorno exigida do projeto para que o valor de mercado da empresa não se altere.

Considerando o valor do dinheiro no tempo, a seleção dos projetos a serem implantados visará a aumentar ou, pelo menos, manter o valor de mercado da empresa;

- **Risco:** o retorno deve ser compatível com o risco assumido. Maior risco implica a expectativa de maior retorno. A maximização da riqueza considera explicitamente diferenças no risco. Uma premissa básica na administração financeira é de que existe uma relação entre risco e retorno; os acionistas esperam perceber maiores retornos de investimentos de maior risco, e vice-versa. Os administradores financeiros precisam, portanto, levar em conta o risco ao avaliar investimentos potenciais;
- **Dividendos:** deve ser adotada uma política de distribuição regular de dividendos, independentemente das flutuações dos lucros, minimizando os efeitos negativos que possam afetar as cotações das ações. A empresa não deve desapontar aqueles acionistas que apreciam receber dividendos periódicos. Os administradores devem reconhecer que a política de dividendos da empresa afeta a atratividade de sua ação para tipos particulares de investidores. Se o retorno que os acionistas esperam receber for assegurado, tal fato terá um efeito positivo sobre o preço das ações, garantindo o sucesso de futuros lançamentos de novas ações no mercado.

Dessa forma, conforme afirma Nassif (2008, p. 01), em um mercado plenamente desenvolvido, as cotações alcançadas pelas ações nas bolsas de valores devem refletir o valor de mercado das empresas. Nos momentos de desequilíbrio, tais cotações podem apresentar-se superavaliadas ou subavaliadas, porém, no médio prazo, os preços das ações demonstram quanto o mercado está disposto a pagar pelas frações do capital de cada empresa.

De acordo com Fortuna (2008, p. 582), o preço de uma ação em bolsa é fruto das condições de mercado (oferta e demanda) que reflitam as condições estruturais e comportamentais da economia do País e específicas da empresa e de seu setor econômico. Normalmente, as ações traduzem as expectativas dos agentes

econômicos em relação às perspectivas do País e, por conseqüência, aos destinos das empresas abertas.

Porém, conforme afirma Pinheiro (2004, p. 12), o preço de uma ação só irá incorporar todo o seu potencial de valor se a empresa comunicar aos investidores, de maneira clara e ampla, sua estratégia, e demonstrar que é capaz de executá-la. Um dos objetivos da política de relações com investidores de uma organização deve ser o de minimizar a diferença entre quanto os executivos acham que a empresa vale e quanto os investidores estão dispostos a pagar, obtendo um maior valor de mercado para a organização.

Hessel (2007, p. 12), destaca os principais aspectos que influenciam a avaliação de uma companhia pelo mercado:

- **Histórico de crescimento:** a evolução do faturamento deve ser forte e apresentar indícios de sustentabilidade no longo prazo ou, se a empresa estiver em estágio de desenvolvimento, sua posição de mercado deve ser privilegiada (deter exclusivamente uma tecnologia ou ter bom acesso a recursos naturais, por exemplo);
- **Histórico de lucratividade:** quanto maior o número de exercícios em que foi auferido lucro, melhor. Nas empresas mais jovens, que atuam em setores de crescimento rápido, a avaliação dos lucros é relativizada por outros fatores, como as vantagens competitivas em relação à concorrência e o nível de inovação;
- **Capacidade competitiva:** A visibilidade dos produtos e serviços de uma empresa e a valorização de sua marca influenciam fortemente a avaliação do mercado. Liderança no setor de atuação e diferenciação em relação às principais concorrentes são fatores muito importantes;
- **Plano de Negócios:** Ter uma visão clara de onde se quer chegar no longo prazo e de quais são os passos necessários para atingir esses objetivos é um pré-requisito fundamental para acessar o mercado de capitais. É importante, também, saber comunicar essa visão ao mercado, com o suporte de um sólido e bem estruturado plano de negócios;



- **Equipe Gerencial:** muitas vezes, o histórico de sucesso dos executivos à frente de uma companhia pode ser o seu principal diferencial competitivo. A reputação desses indivíduos tem influência direta na percepção de valor que é formada pelos investidores;
- **Sistemas Internos:** a capacidade dos sistemas de controle, de contabilidade e de informação em atender às demandas oriundas do relacionamento com o mercado também contribui fortemente para o valor percebido de uma companhia.

Hessel (2008, p. 44), afirma que é de fundamental importância a sinalização para o mercado de que o principal compromisso de seus altos executivos é adotar as medidas necessárias para a empresa crescer sempre. Contar com um programa de comunicação e relacionamento com o mercado muito bem estruturado é crucial para ajustar expectativas e garantir que a percepção de valor de mercado esteja alinhada à real situação das empresas.

Pinheiro (2004, p. 12), afirma que para atingir esses objetivos a empresa deverá desenvolver uma política de comunicação que passa necessariamente pelo entendimento da visão da própria empresa, dos analistas de mercado e dos investidores, em relação aos seguintes aspectos:

- **Desempenho:** qual o desempenho qualitativo e quantitativo da empresa; qual o seu desempenho em relação aos seus competidores, ao mercado, e em termos absolutos e como será a geração de valor nos próximos anos.
- **Ambiente de Mercado:** quais são os fatores externos que podem influenciar o valor da empresa, os fatores macroeconômicos, políticos, regulamentações e qual o ambiente competitivo do setor.
- **Plataforma Empresarial:** quais as vantagens competitivas da empresa no setor; que tipo de capital intangível a empresa possui, como a empresa gerencia seus ativos intangíveis como marcas, pessoas e reputação.
- **Estratégia:** qual a estratégia de criação de valor; como a empresa irá buscar seu crescimento; quais as facilidades e barreiras para a

empresa maximizar sua lucratividade e como manter sua vantagem competitiva.

Gitman e Madura (2003, p. 465), lembram que as empresas conduzem seus negócios em um ambiente econômico em que são expostas a forças externas das quais não têm controle. Dessa forma, quaisquer forças que afetam os fluxos de caixa da empresa ou a taxa de retorno exigida afetarão o valor da empresa. Entre os fatores externos que têm maior impacto sobre o valor da empresa, destacam-se os seguintes:

- **Fatores econômicos:** as principais condições econômicas que afetam o valor de uma empresa são o crescimento econômico, as taxas de juros e a inflação. O crescimento econômico pode afetar a demanda dos produtos de uma empresa e, portanto, seus fluxos de caixa. Os movimentos de taxas de juros podem afetar o volume de compras de produtos vendidos a crédito e a taxa de retorno exigida pelos investidores. A inflação pode afetar as saídas de caixa da empresa por meio do impacto no custo de mão-de-obra e as entradas de caixa caso ocorram aumentos nos preços dos produtos;
- **Políticas Governamentais:** as principais políticas que afetam o valor da empresa são a política monetária e a política fiscal. A primeira pode alterar o valor da empresa ao alterar as taxas de juros, o que influencia os fluxos de caixa das empresas e a taxa de retorno exigida pelos investidores;
- **Condições setoriais:** o valor de uma empresa pode ser afetado pela demanda em seu setor, na medida em que alguns setores sofrem mudanças na demanda ao longo do tempo, em resposta ao comportamento do consumidor. Um aumento na concorrência dentro de um setor tende a reduzir o valor da empresa, pois esta perde participação de mercado ou precisa reduzir seus preços para manter a participação de mercado.
- **Condições globais:** Os exportadores e importadores são afetados pelas condições econômicas estrangeiras e pelas taxas cambiais. Um forte crescimento econômico normalmente tem um efeito favorável

sobre os fluxos de caixa de uma empresa. A valorização de uma moeda estrangeira tende a aumentar a demanda pelos produtos de uma empresa exportadora. A depreciação de uma moeda estrangeira tem o efeito oposto. As empresas com investimento estrangeiro são afetadas, ainda, pelo risco político. Um aumento no risco político de um país pode resultar em redução nos fluxos de caixa das empresas.

Dessa forma, os administradores precisam entender como suas empresas podem ser afetadas por esses fatores, de forma que possam se preparar para enfrentar as condições adversas, fazendo os investimentos e tomando as decisões adequadas de financiamento para as suas empresas.

## **2.5 Subprecificação de Oferta Pública Inicial de Ações**

Entre os custos relacionados a uma oferta pública inicial de ações está o custo de subprecificação (conhecido como *underpricing* na literatura internacional) sobre a emissão que, de acordo com Damodaran (2004, p.431), proporciona uma vantagem inesperada para os investidores que conseguem a ação ao preço de oferta e a vendem a um preço de mercado muito mais elevado.

No entanto, conforme afirmam Souza e Lameira (2005, p. 02), se o investidor que compra esses papéis ao preço estipulado na oferta inicial se beneficia deste grande retorno no primeiro dia de negociação do papel, quem perde (ou deixa de ganhar) é a empresa emissora.

Para Leal, Costa Jr. e Lemgruber (2001, p. 119), os retornos elevados constatados nas aberturas de capital não são uma novidade e ocorrem em diversos países. O retorno médio observado considerando o preço de emissão e as primeiras negociações em bolsa é bastante elevado, mesmo quando ajustado para o retorno do mercado no mesmo período.

Para Souza e Lameira (2005, p. 02), uma oferta inicial a um preço justo deveria refletir o valor intrínseco da empresa menos um desconto, explicado por algumas razões como assimetria informacional, risco de processos e imagem. O retorno, portanto, deveria ser muito pequeno no primeiro dia de negociação, pois as razões para o desconto não desaparecem imediatamente. Portanto, os altos

retornos iniciais representam perdas para as empresas emissoras, ou seja, o desconto sobre o valor intrínseco da empresa foi maior que o necessário.

Segundo Brealey e Myers (2005, p. 51), no caso das ofertas públicas primárias os custos de subavaliação excedem todos os custos de emissão. Quando uma empresa se torna pública, é muito difícil para os *underwriters* (instituições financeiras especializadas em operações de lançamento de ações no mercado primário) julgarem quanto os investidores estão dispostos a pagar pelas ações, ocorrendo, algumas vezes, um julgamento equivocado da demanda.

Oficialmente, as companhias não admitem que os lançamentos de suas ações ocorram dessa forma, mas alguns estudos, como por exemplo, o de Ibbotson, Sindelar e Ritter (1994), citado por Brealey e Myers (2005, p. 52), mostra que em mais de 10.000 novas emissões, de 1960 a 1992, ocorreu, na média, uma subavaliação de 15%, ressaltando que a subavaliação nos Estados Unidos é relativamente modesta em comparação aos padrões de muitos países. Alguns bancos de investimento e investidores institucionais argumentam que a subavaliação é do interesse da empresa emissora, pois o preço baixo na oferta inicial eleva o preço das ações quando esta é subsequente negociada no mercado e aumenta a habilidade da empresa em angariar capital adicional. Há quem discorde dessa afirmação, dizendo que os bancos de investimento promovem um preço baixo de oferta porque este reduz o risco de ficarem com ações indesejáveis e os torna popular com seus clientes que recebem as ações.

Outra explicação para que as novas emissões sejam subavaliadas e, conseqüentemente, a taxa média de retorno dos IPOs seja elevada, é o que Brealey e Myers (2005, p. 52), chamam de “maldição dos vencedores”. Trata-se de uma falsa expectativa que atrai investidores sem informações sobre o preço que deverá alcançar a empresa após a oferta inicial. Pressupondo retornos médios elevados, alguns novos participantes executam pedidos de várias ações que serão ofertadas ao público, esperando obterem um retorno extraordinário. No entanto, para as ações que realmente oferecerão retorno acima da média, os pedidos serão rateados entre investidores informados e mal-informados, enquanto as demais serão totalmente destinadas a esses últimos. Para reduzir potenciais prejuízos que poderiam afastar novos integrantes do mercado acionário, os intermediários lançam as ações por um

preço menor do que realmente deveriam, e aqueles que recebem essas ações acreditam ter sido um bom negócio investir nesses títulos.

Quanto à assimetria informacional, Leal Costa Jr. e Lemgruber (2000, p. 122), afirmam que existem três hipóteses nesse segmento:

- **Assimetria entre a empresa e o mercado:** a empresa delega ao *underwriter* a decisão sobre o melhor preço de colocação de suas ações. Ela permite que ele ofereça as ações a um preço menor que o esperado no mercado. O retorno inicial será maior em razão da maior incerteza sobre o preço de equilíbrio no mercado secundário. O *underwriter* seria o único capaz de superar essa assimetria, por conhecer melhor as condições do mercado e os compradores do papel;
- **Assimetria entre os investidores:** há investidores informados e não informados. Os primeiros incorrem em custos de análise de investimentos, os demais não e sofrem da “maldição dos vencedores”. Quando conseguem acesso às emissões, elas são as que oferecem os piores retornos ou, quando têm acesso a uma boa emissão, não conseguem comprar a quantidade que desejam. A principal razão para os retornos anormais observados é o racionamento, ou seja, a demanda é maior que a oferta de títulos. Como o investidor informado prevê melhor o preço inicial de mercado de uma ação, ele só participa das emissões cujo retorno inicial esperado seja maior que o custo incorrido na obtenção de informação. Como o investidor informado não é capaz de absorver todos os novos papéis, é necessária a existência do investidor não informado. Sabendo que não conseguirá adquirir a quantidade que deseja ou que há uma grande probabilidade de obter um retorno ruim, o investidor não informado demanda retornos mais elevados para comprar novas emissões como forma de compensação. Esses retornos elevados seriam obtidos por meio de um deságio com base no preço esperado no mercado.
- **Prestígio do underwriter e assimetria informacional:** o prestígio do *underwriter* influiria sobre os retornos iniciais constatados para os títulos de uma empresa. Os retornos para quem comprou ações no

mercado primário e vendeu no primeiro dia de negociação em bolsa seria maior para as emissões de instituições de primeira linha.

### 3. ABERTURA DO CAPITAL DE EMPRESAS NO BRASIL

Para que uma empresa possa abrir o seu capital, o primeiro passo é estar estabelecida como uma sociedade anônima. A sociedade anônima é aquela cujo capital divide-se em ações, e sua regulamentação encontra-se disposta na Lei nº 10.303, de 31.10.01, conhecida como a nova Lei das Sociedades Anônimas. De acordo com o artigo 4º da Lei nº 6.404 (redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001) uma companhia – ou sociedade anônima – é considerada aberta quando os valores mobiliários de sua emissão são admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários (bolsa ou mercado de balcão).

De acordo com a Lei nº 6.385/76 (BRASIL, 1976), o processo de abertura de capital de uma empresa requer o pedido de registro da empresa como companhia aberta junto à Comissão de Valores Mobiliários – CVM (órgão regulador e fiscalizador do mercado de capitais brasileiro), para que seus títulos possam ser negociados em bolsa ou mercado de balcão.

De acordo com a BM&FBOVESPA (2006, p. 09), no início do processo de abertura de capital de uma empresa, deve ser realizada uma análise preliminar sobre a conveniência da abertura. Essa discussão pode restringir-se ao âmbito interno da empresa, ou contar com o auxílio de consultores de mercado de capitais e intermediários financeiros.

Tomada a decisão de abertura do capital, há a necessidade de contratar auditoria externa registrada na CVM. Além de se tratar de uma exigência legal para a obtenção e manutenção da condição de companhia aberta, a divulgação das demonstrações financeiras auditadas, acompanhadas dos respectivos pareceres dos auditores, é fundamental para a boa conceituação da empresa frente à comunidade financeira.

A legislação exige ainda que a abertura de capital seja feita por meio de um intermediário financeiro (corretora de valores, banco múltiplo, banco de investimento ou distribuidora), que exerce o papel de coordenador da operação. A instituição coordenadora é a responsável por enviar analistas operadores de *underwriting* à empresa para realizar estudos sobre sua situação financeira presente,

perspectivas e resultado, capacidade de pagamento futuro dos compromissos financeiros e modelo de abertura de capital mais adequado.

A abertura de capital exige a transformação da empresa em sociedade por ações mediante realização de assembléia geral extraordinária (AGE), na qual é deliberada uma nova denominação social para a composição do capital social e uma adaptação do estatuto social à nova condição da sociedade, em atendimento a exigências legais específicas.

O novo estatuto, além de consolidar as alterações acima, deve contemplar, entre outras modificações estatutárias, a constituição do conselho de administração (CA), que nomeia a diretoria, incluindo o diretor de relações com investidores (DRI). Esse diretor deve ter amplo conhecimento das diversas áreas da empresa e do grupo controlador, gozar de boa reputação no mercado, além de dispor de tempo e habilidade para atender acionistas e analistas.

A legislação básica referente às etapas acima consta das Leis nºs 6.404/76 (Lei das S.A.) e 6.385/76 (criação da CVM), assim como das Instruções CVM nºs 13/80 e 202/93.

Concomitantemente ao pedido de abertura de capital junto à CVM é possível solicitar o registro e a autorização para a distribuição de valores mobiliários através de subscrição pública, sendo o processo de análise, registro e deferimento efetuado segundo as determinações das Instruções CVM nºs 13/80 e 202/93.

Simultaneamente à entrada do pedido na CVM, a empresa pode solicitar a listagem na BM&FBOVESPA. Somente as empresas que obtêm esse registro podem ter suas ações negociadas na Bolsa. De acordo com Fortuna (2008, p. 641), é o lançamento primário de títulos e sua posterior negociação em bolsa que, efetivamente, caracterizam e justificam a condição de empresa aberta.

De acordo com a CVM, para a captação de recursos através de distribuição pública de valores mobiliários, a empresa deverá cumprir os seguintes requisitos:

- Autorização do Conselho de Administração se for o caso de lançamento de ações relativas ao capital autorizado, dentro das funções estatutárias do Conselho;



- Autorização da Assembléia Geral, que designará o agente fiduciário, se for o caso do lançamento de debêntures;
- Autorização da Assembléia Geral de acionistas para aumentar o capital social;
- Contratação de instituição financeira para a coordenação do lançamento dos títulos, onde se destaca o tipo de operação (firme, com aquisição das sobras, com melhores esforços) e seus custos;
- Plano de marketing do lançamento se for o caso;
- Formação do consórcio de distribuição dos títulos; e
- Seleção e contratação do agente fiduciário, para o caso de debêntures.

Para a estruturação da operação de distribuição será necessário o fornecimento de informações econômico-financeiras, administrativas e operacionais da empresa para a instituição coordenadora do lançamento, objetivando a preparação do prospecto do lançamento, a ser submetido à CVM, o qual deve conter informações sobre a empresa, de modo que os potenciais investidores possam avaliá-la.

A empresa deverá realizar, juntamente com a instituição coordenadora, análise das condições da organização e do mercado de capitais, visando definir, dentre outros aspectos:

- A melhor forma de operação a ser realizada;
- O volume de recursos envolvido;
- O público alvo;
- Os procedimentos de distribuição;
- As garantias a serem oferecidas aos investidores; e, se for o caso;
- A remuneração que será atribuída aos títulos;
- O plano de repactuação ou de conversão em ações, no caso de debêntures;
- O tipo e o preço do título; e
- Os custos de todo o processo e sua análise de viabilidade.

Uma das principais decisões do processo de abertura de capital envolve a análise cuidadosa de que tipos de valores mobiliários serão lançados, o número de títulos factíveis e o preço de colocação. Dentre os instrumentos de abertura de capital existentes, os mais usuais são as ações, debêntures e notas promissórias.

As ações são consideradas o instrumento mais efetivo na abertura de capital. São títulos nominativos de renda variável, que representam uma fração do capital social da empresa emitente. São valores negociáveis e distribuídos aos subscritores (acionistas) de acordo com a participação monetária efetivada. Os títulos de renda variável são caracterizados por terem sua remuneração dependente de eventos futuros incertos, como, por exemplo, o desempenho de empresa emissora.

De acordo com Goulart, Lima e Gregório (2006, p. 25), as principais características das ações são:

- Podem ser escriturais ou representadas por cautelas ou certificados;
- Havendo mercado secundário ativo, são conversíveis em dinheiro, a qualquer tempo;
- Tipos: ordinárias (concedem poder de voto nas assembleias deliberativas da companhia) e preferenciais (preferência no recebimento de dividendos). As ações, ordinárias ou preferenciais, são sempre nominativas, originando-se do fato a notação ON ou PN depois do nome da empresa;
- Modalidades de rendimento: dividendos, bonificações em ações ou em dinheiro, direito de subscrição, venda de direitos de subscrição;
- Sua lucratividade, em determinado período de tempo, é composta pela variação do preço (ganho de capital) mais rendimentos e exercício de direitos;
- O valor da ação (preço de compra e venda) é determinado em mercado, variando principalmente em função do desempenho financeiro ou previsto para a companhia, bem como da conjuntura econômica doméstica e internacional.

A venda das ações de uma 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, sendo os recursos obtidos na distribuição, canalizados para a própria companhia. Por sua vez, numa distribuição secundária, quem vende as ações é o empreendedor e/ou algum de seus atuais sócios. Portanto, são ações existentes que estão sendo vendidas e os valores arrecadados irão para o vendedor e não para a empresa. Independentemente de a distribuição ser primária ou secundária, neste momento a companhia amplia o seu quadro de sócios, com os compradores das ações. Os investidores passam então a ser parceiros e proprietários de parte da empresa.

Concedido o registro da operação de distribuição pela CVM, inicia-se o processo de distribuição pública. Esse deve ser amplamente divulgado, por meio de anúncio de início de distribuição pública e veiculado duas vezes em jornal de grande circulação. Nesse anúncio constam as principais características da operação, o nome das instituições financeiras intermediadoras e o número de registro de emissão. No caso de distribuição secundária em bolsa de valores, o referido anúncio é substituído pelo edital de distribuição secundária. Se a operação for de lançamento primário, os investidores subscrevem os novos títulos por meio do preenchimento de boletim de subscrição, com modelo previamente submetido à CVM.

Subscritos os títulos, ou efetivada a venda no mercado secundário, a instituição coordenadora promove a liquidação financeira. Esta consiste no recebimento dos valores dos investidores e seu repasse para a companhia emissora ou acionista que vendeu sua posição. Pode haver um prazo entre o recebimento e o repasse dos recursos financeiros captados, o qual é negociado durante a contratação da operação. Posteriormente, o investidor recebe a confirmação de sua subscrição ou o extrato de movimentação, no caso de ações escriturais. Esse último é enviado pela instituição financeira depositária.

Ao final do período de distribuição pública, o coordenador da operação deve publicar anúncio de encerramento até, no máximo, 15 dias após a conclusão da distribuição. A subscrição de ações deve ser efetivada em um período máximo de seis meses, contados a partir de início do período de preferência ou, na inexistência desse, a partir da data da assembléia geral extraordinária ou reunião do conselho de

administração que deliberou a emissão. Se não houver a colocação para o público da totalidade dos títulos referidos na emissão, a CVM considera anulado o aumento de capital. E, se esse aumento de capital for o fundamento exclusivo da concessão de registro de companhia aberta, este será cancelado.

De acordo com a BM&FBOVESPA (2007, p. 02), a abertura de capital é uma possibilidade concreta para as empresas, desde que atendam a pré-requisitos mínimos de governança corporativa e contem com uma estrutura societária adequada. A BM&FBOVESPA tem procurado estimular a vinda de companhias que desejam acessar o mercado com ofertas menores. Para isso, criou, em dezembro de 2005, um segmento especial de listagem chamado Bovespa Mais, idealizado para tornar o mercado acionário brasileiro acessível a um número maior de empresas, em especial, àquelas que sejam particularmente atrativas aos investidores que buscam investimentos de médio e longo prazo e cuja preocupação com o retorno potencial sobrepõe-se à necessidade de liquidez imediata.

A abertura de capital, porém, vem acompanhada de exigências da legislação e do próprio mercado por informações econômico-financeiras mais visíveis, acessíveis e confiáveis, assim como por demandas de melhores práticas de governança corporativa nas empresas. Esses fatores são atrativos para o ingresso de investidores potenciais e para o acesso das empresas emissoras ao mercado internacional.

Por um lado, as exigências legais de divulgação requerem a publicação de informações muitas vezes consideradas relevantes para a estratégia competitiva da empresa. Em muitos casos, essa constatação tem fundamento. Um exemplo é o caso da empresa Gol, cuja estrutura de custos sempre foi sua maior vantagem competitiva. Enquanto ela se manteve fechada, seus concorrentes foram incapazes de identificar como a empresa conseguia operar de forma tão enxuta. Desde a abertura de capital, há dois anos, a Gol é obrigada a divulgar de onde vem boa parte dessa eficiência, o que tem mostrado à TAM, sua principal rival, quais são os pontos mais importantes a atacar. De acordo com Lethbridge (2006, p. 33), de 2003 a 2006, a diferença entre os custos das duas empresas caiu de mais de 30% para aproximadamente 15%.

Além da dificuldade de manter informações estratégicas em sigilo, ao ingressar no mercado de ações, a capacidade da empresa de responder

rapidamente às demandas do mercado passa a ser testada constantemente e qualquer falha nesse processo pode trazer conseqüências desastrosas para a organização.

Para evitar problemas dessa natureza, as companhias passam por um processo rigoroso – e caro – que pode levar anos de preparação. De acordo com Lethbridge (2006, p. 34), a Natura consumiu meia década entre a decisão de abrir o capital e o dia da emissão de ações. Os fundadores definiram 20 objetivos a serem atingidos antes da ida ao mercado – entre eles o crescimento do lucro líquido nos três anos anteriores à abertura de capital, a elaboração de demonstrações financeiras no padrão contábil americano e o fortalecimento de sua responsabilidade social. No caminho até a Bolsa, o nível de trabalho cresce continuamente. Em média, a operação de abertura de capital de uma empresa do porte da Natura envolve oito executivos da empresa, 16 advogados de quatro escritórios e mais de 50 especialistas de dois bancos. Toda essa equipe viaja pelo mundo em uma série de reuniões (*Road Show*), onde a empresa é oferecida aos investidores. Os custos de toda essa movimentação são superlativos. Os bancos levam cerca de 5% do valor da emissão, e os advogados, mais de dois milhões de reais.

Porém, as empresas que se preparam adequadamente e conseguem driblar as dificuldades inerentes ao processo de abertura de capital, obtêm inúmeros benefícios. Meses após sua emissão de ações no final de 2005, a Cosan anunciou a compra de duas usinas de açúcar e álcool, investindo mais da metade dos 885 milhões de reais levantados na operação nessas aquisições. A construtora Company é outro exemplo: chegou a ser oferecida anos atrás por 100 milhões de reais (alguns dos procurados ofereceram não mais que 30 milhões de reais). Após a abertura de capital, em março de 2006, a Company já valia mais de 600 milhões de reais.

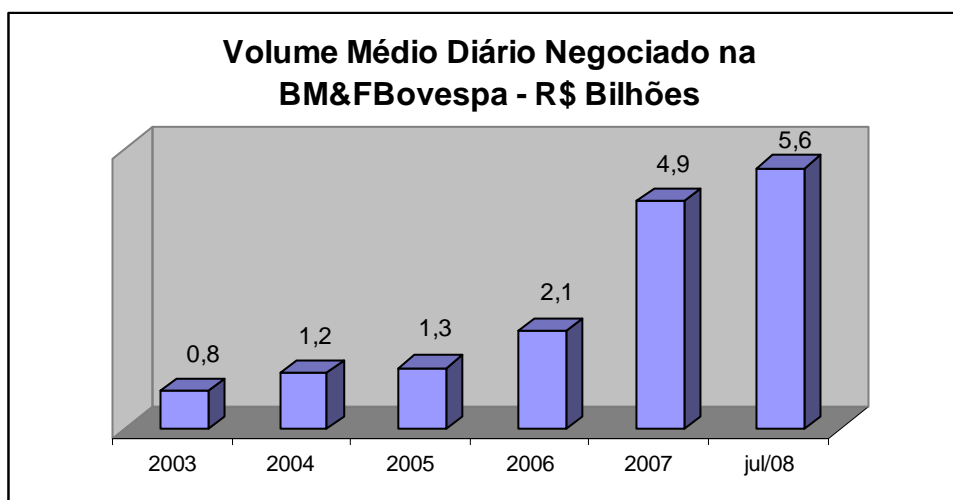
Para algumas companhias, porém, o compartilhamento de informações é algo impensável. A fabricante americana de chocolates Mars, uma das maiores do planeta, prefere manter-se fechada a revelar seus segredos. Segundo Lethbridge (2006, p. 35), fornecedores que entram em algumas fábricas precisam usar vendas nos olhos. O sigilo em torno da companhia é comparado ao da CIA, agência de espionagem americana (e vizinha da sede da Mars, na Virgínia).

No Brasil, grupos como Votorantim pertencem a esse time. A Votorantim é uma empresa de controle familiar, que está agora em sua terceira geração. Seu

modelo de governança corporativa assegura à família controladora posições estratégicas no Conselho de Administração, e conta com profissionais não familiares à frente das Unidades de Negócio. A empresa orgulha-se de ter sido reconhecida e eleita pela IMD Business School e Lombard Odier Darier Hentsch Bank como a melhor empresa familiar do mundo em 2005. O Grupo Votorantim é a única empresa brasileira de capital fechado classificada pelas três principais agências de rating do mundo: Standard & Poors, Fitch Ratings e Moody's.

O mercado de capitais brasileiro vem registrando, desde 2005, uma forte expansão da captação de recursos pelas empresas via emissão ações. De acordo com dados da CVM, esse dinamismo se traduz igualmente no aumento do número de companhias abertas, que havia declinado de 754 em 2002 para 621 em 2005. Após um discreto incremento em 2006, registra-se um salto em 2007, totalizando 682 em dezembro.

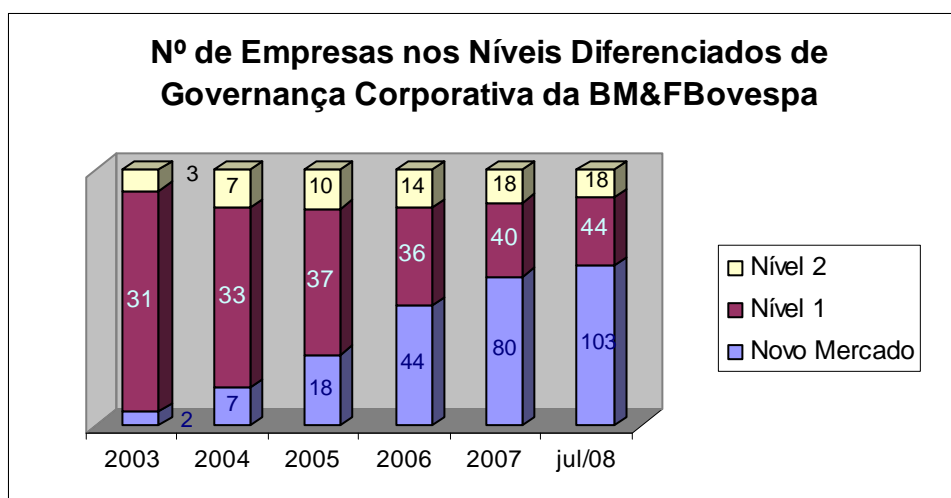
A evolução do mercado de capitais brasileiro nos últimos anos pode ser adequadamente ilustrada pelo crescimento do volume financeiro médio negociado na BM&FBOVESPA S.A., que era de 0,8 bilhão em 2003, passando para 5,6 bilhões em 2008 (gráfico 1).



**Gráfico 1 – Volume Médio Diário Negociado na BM&FBOVESPA**

Fonte: BM&FBOVESPA S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros.

Outro aspecto que merece destaque é do aumento do número de adesões aos níveis diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA. O gráfico 2 mostra a evolução do número de adesões no período de 2003 a 2008.



**Gráfico 2 – Nº de Empresas nos Níveis de Governança da BM&FBOVESPA**  
 Fonte: BM&FBOVESPA S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros.

De acordo com a Fundap (2008, p. 03), vários fatores explicam o notável dinamismo do mercado de capitais brasileiro no triênio 2005-2007. Em primeiro lugar, mencione-se o cenário internacional favorável, e em particular, o ciclo de liquidez para os países periféricos iniciado em 2003, mas que beneficiou o Brasil, sobretudo, a partir de 2005, se traduzindo na ampliação dos fluxos de investimento estrangeiro de carteira. De acordo com os dados da CVM, o valor da carteira dos investimentos estrangeiros no mercado de capitais brasileiros saltou de US\$ 29 bilhões em dezembro de 2004 para US\$ 214 bilhões em dezembro de 2007.

Em segundo lugar, ressalte-se a melhora no quadro macroeconômico geral da economia brasileira, com a consolidação da estabilidade da moeda e, em particular, nos preços-chave da economia (câmbio e juros) e retomada do crescimento econômico. Esse ambiente macroeconômico interno mais estável com perspectivas de maior crescimento foi essencial para o relativo aprofundamento do mercado de capitais. De um lado, estimulou a demanda por títulos e ações pelos investidores financeiros e do outro, favoreceu a decisão de produção e de investimento das empresas.

Em terceiro lugar, cabe salientar, as mudanças regulatórias e o aperfeiçoamento na infra-estrutura do mercado de capitais brasileiro. Além do efetivo progresso na adoção de padrões avançados de negociação, compensação, liquidação e custódia de títulos e valores mobiliários, uma mudança estrutural

importante foi a criação de um novo segmento de listagem de companhias abertas na BM&FBOVESPA, o chamado Novo Mercado, no qual vigora rígidas exigências em termos de transparência das informações para os investidores, práticas contábeis e proteção aos direitos dos acionistas minoritários. A adesão voluntária das empresas a esse segmento que só permite a emissão de ações ordinárias (com direito a voto) tem contribuído para fortalecer a confiança dos investidores, criando assim um círculo virtuoso de maior demanda pelas emissões iniciais nesse segmento e de estímulo para abertura de capital de novos ingressantes no mercado acionário.



## **4. METODOLOGIA DA PESQUISA**

### **4.1 Classificação da pesquisa**

Quanto à sua natureza a pesquisa desenvolvida é quantitativa. De acordo com Richardson (1999, p. 70) o método quantitativo caracteriza-se pelo emprego da quantificação tanto nas modalidades de coleta de informações, quanto em seu tratamento.

Quanto aos objetivos o estudo é de natureza descritiva. Para Cooper, Schindler (2003, p. 136), os estudos descritivos atendem a diversos objetivos de pesquisa:

- Descrições de fenômenos ou características associadas com a população-alvo (o quem, que, quando, onde e como de um tópico);
- Estimativa das proporções de uma população que tenha essas características;
- Descoberta de associações entre as diversas variáveis.

Segundo Richardson (1999, p. 71), os estudos de natureza descritiva propõem-se investigar o “que é”, ou seja, a descobrir as características de um fenômeno como tal, considerando como objeto de estudo uma situação específica, um grupo ou um indivíduo.

O trabalho fará uso de métodos de estatística descritiva que, de acordo com Freund (2006, p. 18) se constitui num conjunto de técnicas que objetivam descrever, analisar e interpretar os dados numéricos de uma população ou amostra.

### **4.2 População e Coleta de Dados**

Os conceitos de população e amostra são essenciais em uma pesquisa científica. Martins (2002, p. 43) define população como um conjunto de indivíduos ou objetos que apresentam em comum determinadas características definidas para o estudo. A amostra é um subconjunto da população.

Cooper e Schindler (2003, p. 150) definem população como sendo o conjunto de todos os elementos sobre os quais se deseja fazer inferências,

enquanto a amostragem nada mais é do que a seleção de alguns elementos que compõem a população.

Dessa forma, o conjunto de dados considerados nesta pesquisa compreende a totalidade (população) das ações provenientes da primeira emissão pública realizada por empresas no Brasil, no período de 01.01.2005 até 31.07.2007.

De acordo com Cooper e Schindler (2003, p. 223), as fontes de informação são geralmente classificadas em três níveis: fontes primárias, fontes secundárias e fontes terciárias. As fontes primárias correspondem aos trabalhos originais de pesquisa, ou seja, os dados brutos. As fontes secundárias são interpretações de dados primários, como, por exemplo, os livros, enciclopédias, manuais, artigos, revistas etc.. As fontes terciárias podem ser a interpretação de uma fonte secundária, mas geralmente são representadas por índices, bibliografias e outros auxílios de busca, tais como as ferramentas de busca da internet.

Para efeito da coleta de informações sobre as ações, serviram de fontes de informação, dados secundários e terciários obtidos por meio de pesquisa documental e de banco de dados, complementadas por pesquisas bibliográficas e na internet com relação à literatura existente sobre o assunto pesquisado.

### **4.3 Etapas do Desenvolvimento do Trabalho**

#### **4.3.1 Verificação do Desempenho das Ações**

A análise do comportamento das ações relativas às Ofertas Públicas Iniciais (IPO), realizadas no período de 01.01.05 a 31.07.07 considerou a variação apresentada por cada papel no seu primeiro dia de negociação e nos prazos de 30, 90, 180, 360 e 540 dias, obtida a partir do preço inicial da oferta e das cotações de fechamento de cada papel nos referidos prazos.

#### **4.3.2 Variação das Ações em relação à Taxa CDI**

Foram levantadas as cotações iniciais das ofertas, registradas na Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Em seguida foram obtidas as cotações de fechamento de cada ação para os prazos de 1 (primeiro dia de negociação do papel na Bolsa), 30, 90, 180, 360 e 540 dias. A partir desses dados foram calculadas as

variações de cada papel para os referidos prazos. O mesmo procedimento, considerando-se os mesmos prazos, foi aplicado à taxa CDI, considerado o principal índice de referência para as aplicações de renda fixa.

Para entender o que representa e como funciona o CDI é importante conhecer o funcionamento do mercado interbancário, que é onde os bancos realizam operações de empréstimos entre si.

Para fazer face às diversas transações em que se envolvem, os bancos dispõem de recursos em ativos líquidos, como dinheiro, por exemplo. Estas instituições precisam ter estes recursos disponíveis para qualquer necessidade de liquidez que seus clientes possam ter. No entanto, apesar do planejamento existente, podem ocorrer situações de desequilíbrio de curto prazo.

Com o objetivo de facilitar o processo de troca destas reservas bancárias, foi criado o mercado interbancário, onde participam somente instituições financeiras, como bancos e corretoras, por exemplo. É neste mercado, sem a participação do governo e sem a cobrança de impostos, que as instituições financeiras equilibram sua liquidez de curto prazo.

De acordo com Fortuna (2008, p. 117), o Banco Central não tem acesso a este segmento do mercado, onde os preços estão livres da intervenção e, portanto, de balizamentos oficiais. Este mercado é privativo dos bancos e dos *brokers*, que fazem a ponte entre compradores e vendedores de dinheiro com lastro em títulos privados, porém, não está imune às influências sazonais do fluxo de recursos mantidos entre o sistema bancário e o governo.

Para lastrear este mercado, foi criado, em meados da década de 80, o CDI, ou Certificado de Depósito Interfinanceiro, atualmente mais conhecido como Depósito Interfinanceiro - DI. Suas características são idênticas às de um CDB – Certificado de Depósito Bancário, mas sua negociação é restrita ao mercado interbancário. Sua função é, portanto, transferir recursos de uma instituição financeira para outra.

A regulamentação atual do DI tem como referência básica a Resolução nº 3.399, de 29.08.06, onde o Banco Central autoriza os bancos múltiplos, os bancos comerciais, os bancos de investimento, os bancos de desenvolvimento, as caixas econômicas, as sociedades de crédito imobiliário, as associações de poupança e

empréstimo, as cooperativas de crédito e as sociedades de arrendamento mercantil a receberem depósitos interfinanceiros.

Antes de sua criação do CDI, as instituições financeiras monetárias e não-monetárias disputavam no mercado os recursos disponíveis para captação. Devido à volatilidade das taxas dos diferentes papéis em mercado, os recursos financeiros disponíveis procuravam as melhores aplicações, quer fossem em CDB, Letras de Câmbio ou Letras Imobiliárias. Naturalmente, existiriam, em diferentes momentos, perdas para uns e ganhos para outros. O CDI veio para garantir uma distribuição de recursos que atendesse ao fluxo de recursos demandado pelas instituições.

Assim como no caso do CDB, o CDI é uma modalidade de aplicação que pode render tanto uma taxa de juro fixa quanto variável. As transações são fechadas por meio eletrônico e registradas nas instituições envolvidas e nos terminais da CETIP S.A. – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos. O prazo desses certificados pode variar, porém, a maioria das operações é negociada com prazo de um dia.

Como as mais usuais no mercado interbancário, as taxas registradas nas operações um dia servem de referência para o cálculo da taxa CDI *Over*. A taxa média diária do CDI de um dia é, portanto, calculada com base nas operações de emissão de Depósitos Interfinanceiros pré-fixados, pactuadas por um dia útil e registradas e liquidadas na CETIP, conforme determinação do Banco Central.

São selecionadas apenas as operações de um dia útil de prazo (conhecidas também como *overnight*), considerando somente as operações realizadas entre instituições de conglomerados diferentes, não sendo contabilizadas as taxas de transações dentro de um mesmo grupo financeiro.

Por representar as condições de liquidez do mercado, o CDI *Over* é uma média obtida e divulgada em termos anuais, no começo da noite de cada dia útil, após o fechamento do mercado. Com isso, esta taxa serve de referência para o custo de reservas da manhã seguinte, influenciando na formação da taxa Selic. Embora flutue em patamares próximos, esta taxa não é a Selic fixada pelo Comitê de Política Monetária - COPOM, que é referida no mercado como Selic Meta.

De acordo com Securato (2003, p. 110), a taxa CDI também tem características de taxa livre de risco, sendo que, embora acompanhe a taxa SELIC,

o mercado acabou elegendo a taxa CDI como taxa *benchmark*, pois ela é formada pelo próprio mercado. Dessa forma, as taxas SELIC e CDI são, em geral, muito próximas e até iguais quando o mercado não espera nenhum movimento (alta/queda) da taxa básica pela autoridade monetária.

Por ser uma taxa importante no mercado interbancário, o CDI acaba servindo de referencial para outras taxas praticadas pelos bancos. Por exemplo, um aumento no CDI pode indicar que o custo de captação dos bancos esteja crescendo, de forma que as instituições podem decidir pelo aumento nas suas taxas de empréstimos, tanto para pessoas físicas como jurídicas, para manter uma margem estável. As taxas do DI *over*, que representam o custo da troca de reservas interbancárias por um dia, estabelecem o parâmetro de taxas para as operações de empréstimo de curtíssimo prazo, o chamado *Hot Money*, que, normalmente, embute o custo do DI *over* mais um *spread* mínimo.

Além de patamar para outras taxas, o CDI também é utilizado como referencial para avaliar a rentabilidade das aplicações em fundos de investimento. Embora alguns analistas e instituições critiquem esta utilização, já que esta é uma taxa de curtíssimo prazo disponível apenas para instituições financeiras, este segue sendo o índice de referência mais popular para as aplicações de renda fixa.

#### **4.3.3 Variação das Ações em relação ao IBOVESPA**

Procedimento semelhante foi utilizado para verificação da variação das ações em relação à variação do Índice da BM&FBOVESPA. Ou seja, calculou-se a variação do referido índice para os mesmos prazos (1, 30, 90, 180, 360 e 540 dias) a partir da data de registro das ofertas na CVM, para posterior comparação com a variação das ações.

De acordo com a BM&FBOVESPA (2008, p. 03), o Índice Bovespa é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. Sua relevância advém do fato do Ibovespa retratar o comportamento dos principais papéis negociados na BM&FBOVESPA e também de sua tradição, pois o índice manteve a integridade de sua série histórica e não sofreu modificações metodológicas desde sua implementação em 1968.

O Ibovespa é o valor atual, em moeda corrente, de uma carteira teórica de

ações constituída em 2/1/1968, a partir de uma aplicação hipotética. Supõe-se não ter sido efetuado nenhum investimento adicional desde então, considerando-se somente os ajustes efetuados em decorrência da distribuição de proventos pelas empresas emissoras (tais como reinversão de dividendos recebidos e do valor apurado com a venda de direitos de subscrição, e manutenção em carteira das ações recebidas em bonificação). Dessa forma, o índice reflete não apenas as variações dos preços das ações, mas também o impacto da distribuição dos proventos, sendo considerado um indicador que avalia o retorno total de suas ações componentes.

Segundo Fortuna (2008, p. 622), o Ibovespa é um índice extremamente confiável, com uma metodologia de fácil acompanhamento pelo mercado e representa fielmente não só o comportamento médio dos preços das principais ações, como também o perfil das negociações à vista, observadas nos pregões da BM&FBOVESPA.

O Ibovespa foi criado a partir de uma carteira teórica de ações, expressa em pontos. O valor inicial foi de 100 pontos, refletindo sua pontuação atual a variação ocorrida na carteira desde 1968. Para Assaf Neto (2003, p. 253), o objetivo básico do Ibovespa é o de refletir o desempenho médio dos negócios à vista ocorridos nos pregões da BM&FBOVESPA. A carteira teórica do índice procura retratar, da melhor forma possível, o perfil dos negócios realizados na BM&FBOVESPA, sendo considerado um indicador do retorno total das ações que o compõem, apurando não somente as variações dos preços, mas também a distribuição dos proventos.

Para tanto, sua composição procura aproximar-se o mais possível da real configuração das negociações à vista na BM&FBOVESPA. A carteira teórica do Índice é integrada pelas ações que, em conjunto, representaram 80% do volume transacionado à vista nos 12 meses anteriores à formação da carteira. Como critério adicional, exige-se que a ação apresente, no mínimo, 80% de presença nos pregões do período. As empresas emissoras das ações integrantes da carteira teórica do Índice Bovespa são responsáveis, em média, por aproximadamente 70% do somatório da capitalização bursátil de todas as empresas com ações negociáveis na BM&FBOVESPA.

O Ibovespa é calculado em tempo real, considerando os preços dos

últimos negócios efetuados no mercado a vista (lote-padrão) com ações componentes de sua carteira. Sua divulgação é feita pela rede de difusão da BM&FBOVESPA e também retransmitida por uma série de *vendors*, sendo possível, dessa forma, acompanhar on-line seu comportamento em qualquer parte do Brasil ou do mundo.

A participação de cada ação na carteira tem relação direta com a representatividade desse título no mercado à vista (número de negócios e volume financeiro), ajustada ao tamanho da amostra. Essa representatividade é obtida pelo índice de negociabilidade da ação, calculado pela seguinte fórmula:

$$IN = \sqrt{\frac{ni}{N} \cdot \frac{vi}{V}}$$

onde:

IN = índice de negociabilidade.

ni = número de negócios com a ação "i" no mercado à vista (lote-padrão).

N = número total de negócios no mercado à vista da BM&FBOVESPA (lote-padrão).

vi = volume financeiro gerado pelos negócios com a ação "i" no mercado à vista (lote-padrão).

V = volume financeiro total do mercado à vista da BM&FBOVESPA (lote-padrão).

O Índice Bovespa é o somatório dos pesos (quantidade teórica da ação multiplicada pelo último preço da mesma) das ações integrantes de sua carteira teórica. Assim sendo, pode ser apurado, a qualquer momento, por meio da seguinte fórmula:

$$IBV_t = \sum_{i=1}^n P_{it} \cdot Q_{it}$$

onde:

Ibovespa t = Índice Bovespa no instante t;

n = número total de ações componentes da carteira teórica;

P = último preço da ação "i" no instante t;

Q = quantidade teórica da ação “i” na carteira no instante t.

A carteira teórica do Ibovespa é composta pelas ações que atenderem cumulativamente aos seguintes critérios, com relação aos 12 meses anteriores à formação da carteira:

- Estar incluída em uma relação de ações cujos índices de negociabilidade somados representem 80% do valor acumulado de todos os índices individuais;
- Apresentar participação, em termos de volume, superior a 0,1% do total;
- Ter sido negociada em mais de 80% do total de pregões do período.

Uma ação selecionada para compor a carteira só deixará de participar quando não conseguir atender pelo menos dois dos critérios de inclusão anteriormente indicados. As companhias que estiverem sob regime de recuperação judicial, processo falimentar, situação especial ou sujeitas a prolongado período de suspensão de negociação não integrarão o Ibovespa.

No caso de suspensão de uma ação componente, o índice utiliza o preço do último negócio registrado em bolsa até a normalização das negociações com o papel. Não havendo liberação para negociação por 50 dias, a contar da data da suspensão, ou em caso de ausência de perspectivas de reabertura dos negócios ou de rebalanceamento da carteira, a ação será excluída da carteira. Nessa eventualidade, serão efetuados os ajustes necessários para garantir a continuidade do índice.

Para manter a representatividade do índice ao longo do tempo, quadrimestralmente é feita uma reavaliação do mercado, sempre com base nos 12 meses anteriores, onde se identificam as alterações na participação relativa de cada ação do índice, bem como sua permanência ou exclusão, e a inclusão de novos papéis. Em seguida, monta-se uma nova carteira, atribuindo-se a cada papel um novo peso, segundo a distribuição de mercado, apurada pela reavaliação. A carteira teórica do Ibovespa tem vigência de quatro meses, vigorando para os períodos de janeiro a abril, maio a agosto e setembro a dezembro.

A quantidade teórica de cada ação, resultante da divisão de sua parcela na composição do índice (peso) pelo seu preço de fechamento no último dia do



quadrimestre anterior, permanecerá constante pelos quatro meses de vigência da carteira, somente sendo alterada caso ocorra distribuição de proventos (dividendos, bonificações, subscrições etc.) por parte da empresa.

De forma a medir o retorno total de sua carteira teórica, o Índice Bovespa é ajustado para todos os proventos distribuídos pelas companhias emissoras das ações integrantes de seu portfólio. O ajuste é efetuado considerando-se que o investidor vendeu as ações ao último preço de fechamento anterior ao início da negociação “ex-provento” e utilizou os recursos na compra das mesmas ações sem o provento distribuído (“ex-provento”).

Objetivando auxiliar os participantes do mercado que utilizam a carteira do Ibovespa como instrumento na elaboração de suas políticas de investimento, a BM&FBOVESPA divulga regularmente três prévias das novas composições, quando faltam 30 dias, 15 dias e um dia para a entrada em vigor da nova carteira do quadrimestre. Em situações especiais, entretanto, visando a tranquilizar o mercado, a BM&FBOVESPA poderá antecipar a difusão das prévias e/ou ampliar seu número.

O Anexo A mostra a Carteira Teórica do Ibovespa válida para o dia 17.04.2009. Além das empresas que compõem o índice o anexo mostra o tipo de ação e também a participação relativa de cada papel na composição total do índice, apurada para a abertura do dia.

#### **4.3.4 Volatilidade das Ações x Volatilidade IBOVESPA**

A volatilidade das ações e do IBOVESPA foi medida através do conceito estatístico do coeficiente de variação, que é uma medida da dispersão de uma amostra em relação à sua média. O coeficiente de variação é útil por estender a análise do desvio padrão, fornecendo uma medida relativa independente da grandeza com a qual se mede os dados da amostra. Foram calculados os retornos diários do período compreendido entre o primeiro dia de negociação e o prazo total de 540 dias, a sua média aritmética e o desvio-padrão. O desvio-padrão foi estimado pela seguinte expressão:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^N \frac{(r_i - \bar{r})^2}{N-1}}$$

onde:

$\sigma$  = desvio-padrão dos retornos dos ativos

$r_i$  = retorno do ativo i

$\bar{r}$  = média dos retornos do ativo i

N = tamanho da amostra

Em seguida obteve-se o coeficiente de variação, utilizando-se a seguinte expressão:

$$c_v = \frac{\sigma}{\mu}$$

onde:

Cv = coeficiente de variação

$\sigma$  = desvio-padrão dos retornos dos ativos

$\mu$  = média dos retornos do ativo

A volatilidade é um conceito freqüentemente associado ao risco. Como o risco precisa ser mensurado, a volatilidade acaba sendo a medida utilizada. Por volatilidade, podemos entender a medida estatística da possibilidade de um ativo cair ou subir, muitas vezes, de forma significativa, em um determinado período de tempo.

Em finanças, o risco é mensurado pelo grau de volatilidade associado aos retornos esperados. A volatilidade representa a quantidade de flutuações que ocorrem com uma série de números ao se desviarem de uma média representativa. Quanto maior a volatilidade, maior o nível de risco, ou seja, maior a variabilidade do ativo.

Como medida de risco, a volatilidade pode ser calculada de várias formas. Entre as medidas mais utilizadas estão o desvio padrão e o coeficiente de variação da rentabilidade histórica de um determinado ativo. Estas são medidas de

volatilidade absoluta, que muda de acordo com o período de tempo determinado, de forma que na hora do cálculo o período escolhido é de vital importância.

Além de medidas de volatilidade absoluta, existem também formas de avaliar a volatilidade de forma relativa, ou seja, em relação à volatilidade do mercado, por exemplo. A medida mais usada é o beta, que mede a volatilidade de um ativo frente a um índice de mercado. Um ativo mais volátil, portanto, é aquele que varia de forma mais significativa em relação às flutuações de mercado.

De acordo com Silva Neto (1999, p. 98) existem vários tipos de volatilidade: histórica, implícita, real ou futura. Volatilidade histórica é a volatilidade calculada usando séries históricas de um determinado ativo. Embora seja impossível prever o futuro, uma análise criteriosa da variação passada de um ativo pode conduzir a aproximações satisfatórias sobre o seu comportamento futuro.

Já a volatilidade implícita pode ser descrita como a estimativa de volatilidade futura adotada pelo mercado. Esta volatilidade pode ser obtida através de cálculos com preços de ativos negociados no mercado, principalmente de derivativos. A volatilidade implícita é utilizada para calcular o preço de diversos derivativos, como *warrants* e opções. Para determinar o seu valor usam-se modelos teóricos de determinação de prêmios de opções, como, por exemplo, o modelo *Black & Scholes*. Vale lembrar que ela nem sempre acompanha a volatilidade histórica.

Por fim, a volatilidade real ou futura, é aquela efetiva do preço do ativo no futuro e, como tanto, não é conhecida. A partir do momento em que é verificada passa a ser volatilidade histórica.

#### **4.3.5 Variação das Ações em função da Classificação Setorial**

Para a observação do comportamento das ações em função da classificação setorial, as empresas foram agrupadas de acordo com a estrutura de classificação setorial elaborada pela BM&FBOVESPA, considerando-se, principalmente, os tipos e os usos dos produtos ou serviços desenvolvidos pelas empresas, com os seguintes propósitos:

- Fornecer uma identificação mais objetiva dos setores de atuação das empresas, já a partir do primeiro nível da estrutura;
- Permitir uma visão sobre empresas que, embora com atividades diferentes, atuem em estágios similares da cadeia produtiva ou com produtos/serviços relacionados e tendam a responder de forma semelhante às condições econômicas;
- Facilitar a localização dos setores de atuação das empresas negociadas; e
- Aproximar-se de critérios utilizados pelo mercado financeiro nacional e internacional.

Segundo a BM&FBOVESPA (2009), para a classificação das empresas, foram analisados os produtos ou serviços que mais contribuem para a formação das receitas das companhias, considerando-se, ainda, as receitas geradas no âmbito de empresas investidas de forma proporcional às participações acionárias detidas.

As empresas listadas na BM&FBOVESPA são classificadas por setor, subsetor e segmento de atividade. Para efeito deste estudo, as empresas foram agrupadas por setor de atividade. Em seguida foi apurada a variação média apresentada por cada setor, a partir da obtenção da média aritmética das variações de cada ação para os prazos analisados (1, 30, 90, 180, 360 e 540 dias). A variação média das ações foi calculada pela expressão:

$$\bar{R} = \frac{(R_1 + \dots + R_T)}{T}$$

Onde R1 ... RT são os valores de retorno, e T é o número de retornos analisados.

#### **4.3.6 Desempenho das Ações em função do Prazo**

A verificação do desempenho das ações em função do prazo foi efetuada a partir do cálculo da variação dos papéis para os prazos de 1, 30, 90, 180, 360 e 540 dias, partindo da cotação inicial da oferta, registrada na CVM. As variações encontradas para os referidos prazos foram convertidas para a mesma base, ou

seja, foram encontradas as taxas equivalentes ao mês (30 dias), para possibilitar a comparação entre os diversos prazos.

De acordo com Assaf Neto (2003, p. 141), duas taxas são admitidas como equivalentes quando, aplicadas sobre um mesmo capital durante certo intervalo de tempo, produzem os mesmos juros ou o mesmo montante, pelo regime de capitalização composta. O cálculo da taxa equivalente foi efetuado utilizando-se a seguinte expressão:

Taxa Equivalente Maior (I):

$$I = (1 + i)^n - 1$$

Onde,

i = taxa menor (alusiva a um subperíodo da operação);

n = número de subperíodos da taxa menor (i) contidos no prazo da taxa maior (I), numa mesma unidade de tempo.

Taxa Equivalente Menor (i):

$$i = (1 + I)^{\frac{1}{n}} - 1$$

Onde,

I = taxa maior (alusiva a todo o período da operação);

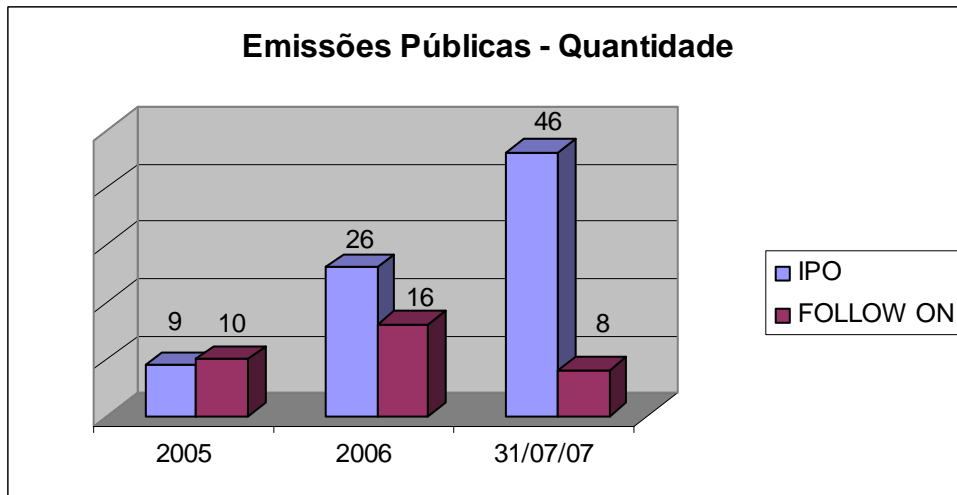
n = número de subperíodos da taxa menor (i) contidos no prazo da taxa maior (I), numa mesma unidade de tempo.

## 5. RESULTADOS

Este estudo analisou o comportamento das ações relativas às Ofertas Públicas Iniciais (IPO) realizadas no Brasil no período de 01.01.05 a 31.07.07, com o objetivo de verificar a ocorrência das seguintes anomalias, apontadas em diversas pesquisas acadêmicas relacionadas aos IPOs: ocorrência de subprecificação (underpricing); retornos iniciais elevados e alta volatilidade, sugerindo uma possível relação risco x retorno; baixa performance das emissões no longo prazo e performance relacionada ao desempenho geral de cada setor de atividade, evidenciando que as empresas abrem o capital em momentos de auge no desempenho do setor ao qual pertencem.

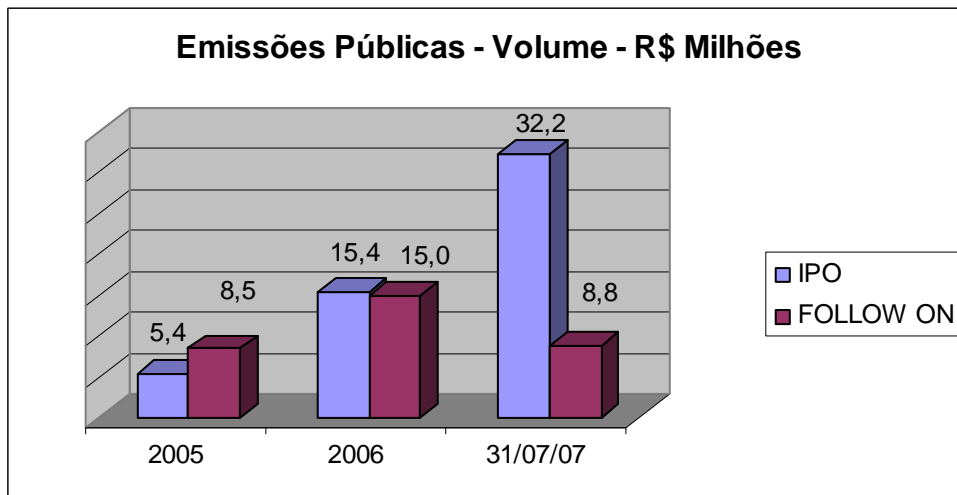
A análise incluiu a verificação da variação das ações, comparativamente à variação da taxa CDI e do IBOVESPA, a elaboração de comparativo da volatilidade das ações com a volatilidade do IBOVESPA, a verificação do comportamento das ações em função do setor de atividade das empresas emissoras e o desempenho das ações em função do prazo.

De acordo com os dados levantados junto à BM&FBOVESPA, entre 01.01.2005 a 31.07.2007 ocorreram 115 (cento e quinze) emissões públicas, sendo 81 (oitenta e um) IPOs e 34 (trinta e quatro) emissões subseqüentes (*follow-on*). O Gráfico 3 apresenta a freqüência e a evolução da quantidade de ofertas públicas iniciais por ano, comparativamente à quantidade de ofertas subseqüentes. Verifica-se que houve um crescimento substancial na quantidade de empresas que efetuaram IPOs de 2005 a 31.07.2007. Conseqüentemente, os volumes negociados também se elevaram nesse período (Gráfico 4).



**Gráfico 3 – Evolução da Quantidade de IPOs**

Fonte: BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros.



**Gráfico 4 – Volume das Captações em Ofertas Públicas**

Fonte: BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros.

Em 2005 foram realizadas 09 (nove) Ofertas Públicas Iniciais (IPO) na BM&FBOVESPA, cujos dados estão apresentados no Quadro 1.

Empresa	Listagem Oferta	Segmento Mercado	Registro CVM	Início Negociação	Código Negociação
Renar Maças Ltda	Novo Mercado	Alimentos Diversos	24/01/05	28/02/05	RNAR3
Submarino S.A.	Novo Mercado	Produtos Diversos	30/03/05	30/03/05	BTOW3
Localiza Rent a Car S.A.	Novo Mercado	Aluguel de Carros	20/05/05	23/05/05	RENT3
TAM S.A.	Nível 2	Transporte Aéreo	14/06/05	14/06/05	TAMM4
EDP Energias do Brasil S.A.	Novo Mercado	Energia Elétrica	13/07/05	13/07/05	ENBR3
Obrascon Huarte Lain Brasil S.A.	Novo Mercado	Exploração de Rodovias	14/07/05	15/07/05	OHLB3
Banco Nossa Caixa S.A.	Novo Mercado	Bancos	27/10/05	28/10/05	BNCA3
COSAN S.A. Indústria e Comércio	Novo Mercado	Alimentos Diversos	17/11/05	18/11/05	CSAN3
Universo Online S.A.	Nível 2	Programas e Serviços	15/12/05	16/12/05	UOLL4

**Quadro 1 – Ofertas Públicas Iniciais – 2005**

Fonte: BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros.

Os dados referentes às Ofertas Públicas Iniciais registradas em 2006, quando ocorreram 26 (vinte e seis) novos IPOs estão evidenciados no Quadro 2.

Empresa	Listagem Oferta	Segmento Mercado	Registro CVM	Início Negociação	Código Negociação
Cia. de Saneamento de Minas Gerais	Novo Mercado	Água e Saneamento	07/02/06	08/02/06	CSMG3
Vivax S.A.	Nível 2	Televisão Por Assinatura	07/02/06	08/02/06	VVAX11
Gafisa S.A.	Novo Mercado	Construção Civil	17/02/06	17/02/06	GFSA3
Company S.A.	Novo Mercado	Construção Civil	24/02/06	02/03/06	CPNY3
Totvs S.A.	Novo Mercado	Programas e Serviços	08/03/06	09/03/06	TOTS3
Equatorial Energia S.A.	Nível 2	Energia Elétrica	31/03/06	03/04/06	EQT3
American Banknote S.A.	Novo Mercado	Serviços Diversos	26/04/06	27/04/06	ABNB3
CSU Cardsystem S.A.	Novo Mercado	Serviços Diversos	28/04/06	02/05/06	CARD3
Brasilagro Cia. Bras. de Prod. Agrícolas	Novo Mercado	Exploração de Imóveis	28/04/06	02/05/06	AGRO3
Lupatech S.A.	Novo Mercado	Motores, Compressores e Outros	12/05/06	15/05/06	LUPA3
GP Investimentos Ltda	BDR	Holdings Diversificadas	31/05/06	01/06/06	GPIV11
Datasul S.A.	Novo Mercado	Programas e Serviços	01/06/06	02/06/06	DSUL3
MMX Mineração e Metálicos S.A.	Novo Mercado	Minerais Metálicos	21/07/06	24/07/06	MMXM3
Abyara Planejamento Imobiliário S.A.	Novo Mercado	Construção Civil	26/07/06	27/07/06	ABYA3
Medial Saúde S.A.	Novo Mercado	Serv. Méd. Hospit., Análises e Diagnósticos	21/09/06	22/09/06	MEDI3
Klabin Segall S.A.	Novo Mercado	Construção Civil	06/10/06	09/10/06	KSSA3
Santos Brasil S.A.	Nível 2	Serviços de Apoio e Armazenagem	11/10/06	13/10/06	STBR11
M. Dias Branco S.A. - Ind.Com. Alimentos	Novo Mercado	Alimentos Diversos	17/10/06	18/10/06	MDIA3
BRASCAN Residencial Properties	Novo Mercado	Construção Civil	20/10/06	23/10/06	BISA3
PROFARMA Distrib. Prod. Farmacêuticos	Novo Mercado	Medicamentos	25/10/06	26/10/06	PFRM3
Terna Participações S.A.	Nível 2	Energia Elétrica	26/10/06	27/10/06	TRNA11
Brasil Ecodiesel Ind. Biocombustível S.A.	Novo Mercado	Exploração e/ou Refino	10/11/06	22/11/06	ECOD3
ODONTOPREV S.A.	Novo Mercado	Serv. Méd. Hospit., Análises e Diagnósticos	30/11/06	01/12/06	ODPV3
Positivo Informática S.A.	Novo Mercado	Computadores e Equipamentos	08/12/06	11/12/06	POSI3
LPS Brasil Consultoria de Imóveis	Novo Mercado	Intermediação Imobiliária	15/12/06	18/12/06	LPSB3
Dufry South América	BDR	Produtos Diversos	19/12/06	20/12/06	DUFB11F

#### Quadro 2 – Ofertas Públicas Iniciais - 2006

Fonte: BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros.

Conforme demonstrado no Quadro 3, de 01.01 a 31.07.2007 foram efetuadas mais 46 (quarenta e seis) Ofertas Públicas Iniciais, perfazendo um total de 81 (oitenta e uma) ofertas a serem analisadas, relativas ao período de estudo (01.01.2005 a 31.07.2007).



Empresa	Listagem Oferta	Segmento Mercado	Registro CVM	Início Negociação	Código Negociação
PDG Realty S.A. Empreend. E Participações	Novo Mercado	Construção Civil	26/01/07	26/01/07	PDGR3
Rodobens Negócios Imobiliários S.A	Novo Mercado	Construção Civil	30/01/07	31/01/07	RDNI3
Camargo Correa Desenv. Imobiliário S.A.	Novo Mercado	Construção Civil	30/01/07	31/01/07	CCIM3
Tecnisa S.A.	Novo Mercado	Construção Civil	31/01/07	01/02/07	TCSA3
Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A.	Novo Mercado	Exploração de Imóveis	06/02/07	07/02/07	IGTA3
São Martinho S.A.	Novo Mercado	Alimentos Diversos	09/02/07	12/02/07	SMT03
GVT Holding S.A.	Novo Mercado	Telefonia Fixa	15/02/07	16/02/07	GVTT3
Anhanguera Educacional Participações S.A.	Nível 2	Serviços Educacionais	09/03/07	12/03/07	AEDU11
JBS S.A.	Novo Mercado	Carnes e Derivados	28/03/07	29/03/07	JBSS3
Banco Pine S.A.	Nível 1	Bancos	29/03/07	02/04/07	PINE4
Even Construtora e Incorporadora S.A.	Novo Mercado	Construção Civil	30/03/07	02/04/07	EVEN3
BR Malls Participações S.A.	Novo Mercado	Exploração de Imóveis	03/04/07	05/04/07	BRML3
Fertilizantes Heringer S.A.	Novo Mercado	Fertilizantes e Defensivos	11/04/07	12/04/07	FHER3
JHSF Participações S.A.	Novo Mercado	Construção Civil	11/04/07	12/04/07	JHSF3
Metalfrio Solutions S.A.	Novo Mercado	Equipamentos Elétricos	12/04/07	13/04/07	FRI03
Bematech Ind. Com. Equip. Eletrônicos S.A.	Novo Mercado	Computadores e Equipamentos	18/04/07	19/04/07	BEMA3
CR2 Empreend. Imobiliários S.A.	Novo Mercado	Construção Civil	20/04/07	23/04/07	CRDE3
AGRA Empreend. Imobiliários S.A.	Novo Mercado	Construção Civil	25/04/07	26/04/07	AGIN3
Cremer S.A.	Novo Mercado	Medicamentos e Outros Produtos	27/04/07	30/04/07	CREM3
Wilson Sons Limited	BDR	Serviços de Apoio e Armazenagem	27/04/07	30/04/07	WSON11
Banco Sôfisa S.A.	Nível 1	Bancos	26/04/07	02/05/07	SFSA4
Tarpon Investment Group Ltda	BDR	Holdings Diversificadas	30/05/07	31/05/07	TARP11
INPAR S.A.	Novo Mercado	Construção Civil	05/06/07	06/06/07	INPR3
Paraná Banco S.A.	Nível 1	Bancos	13/06/07	14/06/07	PRBC4
SLC Agrícola S.A.	Novo Mercado	Alimentos Diversos	14/06/07	15/06/07	SLCE3
LOG-IN Logística Intermodal S.A.	Novo Mercado	Transporte Hidroviário	19/06/07	21/06/07	LOGN3
EZ TEC Empreend. Participações S.A.	Novo Mercado	Construção Civil	20/06/07	22/06/07	EZTC3
Banco Cruzeiro do Sul S.A.	Nível 1	Bancos	22/06/07	26/06/07	CZRS4
Banco Daycoval S.A.	Nível 1	Bancos	28/06/07	29/06/07	DAYC4
Mafrig Frigoríficos e Com. Alimentos S.A.	Novo Mercado	Carnes e Derivados	28/06/07	29/06/07	MRF3
Tegma Gestão Logística S.A.	Novo Mercado	Transporte Rodoviário	29/06/07	03/07/07	TGMA3
Banco Indusval S.A.	Nível 1	Bancos	11/07/07	12/07/07	IDVL4
REDECARD S.A.	Novo Mercado	Serviços Financeiros Diversos	12/07/07	13/07/07	RDCD3
Cia. Brasileira de Desenv. Imob. Turístico	Novo Mercado	Exploração de Imóveis	13/07/07	16/07/07	IVTT3
MINERVA S.A.	Novo Mercado	Carnes e Derivados	19/07/07	20/07/07	BEEF3
Banco Patagônia S.A.	BDR	Bancos	19/07/07	20/07/07	BPAT11
MRV Engenharia e Participações S.A.	Novo Mercado	Construção Civil	20/07/07	23/07/07	MRVE3
Kroton Educacional S.A.	Nível 2	Serviços Educacionais	20/07/07	23/07/07	KROT11
Açúcar Guarani S.A.	Novo Mercado	Alimentos Diversos	20/07/07	23/07/07	ACGU3
Triunfo Participações e Investimentos S.A.	Novo Mercado	Exploração de Rodovias	20/07/07	23/07/07	TPIS3
Banco ABC Brasil S.A.	Nível 2	Bancos	24/07/07	25/07/07	ABCB4
Springs Global Participações S.A.	Novo Mercado	Fios e Tecidos	26/07/07	27/07/07	SGPS3
Cia. Providência Ind. e Comércio	Novo Mercado	Materiais Diversos	26/07/07	27/07/07	PRVI3
Multiplan Emp. Imobiliários S.A.	Nível 2	Exploração de Imóveis	26/07/07	27/07/07	MULT3
General Shopping Brasil S.A.	Novo Mercado	Exploração de Imóveis	27/07/07	30/07/07	GSHP3
Estácio Participações S.A.	Nível 2	Serviços Educacionais	27/07/07	30/07/07	ESTC11

### Quadro 3 – Ofertas Públicas Iniciais – 01.01 a 31.07.2007

Fonte: BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros.

## 5.1 Desempenho Geral das Ações Analisadas

A análise das ações considerou a variação apresentada por cada papel no seu primeiro dia de negociação e nos prazos de 30, 90, 180, 360 e 540 dias (Anexo B), obtida a partir do preço inicial da oferta e das cotações de fechamento de cada papel nos referidos prazos (Anexo C). Considerando o período analisado (540 dias), do total de 81 empresas analisadas apenas 30 apresentaram variação positiva no período analisado (Quadro 4), sendo que apenas 17 superaram o Ibovespa (Quadro 5), o que demonstra, de uma maneira geral, um fraco desempenho, considerando-se a euforia inicial das aberturas e as valorizações expressivas obtidas nos lançamentos.

EMPRESA	INÍCIO NEGOCIAÇÃO	CÓDIGO AÇÃO	VARIÇÃO DAS AÇÕES					
			1 dia	30 dias	90 dias	180 dias	360 dias	540 dias
LOCALIZA	23/05/05	RENT3	0,0000	3,8261	36,4348	113,0435	282,5217	408,6957
TAM S.A.	14/06/05	TAMM4	0,0000	1,0000	35,5556	125,0000	194,3889	252,1667
COMPANY	02/03/06	CPNY3	18,7500	11,8750	-23,7500	-13,1250	46,8750	121,2500
LUPATECH	15/05/06	LUPA3	5,9545	-6,8182	16,3636	25,9091	85,0000	111,3636
GP INVEST	01/06/06	GPIV11	-0,2043	-3,7059	7,9662	34,2282	112,3140	104,8731
GVT HOLDING	16/02/07	GVTT3	27,2222	22,2222	61,6667	82,5000	108,3333	100,0000
Submarino S.A.	30/03/05	BTOW3	0,0000	-19,9815	-16,7438	34,1351	145,6059	91,9519
TOTVS	09/03/06	TOTS3	6,2500	16,0938	12,5000	21,2500	48,4375	87,4688
OBRASCON	15/07/05	OHLB3	1,1111	6,1667	21,6667	54,3889	29,1667	83,3333
EDP Energias	13/07/05	ENBR3	11,1667	36,0556	33,3333	69,6111	61,6111	74,8889
LOPES BRASIL	18/12/06	LPSB3	15,7500	15,1000	6,2500	32,2000	52,9500	57,5000
ODONTOPREV	01/12/06	ODPV3	15,6786	22,1429	46,4286	85,3214	78,5357	57,1429
ANHANGUERA	12/03/07	AEDU11	21,3889	36,0556	52,7778	66,1111	59,4444	53,0556
PDG REALT	26/01/07	PDGR3	0,0000	-0,7857	2,5000	62,8571	37,8571	52,5714
GAFISA	17/02/06	GFA3	29,4595	30,7568	23,2432	37,5135	67,5676	51,7297
DUFYBRAS	20/12/06	DUFB11F	8,0849	10,3577	27,0492	57,9732	82,5633	46,7958
TERNA PART	27/10/06	TRNA11	9,0476	16,6667	14,2857	32,8571	36,2857	36,4286
PROFARMA	26/10/06	PFRM3	14,4444	22,2222	60,0000	44,4444	56,2222	33,2889
COPASA	08/02/06	CSMG3	4,6809	1,2766	-9,5745	-20,8936	13,6170	24,2553
EQUATORIAL	03/04/06	EQTL3	16,9655	5,5172	8,2759	11,7241	28,4138	23,7931
VIVAX	08/02/06	VVAX11	5,2245	9,7143	27,0612	34,4898	83,6735	23,5918
DATASUL	02/06/06	DSUL3	-6,6667	0,0000	-15,5556	6,1111	23,8889	21,6667
SAO MARTINHO	12/02/07	SMTO3	18,3000	30,6500	20,0000	9,0000	32,5000	20,0000
BRASILAGRO	02/05/06	AGRO3	10,0000	14,0000	10,0000	-5,0000	29,9000	20,0000
SANTOS BRAS	13/10/06	STBR11	8,0435	5,6522	17,3913	15,2609	7,8261	17,3913
ABNOTE	27/04/06	ABNB3	5,8824	-5,8824	-15,0000	-0,8824	10,5882	8,8235
MMX MINER	24/07/06	MMXM3	-0,1227	0,0000	-1,8405	25,7669	29,4479	8,5890
NOSSA CAIXA	28/10/05	BNCA3	17,5806	16,6129	55,6452	55,7419	62,9032	5,9677
RODOBENSIMOB	31/01/07	RDNI3	16,6667	13,7436	2,0000	16,9231	2,5641	4,6154
REDECARD	13/07/07	RDCD3	24,0741	11,1111	29,2593	2,7778	3,2222	2,7778

#### Quadro 4 - Ações com Variação Positiva

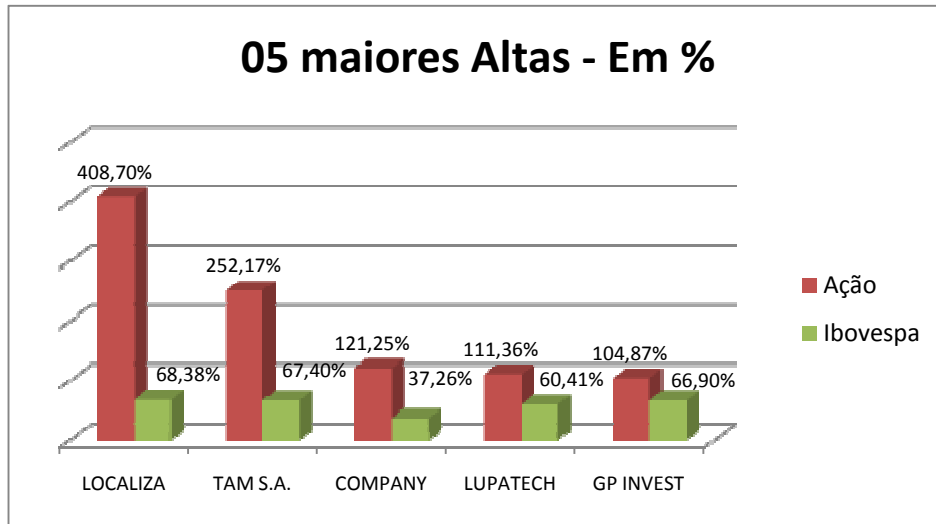
Fonte: Elaborado pelo Autor a partir dos dados obtidos juntos à BM&FBOVESPA.

NOME PREGÃO	CÓDIGO AÇÃO	VARIÇÃO AÇÃO (A)	VARIÇÃO IBOVESPA (B)	(A - B)
LOCALIZA	RENT3	408,70	68,38	340,3162
TAM S.A.	TAMM4	252,17	67,40	184,7646
COMPANY	CPNY3	121,25	37,26	83,9876
GVT HOLDING	GVTT3	100,00	19,07	80,9270
SUBMARINO	BTOW3	91,95	31,59	60,3640
LUPATECH	LUPA3	111,36	60,41	50,9523
TOTVS	TOTS3	87,47	46,52	40,9456
GP INVEST	GPIV11	104,87	66,90	37,9692
REDECARD	RDCD3	2,78	-27,94	30,7142
ANHANGUERA	AEDU11	53,06	23,27	29,7827
OBRASCON	OHLB3	83,33	65,24	18,0916
PDG REALT	PDGR3	52,57	36,83	15,7368
GAFISA	GFA3	51,73	36,47	15,2575
SLC AGRICOLA	SLCE3	-16,07	-28,72	12,6521
METALFRIIO	FRIIO3	-0,05	-11,08	11,0275
EDP ENERGIAS	ENBR3	74,89	70,25	4,6356
LOPES BRASIL	LPSB3	57,50	55,46	2,0372

#### Quadro 5 - Ações com Variação Superior ao Ibovespa

Fonte: Elaborado pelo Autor a partir dos dados obtidos juntos à BM&FBOVESPA.

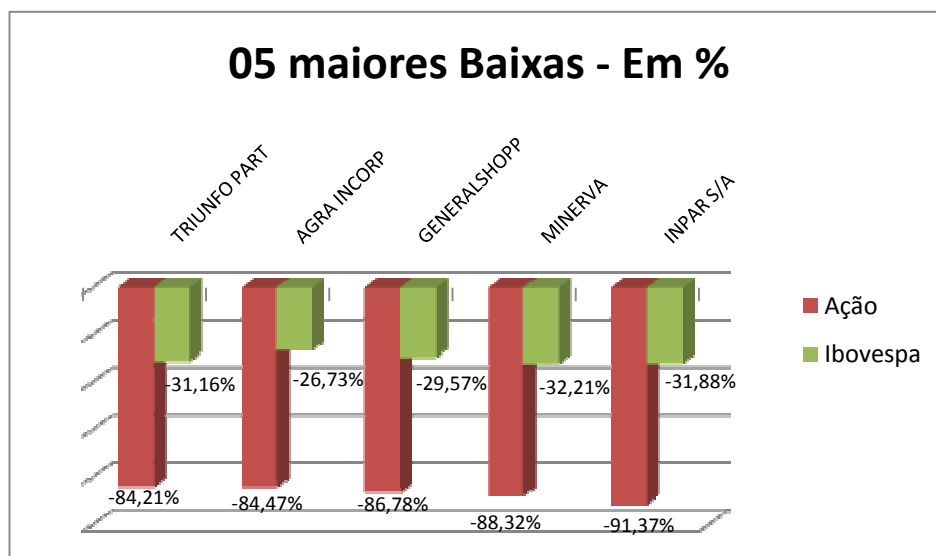
Os Gráficos 5 e 6 destacam as cinco maiores altas e as cinco maiores baixas do período, respectivamente.



**Gráfico 5 – Ações com Maiores Altas no Período**

Fonte: Elaborado pelo Autor.

É importante ressaltar que, após do grande dinamismo registrado no triênio 2005-2007, o mercado de capitais foi o primeiro segmento da economia brasileira a registrar os efeitos da crise financeira internacional que se aprofundou em 2008.



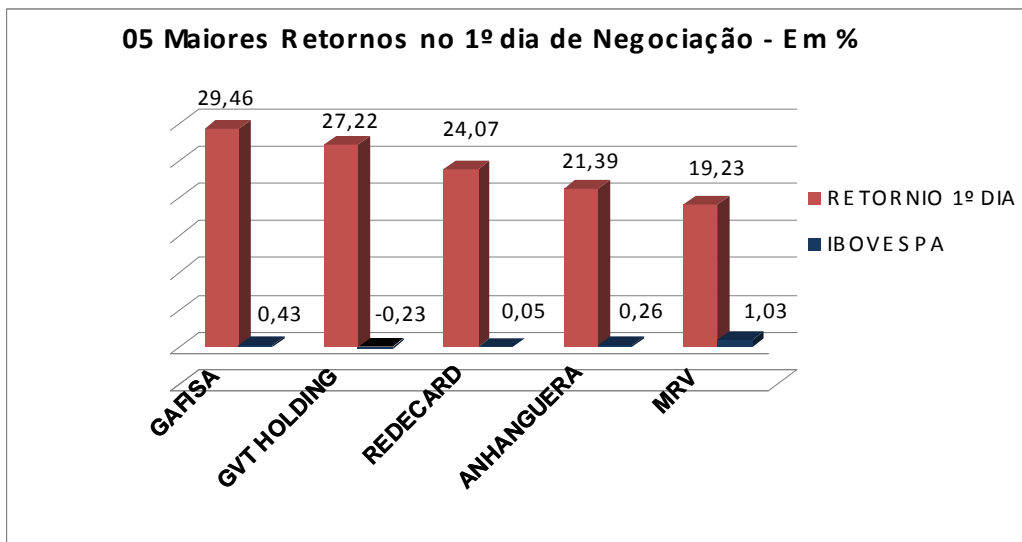
**Gráfico 6 – Ações com Maiores Baixas no Período**

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Verificando o período em que ocorreram as emissões objeto de estudo desta pesquisa (01.01.05 a 31.07.07) e o prazo máximo definido para a análise dos retornos (540 dias), observa-se que para grande parte das ações, o período analisado corresponde ao período afetado pela crise financeira internacional, que causou grande impacto no mercado acionário brasileiro.

Os números evidenciam o impacto causado pela crise, provocando forte queda dos preços das ações. Os papéis das empresas novatas na Bolsa tiveram grandes valorizações no dia de estréia e depois tiveram que enfrentar a turbulência do mercado.

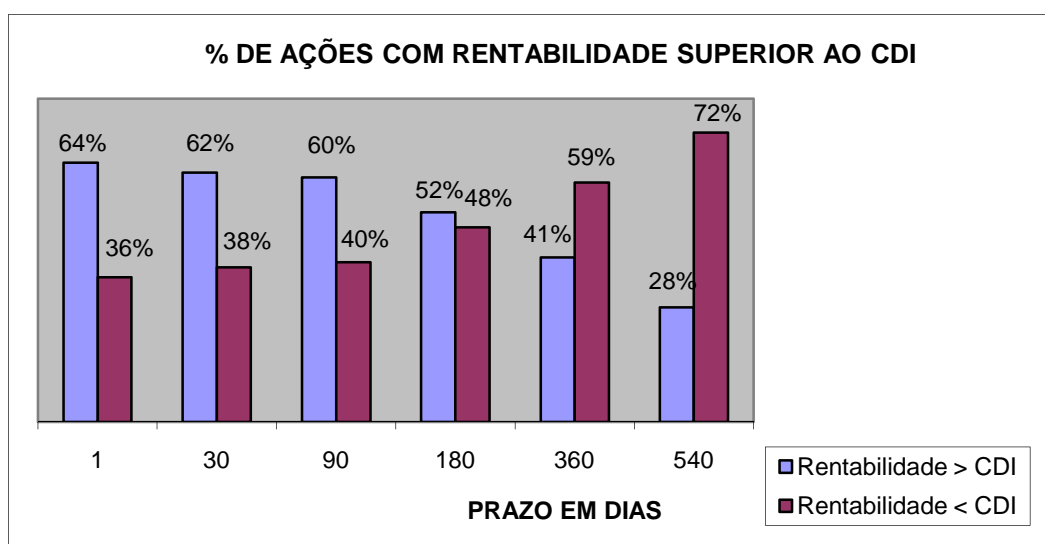
O recuo no preço das ações, após a disparada no dia do IPO, também pode representar um movimento de mercado no sentido de posicionar os papéis no seu real valor. A excessiva demanda pode ter provocado a abertura das ações em altas elevadas (Anexo B). Ou seja, paralelamente à crise pode ter ocorrido, também, um movimento de ajuste de preços, além de alguns casos em que fatores setoriais podem ter contribuído para o baixo desempenho de algumas empresas. O Gráfico 7 destaca as cinco maiores valorizações no dia de estréia, excluindo-se a ação da ABC BRASIL que apresentou um retorno superior a 560%.



**Gráfico 7 – Ações com Maiores Valorizações no dia de Estréia**  
Fonte: Elaborado pelo Autor.

## 5.2 Variação das Ações versus Taxa CDI

A partir da obtenção da variação das ações, apurou-se, considerando-se os mesmos prazos, a variação da taxa CDI (Anexo D). A partir do comparativo da variação de cada ação com a variação do CDI (Anexo E), para os prazos 1, 30, 90, 180, 360 e 540 dias, observou-se que no primeiro dia de negociação em bolsa, 64% das ações apresentaram variação superior ao CDI. Nos prazos seguintes (30 e 90 dias) esse percentual manteve-se praticamente no mesmo patamar e, considerando-se os prazos de 180, 360 e 540 dias, o percentual de empresas com variação maior que o CDI cai para 52%, 41% e 28%, respectivamente (Gráfico 8).



**Gráfico 8 - % de Ações com Variação Superior ao CDI**

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Esse resultado mostra que, no “curto prazo”, a maioria das ações apresenta desempenho superior às aplicações de renda fixa. No longo prazo, porém, o percentual de empresas com variação superior ao CDI é de apenas 28%. Ou seja, de um modo geral, a variação das ações foi inferior às aplicações de renda fixa no prazo analisado. O Quadro 6 mostra um comparativo da variação das cinco ações com melhores desempenhos em relação em CDI, no período analisado.

<b>AÇÃO/PRAZO</b>	<b>VARIAÇÃO AÇÃO - %</b>	<b>VARIAÇÃO CDI - %</b>
<b>1 DIA</b>		
ABC BRASIL	560,37	0,04
GAFISA	29,46	0,00
GVT HOLDING	27,22	0,05
REDECARD	24,07	0,04
ANHANGUERA	21,39	0,05
<b>30 DIAS</b>		
ABC BRASIL	518,59	0,99
COSAN	39,58	1,49
AGRA INCORP	38,82	1,02
ANHANGUERA	36,07	1,04
ENERGIAS BR	36,06	1,58
<b>90 DIAS</b>		
COSAN	129,17	4,33
AGRA INCORP	91,53	2,89
BR MALLS PAR	69,73	2,93
GVT HOLDING	61,67	2,91
PROFARMA	60,00	3,08
<b>180 DIAS</b>		
COSAN	219,79	8,11
TAM S/A	125,00	9,18
LOCALIZA	113,04	9,33
ODONTOPREV	85,32	6,05
GVT HOLDING	82,50	5,83
<b>360 DIAS</b>		
LOCALIZA	282,52	18,10
TAM S/A	194,39	17,83
SUBMARINO	145,61	18,65
GP INVEST	112,31	13,33
GVT HOLDING	108,33	11,29
<b>540 DIAS</b>		
LOCALIZA	408,70	26,28
TAM S/A	252,17	25,78
COMPANY	121,25	20,97
LUPATECH	111,36	19,83
GP INVEST	104,87	19,53

**Quadro 6 - Ações com Variação Superior ao CDI – 05 Maiores Retornos por Prazo**

Fonte: Elaborado pelo Autor.

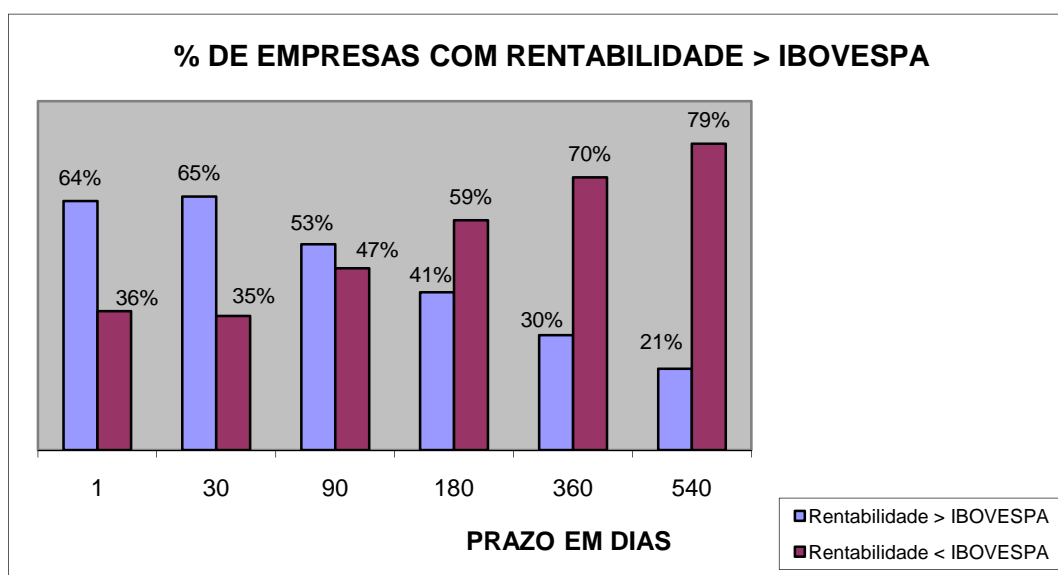
Considerando-se o retorno médio das ações no primeiro dia de negociação (12,34%), frente à variação do CDI de apenas 0,07%, conclui-se que há evidências de *underpricing* nas emissões analisadas.

### 5.3 Variação das Ações versus Ibovespa

Procedimento semelhante ao do item anterior foi aplicado para verificação da variação das ações, comparativamente à variação do Ibovespa (Anexo F), principal indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro.

Comparando-se a variação apresentada por cada papel no seu primeiro dia de negociação e nos prazos de 30, 90, 180, 360 e 540 com a variação apresentada pelo Ibovespa (Anexo G), observou-se, conforme demonstrado no Gráfico 9, que no primeiro dia de negociação na bolsa e nos prazos de 30 e 90 dias, a maioria das ações (64%, 65% e 53%, respectivamente) apresentava variação superior ao Ibovespa. Nos prazos seguintes (180, 360 e 540 dias) a maioria dos papéis apresentou variação inferior ao Ibovespa (59%, 70% e 79%, respectivamente).

O confronto da variação das ações com o Ibovespa demonstra, também, que, no “curto prazo”, a maioria das ações apresenta desempenho superior à média do mercado.



**Gráfico 9 - % de Ações com Variação Superior ao IBOVESPA**

Fonte: Elaborado pelo Autor.

No longo prazo, porém, o percentual de empresas com variação superior ao Ibovespa é de apenas 21%, o que nos leva a concluir que, de um modo geral, a variação das ações foi inferior à variação do Ibovespa. O Quadro 7 mostra um comparativo da variação das cinco ações com melhores desempenhos em relação ao Ibovespa, no período analisado.

<b>AÇÃO/PRAZO</b>	<b>VARIAÇÃO AÇÃO - %</b>	<b>VARIAÇÃO IBOVESPA - %</b>
<b>1 DIA</b>		
ABC BRASIL	560,37	0,37
GAFISA	29,46	0,00
GVT HOLDING	27,22	-0,23
REDECARD	24,07	0,05
ANHANGUERA	21,39	0,26
<b>30 DIAS</b>		
ABC BRASIL	518,59	-5,01
AGRA INCORP	38,82	4,92
COSAN	39,58	6,17
SAO MARTINHO	30,65	2,25
ENERGIAS BR	36,05	4,24
<b>90 DIAS</b>		
COSAN	129,17	23,06
AGRA INCORP	91,53	12,73
BR MALLS PAR	69,73	20,32
GVT HOLDING	61,67	12,35
PROFARMA	60,00	12,95
<b>180 DIAS</b>		
COSAN	219,79	23,17
TAM S/A	125,00	28,07
LOCALIZA	113,04	26,87
GVT HOLDING	82,50	7,25
ODONTOPREV	85,32	25,27
<b>360 DIAS</b>		
LOCALIZA	282,52	54,18
TAM S/A	194,39	36,24
SUBMARINO	145,61	42,21
SLC AGRICOLA	105,71	28,99
GVT HOLDING	108,33	31,96
<b>540 DIAS</b>		
LOCALIZA	408,70	68,38
TAM S/A	252,17	67,40
COMPANY	121,25	37,26
GVT HOLDING	100,00	19,07
SUBMARINO	91,95	31,59

**Quadro 7 - Ações com Variação Superior ao Ibovespa – 05 Maiores Retornos por Prazo**  
 Fonte: Elaborado pelo Autor.

Considerando-se o retorno médio das ações no primeiro dia de negociação na Bolsa (12,34%), frente à variação do Ibovespa de apenas 0,46%, conclui-se, igualmente em relação à comparação com a taxa CDI, que existem indícios de *underpricing* nas emissões realizadas no período analisado.

#### **5.4 Volatilidade das Ações versus Volatilidade Ibovespa**

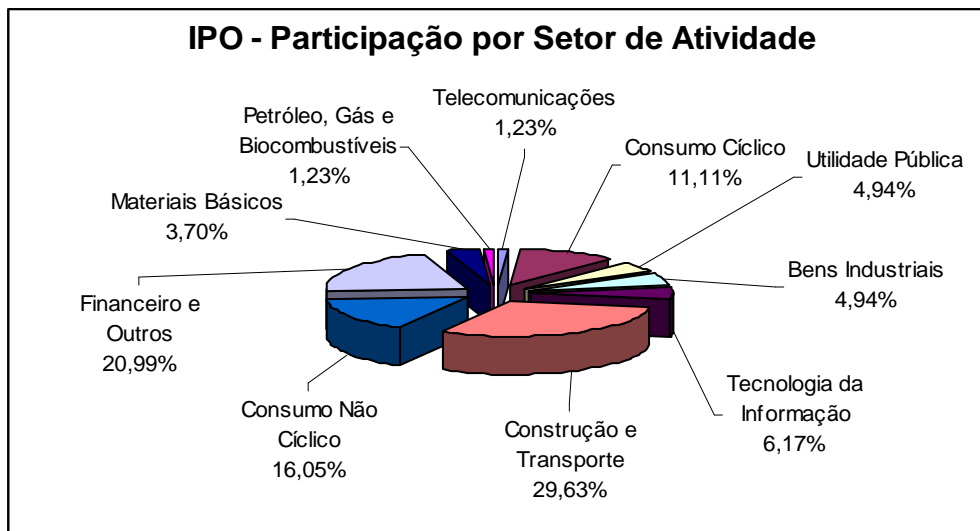
A volatilidade das ações, comparativamente à média do mercado, representada pela volatilidade do Ibovespa foi verificada a partir do cálculo da volatilidade histórica dos retornos das ações e do IBOVESPA (Anexo H). Teoricamente, quanto maior a volatilidade maior é a variabilidade do retorno do



ativo, ou seja, maior o seu risco. Essa análise evidenciou que 83% das ações apresentaram volatilidade superior à do Ibovespa. Dos 81 papéis analisados, apenas 14 apresentaram volatilidade menor que a volatilidade média do mercado, o que poderia explicar os retornos elevados no primeiro dia de negociação, ou seja, uma possível relação entre o retorno e o risco das ações. O retorno inicial elevado seria uma recompensa ao risco corrido pelos investidores.

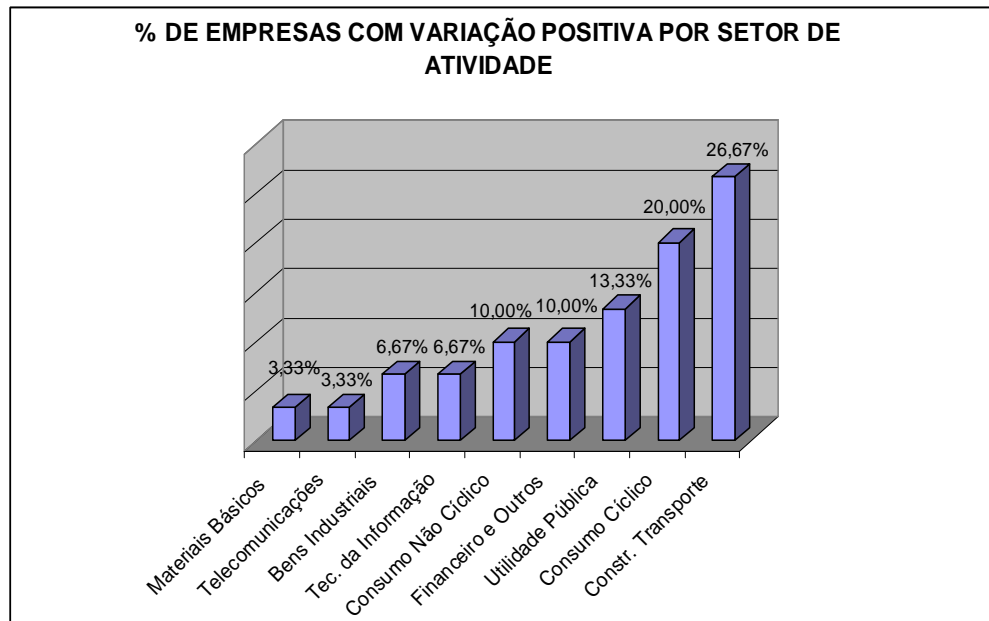
### 5.5 Variação das Ações por Setor de Atividade

A classificação setorial completa das empresas que realizaram ofertas públicas iniciais no período de 01.01.05 a 31.07.07, está demonstrada no Anexo I. O Gráfico 10 apresenta a participação percentual das emissões por setor de atividade.



**Gráfico 10 – Emissões Públicas Iniciais por Setor de Atividade**

Fonte: Elaborado pelo Autor a partir dos dados obtidos juntos à BM&FBOVESPA.



**Gráfico 11 - % de Empresas com Retorno Positivo por Setor de Atividade – 540 dias**  
 Fonte: Elaborado pelo Autor.

Para efeito de verificação da variação das ações em função da classificação setorial, foram consideradas, inicialmente, as ações com variação positiva (Quadro 8), visando identificar os setores que apresentaram melhor desempenho.

A distribuição das empresas com variação positiva no período analisado (540 dias) está demonstrada no Gráfico 11, onde podemos visualizar que essas ações estão inseridas em nove setores: Materiais Básicos (3,33%), Telecomunicações (3,33%), Bens Industriais (6,67%), Tecnologia da Informação (6,67%), Consumo Não Cíclico (10%), Financeiro e Outros (10%), Utilidade Pública (13,33%), Consumo Cíclico (20%) e Construção e Transporte (26,67%).

EMPRESA	SUBSETOR	VARIAÇÃO % AÇÃO
LOCALIZA	Diversos	408,70
TAM S.A.	Transporte	252,17
COMPANY	Construção e Engenharia	121,25
LUPATECH	Máquinas e Equipamentos	111,36
GP INVEST	Holdings Diversificadas	104,87
GVT HOLDING	Telefonia Fixa	100,00
SUBMARINO	Diversos	91,95
TOTVS	Programas e Serviços	87,47
OBRASCON	Transporte	83,33
EDP ENERGIAS	Energia Elétrica	74,89
LOPES BRASIL	Construção e Engenharia	57,50
ODONTOPREV	Saúde	57,14
ANHANGUERA	Diversos	53,06
PDG REALT	Construção e Engenharia	52,57
GAFISA	Construção e Engenharia	51,73
DUFYBRAS	Diversos	46,80
TERNA PART	Energia Elétrica	36,43
PROFARMA	Comércio e Distribuição	33,29
COPASA	Água e Saneamento	24,26
EQUATORIAL	Energia Elétrica	23,79
VIVAX	Mídia	23,59
DATASUL	Programas e Serviços	21,67
BRASILAGRO	Exploração de Imóveis	20,00
SAO MARTINHO	Alimentos Processados	20,00
SANTOS BRAS	Transporte	17,39
ABNOTE	Serviços	8,82
MMX MINER	Mineração	8,59
NOSSA CAIXA	Intermediários Financeiros	5,97
RODOBENSIMOB	Construção e Engenharia	4,62
REDECARD	Diversos	2,78

**Quadro 8 – Ações com Variação Positiva por Setor de Atividade**

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Em seguida foi obtida a variação média apresentada por cada setor de atividade (Anexo J), segregando-se os setores que apresentaram variação positiva e os setores que apresentaram variação negativa (Quadro 9).

SETORES COM VARIAÇÃO POSITIVA	VARIAÇÃO MÉDIA	% EMPRESAS COM VARIAÇÃO POSITIVA
Telecomunicações	100,00%	100%
Consumo Cíclico	48,46%	67%
Utilidade Pública	39,84%	100%
Bens Industriais	15,38%	50%
SETORES COM VARIAÇÃO NEGATIVA	VARIAÇÃO MÉDIA	% EMPRESAS COM VARIAÇÃO NEGATIVA
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	-46,17%	100%
Materiais Básicos	-44,33%	67%
Financeiro e Outros	-41,44%	82%
Consumo Não Cíclico	-23,28%	77%
Construção e Transporte	-15,59%	67%
Tecnologia da Informação	-2,85%	60%

**Quadro 9 – Variação Média por Setor de Atividade**

Fonte: Elaborado pelo Autor.

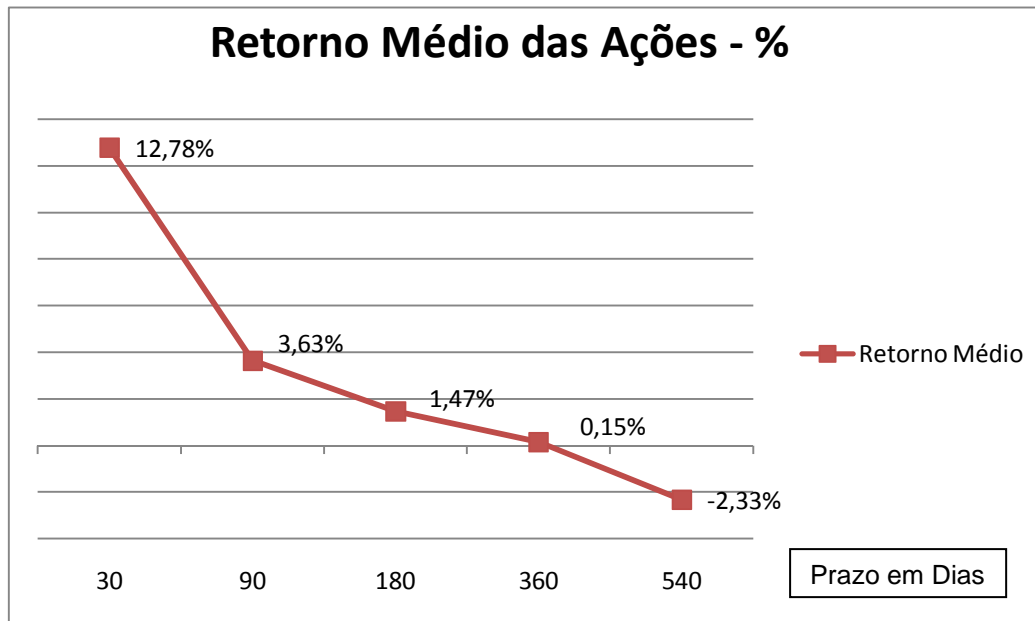
Os setores que apresentaram variação média positiva foram os de Telecomunicações (100%), Consumo Cíclico (48,46%), Utilidade Pública (39,84%) e Bens Industriais (15,38%). Analisando as empresas de cada setor, observou-se que a maioria das empresas também apresentou variação positiva (Quadro 9).

Os setores que apresentaram variação média negativa foram os de Petróleo, Gás e Biocombustíveis (-46,17%), Materiais Básicos (-44,33%), Financeiro e Outros (-41,44%), Consumo Não Cíclico (-23,28%), Construção e Transporte (-5,59%) e Tecnologia da Informação (-2,85%). Da mesma forma, analisando as empresas de cada setor, observou-se que a maioria das empresas também apresentou variação negativa (Quadro 9).

Esses números evidenciam uma tendência dentro de cada setor de atividade, considerando que a maioria das ações de cada setor analisado seguiu a mesma tendência de desempenho (positiva ou negativa) do setor. Dessa forma conclui-se que a variação das ações está vinculada ao desempenho geral de cada setor de atividade, ou seja, que as empresas abrem o capital em momentos de auge no desempenho do setor ao qual pertencem.

## **5.6 Variação das Ações no Longo Prazo**

A verificação da variação das ações em função do prazo foi efetuada a partir do cálculo da variação dos papéis para os prazos de 1, 30, 90, 180, 360 e 540 dias, partindo da cotação inicial da oferta (Anexo B). A partir da obtenção da variação média das ações para os referidos prazos ficou evidenciado o seguinte cenário: do total de empresas analisadas (81), apenas 21 apresentaram variação superior no longo prazo (540 dias), ou seja, tiveram variação equivalente superior aos demais prazos (Anexo K). O gráfico 12 apresenta a evolução dos retornos médios em função do prazo.



**Gráfico 12 - Retorno Médio (%) das Ações por Prazo**  
 Fonte: Elaborado pelo Autor.

Observa-se que a variação média para o prazo de 30 dias foi de 12,78%, enquanto que no prazo final (540 dias) a variação média foi negativa em 2,33%.

A partir desse resultado, conclui-se que a variação das ações relativas às ofertas públicas iniciais ocorridas entre 01.01.05 a 31.07.07, apresentaram baixa performance no longo prazo, indicando que os emissores tendem a aproveitar os períodos de grande volume de emissões, quando as ações estão sobrevalorizadas. Dessa forma, os retornos iniciais seriam elevados e no longo prazo haveria um movimento de mercado no sentido de posicionar os papéis no seu real valor.

## 5.7 Considerações Finais

Desde a retomada das ofertas iniciais de ações no Brasil, há cinco anos, os especialistas emitem comentários dos mais variados sobre o significado dessa agitação. Logo no início, alguns já comemoravam a conquista de um mercado de capitais atrativo para o financiamento das companhias nacionais, enquanto outros olhavam atentos cada nova oferta, lembrando de outras fases áureas vividas no passado e que traumatizaram seriamente os investidores. Hoje, comprovado o crescimento das ofertas (desconsiderando a interrupção ocorrida em 2008, em virtude da crise financeira que abalou os mercados mundiais) a divisão parece

permanecer: há quem veja nesse movimento um sinal evidente de consolidação do mercado de capitais, e quem prefira ficar com a crítica de que os preços pagos pelas ações estão altos demais e os emissores preparados de menos.

A forte retomada das emissões primárias levanta um justificável otimismo quanto ao papel estratégico do mercado de capitais em acelerar e sustentar o crescimento da economia. Tal desempenho, porém, produz alguma inquietação quanto à sua sustentabilidade. É uma preocupação relevante, emitida por diversos especialistas que examinam os ciclos de acelerado crescimento e valorização do mercado brasileiro no passado, mas que não resultaram em ganhos permanentes para a sua funcionalidade, e acabaram por gerar mais frustrações imediatas do que benefícios sustentáveis.

Este estudo analisou o comportamento das ações relativas às Ofertas Públicas Iniciais de ações (IPO) ocorridas no Brasil no período de 01.01.05 a 31.07.07, com o objetivo de verificar a ocorrência das seguintes anomalias relacionadas aos IPOs: ocorrência de subprecificação (*underpricing*); retornos iniciais elevados e alta volatilidade, sugerindo uma possível relação risco x retorno; baixa performance das emissões no longo prazo e performance relacionada ao desempenho geral de cada setor de atividade, evidenciando que as empresas abrem o capital em momentos de auge no desempenho do setor ao qual pertencem.

Numa análise geral, do total de 81 empresas analisadas apenas 30 apresentaram variação positiva no período estudado (540 dias), sendo que apenas 17 superaram o Ibovespa, o que demonstra um desempenho abaixo do esperado, considerando-se a euforia inicial das aberturas e as valorizações expressivas obtidas nos lançamentos.

O forte recuo ou queda no preço das ações ao longo do período, após a disparada no dia do IPO, pode ser justificado pelo impacto causado pela crise financeira no mercado de capitais brasileiro. Os papéis das empresas novatas na Bolsa tiveram grandes valorizações no dia de estréia e depois tiveram que enfrentar a turbulência do mercado. Essas baixas também podem representar um movimento de mercado no sentido de posicionar os papéis no seu real valor, considerando que a excessiva demanda pode ter provocado a abertura das ações em altas elevadas. Ou seja, paralelamente à crise pode ter ocorrido, também, um movimento de ajuste

de preços, além de alguns casos em que fatores setoriais podem ter contribuído para o baixo desempenho de algumas empresas.

A análise incluiu, ainda, a verificação da variação das ações em relação à variação da taxa CDI (parâmetro de remuneração das aplicações de renda fixa) e em relação à variação do Ibovespa, importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro.

Em relação ao CDI, verificou-se que no curto prazo a variação da maioria das ações analisada é superior a essa taxa. No primeiro dia de negociação em bolsa, 64% das ações apresentaram retornos superiores ao CDI. Nos prazos seguintes (30 e 90 dias) esse percentual manteve-se praticamente no mesmo patamar e nos demais prazos (180, 360 e 540) o percentual de ações com retornos superiores ao CDI caiu para 52%, 41% e 28%, respectivamente. Considerando-se o retorno médio das ações no primeiro dia de negociação (12,34%), frente à variação do CDI de apenas 0,07%, conclui-se que há evidências de *underpricing* nas emissões analisadas.

A comparação com o Ibovespa demonstrou que no primeiro dia de negociação em bolsa e nos prazos de 30 e 90 dias, a maioria das ações apresentava retornos superiores ao Ibovespa (64%, 65% e 53%, respectivamente). Nos prazos seguintes (180, 360 e 540 dias) a maioria dos papéis apresentou retornos inferiores ao Ibovespa (59%, 70% e 79%, respectivamente).

Considerando-se o retorno médio das ações no primeiro dia de negociação na Bolsa (12,34%), frente à variação do Ibovespa de apenas 0,46%, conclui-se, igualmente em relação à comparação com a taxa CDI, que existem indícios de *underpricing* nas emissões realizadas no período estudado.

O estudo verificou, também, a volatilidade dos papéis analisados, comparativamente à média do mercado, representada pela volatilidade do Ibovespa. Essa análise evidenciou que 83% das ações apresentaram volatilidade superior à do Ibovespa, ou seja, em apenas 14 dos 81 papéis estudados a volatilidade foi menor que a volatilidade média do mercado, o que poderia explicar os retornos elevados no primeiro dia de negociação, ou seja, uma possível relação entre o retorno e o risco das ações. O retorno inicial elevado seria uma recompensa ao risco corrido pelos investidores.

Outro aspecto analisado foi o comportamento das ações em função do setor de atividade. Inicialmente, foram evidenciados os setores com maior participação entre as ações com retornos positivos (Utilidade Pública – 13,33%, Consumo Cíclico – 20% e Construção e Transporte – 26,67%). Em seguida, analisando as empresas de cada setor, os dados evidenciaram uma tendência dentro de cada grupo, considerando que a maioria das ações de cada setor analisado seguiu a mesma tendência de variação (positiva ou negativa) apresentada pelo setor. Dessa forma conclui-se que a variação das ações está vinculada ao desempenho geral de cada setor de atividade, ou seja, que as empresas abrem o capital em momentos de auge no desempenho do setor ao qual pertencem.

Em relação à variação das ações em função do prazo, a análise efetuada evidenciou que, do total de empresas analisadas (81), apenas 22 apresentaram retornos superiores no longo prazo (540 dias), sendo que a variação média para o prazo de 30 dias foi de 12,78%, enquanto que no prazo final a variação média foi negativa em 2,33%. A partir desse resultado, conclui-se que as ações apresentaram baixa performance no longo prazo, indicando que os emissores tendem a aproveitar os períodos de grande volume de emissões, quando as ações estão sobrevalorizadas. Dessa forma, os retornos iniciais seriam elevados e no longo prazo haveria um movimento de mercado no sentido de posicionar os papéis no seu real valor.



## REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

AZEVEDO, Simone. Acabaram com a festa. **Revista Capital Aberto**. São Paulo-SP. Ano 3, nº 35, p.3, 2006.

BASSO, Leonardo F. C; MENDES, Eduardo A; KAYO, Eduardo K. **Estrutura de Capital e Janelas de Oportunidade: Testes no Mercado Brasileiro**. Disponível em: <<http://virtualbib.fgv.br/dspace/handle/10438/1343>>. Acesso em: 08 jun. 2009.

BM&FBOVESPA S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. **A importância do Mercado de Ações para o Desenvolvimento da Economia e do País**. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/Investidor/Iniciantes/ImpotanciaMercado.asp>>. Acesso em: 30 abr. 2008.

\_\_\_\_\_. **Como e por que Tornar-se Uma Companhia Aberta**. Agosto de 2006. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/pdf/guiaaber.pdf>>. Acesso em: 30 abr. 2008.

\_\_\_\_\_. **Índice Bovespa – Definição e Metodologia**. Julho de 2007. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/ibovespa2.pdf>>. Acesso em: 19 de abril de 2009.

\_\_\_\_\_. **Mercado de Capitais: Introdução**. Junho de 2008. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/mercado.pdf>>. Acesso em: 10 de fevereiro de 2009.

\_\_\_\_\_. **Mercado: Índices – Índice Bovespa - Ibovespa**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso em: 15 mai. 2008.

\_\_\_\_\_. **Bovespa Mais: Pavimentando o Caminho das Futuras *Blue Chips* do Mercado Acionário**. Disponível em: <[http://www.bovespa.com.br/pdf/BOVESPAMAIS\\_Folder.pdf](http://www.bovespa.com.br/pdf/BOVESPAMAIS_Folder.pdf)>. Acesso em: 15 mai. 2008.

BRASIL, Decreto-Lei nº 157, de 10 de Fevereiro de 1967. Concede estímulos fiscais à capitalização das empresas; reforça os incentivos à compra de ações; facilita o pagamento de débitos fiscais. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Decreto-Lei/1965-1988/De10157.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Decreto-Lei/1965-1988/De10157.htm)>. Acesso em: 18 abr. 2009.

BRASIL, Lei nº 10.303, de 31 de Outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de Dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 07 de Dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado

de valores imobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 18 abr. 2009.

BRASIL, Lei nº 4.728, de 14 de Julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L4728.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L4728.htm). Acesso em: 19 abr. 2009.

BRASIL, Lei nº 6.385, de 07 de Dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 19 abr. 2009.

BRASIL, Lei nº 6.404, de 15 de Dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 19 abr. 2009.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. TAYLOR, Robert Bryan (Trad.). **Finanças Corporativas: Financiamento e Gestão de Risco**. 1. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

CASAGRANDE NETO, Humberto; SOUZA, Lucy A.; ROSSI, Maria Cecília. **Abertura do Capital de Empresas no Brasil – Um Enfoque Prático**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

CAVALCANTE, F.; MISUMI, J.Y.; RUDGE, L.F. **Mercado de capitais: o que é, como funciona**. 6. ed. Rio de Janeiro, Campus, 2005.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL, Resolução nº 3.399, de 29 de agosto de 2006. Dispõe sobre a captação e a realização de depósitos interfinanceiros. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=106265701&method=detalharNormativo>>. Acesso em: 19 abr. 2009.

COOPER, Donald R., SCHINDLER, Pamela S. **Métodos de Pesquisa em Administração**. 7. ed. Porto Alegre: Bookman, 2003.

COSTA, Roberto Teixeira. Abrir o Capital Vale a Pena? **Revista Capital Aberto**. São Paulo, Ano 3, n. 33, p. 48, 2006.

COSTA JÚNIOR, Altair F. da. **Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, Integrantes do Índice IBX-100: Uma Análise Quantitativa**: Disponível em: <<http://dspace.c3sl.ufpr.br/dspace/handle/1884/2325>>. Acesso em: 08 jun. 2009.

DAMODARAN, Aswath; RITTER, Jorge (Trad). **Finanças Corporativas: Teoria e Prática**. 1. ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

DIAS, Edeson M. **Decisões de Financiamento de Empresas Brasileiras de Capital Aberto Maduras: Testando Pecking Order.** Disponível em: <[http://www.ibmecrj.br/sub/RJ/files/dissert\\_mestrado/ECO/ECO\\_edesondias\\_ago.pdf](http://www.ibmecrj.br/sub/RJ/files/dissert_mestrado/ECO/ECO_edesondias_ago.pdf)>. Acesso em: 08 jun. 2009.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: Produtos e Serviços.** 17. ed. Rio de Janeiro, Qualitymark, 2008.

FREUND, John E. **Estatística Aplicada: Economia, Administração e Contabilidade.** 11. Ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.

FUNDAP - Fundação do Desenvolvimento Administrativo do Estado de São Paulo. **O Mercado de Capitais Brasileiro no período 2003-2007: Evolução e Tendências.** Disponível em: <<http://www.fundap.sp.gov.br/debatesfundap/pdf/conjuntura/.pdf>>. Acesso em: 01 mai. 2009.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira.** 7.ed. São Paulo: Harbra, 2002.

GITMAN, Lawrence J.; MADURA, Jeff., ROSA, Maria Lúcia G. L. (Trad). **Administração Financeira: Uma Abordagem Gerencial.** 1. ed. São Paulo: Addison Wesley, 2003.

GOULART, André M.C.; LIMA, Gerlando A.S.F.; GREGÓRIO, Jaime. **Curso de Mercado Financeiro – Tópicos Especiais.** 1. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

HESSEL, Camila G. A decisão. **Revista Capital Aberto.** São Paulo-SP. Ano 4. p.7, 2007.

\_\_\_\_\_. Principais Aspectos Observados por Investidores ao Avaliar Uma Companhia. **Revista Capital Aberto.** São Paulo-SP. Ano 4. p.12, 2007.

LEAL, Ricardo P.C.; COSTA JR. Newton C. A.; LEMGRUBER, Eduardo F. **Finanças Corporativas.** 1. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

LEITES, Eduardo Tomedi; ZANI, João. **Juros sobre o Capital Próprio: A Influência na Formação da Estrutura de Capital nas Empresas Brasileiras Listadas na Bovespa.** Disponível em: <<http://virtualbib.fgv.br/dspace/handle/10438/1683>>. Acesso em: 08 jun. 2009.

LETHBRIDGE, Tiago. O que Vem Depois da Bolsa. **Revista Exame.** São Paulo-SP, Ed. 0864, p. 32-35, 2006.

LOSS, Lenita. **O Inter-Relacionamento entre Políticas de Dividendos e de Investimentos:** Estudo Aplicado às Companhias Brasileiras. 2004. 143p. Dissertação (Mestre em Ciências Contábeis). Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE).

MACHADO, Márcio André V; MEDEIROS, Otávio R; EID JÚNIOR, William. **Problemas na Mensuração da Estrutura de Capital:** Evidências Empíricas no Brasil. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/semead/11semead/resultado/trabalhosPDF/310.pdf>>. Acesso em: 08 jun. 2009.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para elaboração de monografias e dissertações.** 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

NASSIF, Luis. **Oscilação Global Não é o Único Fator de Influência Sobre as Ações em Bolsa.** Jornal Finanças Pessoas – *Cash*, 2008. Disponível em: <<http://www.jornalcash.com.br/?p=107>>. Acesso em: 23 mai. 2009.

PINHEIRO, Sérgio. O Mercado Não Valoriza Minha Ação Corretamente. **Revista Capital Aberto.** Suplemento: Criação de Valor. São Paulo-SP. p. 12, 2004.

\_\_\_\_\_. Quatro Bons Motivos para Fazer um IPO. **Revista Capital Aberto.** Suplemento: Criação de Valor. São Paulo-SP. p. 5, 2006.

PROCIANOY, Jairo Laser; KRAMER, Ronald. **Estrutura de Capital:** Um Enfoque sobre a Capacidade Máxima de Utilização de Recursos de Terceiros das Empresas Negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. **Finanças Corporativas.** 1. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

RICHARDSON, Roberto J. **Pesquisa Social: Métodos e Técnicas.** 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

SANTOS, Carolina M. dos; PIMENTA JÚNIOR, Tabajara; CICCONI, Eduardo G. **Determinantes da Escolha da Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras de Capital Aberto:** um *survey*. Disponível em: <[http://www.rausp.usp.br/busca/artigo.asp?num\\_artigo=1355](http://www.rausp.usp.br/busca/artigo.asp?num_artigo=1355)>. Acesso em: 08 jun. 2009.

SECURATO, José Roberto. **Cálculo Financeiro das Tesourarias.** 2. ed. São Paulo: Saint Paul, 2003.

SILVA, C.C. **Dois Séculos de História**. Capital Aberto. São Paulo, Ano 4, P. 55-57, 2007.

SILVA NETO, Lauro de A. **Derivativos: Definições, Emprego e Risco**. 3. Ed. São Paulo: Atlas, 1999.

SOARES, Geraldo. **Novos Desafios no Mercado de Capitais Brasileiro**. Jubileu de Prata Apimec Nordeste – 25 anos. Fortaleza-CE, p. 70-72, 2008.

SOUZA, José Guilherme; LAMEIRA, Leonardo. IPOs: Goleada para os Investidores. **Revista Capital Aberto**. Suplemento: Criação de Valor. São Paulo-SP. p. 2, 2005.

VALENTI, Graziella. **Time for Fun é quarta a cancelar registro na CVM**. Valor Online, 2008. Disponível em: <http://www.valoronline.com.br/ValorImpresso/MaterialImpresso.aspx?dtMateria=18/12/2008%20:00:00&codMateria=5327135&codCategoria=91>. Acesso em: 01 mai. 2009.

## ANEXO A - CARTEIRA TEÓRICA DO IBOVESPA - 17.04.09

Código	Ação	Tipo	Qtde. Teórica	Part. (%)
ALLL11	ALL AMER LAT	UNT N2	53,14117043310	1,235
AMBV4	AMBEV	PN	4,17551862146	1,052
ARCZ6	ARACRUZ	PNB N1	117,23543143850	0,535
BTOW3	B2W VAREJO	ON NM	14,36108524238	0,921
BVMF3	BMF BOVESPA	ON NM	275,11334605669	5,218
BBDC4	BRADESCO	PN N1	61,66500285008	3,530
BRAP4	BRADESPAR	PN N1	23,47291905203	1,344
BBAS3	BRASIL	ON NM	63,54879820192	2,534
B RTP3	BRASIL T PAR	ON N1	1,80858224506	0,246
B RTP4	BRASIL T PAR	PN N1	9,42933454954	0,345
B RTO4	BRASIL TELECOM	PN N1	11,55309138539	0,341
BRKM5	BRASKEM	PNA N1	36,87141802124	0,461
CCRO3	CCR RODOVIAS	ON ED NM	9,84783095784	0,528
CLSC6	CELESC	PNB N2	1,30192950851	0,091
CMIG4	CEMIG	PN N1	19,41007624906	1,459
CESP6	CESP	PNB N1	30,22522496555	1,005
CGAS5	COMGAS	PNA	1,29392671417	0,093
CPL6	COPEL	PNB N1	10,17839083217	0,582
CSAN3	COSAN	ON NM	20,14521492287	0,622
CPFE3	CPFL ENERGIA	ON NM	6,77980101187	0,501
CYRE3	CYRELA REALT	ON NM	51,28519091588	1,283
DURA4	DURATEX	PN N1	14,82514378034	0,566
ELET3	ELETROBRAS	ON N1	13,80056422303	0,862
ELET6	ELETROBRAS	PNB N1	14,77478083712	0,891
ELPL6	ELETROP PAULO	PNB N2	10,17352284652	0,749
EMBR3	EMBRAER	ON NM	27,94010936074	0,571
GFSA3	GAFISA	ON NM	33,28490510125	1,092
GGBR4	GERDAU	PN N1	77,54626454987	2,586
GOAU4	GERDAU MET	PN N1	17,19766166498	0,747
GOLL4	GOL	PN N2	27,93756025532	0,452
ITSA4	ITAUSA	PN N1	110,01383939878	2,101
ITAU4	ITAUNIBANCO	PN N1	86,35255513245	5,345
JBSS3	JBS	ON NM	50,14390653029	0,676
KLBN4	KLABIN S/A	PN N1	40,28500573236	0,278
LIGT3	LIGHT S/A	ON NM	3,84215210375	0,187
LAME4	LOJAS AMERIC	PN I08	72,29174976287	1,321
LREN3	LOJAS RENNEN	ON ED NM	20,64243866410	0,857
NATU3	NATURA	ON NM	13,04354006639	0,652
NETC4	NET	PN N2	26,74872629687	0,889
BNCA3	NOSSA CAIXA	ON NM	2,19985435749	0,341
PCAR4	P.ACUCAR-CBD	PN INT N1	6,70145784998	0,505
PRGA3	PERDIGAO S/A	ON NM	11,20094246468	0,772
PETR3	PETROBRAS	ON ED	42,19161717900	3,465
PETR4	PETROBRAS	PN ED	277,97825673715	18,119
RD CD3	REDECARD	ON NM	14,02839529015	0,850
RSID3	ROSSI RESID	ON NM	56,56615838932	0,639
SBSP3	SABESP	ON NM	5,54309480264	0,331
SDIA4	SADIA S/A	PN N1	114,09303882253	0,833
CSNA3	SID NACIONAL	ON	47,36284333071	4,100
CRUZ3	SOUZA CRUZ	ON ED	4,33881338279	0,429
TAMM4	TAM S/A	PN N2	13,98181956641	0,534
TNLP3	TELEMAR	ON	4,41451691352	0,384
TNLP4	TELEMAR	PN	14,22523008232	1,023
TMAR5	TELEMAR N L	PNA	2,00078343508	0,235
TLPP4	TELESP	PN	1,62646621342	0,170
TC SL3	TIM PART S/A	ON	15,09625552608	0,212
TC SL4	TIM PART S/A	PN	100,40640956142	0,711
TRPL4	TRAN PAULIST	PN EDJ N1	3,47036249440	0,336
UGPA4	ULTRAPAR	PN N1	3,28077374074	0,404
USIM3	USIMINAS	ON N1	9,18625484279	0,601
USIM5	USIMINAS	PNA N1	44,01598311519	3,185
VCPA4	V C P	PN N1	12,94781535844	0,429
VALE3	VALE R DOCE	ON ED N1	45,00034819923	3,480
VALE5	VALE R DOCE	PNA ED N1	190,07105670949	12,431
VIVO4	VIVO	PN	9,96241578760	0,735
<b>Quantidade Teórica Total</b>			<b>2.535,57867463491</b>	<b>100,000</b>

Fonte: BM&amp;FBOVESPA - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros.

## ANEXO B - VARIAÇÃO DAS AÇÕES

EMPRESA	INÍCIO NEGOCIAÇÃO	CÓDIGO AÇÃO	VARIAÇÃO DAS AÇÕES					
			1 dia	30 dias	90 dias	180 dias	360 dias	540 dias
ABC BRASIL	25/07/07	ABCB4	560,3704	518,5926	11,9259	-26,0000	-35,5556	-59,0370
GAFISA	17/02/06	GFS3	29,4595	30,7568	23,2432	37,5135	67,5676	51,7297
GVT HOLDING	16/02/07	GVTT3	27,2222	22,2222	61,6667	82,5000	108,3333	100,0000
REDECARD	13/07/07	RDCD3	24,0741	11,1111	29,2593	2,7778	3,2222	2,7778
ANHANGUERA	12/03/07	AEDU11	21,3889	36,0556	52,7778	66,1111	59,4444	53,0556
MRV	23/07/07	MRVE3	19,2308	18,4615	34,6154	-1,1538	28,8462	-58,4231
COMPANY	02/03/06	CPNY3	18,7500	11,8750	-23,7500	-13,1250	46,8750	121,2500
SAO MARTINHO	12/02/07	SMTO3	18,3000	30,6500	20,0000	9,0000	32,5000	20,0000
NOSSA CAIXA	28/10/05	BNCA3	17,5806	16,6129	55,6452	55,7419	62,9032	5,9677
EQUATORIAL	03/04/06	EQL3	16,9655	5,5172	8,2759	11,7241	28,4138	23,7931
RODOBENSIMOB	31/01/07	RDN3	16,6667	13,7436	2,0000	16,9231	2,5641	4,6154
UOL	16/12/05	UOLL4	16,6667	9,4444	-11,8889	-40,1111	-31,6111	-31,7222
COSAN S.A.	18/11/05	CSAN3	15,8333	39,5833	129,1667	219,7917	-24,7708	-15,1042
LOPES BRASIL	18/12/06	LPSB3	15,7500	15,1000	6,2500	32,2000	52,9500	57,5000
ODONTOPREV	01/12/06	ODPV3	15,6786	22,1429	46,4286	85,3214	78,5357	57,1429
LOG-IN	21/06/07	LOGN3	14,8070	5,2632	-11,5789	-15,9298	-7,0175	-66,3158
PROFARMA	26/10/06	PFRM3	14,4444	22,2222	60,0000	44,4444	56,2222	33,2889
KROTON	23/07/07	KROT11	13,2821	-5,1282	0,0000	-39,0000	-22,5128	-68,0769
BEMATECH	19/04/07	BEMA3	12,0667	10,0667	34,0000	0,0000	-48,4000	-72,3333
IGUATEMI	07/02/07	IGTA3	12,0000	3,6667	11,0000	-2,5000	-12,3333	-33,3667
SOFISA	02/05/07	SFSA4	11,6667	20,2500	25,1667	27,0833	-29,1667	-74,9167
EDP ENERGIAS	13/07/05	ENBR3	11,1667	36,0556	33,3333	69,6111	61,6111	74,8889
BRASILAGRO	02/05/06	AGRO3	10,0000	14,0000	10,0000	-5,0000	29,9000	20,0000
TERNA PART	27/10/06	TRNA11	9,0476	16,6667	14,2857	32,8571	36,2857	36,4286
DUFREYBRAS	20/12/06	DUFB11F	8,0849	10,3577	27,0492	57,9732	82,5633	46,7958
SANTOS BRAS	13/10/06	STBR11	8,0435	5,6522	17,3913	15,2609	7,8261	17,3913
METALFRIO	13/04/07	FRIO3	7,8947	27,0526	46,7368	51,5789	15,6316	-0,0526
MARFRIG	29/06/07	MRF3	7,7059	20,0000	12,9412	-9,4118	30,5294	-54,4118
AGRA INCORP	26/04/07	AGIN3	6,4706	38,8235	91,5294	62,9412	-8,2353	-84,4706
TOTVS	09/03/06	TOTS3	6,2500	16,0938	12,5000	21,2500	48,4375	87,4688
BRASCAN RES	23/10/06	BISA3	6,2500	23,0625	5,6875	-8,8125	-12,8750	-50,0000
LUPATECH	15/05/06	LUPA3	5,9545	-6,8182	16,3636	25,9091	85,0000	111,3636
ABNOTE	27/04/06	ABNB3	5,8824	-5,8824	-15,0000	-0,8824	10,5882	8,8235
BR MALLS PAR	05/04/07	BRML3	5,3333	6,6000	69,7333	58,6000	4,2667	-17,3333
VIVAX	08/02/06	VVAX11	5,2245	9,7143	27,0612	34,4898	83,6735	23,5918
INVEST TUR	16/07/07	IVTT3	4,9990	3,0000	-8,1410	-24,9990	-19,0000	-50,5000
COPASA	08/02/06	CSMG3	4,6809	1,2766	-9,5745	-20,8936	13,6170	24,2553
PATAGONIA	20/07/07	BPAT11	4,3820	-10,0868	-11,1203	-18,3547	-59,6941	-65,4816
TECNISA	01/02/07	TCSA3	3,8462	-11,9231	-10,8462	-2,5385	-35,5385	-45,3077
MINERVA	20/07/07	BEEF3	3,7838	-8,1081	-1,0811	-48,9730	-51,6216	-88,3243
JHSF PART	12/04/07	JHSF3	3,7500	5,2500	50,0000	18,1250	-27,1250	-63,7500
MEDIAL SAUDE	22/09/06	MEDI3	2,7907	6,5116	11,6279	20,9302	10,2326	-11,6279
INDUSVAL	12/07/07	IDVL4	2,1714	0,0000	17,1429	13,7143	-21,1429	-77,2000
DAYCOVAL	29/06/07	DAYC4	2,0588	7,0588	2,6471	0,5882	-27,1765	-70,2941
TEGMA	03/07/07	TGMA3	1,9231	21,1538	4,6154	-13,6538	-24,6154	-82,6923
SPRINGS	27/07/07	SGPS3	1,5789	9,7368	30,5263	-10,5263	-34,2105	-81,5789
SLC AGRICOLA	15/06/07	SLCE3	1,4286	7,5000	12,4286	15,3571	105,7143	-16,0714
Renar Maças Ltda	28/02/05	RNAR3	1,2500	-30,0000	-33,7500	-52,5000	-55,0000	-54,3750
OBRASCON	15/07/05	OHLB3	1,1111	6,1667	21,6667	54,3889	29,1667	83,3333
WILSON SONS	30/04/07	WSON11	0,9676	3,4918	13,5044	-9,7602	-17,2486	-48,0438
M.DIASBRANCO	18/10/06	MDIA3	0,7143	3,3333	18,0952	28,3810	25,2381	-6,7143
INPAR S/A	06/06/07	INPR3	0,3429	19,4286	2,2857	-11,1429	-38,3429	-91,3714
FER HERINGER	12/04/07	FHER3	0,2941	12,3529	40,5294	55,8824	12,6471	-60,5882
LOCALIZA	23/05/05	RENT3	0,0000	3,8261	36,4348	113,0435	282,5217	408,6957
TAM S.A.	14/06/05	TAMM4	0,0000	1,0000	35,5556	125,0000	194,3889	252,1667
SUBMARINO	30/03/05	BTOW3	0,0000	-19,9815	-16,7438	34,1351	145,6059	91,9519
PDG REALT	26/01/07	PDGR3	0,0000	-0,7857	2,5000	62,8571	37,8571	52,5714
ABYARA	27/07/06	ABYA3	0,0000	0,0000	28,0000	60,0000	50,2000	-34,4000
KLABINSEGALL	09/10/06	KSSA3	0,0000	9,8667	22,0000	14,8667	17,3333	-40,0000
TARPON	31/05/07	TARP11	0,0000	0,0000	-24,5455	-11,3636	10,5000	-45,4545
CREMER	30/04/07	CREM3	0,0000	16,8000	26,2857	11,3143	-17,1429	-55,7143
PROVIDENCIA	27/07/07	PRVI3	0,0000	-15,4000	-8,6667	-53,3333	-62,8000	-81,0000
TRIUNFO PART	23/07/07	TPIS3	0,0000	-22,1053	-21,0526	-36,8421	-47,4737	-84,2105
GENERALSHOPP	30/07/07	GSHP3	0,0000	0,7143	7,1429	-6,4286	-37,5000	-86,7857
MMX MINER	24/07/06	MMXM3	-0,1227	0,0000	-1,8405	25,7669	29,4479	8,5890
GP INVEST	01/06/06	GPIV11	-0,2043	-3,7059	7,9662	34,2282	112,3140	104,8731
ECODIESEL	22/11/06	ECOD3	-0,8333	-5,4167	-3,0000	8,7500	-28,5833	-46,1667
POSITIVO INF	11/12/06	POS13	-1,4894	0,3830	16,8085	76,5957	105,2766	-19,3191
PINE	02/04/07	PINE4	-2,1053	-7,2105	-7,3684	22,6316	-41,5789	-58,7895
CC DES IMOB	31/01/07	CCIM3	-2,1379	-19,0345	-23,1034	4,1379	-33,1034	-46,2759
ESTACIO PART	30/07/07	ESTC11	-2,2222	-6,6667	-27,7778	-42,6667	0,5333	-41,0667
CSU CARDSYST	02/05/06	CARD3	-2,7778	-16,6667	-35,7222	-28,3889	-35,8333	-58,6111
GUARANI	23/07/07	ACGU3	-2,9630	-13,6296	-18,5185	-22,2222	-33,3333	-81,3333
EVEN	02/04/07	EVEN3	-3,4783	21,7391	51,3043	57,3043	-11,3043	-64,0870
PARANA	14/06/07	PRBC4	-3,5714	-7,1429	-17,9286	-35,0000	-30,0000	-82,1429
CRUZEIRO SUL	26/06/07	CZRS4	-3,8065	1,6129	-9,0323	-21,2903	-52,2581	-65,5484
MULTIPLAN	27/07/07	MULT3	-4,0000	0,0000	1,0000	-31,4000	-26,4000	-48,4400
EZTEC	22/06/07	EZTC3	-4,5455	24,4545	-4,5455	-57,3636	-57,3636	-79,0909
CR2	23/04/07	CRDE3	-5,0000	-21,0000	12,5000	-3,0000	-55,0000	-76,2500
DATASUL	02/06/06	DSUL3	-6,6667	0,0000	-15,5556	6,1111	23,8889	21,6667
JBS	29/03/07	JBSS3	-12,5000	-2,5000	-8,8750	3,8750	-15,1250	-29,3750

Fonte: Elaborado pelo Autor a partir dos dados obtidos juntos à BM&FBOVESPA.

## ANEXO C - COTAÇÃO DAS AÇÕES

NOME PREGÃO	INICIO NEGOCIAÇÃO	CÓDIGO AÇÃO	PREÇO OFERTA	COTAÇÕES DAS AÇÕES					
				1 dia	30 dias	90 dias	180 dias	360 dias	540 dias
Renar Macas Ltda	28/02/05	RNAR3	1,60	1,62	1,12	1,06	0,76	0,72	0,73
SUBMARINO	30/03/05	BTOW3	21,62	21,62	17,30	18,00	29,00	53,10	41,50
LOCALIZA	23/05/05	RENT3	11,50	11,50	11,94	15,69	24,50	43,99	58,50
TAM S.A.	14/06/05	TAMM4	18,00	18,00	18,18	24,40	40,50	52,99	63,39
EDP ENERGIAS	13/07/05	ENBR3	18,00	20,01	24,49	24,00	30,53	29,09	31,48
OBRASCON	15/07/05	OHLB3	18,00	18,20	19,11	21,90	27,79	23,25	33,00
NOSSA CAIXA	28/10/05	BNCA3	31,00	36,45	36,15	48,25	48,28	50,50	32,85
COSAN	18/11/05	CSAN3	48,00	55,60	67,00	110,00	153,50	36,11	40,75
UOL	16/12/05	UOLL4	18,00	21,00	19,70	15,86	10,78	12,31	12,29
COPASA	08/02/06	CSMG3	23,50	24,60	23,80	21,25	18,59	26,70	29,20
VIVAX	08/02/06	VVAX11	24,50	25,78	26,88	31,13	32,95	45,00	30,28
GAFISA	17/02/06	GFS3	18,50	23,95	24,19	22,80	25,44	31,00	28,07
COMPANY	02/03/06	CPNY3	16,00	19,00	17,90	12,20	13,90	23,50	35,40
TOTVS	09/03/06	TOTS3	32,00	34,00	37,15	36,00	38,80	47,50	59,99
EQUATORIAL	03/04/06	EQTL3	14,50	16,96	15,30	15,70	16,20	18,62	17,95
ABNOTE	27/04/06	ABNB3	17,00	18,00	16,00	14,45	16,85	18,80	18,50
CSU CARDSYST	02/05/06	CARD3	18,00	17,50	15,00	11,57	12,89	11,55	7,45
BRASILAGRO	02/05/06	AGRO3	1.000,00	1.100,00	1.140,00	1.100,00	950,00	1.299,00	1.200,00
LUPATECH	15/05/06	LUPA3	22,00	23,31	20,50	25,60	27,70	40,70	46,50
GP INVEST	01/06/06	GPIV11	34,27	34,20	33,00	37,00	46,00	72,76	70,21
DATASUL	02/06/06	DSUL3	18,00	16,80	18,00	15,20	19,10	22,30	21,90
MMX MINER	24/07/06	MMXM3	815,00	814,00	815,00	800,00	1.025,00	1.055,00	885,00
ABYARA	27/07/06	ABYA3	25,00	25,00	25,00	32,00	40,00	37,55	16,40
MEDIAL SAUDE	22/09/06	MEDI3	21,50	22,10	22,90	24,00	26,00	23,70	19,00
KLABINSEGALL	09/10/06	KSSA3	15,00	15,00	16,48	18,30	17,23	17,60	9,00
SANTOS BRAS	13/10/06	STBR11	23,00	24,85	24,30	27,00	26,51	24,80	27,00
M.DIASBRANCO	18/10/06	MDIA3	21,00	21,15	21,70	24,80	26,96	26,30	19,59
BRASCAN RES	23/10/06	BISA3	16,00	17,00	19,69	16,91	14,59	13,94	8,00
PROFARMA	26/10/06	PRFM3	22,50	25,75	27,50	36,00	32,50	35,15	29,99
TERNA PART	27/10/06	TRNA11	21,00	22,90	24,50	24,00	27,90	28,62	28,65
ECODIESEL	22/11/06	ECOD3	12,00	11,90	11,35	11,64	13,05	8,57	6,46
ODONTOPREV	01/12/06	ODPV3	28,00	32,39	34,20	41,00	51,89	49,99	44,00
POSITIVO INF	11/12/06	POS3	23,50	23,15	23,59	27,45	41,50	48,24	18,96
LOPES BRASIL	18/12/06	LPSB3	20,00	23,15	23,02	21,25	26,44	30,59	31,50
DUFYBRAS	20/12/06	DUFB11F	26,84	29,01	29,62	34,10	42,40	49,00	39,40
PDG REALT	26/01/07	PDGR3	14,00	14,00	13,89	14,35	22,80	19,30	21,36
RODOBENSIMOB	31/01/07	RDN3	19,50	22,75	22,18	19,89	22,80	20,00	20,40
CC DES IMOB	31/01/07	CCIM3	14,50	14,19	11,74	11,15	15,10	9,70	7,79
TECNISA	01/02/07	TCSA3	13,00	13,50	11,45	11,59	12,67	8,25	7,11
IGUATEMI	07/02/07	IGTA3	30,00	33,60	31,10	33,30	29,25	26,30	19,99
SAO MARTINHO	12/02/07	SMTO3	20,00	23,66	26,13	24,00	21,80	26,50	24,00
GVT HOLDING	16/02/07	GVTT3	18,00	22,90	22,00	29,10	32,85	37,50	36,00
ANHANGUERA	12/03/07	AEDU11	18,00	21,85	24,49	27,50	29,90	28,70	27,55
JBS	29/03/07	JBSS3	8,00	7,00	7,80	7,29	8,31	6,79	5,65
PINE	02/04/07	PINE4	19,00	18,60	17,63	17,60	23,30	11,10	7,83
EVEN	02/04/07	EVEN3	11,50	11,10	14,00	17,40	18,09	10,20	4,13
BR MALLS PAR	05/04/07	BRML3	15,00	15,80	15,99	25,46	23,79	15,64	12,40
FER HERINGER	12/04/07	FHER3	17,00	17,05	19,10	23,89	26,50	19,15	6,70
JHSF PART	12/04/07	JHSF3	8,00	8,30	8,42	12,00	9,45	5,83	2,90
METALFRIO	13/04/07	FRIQ3	19,00	20,50	24,14	27,88	28,80	21,97	18,99
BEMATECH	19/04/07	BEMA3	15,00	16,81	16,51	20,10	15,00	7,74	4,15
CR2	23/04/07	CRDE3	20,00	19,00	15,80	22,50	19,40	9,00	4,75
AGRA INCORP	26/04/07	AGIN3	8,50	9,05	11,80	16,28	13,85	7,80	1,32
CREMER	30/04/07	CREM3	17,50	17,50	20,44	22,10	19,48	14,50	7,75
WILSON SONS	30/04/07	WSON11	23,77	24,00	24,60	26,98	21,45	19,67	12,35
SOFISA	02/05/07	SFSA4	12,00	13,40	14,43	15,02	15,25	8,50	3,01
TARPON	31/05/07	TARP11	22,00	22,00	22,00	16,60	19,50	24,31	12,00
INPAR S/A	06/06/07	INPR3	17,50	17,56	20,90	17,90	15,55	10,79	1,51
PARANA	14/06/07	PRBC4	14,00	13,50	13,00	11,49	9,10	9,80	2,50
SLC AGRICOLA	15/06/07	SLCE3	14,00	14,20	15,05	15,74	16,15	28,80	11,75
LOG-IN	21/06/07	LOGN3	14,25	16,36	15,00	12,60	11,98	13,25	4,80
EZTEC	22/06/07	EZTC3	11,00	10,50	13,69	10,50	4,69	4,69	2,30
CRUZEIRO SUL	26/06/07	CZRS4	15,50	14,91	15,75	14,10	12,20	7,40	5,34
DAYCOVAL	29/06/07	DAYC4	17,00	17,35	18,20	17,45	17,10	12,38	5,05
MARFRIG	29/06/07	MRFG3	17,00	18,31	20,40	19,20	15,40	22,19	7,75
TEGMA	03/07/07	TGMA3	26,00	26,50	31,50	27,20	22,45	19,60	4,50
INDUSVAL	12/07/07	IDVL4	17,50	17,88	17,50	20,50	19,90	13,80	3,99
REDECARD	13/07/07	RDCD3	27,00	33,50	30,00	34,90	27,75	27,87	27,75
INVEST TUR	16/07/07	IVTT3	1.000,00	1.049,99	1.030,00	918,59	750,01	810,00	495,00
MINERVA	20/07/07	BEEF3	18,50	19,20	17,00	18,30	9,44	8,95	2,16
PATAGONIA	20/07/07	BPAT11	48,38	50,50	43,50	43,00	39,50	19,50	16,70
MRV	23/07/07	MRVE3	26,00	31,00	30,80	35,00	25,70	33,50	10,81
KROTON	23/07/07	KROT11	39,00	44,18	37,00	39,00	23,79	30,22	12,45
GUARANI	23/07/07	ACGU3	13,50	13,10	11,66	11,00	10,50	9,00	2,52
TRIUNFO PART	23/07/07	TPI3	9,50	9,50	7,40	7,50	6,00	4,99	1,50
ABC BRASIL	25/07/07	ABCB4	13,50	89,15	83,51	15,11	9,99	8,70	5,53
SPRINGS	27/07/07	SGPS3	19,00	19,30	20,85	24,80	17,00	12,50	3,50
PROVIDENCIA	27/07/07	PRV3	15,00	15,00	12,69	13,70	7,00	5,58	2,85
MULTIPLAN	27/07/07	MULT3	25,00	24,00	25,00	25,25	17,15	18,40	12,89
GENERALSHOPP	30/07/07	GSHP3	14,00	14,00	14,10	15,00	13,10	8,75	1,85
ESTACIO PART	30/07/07	ESTC11	22,50	22,00	21,00	16,25	12,90	22,62	13,26

Fonte: Elaborado pelo Autor a partir dos dados obtidos juntos à BM&amp;FBOVESPA.



## ANEXO D - VARIAÇÃO CDI

Data Oferta	NUMERO INDICE CDI						VARIAÇÃO CDI					
	1 dia	30 dias	90 dias	180 dias	360 dias	540 dias	1 dia	30 dias	90 dias	180 dias	360 dias	540 dias
18.365.053,33	18.372.916,08	18.546.493,21	18.860.889,16	19.339.740,83	20.401.101,29	21.715.124,92	0,0428	0,9880	2,6999	5,3073	11,0865	18,2416
15.283.352,86	15.283.352,86	15.465.035,65	15.835.692,80	16.400.962,18	17.446.759,99	18.475.346,59	0,0000	1,1888	3,6140	7,3126	14,1553	20,8854
17.471.954,30	17.480.356,39	17.639.766,39	17.981.056,52	18.491.136,99	19.444.932,18	20.546.794,21	0,0481	0,9605	2,9138	5,8332	11,2923	17,5987
18.300.769,52	18.308.917,15	18.475.346,59	18.805.775,28	19.275.298,68	20.308.797,69	21.627.391,31	0,0445	0,9539	2,7595	5,3251	10,9724	18,1775
17.589.846,61	17.598.169,15	17.773.535,69	18.114.371,29	18.625.838,16	19.591.346,05	20.705.086,31	0,0473	1,0443	2,9820	5,8897	11,3787	17,7104
18.349.357,52	18.357.200,48	18.530.668,75	18.852.999,14	19.339.740,83	20.382.630,16	21.693.160,10	0,0427	0,9881	2,7447	5,3974	11,0809	18,2230
15.331.629,30	15.351.046,97	15.558.927,31	15.918.067,13	16.481.135,25	17.514.017,47	18.546.493,21	0,1267	1,4825	3,8250	7,4976	14,2345	20,9688
17.438.374,05	17.446.759,99	17.614.795,02	17.956.146,73	18.475.346,59	19.428.715,47	20.507.354,76	0,0481	1,0117	2,9692	5,9465	11,4136	17,5990
14.508.983,20	14.518.943,94	14.709.383,85	15.130.286,04	15.699.043,22	16.803.667,74	17.840.425,89	0,0687	1,3812	4,2822	8,2022	15,8156	22,9612
15.549.495,60	15.558.927,31	15.735.338,59	16.115.541,06	16.681.468,17	17.706.465,45	18.711.688,81	0,0607	1,1952	3,6403	7,2798	13,8716	20,3363
14.838.136,80	14.847.835,79	15.063.144,10	15.446.344,36	16.007.709,96	17.085.004,55	18.114.371,29	0,0654	1,5164	4,0989	7,8822	15,1425	22,0798
17.371.327,70	17.379.675,28	17.547.737,19	17.881.655,81	18.396.498,33	19.380.118,75	20.428.824,92	0,0481	1,0155	2,9378	5,9015	11,5638	17,6008
14.639.334,97	14.649.404,76	14.857.546,12	15.273.725,14	15.826.552,18	16.923.353,38	17.956.146,73	0,0688	1,4906	4,3335	8,1098	15,6019	22,6568
17.118.427,34	17.126.797,75	17.295.571,76	17.639.766,39	18.154.724,03	19.138.559,25	20.134.850,69	0,0489	1,0348	3,0455	6,0537	11,8033	17,6209
17.026.526,76	17.034.864,19	17.185.656,08	17.539.290,39	18.056.031,68	19.035.191,96	20.038.017,34	0,0490	0,9346	3,0116	6,0465	11,7973	17,6871
18.162.806,65	18.178.976,23	18.357.200,48	18.680.478,08	19.162.916,27	20.171.303,28	21.475.578,35	0,0890	1,0703	2,8502	5,5064	11,0583	18,2393
16.820.681,84	16.829.195,34	17.000.693,89	17.337.928,72	17.848.678,14	18.860.889,16	19.838.885,21	0,0506	1,0702	3,0751	6,1115	12,1292	17,9434
18.349.357,52	18.357.200,48	18.530.668,75	18.852.999,14	19.339.740,83	20.382.630,16	21.693.160,10	0,0427	0,9881	2,7447	5,3974	11,0809	18,2230
17.815.528,62	17.823.920,26	17.997.688,60	18.333.362,34	18.821.512,37	19.805.363,67	20.997.044,60	0,0471	1,0225	2,9066	5,6467	11,1691	17,8581
17.413.215,93	17.421.602,02	17.589.846,61	17.922.981,02	18.435.893,45	19.412.498,42	20.477.833,85	0,0482	1,0143	2,9275	5,8730	11,4814	17,5994
17.865.162,52	17.869.908,17	18.072.765,02	18.404.367,99	18.892.468,80	19.882.119,23	21.093.200,91	0,1385	1,1621	3,0182	5,7503	11,2899	18,0689
13.767.918,79	13.767.918,79	13.985.661,57	14.398.416,40	15.004.217,80	16.160.732,58	17.219.426,77	0,0000	1,5815	4,5795	8,9796	17,3796	25,0692
15.717.142,68	15.726.240,70	15.908.890,88	16.178.819,01	16.837.713,16	17.873.407,27	18.868.775,75	0,0579	1,2200	2,9374	7,1296	13,7192	20,0522
16.829.195,34	16.837.713,16	17.000.693,89	17.337.928,72	17.856.921,58	18.852.999,14	19.838.885,21	0,0506	1,0191	3,0229	6,1068	12,0256	17,8837
17.135.178,27	17.143.574,92	17.312.508,19	17.648.106,34	18.154.724,03	19.154.927,27	20.153.061,61	0,0490	1,0349	2,9934	5,9500	11,7871	17,6122
16.742.829,75	16.751.589,96	16.923.353,38	17.261.742,55	17.773.535,69	18.782.204,37	19.763.986,82	0,0523	1,0782	3,0993	6,1561	12,1806	18,0445
17.781.926,35	17.790.320,97	17.956.146,73	18.300.769,52	18.797.915,02	19.763.986,82	20.954.318,42	0,0472	0,9798	2,9178	5,7136	11,1465	17,8405
18.219.447,06	18.227.558,49	18.396.498,33	18.727.307,03	19.203.007,32	20.216.947,51	21.540.283,17	0,0445	0,9718	2,7875	5,3984	10,9636	18,2269
17.856.921,58	17.865.162,52	18.039.320,21	18.372.916,08	18.860.889,16	19.847.541,42	21.050.492,21	0,0461	1,0214	2,8896	5,6223	11,1476	17,8842
15.389.924,86	15.399.641,47	15.605.937,79	15.962.984,85	16.524.939,25	17.556.189,07	18.586.136,68	0,0631	1,4036	3,7236	7,3750	14,0759	20,7682
16.795.167,15	16.803.667,74	16.974.882,44	17.320.973,50	17.840.425,89	18.837.249,17	19.813.645,19	0,0506	1,0700	3,1307	6,2236	12,1587	17,9723
15.799.122,58	15.808.246,37	16.007.709,96	16.383.193,31	16.923.353,38	17.939.553,04	18.931.987,27	0,0577	1,3202	3,6969	7,1158	13,5478	19,8294
15.699.043,22	15.708.087,65	15.899.725,38	16.268.369,48	16.812.172,64	17.840.425,89	18.845.119,14	0,0576	1,2783	3,6265	7,0904	13,6402	20,0399
17.731.591,76	17.748.356,19	17.914.694,42	18.251.933,88	18.750.815,74	19.722.633,03	20.890.789,64	0,0945	1,0326	2,9345	5,7481	11,2288	17,8168
15.206.608,82	15.216.178,78	15.408.982,29	15.771.777,41	16.338.931,65	17.413.215,93	18.420.110,85	0,0629	1,3308	3,7166	7,4463	14,5108	21,1323
18.308.917,15	18.317.061,92	18.491.136,99	18.813.638,82	19.299.467,72	20.336.489,07	21.638.330,09	0,0445	0,9953	2,7567	5,4102	11,0742	18,1847
15.206.608,82	15.216.178,78	15.408.982,29	15.771.777,41	16.338.931,65	17.404.821,65	18.420.110,85	0,0629	1,3308	3,7166	7,4463	14,4556	21,1323
18.341.530,99	18.349.357,52	18.514.844,59	18.837.249,17	19.315.576,55	20.354.954,80	21.682.186,02	0,0427	0,9449	2,7027	5,3106	10,9774	18,2136
17.379.675,28	17.388.051,33	17.556.188,07	17.889.908,17	18.404.367,99	19.380.118,75	20.438.620,18	0,0482	1,0156	2,9358	5,8959	11,5102	17,6007
18.341.530,99	18.349.357,52	18.514.844,59	18.837.249,17	19.315.576,55	20.354.954,80	21.682.186,02	0,0427	0,9449	2,7027	5,3106	10,9774	18,2136
17.773.535,69	17.781.926,35	17.956.146,73	18.292.619,01	18.790.058,05	19.763.986,82	20.943.681,53	0,0472	1,0274	2,9205	5,7193	11,1990	17,8363
16.620.383,48	16.629.079,63	16.803.667,74	17.151.981,70	17.656.444,00	18.664.858,91	19.648.656,92	0,0523	1,1028	3,1985	6,2337	12,3010	18,2202
18.292.619,01	18.300.769,52	18.475.346,59	18.797.915,02	19.267.255,94	20.308.797,69	21.616.435,40	0,0446	0,9989	2,7623	5,3280	11,0218	18,1703
18.219.447,06	18.227.558,49	18.396.498,33	18.727.307,03	19.203.007,32	20.216.947,51	21.540.283,17	0,0445	0,9718	2,7875	5,3984	10,9636	18,2269
18.227.558,49	18.243.811,60	18.420.110,85	18.742.971,77	19.235.159,78	20.253.577,47	21.572.780,31	0,0892	1,0564	2,8277	5,5279	11,1951	18,3526
18.380.775,65	18.388.632,04	18.554.420,42	18.876.672,37	19.355.876,37	20.401.101,29	21.737.134,76	0,0427	0,9447	2,6979	5,3050	10,9915	18,2602
18.138.582,45	18.146.651,45	18.317.061,92	18.649.252,80	19.130.973,02	20.125.769,23	21.432.567,31	0,0445	0,9840	2,8154	5,4712	10,9556	18,1601
12.690.511,88	12.887.382,12	13.074.182,66	13.456.710,52	14.095.655,02	15.321.955,61	16.436.563,46	1,5513	3,0233	6,0376	11,0724	20,7355	29,5185
13.777.746,60	13.787.586,00	13.995.635,53	14.408.555,58	15.023.839,30	16.160.732,58	17.236.337,00	0,0714	1,5815	4,5785	9,0442	17,2959	25,1027
17.873.407,27	17.881.655,81	18.056.031,68	18.396.498,33	18.892.468,80	19.864.829,87	21.071.887,26	0,0461	1,0218	2,9266	5,7016	11,1418	17,8952
16.769.112,49	16.777.886,45	16.949.110,17	17.287.112,80	17.798.719,56	18.813.638,82	19.788.811,03	0,0523	1,0734	3,0890	6,1399	12,1922	18,0075
18.089.526,63	18.097.919,66	18.268.189,29	18.602.114,53	19.075.036,24	20.081.499,61	21.357.742,55	0,0464	0,9877	2,8336	5,4480	11,0127	18,0669
17.773.535,69	17.781.926,35	17.956.146,73	18.292.619,01	18.790.058,05	19.763.986,82	20.943.681,53	0,0472	1,0274	2,9205	5,7193	11,1990	17,8363
13.074.182,66	13.074.182,66	13.267.398,70	13.660.165,75	14.287.217,53	15.511.889,30	16.620.383,48	0,0000	1,4778	4,4820	9,2781	18,6452	27,1237
13.408.767,08	13.418.342,97	13.621.182,00	14.045.537,61	14.659.481,48	15.835.692,80	16.931.936,59	0,0714	1,5841	4,7489	9,3276	18,0995	26,2751
13.562.926,11	13.562.926,11	13.777.746,60	14.186.488,64	14.808.366,53	15.980.855,47	17.059.930,91	0,0000	1,5839	4,5976	9,1827	17,8275	25,7836
16.268.369,48	16.277.169,53	16.445.477,27	16.820.681,84	17.312.508,19	18.341.530,99	19.331.685,02	0,0541	1,0887	3,3950	6,4182	12,7435	18,8299
16.716.535,88	16.725.305,61	16.897.618,03	17.236.337,00	17.756.753,73	18.766.506,85	19.730.908,13	0,0525	1,0833	3,1095	6,2227	12,2631	18,0323
17.354.675,06	17.354.675,06	17.514.017,47	17.865.162,52	18.372.916,08	19.339.740,83	20.401.101,29	0,0000	0,9182	2,9415	5,8672	11,4382	17,5539
17.873.407,27	17.881.655,81	18.056.031,68	18.396.498,33	18.892.468,80	19.864.829,87	21.071.887,26	0,0461	1,0218	2,9266	5,7016	11,1418	17,8952
18.056.031,68	18.064.390,04	18.235.686,47	18.570.271,78	19.043.151,43	20.038.017,34	21.315.953,00	0,0463	0,9950	2,8480			

## ANEXO E - RENTABILIDADE DAS AÇÕES x CDI

EMPRESA	VARIACÃO AÇÕES x CDI		
	1 dia		
	Ação (a)	CDI (b)	a - b
ABC BRASIL	560,3704	0,0428	560,3276
GAFISA	29,4595	0,0000	29,4595
GVT HOLDING	27,2222	0,0481	27,1741
REDECARD	24,0741	0,0445	24,0296
ANHANGUERA	21,3889	0,0473	21,3416
MRV	19,2308	0,0427	19,1880
COMPANY	18,7500	0,1267	18,6233
SAO MARTINHO	18,3000	0,0481	18,2519
NOSSA CAIXA	17,5806	0,0687	17,5120
EQUATORIAL	16,9655	0,0607	16,9049
RODOBENSIMOB	16,6667	0,0481	16,6186
UOL	16,6667	0,0654	16,6013
COSAN	15,8333	0,0688	15,7645
LOPES BRASIL	15,7500	0,0489	15,7011
ODONTOPREV	15,6786	0,0490	15,6296
LOG-IN	14,8070	0,0890	14,7180
PROFARMA	14,4444	0,0506	14,3938
KROTON	13,2821	0,0427	13,2393
BEMATECH	12,0667	0,0471	12,0196
IGUATEMI	12,0000	0,0482	11,9518
SOFISA	11,6667	0,1385	11,5282
ENERGIAS BR	11,1667	0,0000	11,1667
BRASILAGRO	10,0000	0,0579	9,9421
TERNA PART	9,0476	0,0506	8,9970
DUFYBRAS	8,0849	0,0490	8,0359
SANTOS BRAS	8,0435	0,0523	7,9912
METALFRIO	7,8947	0,0472	7,8475
MARFRIG	7,7059	0,0445	7,6614
AGRA INCORP	6,4706	0,0461	6,4244
BRASCAN RES	6,2500	0,0506	6,1994
TOTVS	6,2500	0,0631	6,1869
LUPATECH	5,9545	0,0577	5,8968
ABNOTE	5,8824	0,0576	5,8247
BR MALLS PAR	5,3333	0,0945	5,2388
VIVAX	5,2245	0,0629	5,1616
INVEST TUR	4,9990	0,0445	4,9545
COPASA	4,6809	0,0629	4,6179
PATAGONIA	4,3820	0,0427	4,3393
TECNISA	3,8462	0,0482	3,7980
MINERVA	3,7838	0,0427	3,7411
JHSF PART	3,7500	0,0472	3,7028
MEDIAL SAUDE	2,7907	0,0523	2,7384
INDUSVAL	2,1714	0,0446	2,1269
DAYCOVAL	2,0588	0,0445	2,0143
TEGMA	1,9231	0,0892	1,8339
SPRINGS	1,5789	0,0427	1,5362
SLC AGRICOLA	1,4286	0,0445	1,3841
OHL BRASIL	1,1111	0,0714	1,0397
WILSON SONS	0,9676	0,0461	0,9215
M.DIASBRANCO	0,7143	0,0523	0,6620
INPAR S/A	0,3429	0,0464	0,2965
FER HERINGER	0,2941	0,0472	0,2469
SUBMARINO	0,0000	0,0000	0,0000
TAM S/A	0,0000	0,0000	0,0000
PDG REALT	0,0000	0,0000	0,0000
TRIUNFO PART	0,0000	0,0427	-0,0427
PROVIDENCIA	0,0000	0,0427	-0,0427
GENERALSHOPP	0,0000	0,0428	-0,0428
CREMER	0,0000	0,0461	-0,0461
TARPON	0,0000	0,0463	-0,0463
KLABINSEGALL	0,0000	0,0525	-0,0525
ABYARA	0,0000	0,0541	-0,0541
LOCALIZA	0,0000	0,0714	-0,0714
MMX MINER	-0,1227	0,0542	-0,1769
GP INVEST	-0,2043	0,0577	-0,2620
RENAR	1,2500	1,5513	-0,3013
ECODIESEL	-0,8333	0,3554	-1,1887
POSITIVO INF	-1,4894	0,0490	-1,5383
CC DES IMOB	-2,1379	0,0481	-2,1860
PINE	-2,1053	0,0945	-2,1998
ESTACIO PART	-2,2222	0,0428	-2,2650
CSU CARDSYST	-2,7778	0,0579	-2,8357
GUARANI	-2,9630	0,0427	-3,0057
EVEN	-3,4783	0,0473	-3,5256
PARANA	-3,5714	0,0445	-3,6159
CRUZEIRO SUL	-3,8065	0,0890	-3,8954
MULTIPLAN	-4,0000	0,0427	-4,0427
EZTEC	-4,5455	0,0890	-4,6344
CR2	-5,0000	0,0463	-5,0463
DATASUL	-6,6667	0,0560	-6,7227
JBS	-12,5000	0,0471	-12,5471
<b>Retorno Médio</b>	<b>12,3353</b>	<b>0,0746</b>	<b>12,2607</b>

EMPRESA	VARIACAO AÇÕES x CDI		
	30 dias		
	Variacão Ação	Variacão CDI	a - b
ABC BRASIL	518,5926	0,9880	517,6046
COSAN	39,5800	1,4900	26,56%
AGRA INCORP	38,8200	1,0200	38,06%
ANHANGUERA	36,0700	1,0400	34,68%
ENERGIAS BR	36,0600	1,5800	22,82%
GAFISA	30,7600	1,1888	25,88%
SAO MARTINHO	30,6500	1,0117	29,6383
METALFRIO	27,0526	0,9798	26,0729
EZTEC	24,4545	1,0253	23,4292
BRASCAN RES	23,0625	1,0700	21,9925
GVT HOLDING	22,2222	0,9605	21,2618
PROFARMA	22,2222	1,0702	21,1520
ODONTOPREV	22,1429	0,9346	21,2083
EVEN	21,7391	0,9884	20,7507
TEGMA	21,1538	1,0564	20,0975
SOFISA	20,2500	1,1621	19,0879
MARFRIG	20,0000	0,9718	19,0282
INPAR S/A	19,4286	0,9877	18,4409
MRV	18,4615	0,9881	17,4734
CREMER	16,8000	1,0218	15,7782
TERNA PART	16,6667	1,0191	15,6476
NOSSA CAIXA	16,6129	1,3812	15,2317
TOTVS	16,0938	1,4036	14,6902
LOPES BRASIL	15,1000	1,0348	14,0652
BRASILAGRO	14,0000	1,2200	12,7800
RODOBENSIMOB	13,7436	1,0155	12,7281
FER HERINGER	12,3529	1,0274	11,3255
COMPANY	11,8750	1,4825	10,3925
REDECARD	11,1111	0,9539	10,1572
DUFYBRAS	10,3577	1,0349	9,3228
BEMATECH	10,0667	1,0225	9,0442
KLABINSEGALL	9,8667	1,0833	8,7834
SPRINGS	9,7368	0,9447	8,7921
VIVAX	9,7143	1,3308	8,3835
UOL	9,4444	1,5164	7,9280
SLC AGRICOLA	7,5000	0,9840	6,5160
DAYCOVAL	7,0588	0,9718	6,0871
BR MALLS PAR	6,6000	1,0326	5,5674
MEDIAL SAUDE	6,5116	1,1028	5,4089
OHL BRASIL	6,1667	1,5815	4,5852
SANTOS BRAS	5,6522	1,0782	4,5740
EQUATORIAL	5,5172	1,1952	4,3221
LOG-IN	5,2632	1,0703	4,1929
JHSF PART	5,2500	1,0274	4,2226
LOCALIZA	3,8261	1,5841	2,2419
IGUATEMI	3,6667	1,0143	2,6523
WILSON SONS	3,4918	1,0218	2,4700
M.DIASBRANCO	3,3333	1,0734	2,2599
INVEST TUR	3,0000	0,9953	2,0047
CRUZEIRO SUL	1,6129	1,0651	0,5478
COPASA	1,2766	1,3308	-0,0542
TAM S/A	1,0000	1,5839	-0,5839
GENERALSHOPP	0,7143	0,9878	-0,2735
POSITIVO INF	0,3830	1,0344	-0,6514
MULTIPLAN	0,0000	0,9447	-0,9447
TARPON	0,0000	0,9950	-0,9950
INDUSVAL	0,0000	0,9989	-0,9989
ABYARA	0,0000	1,0887	-1,0887
DATASUL	0,0000	1,1822	-1,1822
MMX MINER	0,0000	1,1981	-1,1981
PDG REALT	-0,7857	0,9182	-1,7039
JBS	-2,5000	1,0370	-3,5370
GP INVEST	-3,7059	1,2406	-4,9464
KROTON	-5,1282	0,9881	-6,1163
ECODIESEL	-5,4167	1,4521	-6,8688
ABNOTE	-5,8824	1,2783	-7,1607
ESTACIO PART	-6,6667	0,9878	-7,6544
LUPATECH	-6,8182	1,3202	-8,1384
PARANA	-7,1429	1,0289	-8,1718
PINE	-7,2105	1,0360	-8,2465
MINERVA	-8,1081	0,9449	-9,0530
PATAGONIA	-10,0868	0,9449	-11,0317
TECNISA	-11,9231	1,0156	-12,9387
GUARANI	-13,6296	0,9881	-14,6177
PROVIDENCIA	-15,4000	0,9447	-16,3447
CSU CARDSYST	-16,6667	1,3368	-18,0035
CC DES IMOB	-19,0345	1,0155	-20,0500
SUBMARINO	-19,9815	1,4778	-21,4593
CR2	-21,0000	1,0215	-22,0215
TRIUNFO PART	-22,1053	0,9881	-23,0934
RENAR	-30,0000	3,0233	-33,0233

EMPRESA	VARIÇÃO AÇÕES x CDI		
	90 dias		
	Ação (a)	CDI (b)	a - b
COSAN	129,1667	4,3335	124,8332
AGRA INCORP	91,5294	2,8896	88,6398
BR MALLS PAR	69,7333	2,9345	66,7988
GVT HOLDING	61,6667	2,9138	58,7528
PROFARMA	60,0000	3,0751	56,9249
NOSSA CAIXA	55,6452	4,2822	51,3630
ANHANGUERA	52,7778	2,9820	49,7958
EVEN	51,3043	2,9403	48,3641
JHSF PART	50,0000	2,9205	47,0795
METALFRIO	46,7368	2,9178	43,8190
ODONTOPREV	46,4286	3,0116	43,4170
FER HERINGER	40,5294	2,9205	37,6089
LOCALIZA	36,4348	4,7489	31,6859
TAM S/A	35,5556	4,5976	30,9580
MRV	34,6154	2,7447	31,8706
BEMATECH	34,0000	2,9066	31,0934
ENERGIAS BR	33,3333	4,5795	28,7539
SPRINGS	30,5263	2,6979	27,8284
REDECARD	29,2593	2,7595	26,4998
ABYARA	28,0000	3,3950	24,6050
VIVAX	27,0612	3,7166	23,3446
DUFREYBRAS	27,0492	2,9934	24,0558
CREMER	26,2857	2,9266	23,3591
SOFISA	25,1667	3,0182	22,1485
GAFISA	23,2432	3,6140	19,6292
KLABINSEGALL	22,0000	3,1095	18,8905
OHL BRASIL	21,6667	4,5785	17,0882
SAO MARTINHO	20,0000	2,9692	17,0308
M.DIASBRANCO	18,0952	3,0890	15,0062
SANTOS BRAS	17,3913	3,0993	14,2920
INDUSVAL	17,1429	2,7623	14,3806
POSITIVO INF	16,8085	3,0540	13,7545
LUPATECH	16,3636	3,6969	12,6668
TERNA PART	14,2857	3,0229	11,2628
WILSON SONS	13,5044	2,9266	10,5778
MARFRIG	12,9412	2,7875	10,1537
CR2	12,5000	2,9443	9,5557
TOTVS	12,5000	3,7236	8,7764
SLC AGRICOLA	12,4286	2,8154	9,6132
ABC BRASIL	11,9259	2,6999	9,2260
MEDIAL SAUDE	11,6279	3,1985	8,4294
IGUATEMI	11,0000	2,9275	8,0725
BRASILAGRO	10,0000	2,9374	7,0626
EQUATORIAL	8,2759	3,6403	4,6356
GP INVEST	7,9662	3,5933	4,3728
GENERALSHOPP	7,1429	2,7399	4,4029
LOPES BRASIL	6,2500	3,0455	3,2045
BRASCAN RES	5,6875	3,1307	2,5568
TEGMA	4,6154	2,8277	1,7877
DAYCOVAL	2,6471	2,7875	-0,1404
PDG REALT	2,5000	2,9415	-0,4415
INPAR S/A	2,2857	2,8336	-0,5479
RODOBENSIMOB	2,0000	2,9378	-0,9378
MULTIPLAN	1,0000	2,6979	-1,6979
KROTON	0,0000	2,7447	-2,7447
MINERVA	-1,0811	2,7027	-3,7838
MMX MINER	-1,8405	3,4583	-5,2988
ECODIESEL	-3,0000	3,3437	-6,3437
EZTEC	-4,5455	2,8474	-7,3928
PINE	-7,3684	2,9889	-10,3573
INVEST TUR	-8,1410	2,7567	-10,8977
PROVIDENCIA	-8,6667	2,6979	-11,3646
JBS	-8,8750	2,8999	-11,7749
CRUZEIRO SUL	-9,0323	2,8417	-11,8740
COPASA	-9,5745	3,7166	-13,2911
TECNISA	-10,8462	2,9358	-13,7820
PATAGONIA	-11,1203	2,7027	-13,8230
LOG-IN	-11,5789	2,8502	-14,4291
UOL	-11,8889	4,0989	-15,9878
ABNOTE	-15,0000	3,6265	-18,6265
DATASUL	-15,5556	3,5895	-19,1451
SUBMARINO	-16,7438	4,4820	-21,2257
PARANA	-17,9286	2,8181	-20,7467
GUARANI	-18,5185	2,7447	-21,2633
TRIUNFO PART	-21,0526	2,7447	-23,7974
CC DES IMOB	-23,1034	2,9378	-26,0412
COMPANY	-23,7500	3,8250	-27,5750
TARPON	-24,5455	2,8480	-27,3935
ESTACIO PART	-27,7778	2,7399	-30,5177
RENAR	-33,7500	6,0376	-39,7876
CSU CARDSYST	-35,7222	3,6752	-39,3974

EMPRESA	VARIACÃO AÇÕES x CDI		
	180 dias		
	Ação (a)	CDI (b)	a - b
COSAN	219,7917	8,1098	211,6819
TAM S/A	125,0000	9,1827	115,8173
LOCALIZA	113,0435	9,3276	103,7159
ODONTOPREV	85,3214	6,0465	79,2750
GVT HOLDING	82,5000	5,8332	76,6668
POSITIVO INF	76,5957	6,0769	70,5189
ENERGIAS BR	69,6111	8,9796	60,6315
ANHANGUERA	66,1111	5,8897	60,2214
AGRA INCORP	62,9412	5,6223	57,3189
PDG REALT	62,8571	5,8672	56,9899
ABYARA	60,0000	6,4182	53,5818
BR MALLS PAR	58,6000	5,7481	52,8519
DUFREYBRAS	57,9732	5,9500	52,0232
EVEN	57,3043	5,8039	51,5004
FER HERINGER	55,8824	5,7193	50,1630
NOSSA CAIXA	55,7419	8,2022	47,5397
OHL BRASIL	54,3889	9,0442	45,3446
METALFRIO	51,5789	5,7136	45,8653
PROFARMA	44,4444	6,1115	38,3329
GAFISA	37,5135	7,3126	30,2009
VIVAX	34,4898	7,4463	27,0435
GP INVEST	34,2282	6,8553	27,3728
SUBMARINO	34,1351	9,2781	24,8570
TERNA PART	32,8571	6,1068	26,7503
LOPES BRASIL	32,2000	6,0537	26,1463
M.DIASBRANCO	28,3810	6,1399	22,2411
SOFISA	27,0833	5,7503	21,3330
LUPATECH	25,9091	7,1158	18,7933
MMX MINER	25,7669	6,6433	19,1236
PINE	22,6316	5,8538	16,7777
TOTVS	21,2500	7,3750	13,8750
MEDIAL SAUDE	20,9302	6,2337	14,6966
JHSF PART	18,1250	5,7193	12,4057
RODOBENSIMOB	16,9231	5,9015	11,0216
SLC AGRICOLA	15,3571	5,4712	9,8860
SANTOS BRAS	15,2609	6,1561	9,1048
KLABINSEGALL	14,8667	6,2227	8,6440
INDUSVAL	13,7143	5,3280	8,3863
EQUATORIAL	11,7241	7,2798	4,4443
CREMER	11,3143	5,7016	5,6127
SAO MARTINHO	9,0000	5,9465	3,0535
ECODIESEL	8,7500	6,4022	2,3478
DATASUL	6,1111	6,8478	-0,7366
CC DES IMOB	4,1379	5,9015	-1,7636
JBS	3,8750	5,7270	-1,8520
REDECARD	2,7778	5,3251	-2,5473
DAYCOVAL	0,5882	5,3984	-4,8102
BEMATECH	0,0000	5,6467	-5,6467
ABNOTE	-0,8824	7,0904	-7,9728
MRV	-1,1538	5,3974	-6,5512
IGUATEMI	-2,5000	5,8730	-8,3730
TECNISA	-2,5385	5,8959	-8,4344
CR2	-3,0000	5,7246	-8,7246
BRASILAGRO	-5,0000	7,1296	-12,1296
GENERALSHOPP	-6,4286	5,3918	-11,8204
BRASCAN RES	-8,8125	6,2236	-15,0361
MARFRIG	-9,4118	5,3984	-14,8102
WILSON SONS	-9,7602	5,7016	-15,4618
SPRINGS	-10,5263	5,3050	-15,8313
INPAR S/A	-11,1429	5,4480	-16,5908
TARPON	-11,3636	5,4670	-16,8306
COMPANY	-13,1250	7,4976	-20,6226
TEGMA	-13,6538	5,5279	-19,1817
LOG-IN	-15,9298	5,5064	-21,4362
PATAGONIA	-18,3547	5,3106	-23,6653
COPASA	-20,8936	7,4463	-28,3399
CRUZEIRO SUL	-21,2903	5,5861	-26,8764
GUARANI	-22,2222	5,3974	-27,6196
INVEST TUR	-24,9990	5,4102	-30,4092
ABC BRASIL	-26,0000	5,3073	-31,3073
CSU CARDSYST	-28,3889	7,1838	-35,5727
MULTIPLAN	-31,4000	5,3050	-36,7050
PARANA	-35,0000	5,4741	-40,4741
TRIUNFO PART	-36,8421	5,3974	-42,2395
KROTON	-39,0000	5,3974	-44,3974
UOL	-40,1111	7,8822	-47,9933
ESTACIO PART	-42,6667	5,3918	-48,0585
MINERVA	-48,9730	5,3106	-54,2836
RENAR	-52,5000	11,0724	-63,5724
PROVIDENCIA	-53,3333	5,3050	-58,6383
EZTEC	-57,3636	5,5034	-62,8671

EMPRESA	VARIACÃO AÇÕES x CDI		
	360 dias		
	Ação (a)	CDI (b)	a - b
LOCALIZA	282,5217	18,0995	264,4222
TAM S/A	194,3889	17,8275	176,5614
SUBMARINO	145,6059	18,6452	126,9607
GP INVEST	112,3140	13,3261	98,9879
GVT HOLDING	108,3333	11,2923	97,0411
SLC AGRICOLA	105,7143	10,9556	94,7587
POSITIVO INF	105,2766	11,8430	93,4336
LUPATECH	85,0000	13,5478	71,4522
VIVAX	83,6735	14,5108	69,1626
DUFYBRAS	82,5633	11,7871	70,7762
ODONTOPREV	78,5357	11,7973	66,7384
GAFISA	67,5676	14,1553	53,4123
NOSSA CAIXA	62,9032	15,8156	47,0876
ENERGIAS BR	61,6111	17,3796	44,2315
ANHANGUERA	59,4444	11,3787	48,0657
PROFARMA	56,2222	12,1292	44,0931
LOPES BRASIL	52,9500	11,8033	41,1467
ABYARA	50,2000	12,7435	37,4565
TOTVS	48,4375	14,0759	34,3616
COMPANY	46,8750	14,2345	32,6405
PDG REALT	37,8571	11,4382	26,4189
TERNA PART	36,2857	12,0256	24,2602
SAO MARTINHO	32,5000	11,4136	21,0864
MARFRIG	30,5294	10,9636	19,5658
BRASILAGRO	29,9000	13,7192	16,1808
MMX MINER	29,4479	12,9267	16,5211
OHL BRASIL	29,1667	17,2959	11,8708
MRV	28,8462	11,0809	17,7653
EQUATORIAL	28,4138	13,8716	14,5422
M.DIASBRANCO	25,2381	12,1922	13,0459
DATASUL	23,8889	13,2607	10,6282
KLABINSEGALL	17,3333	12,2631	5,0702
METALFRIO	15,6316	11,1465	4,4851
COPASA	13,6170	14,4556	-0,8386
FER HERINGER	12,6471	11,1990	1,4481
ABNOTE	10,5882	13,6402	-3,0520
TARPON	10,5000	10,9769	-0,4769
MEDIAL SAUDE	10,2326	12,3010	-2,0685
SANTOS BRAS	7,8261	12,1806	-4,3545
BR MALLS PAR	4,2667	11,2288	-6,9621
REDECARD	3,2222	10,9724	-7,7501
RODOBENSIMOB	2,5641	11,5638	-8,9997
ESTACIO PART	0,5333	11,0949	-10,5615
LOG-IN	-7,0175	11,0583	-18,0758
AGRA INCORP	-8,2353	11,1476	-19,3829
EVEN	-11,3043	11,2412	-22,5456
IGUATEMI	-12,3333	11,4814	-23,8147
BRASCAN RES	-12,8750	12,1587	-25,0337
JBS	-15,1250	11,2067	-26,3317
CREMER	-17,1429	11,1418	-28,2847
WILSON SONS	-17,2486	11,1418	-28,3905
INVEST TUR	-19,0000	11,0742	-30,0742
INDUSVAL	-21,1429	11,0218	-32,1647
KROTON	-22,5128	11,0809	-33,5937
TEGMA	-24,6154	11,1151	-35,7305
COSAN	-24,7708	15,6019	-40,3728
MULTIPLAN	-26,4000	10,9915	-37,3915
JHSF PART	-27,1250	11,1990	-38,3240
DAYCOVAL	-27,1765	10,9636	-38,1400
ECODIESEL	-28,5833	12,3007	-40,8840
SOFISA	-29,1667	11,2899	-40,4566
PARANA	-30,0000	11,0050	-41,0050
UOL	-31,6111	15,1425	-46,7536
CC DES IMOB	-33,1034	11,5638	-44,6673
GUARANI	-33,3333	11,0809	-44,4142
SPRINGS	-34,2105	10,9915	-45,2020
ABC BRASIL	-35,5556	11,0865	-46,6421
CSU CARDSYST	-35,8333	13,7192	-49,5525
TECNISA	-36,5385	11,5102	-48,0487
GENERALSHOPP	-37,5000	11,0949	-48,5949
INPAR S/A	-38,3429	11,0117	-49,3546
PINE	-41,5789	11,2937	-52,8726
TRIUNFO PART	-47,4737	11,0809	-58,5546
BEMATECH	-48,4000	11,1691	-59,5691
MINERVA	-51,6216	10,9774	-62,5990
CRUZEIRO SUL	-52,2581	11,1109	-63,3690
CR2	-55,0000	11,2048	-66,2048
RENAR	-55,0000	20,7355	-75,7355
EZTEC	-57,3636	11,0089	-68,3725
PATAGONIA	-59,6941	10,9774	-70,6715
PROVIDENCIA	-62,8000	10,9915	-73,7915

EMPRESA	VARIÇÃO AÇÕES x CDI		
	540 dias		
	Ação (a)	CDI (b)	a - b
LOCALIZA	408,6957	26,2751	382,4205
TAM S/A	252,1667	25,7836	226,3831
COMPANY	121,2500	20,9688	100,2812
LUPATECH	111,3636	19,8294	91,5343
GP INVEST	104,8731	19,5324	85,3407
GVT HOLDING	100,0000	17,5987	82,4013
SUBMARINO	91,9519	27,1237	64,8282
TOTVS	87,4688	20,7682	66,7005
OHL BRASIL	83,3333	25,1027	58,2306
ENERGIAS BR	74,8889	25,0692	49,8197
LOPES BRASIL	57,5000	17,6209	39,8791
ODONTOPREV	57,1429	17,6871	39,4558
ANHANGUERA	53,0556	17,7104	35,3451
PDG REALT	52,5714	17,5539	35,0175
GAFISA	51,7297	20,8854	30,8443
DUFREYBRAS	46,7958	17,6122	29,1836
TERNA PART	36,4286	17,8837	18,5448
PROFARMA	33,2889	17,9434	15,3455
COPASA	24,2553	21,1323	3,1230
EQUATORIAL	23,7931	20,3363	3,4568
VIVAX	23,5918	21,1323	2,4596
DATASUL	21,6667	19,5133	2,1533
SAO MARTINHO	20,0000	17,5990	2,4010
BRASILAGRO	20,0000	20,0522	-0,0522
SANTOS BRAS	17,3913	18,0445	-0,6532
ABNOTE	8,8235	20,0399	-11,2164
MMX MINER	8,5890	18,8742	-10,2853
NOSSA CAIXA	5,9677	22,9612	-16,9935
RODOBENSIMOB	4,6154	17,6008	-12,9854
REDECARD	2,7778	18,1775	-15,3997
METALFRIO	-0,0526	17,8405	-17,8932
M.DIASBRANCO	-6,7143	18,0075	-24,7218
MEDIAL SAUDE	-11,6279	18,2202	-29,8481
COSAN	-15,1042	22,6568	-37,7610
SLC AGRICOLA	-16,0714	18,1601	-34,2315
BR MALLS PAR	-17,3333	17,8168	-35,1501
POSITIVO INF	-19,3191	17,6474	-36,9665
JBS	-29,3750	17,7407	-47,1157
UOL	-31,7222	22,0798	-53,8020
IGUATEMI	-33,3667	17,5994	-50,9660
ABYARA	-34,4000	18,8299	-53,2299
KLABINSEGALL	-40,0000	18,0323	-58,0323
ESTACIO PART	-41,0667	18,2686	-59,3352
TECNISA	-45,3077	17,6007	-62,9084
TARPON	-45,4545	18,0545	-63,5090
ECODIESEL	-46,1667	18,1569	-64,3236
CC DES IMOB	-46,2759	17,6008	-63,8767
WILSON SONS	-48,0438	17,8952	-65,9389
MULTIPLAN	-48,4400	18,2602	-66,7002
BRASCAN RES	-50,0000	17,9723	-67,9723
INVEST TUR	-50,5000	18,1847	-68,6847
RENAR	-54,3750	29,5185	-83,8935
MARFRIG	-54,4118	18,2269	-72,6386
CREMER	-55,7143	17,8952	-73,6095
MRV	-58,4231	18,2230	-76,6461
CSU CARDSYST	-58,6111	20,0522	-78,6633
PINE	-58,7895	17,8050	-76,5944
ABC BRASIL	-59,0370	18,2416	-77,2786
FER HERINGER	-60,5882	17,8363	-78,4246
JHSF PART	-63,7500	17,8363	-81,5863
EVEN	-64,0870	17,7494	-81,8364
PATAGONIA	-65,4816	18,2136	-83,6952
CRUZEIRO SUL	-65,5484	18,2592	-83,8076
LOG-IN	-66,3158	18,2393	-84,5551
KROTON	-68,0769	18,2230	-86,2999
DAYCOVAL	-70,2941	18,2269	-88,5210
BEMATECH	-72,3333	17,8581	-90,1914
SOFISA	-74,9167	18,0689	-92,9856
CR2	-76,2500	17,8680	-94,1180
INDUSVAL	-77,2000	18,1703	-95,3703
EZTEC	-79,0909	18,2459	-97,3368
PROVIDENCIA	-81,0000	18,2602	-99,2602
GUARANI	-81,3333	18,2230	-99,5563
SPRINGS	-81,5789	18,2602	-99,8391
PARANA	-82,1429	18,1535	-100,2963
TEGMA	-82,6923	18,3526	-101,0449
TRIUNFO PART	-84,2105	18,2230	-102,4335
AGRA INCORP	-84,4706	17,8842	-102,3548
GENERALSHOPP	-86,7857	18,2686	-105,0543
MINERVA	-88,3243	18,2136	-106,5379
INPAR S/A	-91,3714	18,0669	-109,4383

Fonte: Elaborado pelo Autor

## ANEXO F - VARIAÇÃO DO IBOVESPA

SÉRIE IBOVESPA							VARIAÇÃO IBOVESPA					
Oferta	1 dia	30 dias	90 dias	180 dias	360 dias	540 dias	1 dia	30 dias	90 dias	180 dias	360 dias	540 dias
55.794	56.001	52.997	62.697	53.709	60.771	39.151	0,3710	-5,0131	12,3723	-3,7370	8,9203	-29,8294
38.256	38.421	38.203	37.807	37.677	43.934	52.434	0,4313	-0,1385	-1,1737	-1,5135	14,8421	37,0609
45.955	45.849	43.712	51.631	49.285	60.643	54.720	-0,2307	-4,8809	12,3512	7,2462	31,9617	19,0730
57.613	57.644	52.434	62.455	62.673	59.088	41.518	0,0538	-8,9893	8,4044	8,7827	2,5602	-27,9364
44.133	44.249	46.939	52.776	52.652	62.974	54.404	0,2628	6,3581	19,5840	19,3030	42,6914	23,2728
57.442	58.036	51.744	61.215	53.709	60.108	39.544	1,0341	-9,9196	6,5684	-6,4987	4,6412	-31,1584
38.610	39.125	38.717	36.530	36.303	46.207	52.997	1,3339	0,2771	-5,3872	-5,9751	19,6762	37,2624
44.284	43.934	43.288	50.510	52.434	58.965	56.470	-0,7904	-2,2491	14,0593	18,4039	33,1519	27,5178
29.132	29.318	31.357	38.014	40.410	39.226	49.162	0,6385	7,6376	30,4888	38,7134	34,6492	68,7560
37.951	38.717	40.919	37.357	37.057	45.355	58.857	2,0184	7,8206	-1,5652	-2,3557	19,5094	55,0868
33.193	33.291	36.119	38.156	32.941	43.297	52.776	0,2952	8,8151	14,9519	-0,7592	30,4402	58,9974
44.044	44.641	42.369	48.956	54.572	58.593	57.434	1,3555	-3,8030	11,1525	23,9034	33,0329	30,4014
31.087	31.102	33.005	38.256	38.290	40.605	50.510	0,0483	6,1698	23,0611	23,1705	30,6173	62,4795
43.595	43.508	42.735	43.712	54.730	62.860	67.774	-0,1996	-1,9727	0,2684	25,5419	44,1908	55,4628
41.931	41.327	44.473	43.516	52.527	59.069	71.628	-1,4405	6,0623	3,7800	25,2701	40,8719	70,8235
54.643	54.656	58.036	57.264	61.096	67.284	39.373	0,0238	6,2094	4,7966	11,8094	23,1338	-27,9450
39.562	39.644	40.914	44.686	49.070	62.697	64.922	0,2073	3,4174	12,9518	24,0332	58,4778	64,1019
57.442	58.036	51.744	61.215	53.709	60.108	39.544	1,0341	-9,9196	6,5684	-6,4987	4,6412	-31,1584
48.709	48.762	52.423	57.555	61.717	62.153	35.609	0,1088	7,6249	18,1609	26,7055	27,6006	-26,8944
45.351	44.587	44.133	50.277	53.091	61.079	59.505	-1,6846	-2,6857	10,8619	17,0669	34,6866	31,2099
49.067	49.471	53.422	54.182	65.044	65.677	33.818	0,8234	8,8756	10,4245	32,5616	33,8517	-31,0779
25.536	25.855	26.950	30.614	35.337	36.140	44.019	1,2492	5,5373	19,8857	38,3811	41,5257	72,3802
40.363	41.016	36.412	36.229	39.328	49.229	62.624	1,6178	-9,7887	-10,2421	-2,5642	21,9657	55,1520
39.644	39.328	40.914	44.686	49.675	61.215	64.922	-0,7971	3,2035	12,7182	25,3027	54,4118	63,7625
43.589	43.502	43.427	44.350	54.730	59.828	67.319	-0,1996	-0,3717	1,7459	25,5592	37,2548	54,4403
38.322	38.850	40.605	42.670	46.939	62.660	64.175	1,3778	5,9574	11,3460	22,4858	63,5092	67,4626
47.346	47.926	50.510	57.613	63.197	64.175	42.100	1,2250	6,6827	21,6850	33,4791	35,5447	-11,0801
54.146	54.392	54.572	61.052	64.288	64.640	37.618	0,4543	0,7868	12,7544	18,7308	19,3809	-30,5249
49.675	49.067	52.119	56.001	62.697	65.412	36.399	-1,2240	4,9200	12,7348	26,2144	31,6799	-26,7257
37.289	36.312	38.474	35.264	37.367	41.179	54.637	-2,6201	3,1779	-5,4306	0,2092	10,4320	46,5231
38.642	39.226	41.912	43.553	49.162	63.261	62.618	1,5113	8,4623	12,7090	27,2243	63,7105	62,0465
40.211	39.271	32.941	36.556	40.605	50.234	64.503	-2,3377	-18,0796	-9,0896	0,9798	24,9260	60,4113
40.410	39.751	38.145	36.594	39.498	49.162	60.894	-1,6308	-5,6050	-9,4432	-2,2569	21,6580	50,6904
46.288	46.646	50.281	55.696	62.017	60.968	50.782	0,7734	8,6264	20,3249	33,9807	31,7145	9,7088
36.561	36.499	36.890	41.979	37.697	45.351	54.690	-0,1696	0,8999	14,8191	3,1071	24,0420	49,5856
57.644	57.374	49.285	62.969	62.187	60.252	42.312	-0,4684	-14,5011	9,2377	7,8811	4,5243	-26,5977
36.561	36.499	36.890	41.979	37.697	45.286	54.690	-0,1696	0,8999	14,8191	3,1071	23,8642	49,5856
58.124	57.442	49.206	63.261	58.777	60.720	39.403	-1,1734	-15,3431	8,8380	1,1235	4,4663	-32,2087
44.641	44.815	41.179	49.471	54.182	58.593	57.199	0,3898	-7,7552	10,8197	21,3727	31,2538	28,1311
58.124	57.442	49.206	63.261	58.777	60.720	39.403	-1,1734	-15,3431	8,8380	1,1235	4,4663	-32,2087
46.939	47.346	50.510	56.356	63.548	64.175	44.517	0,8671	7,6077	20,0622	35,3842	36,7200	-5,1599
34.830	34.798	39.226	43.385	45.630	54.340	60.011	-0,0919	12,6213	24,5622	31,0078	56,0149	72,2969
56.356	57.613	52.434	63.197	62.080	59.088	40.244	2,2305	-6,9593	12,1389	10,1569	4,8478	-28,5897
54.146	54.392	54.572	61.052	64.288	64.640	37.618	0,4543	0,7868	12,7544	18,7308	19,3809	-30,5249
54.392	55.699	54.690	62.340	62.815	64.321	36.864	2,4029	0,5479	14,6124	15,4857	18,2545	32,2253
53.893	52.922	53.078	62.341	54.234	60.771	38.828	-1,8017	-1,5123	15,6755	0,6327	12,7623	-27,9535
53.712	54.518	57.374	54.908	64.741	69.281	38.284	1,5006	6,8178	2,2267	20,5336	28,9861	-28,7236
24.197	28.139	26.469	25.424	27.384	38.405	36.677	16,2913	9,3896	5,0709	13,1711	58,7180	51,5766
25.919	25.221	27.375	29.880	35.952	36.140	42.829	-2,6930	5,6175	15,2822	38,7091	39,4344	65,2417
49.229	48.956	52.527	54.572	65.044	64.576	39.043	-0,5546	6,6993	10,8534	32,1254	31,1747	-20,6911
38.897	38.685	41.029	42.624	48.921	62.969	63.527	-0,5450	5,4811	9,5817	25,7706	61,8865	63,3211
53.162	52.049	56.443	55.250	63.199	71.897	36.212	-2,0936	6,1717	3,9276	18,8800	35,2413	-31,8837
46.939	47.346	50.510	56.356	63.548	64.175	44.517	0,8671	7,6077	20,0622	35,3842	36,7200	-5,1599
25.842	26.469	24.843	25.261	31.141	37.641	34.830	2,4263	-3,8658	-2,2483	20,5054	45,6582	34,7806
24.522	24.214	25.678	27.260	31.110	37.807	41.290	-1,2560	4,7141	11,1655	26,8657	54,1758	68,3794
25.536	25.744	25.919	29.086	32.970	35.074	43.096	0,8145	1,4998	13,9019	29,1118	37,3512	68,7657
36.594	36.887	35.512	39.562	43.427	58.124	57.506	0,8007	-2,9568	8,1106	18,6725	58,8348	57,1460
37.940	38.406	41.334	42.829	46.854	60.406	62.774	1,2283	8,9457	12,8861	23,4950	59,2145	65,4560
44.412	44.412	46.207	49.067	56.001	53.709	60.771	0,0000	4,0417	10,4814	26,0943	20,9335	36,8346
49.229	48.956	52.527	54.572	65.044	64.576	39.043	-0,5546	6,6993	10,8534	32,1254	31,1747	-20,6911
52.527	52.268	55.371	52.734	59.431	71.628	31.250	-0,4931	5,4144	0,3941	13,1437	36,3642	-40,5068
57.442	58.036	51.744	61.215	53.709	60.108	39.544	1,0341	-9,9196	6,5684	-6,4987	4,6412	-31,1584
53.893	52.922	53.078	62.341	54.234	60.771	38.828	-1,8017	-1,5123	15,6755	0,6327	12,7623	-27,9535
52.922	54.572	52.734	65.044	58.593	57.434	37.272	3,1178	-0,3552	22,9054	10,7158	8,5258	-29,5718
35.510	36.224	36.677	39.226	43.553	58.124	59.907	2,0107	3,2864	10,4647	22,6500	63,6835	68,7046
36.530	37.748	37.357	36.313	41.043	52.119	60.970	3,3342	2,2639	-0,5940	12,3542	42,6745	66,9039
40.719	41.912	43.355	45.849	52.423	62.336	71.492	2,9298	6,4736	12,5985	28,7433	53,0882	75,5741
42.977	43.297	42.335	44.249	52.776	65.790	70.011	0,7446	-1,4938	2,9597	22,8006	53,0819	62,9034
45.355	45.597	49.471	55.371	62.340	60.761	49.593	0,5336	9,0751	22,0836	37,4490	33,9676	9,3441
44.044	44.641	42.369	48.956	54.572	58.593	57.434	1,3555	-3,8030	11,1525	23,9034	33,0329	30,4014
52.922	54.572	52.734	65.044	58.593	57.434	37.272	3,1178	-0,3552	22,9054	10,7158	8,5258	-29,5718
40.363	41.016	37.748	37.077	38.900	49.229	62.624	1,6178	-6,4787	-8,1411	-3,6246	21,9657	55,1520
57.442	58.036	51.744	61.215	53.709	60.108	39.544	1,0341	-9,9196	6,5684	-6,4987	4,6412	-31,1584
45.804	45.597	49.471	55.371	62.340	60.761	49.593	-0,4519	8,0059	20,8868	36,1017	32,6544	8,2722
52.993	53.712	57.374	53.882	64.512	69.281	35.347	1,3568	8,2671	1,6776	21,7368	30,7361	-33,2987
54.267	53.851	53.893	58.719	64.288	64.613	39.947	-0,7666	-0,6892	8,2039	18,4661	19,0650	-26,3880
53.893	52.922	53.078	62.341	54.234	60.771	38.828	-1,8017	-1,5123	15,6755	0,6327	12,7623	-27,9535
54.029	54.267	58.036	56.906	61.721	67.284	38.320	0,4405	7,4164	5,3249	14,2368	24,5313	-29,0751
49.408	49.162	51.812	58.036	61.215	64.552	41.569	-0,4979	4,8656	17,4628	23,8969	30,6509	-15,8659
37.748	37.942	37.357	36.232	41.970	52.119	59.069	0,5139	-1,0358	-4,0161	11,1847	38,0709	56,4825



## ANEXO G - VARIAÇÃO AÇÕES x IBOVESPA

EMPRESA	VARIAÇÃO AÇÕES x IBOVESPA		
	1 dia		
	Ação (a)	Ibovespa (b)	a - b
ABC BRASIL	560,3704	0,3710	559,9994
GAFISA	29,4595	0,0000	29,4595
GVT HOLDING	27,2222	-0,2307	27,4529
REDECARD	24,0741	0,0538	24,0203
ANHANGUERA	21,3889	0,2628	21,1260
SAO MARTINHO	18,3000	-0,7904	19,0904
MRV	19,2308	1,0341	18,1967
COMPANY	18,7500	1,3339	17,4161
ODONTOPREV	15,6786	-1,4405	17,1190
NOSSA CAIXA	17,5806	0,6385	16,9422
UOL	16,6667	0,2952	16,3714
LOPES BRASIL	15,7500	-0,1996	15,9496
COSAN	15,8333	0,0483	15,7851
RODOBENSIMOB	16,6667	1,3555	15,3112
EQUATORIAL	16,9655	2,0184	14,9471
LOG-IN	14,8070	0,0238	14,7832
PROFARMA	14,4444	0,2073	14,2372
IGUATEMI	12,0000	-1,6846	13,6846
KROTON	13,2821	1,0341	12,2480
BEMATECH	12,0667	0,1088	11,9579
ENERGIAS BR	11,1667	0,0000	11,1667
SOFISA	11,6667	0,8234	10,8433
TERNA PART	9,0476	-0,7971	9,8447
TOTVS	6,2500	-2,6201	8,8701
BRASILAGRO	10,0000	1,6178	8,3822
LUPATECH	5,9545	-2,3377	8,2922
DUFREYBRAS	8,0849	-0,1996	8,2845
AGRA INCORP	6,4706	-1,2240	7,6945
ABNOTE	5,8824	-1,6308	7,5131
MARFRIG	7,7059	0,4543	7,2516
METALFRIO	7,8947	1,2250	6,6697
SANTOS BRAS	8,0435	1,3778	6,6657
PATAGONIA	4,3820	-1,1734	5,5553
INVEST TUR	4,9990	-0,4684	5,4674
VIVAX	5,2245	-0,1696	5,3941
MINERVA	3,7838	-1,1734	4,9571
COPASA	4,6809	-0,1696	4,8504
BRASCAN RES	6,2500	1,5113	4,7387
BR MALLS PAR	5,3333	0,7734	4,5599
OHL BRASIL	1,1111	-2,6930	3,8041
TECNISA	3,8462	0,3898	3,4564
SPRINGS	1,5789	-1,8017	3,3807
JHSF PART	3,7500	0,8671	2,8829
MEDIAL SAUDE	2,7907	-0,0919	2,8826
INPAR S/A	0,3429	-2,0936	2,4365
PROVIDENCIA	0,0000	-1,8017	1,8017
DAYCOVAL	2,0588	0,4543	1,6045
WILSON SONS	0,9676	-0,5546	1,5222
M.DIASBRANCO	0,7143	-0,5450	1,2593
LOCALIZA	0,0000	-1,2560	1,2560
CREMER	0,0000	-0,5546	0,5546
TARPON	0,0000	-0,4931	0,4931
SUBMARINO	0,0000	0,0000	0,0000
TAM S/A	0,0000	0,0000	0,0000
PDG REALT	0,0000	0,0000	0,0000
INDUSVAL	2,1714	2,2305	-0,0590
SLC AGRICOLA	1,4286	1,5006	-0,0720
TEGMA	1,9231	2,4029	-0,4798
FER HERINGER	0,2941	0,8671	-0,5730
ABYARA	0,0000	0,8007	-0,8007
TRIUNFO PART	0,0000	1,0341	-1,0341
KLABINSEGALL	0,0000	1,2283	-1,2283
MMX MINER	-0,1227	2,0107	-2,1334
MULTIPLAN	-4,0000	-1,8017	-2,1983
POSITIVO INF	-1,4894	0,7446	-2,2339
PINE	-2,1053	0,5336	-2,6388
EVEN	-3,4783	-0,4519	-3,0263
CRUZEIRO SUL	-3,8065	-0,7666	-3,0399
GENERALSHOPP	0,0000	3,1178	-3,1178
CC DES IMOB	-2,1379	1,3555	-3,4934
GP INVEST	-0,2043	3,3342	-3,5385
ECODIESEL	-0,8333	2,9298	-3,7632
GUARANI	-2,9630	1,0341	-3,9970
CSU CARDSYST	-2,7778	1,6178	-4,3956
CR2	-5,0000	-0,4979	-4,5021
PARANA	-3,5714	1,3568	-4,9282
EZTEC	-4,5455	0,4405	-4,9860
ESTACIO PART	-2,2222	3,1178	-5,3400
DATASUL	-6,6667	0,5139	-7,1806
JBS	-12,5000	1,9580	-14,4580
RENAR	1,2500	16,2913	-15,0413
<b>Retorno Médio</b>	<b>12,3353</b>	<b>0,4566</b>	<b>11,8787</b>

EMPRESA	VARIÇÃO AÇÕES x IBOVESPA		
	30 dias		
	Varição Ação	Varição Ibovespa	a - b
ABC BRASIL	518,5926	-5,0131	523,6057
AGRA INCORP	38,8200	4,9200	33,9000
COSAN	39,5800	6,1700	33,4100
SAO MARTINHO	30,6500	2,2500	28,4000
ENERGIAS BR	36,0500	4,2400	31,8100
GAFISA	30,7600	0,5700	30,1900
ANHANGUERA	36,0556	6,3581	29,6975
MRV	18,4615	-9,9196	28,3811
GVT HOLDING	22,2222	-4,8809	27,1031
BRASILAGRO	14,0000	-9,7887	23,7887
TEGMA	21,1538	0,5479	20,6060
METALFRIO	27,0526	6,6827	20,3699
REDECARD	11,1111	-8,9893	20,1004
MARFRIG	20,0000	0,7868	19,2132
PROFARMA	22,2222	3,4174	18,8048
RODOBENSIMOB	13,7436	-3,8030	17,5466
INVEST TUR	3,0000	-14,5011	17,5011
LOPES BRASIL	15,1000	-1,9727	17,0727
EZTEC	24,4545	7,4164	17,0382
ODONTOPREV	22,1429	6,0623	16,0805
BRASCAN RES	23,0625	8,4623	14,6002
EVEN	21,7391	8,0059	13,7333
TERNA PART	16,6667	3,2035	13,4632
INPAR S/A	19,4286	6,1717	13,2569
TOTVS	16,0938	3,1779	12,9159
COMPANY	11,8750	0,2771	11,5979
SOFISA	20,2500	8,8756	11,3744
LUPATECH	-6,8182	-18,0796	11,2614
SPRINGS	9,7368	-1,5123	11,2491
DUFYBRAS	10,3577	-0,3717	10,7293
CREMER	16,8000	6,6993	10,1007
NOSSA CAIXA	16,6129	7,6376	8,9753
VIVAX	9,7143	0,8999	8,8144
MINERVA	-8,1081	-15,3431	7,2350
INDUSVAL	0,0000	-6,9593	6,9593
IGUATEMI	3,6667	-2,6857	6,3524
DAYCOVAL	7,0588	0,7868	6,2721
PATAGONIA	-10,0868	-15,3431	5,2562
KROTON	-5,1282	-9,9196	4,7914
FER HERINGER	12,3529	7,6077	4,7452
ABYARA	0,0000	-2,9568	2,9568
BEMATECH	10,0667	7,6249	2,4418
CRUZEIRO SUL	1,6129	-0,6892	2,3021
POSITIVO INF	0,3830	-1,4938	1,8768
MULTIPLAN	0,0000	-1,5123	1,5123
GENERALSHOPP	0,7143	-0,3552	1,0695
DATASUL	0,0000	-1,0358	1,0358
KLABINSEGALL	9,8667	8,9457	0,9210
SLC AGRICOLA	7,5000	6,8178	0,6822
UOL	9,4444	8,8151	0,6293
OHL BRASIL	6,1667	5,6175	0,5492
COPASA	1,2766	0,8999	0,3767
TAM S/A	1,0000	0,6798	0,3202
ABNOTE	-5,8824	-5,6050	-0,2773
SANTOS BRAS	5,6522	5,9574	-0,3052
LOCALIZA	3,8261	4,7141	-0,8880
LOG-IN	5,2632	6,2094	-0,9462
BR MALLS PAR	6,6000	8,6264	-2,0264
M.DIASBRANCO	3,3333	5,4811	-2,1478
EQUATORIAL	5,5172	7,8206	-2,3034
JHSF PART	5,2500	7,6077	-2,3577
WILSON SONS	3,4918	6,6993	-3,2075
MMX MINER	0,0000	3,2864	-3,2864
GUARANI	-13,6296	-9,9196	-3,7101
TECNISA	-11,9231	-7,7552	-4,1679
PDG REALT	-0,7857	4,0417	-4,8274
TARPON	0,0000	5,4144	-5,4144
GP INVEST	-3,7059	2,2639	-5,9698
MEDIAL SAUDE	6,5116	12,6213	-6,1097
ESTACIO PART	-6,6667	-0,3552	-6,3114
CSU CARDSYST	-16,6667	-6,4787	-10,1880
ECODIESEL	-5,4167	6,4736	-11,8903
TRIUNFO PART	-22,1053	-9,9196	-12,1857
JBS	-2,5000	10,0531	-12,5531
SUBMARINO	-19,9815	-6,1430	-13,8385
PROVIDENCIA	-15,4000	-1,5123	-13,8877
CC DES IMOB	-19,0345	-3,8030	-15,2315
PARANA	-7,1429	8,2671	-15,4100
PINE	-7,2105	9,0751	-16,2856
CR2	-21,0000	4,8656	-25,8656
RENAR	-30,0000	9,3896	-39,3896

EMPRESA	VARIÇÃO AÇÕES x IBOVESPA		
	90 dias		
	Ação (a)	Ibovespa (b)	a - b
COSAN	129,1667	23,0611	106,1056
AGRA INCORP	91,5294	12,7348	78,7946
BR MALLS PAR	69,7333	20,3249	49,4084
GVT HOLDING	61,6667	12,3512	49,3155
PROFARMA	60,0000	12,9518	47,0482
ODONTOPREV	46,4286	3,7800	42,6486
ANHANGUERA	52,7778	19,5840	33,1938
EVEN	51,3043	20,8868	30,4175
JHSF PART	50,0000	20,0622	29,9378
MRV	34,6154	6,5684	28,0470
LUPATECH	16,3636	-9,0896	25,4532
DUFYBRAS	27,0492	1,7459	25,3033
LOCALIZA	36,4348	11,1655	25,2693
NOSSA CAIXA	55,6452	30,4888	25,1564
METALFRIO	46,7368	21,6850	25,0518
GAFISA	23,2432	-1,5981	24,8413
TAM S/A	35,5556	12,9817	22,5739
REDECARD	29,2593	8,4044	20,8549
FER HERINGER	40,5294	20,0622	20,4672
BRASILAGRO	10,0000	-10,2421	20,2421
ABYARA	28,0000	8,1106	19,8894
TOTVS	12,5000	-5,4306	17,9306
BEMATECH	34,0000	18,1609	15,8391
CREMER	26,2857	10,8534	15,4324
ENERGIAS BR	33,3333	18,4065	14,9268
SPRINGS	30,5263	15,6755	14,8508
SOFISA	25,1667	10,4245	14,7421
POSITIVO INF	16,8085	2,9597	13,8488
VIVAX	27,0612	14,8191	12,2422
SLC AGRICOLA	12,4286	2,2267	10,2019
EQUATORIAL	8,2759	-1,5652	9,8410
KLABINSEGALL	22,0000	12,8861	9,1139
GP INVEST	7,9662	-0,5940	8,5602
M.DIASBRANCO	18,0952	9,5817	8,5135
OHL BRASIL	21,6667	15,2822	6,3844
SANTOS BRAS	17,3913	11,3460	6,0453
LOPES BRASIL	6,2500	0,2684	5,9816
SAO MARTINHO	20,0000	14,0593	5,9407
INDUSVAL	17,1429	12,1389	5,0040
WILSON SONS	13,5044	10,8534	2,6511
TERNA PART	14,2857	12,7182	1,5675
MARFRIG	12,9412	12,7544	0,1868
IGUATEMI	11,0000	10,8619	0,1381
ABC BRASIL	11,9259	12,3723	-0,4464
INPAR S/A	2,2857	3,9276	-1,6419
CR2	12,5000	17,4628	-4,9628
ABNOTE	-15,0000	-9,4432	-5,5568
KROTON	0,0000	6,5684	-6,5684
BRASCAN RES	5,6875	12,7090	-7,0215
PDG REALT	2,5000	10,4814	-7,9814
RODOBENSIMOB	2,0000	11,1525	-9,1525
EZTEC	-4,5455	5,3249	-9,8704
MINERVA	-1,0811	8,8380	-9,9191
TEGMA	4,6154	14,6124	-9,9971
DAYCOVAL	2,6471	12,7544	-10,1073
DATASUL	-15,5556	-4,0161	-11,5394
SUBMARINO	-16,7438	-4,5638	-12,1799
MMX MINER	-1,8405	10,4647	-12,3051
MEDIAL SAUDE	11,6279	24,5622	-12,9343
MULTIPLAN	1,0000	15,6755	-14,6755
ECODIESEL	-3,0000	12,5985	-15,5985
GENERALSHOPP	7,1429	22,9054	-15,7626
LOG-IN	-11,5789	4,7966	-16,3755
CRUZEIRO SUL	-9,0323	8,2039	-17,2361
INVEST TUR	-8,1410	9,2377	-17,3787
COMPANY	-23,7500	-5,3872	-18,3628
PARANA	-17,9286	1,6776	-19,6062
PATAGONIA	-11,1203	8,8380	-19,9583
TECNISA	-10,8462	10,8197	-21,6658
PROVIDENCIA	-8,6667	15,6755	-24,3422
COPASA	-9,5745	14,8191	-24,3935
TARPON	-24,5455	0,3941	-24,9395
GUARANI	-18,5185	6,5684	-25,0869
UOL	-11,8889	14,9519	-26,8408
CSU CARDSYST	-35,7222	-8,1411	-27,5811
TRIUNFO PART	-21,0526	6,5684	-27,6210
PINE	-7,3684	22,0836	-29,4520
JBS	-8,8750	21,7134	-30,5884
CC DES IMOB	-23,1034	11,1525	-34,2559
RENAR	-33,7500	5,0709	-38,8209
ESTACIO PART	-27,7778	22,9054	-50,6832

EMPRESA	VARIÇÃO AÇÕES x IBOVESPA		
	180 dias		
	Ação (a)	Ibovespa (b)	a - b
COSAN	219,7917	23,1705	196,6212
TAM S/A	125,0000	28,0687	96,9313
LOCALIZA	113,0435	26,8657	86,1778
GVT HOLDING	82,5000	7,2462	75,2538
ODONTOPREV	85,3214	25,2701	60,0513
POSITIVO INF	76,5957	22,8006	53,7952
ANHANGUERA	66,1111	19,3030	46,8081
ABYARA	60,0000	18,6725	41,3275
GAFISA	37,5135	-1,9364	39,4500
PDG REALT	62,8571	26,0943	36,7628
AGRA INCORP	62,9412	26,2144	36,7268
ENERGIAS BR	69,6111	36,6738	32,9374
DUFYBRAS	57,9732	25,5592	32,4140
VIVAX	34,4898	3,1071	31,3827
LUPATECH	25,9091	0,9798	24,9293
BR MALLS PAR	58,6000	33,9807	24,6193
GP INVEST	34,2282	12,3542	21,8740
EVEN	57,3043	36,1017	21,2027
TOTVS	21,2500	0,2092	21,0408
FER HERINGER	55,8824	35,3842	20,4981
PROFARMA	44,4444	24,0332	20,4113
METALFRIO	51,5789	33,4791	18,0999
NOSSA CAIXA	55,7419	38,7134	17,0285
SUBMARINO	34,1351	17,6508	16,4842
OHL BRASIL	54,3889	38,7091	15,6798
EQUATORIAL	11,7241	-2,3557	14,0798
TERNA PART	32,8571	25,3027	7,5544
LOPES BRASIL	32,2000	25,5419	6,6581
MRV	-1,1538	-6,4987	5,3449
INDUSVAL	13,7143	10,1569	3,5574
MMX MINER	25,7669	22,6500	3,1169
M.DIASBRANCO	28,3810	25,7706	2,6103
ABNOTE	-0,8824	-2,2569	1,3745
BRASILAGRO	-5,0000	-2,5642	-2,4358
DATASUL	6,1111	11,1847	-5,0736
SLC AGRICOLA	15,3571	20,5336	-5,1764
SOFISA	27,0833	32,5616	-5,4783
REDECARD	2,7778	8,7827	-6,0050
RODOBENSIMOB	16,9231	23,9034	-6,9803
COMPANY	-13,1250	-5,9751	-7,1499
SANTOS BRAS	15,2609	22,4858	-7,2249
KLABINSEGALL	14,8667	23,4950	-8,6283
SAO MARTINHO	9,0000	18,4039	-9,4039
MEDIAL SAUDE	20,9302	31,0078	-10,0775
SPRINGS	-10,5263	0,6327	-11,1591
PINE	22,6316	37,4490	-14,8174
GUARANI	-22,2222	-6,4987	-15,7235
GENERALSHOPP	-6,4286	10,7158	-17,1443
JHSF PART	18,1250	35,3842	-17,2592
DAYCOVAL	0,5882	18,7308	-18,1426
PATAGONIA	-18,3547	1,1235	-19,4782
IGUATEMI	-2,5000	17,0669	-19,5669
CC DES IMOB	4,1379	23,9034	-19,7654
ECODIESEL	8,7500	28,7433	-19,9933
CREMER	11,3143	32,1254	-20,8111
ABC BRASIL	-26,0000	-3,7370	-22,2630
TECNISA	-2,5385	21,3727	-23,9112
COPASA	-20,8936	3,1071	-24,0008
TARPON	-11,3636	13,1437	-24,5074
CSU CARDSYST	-28,3889	-3,6246	-24,7643
BEMATECH	0,0000	26,7055	-26,7055
CR2	-3,0000	23,8969	-26,8969
LOG-IN	-15,9298	11,8094	-27,7392
MARFRIG	-9,4118	18,7308	-28,1426
JBS	3,8750	32,3105	-28,4355
TEGMA	-13,6538	15,4857	-29,1396
INPAR S/A	-11,1429	18,8800	-30,0229
TRIUNFO PART	-36,8421	-6,4987	-30,3434
MULTIPLAN	-31,4000	0,6327	-32,0327
KROTON	-39,0000	-6,4987	-32,5013
INVEST TUR	-24,9990	7,8811	-32,8801
BRASCAN RES	-8,8125	27,2243	-36,0368
UOL	-40,1111	-0,7592	-39,3519
CRUZEIRO SUL	-21,2903	18,4661	-39,7564
WILSON SONS	-9,7602	32,1254	-41,8856
MINERVA	-48,9730	1,1235	-50,0964
ESTACIO PART	-42,6667	10,7158	-53,3824
PROVIDENCIA	-53,3333	0,6327	-53,9661
PARANA	-35,0000	21,7368	-56,7368
RENAR	-52,5000	13,1711	-65,6711
EZTEC	-57,3636	14,2368	-71,6004

EMPRESA	VARIACÃO AÇÕES x IBOVESPA		
	360 dias		
	Ação (a)	Ibovespa (b)	a - b
LOCALIZA	282,5217	54,1758	228,3459
TAM S/A	194,3889	36,2415	158,1474
SUBMARINO	145,6059	42,2079	103,3981
SLC AGRICOLA	105,7143	28,9861	76,7282
GVT HOLDING	108,3333	31,9617	76,3716
GP INVEST	112,3140	42,6745	69,6395
LUPATECH	85,0000	24,9260	60,0740
VIVAX	83,6735	24,0420	59,6315
GAFISA	67,5676	14,3489	53,2186
POSITIVO INF	105,2766	53,0819	52,1947
DUFYBRAS	82,5633	37,2548	45,3085
TOTVS	48,4375	10,4320	38,0055
ODONTOPREV	78,5357	40,8719	37,6638
NOSSA CAIXA	62,9032	34,6492	28,2540
COMPANY	46,8750	19,6762	27,1988
MRV	28,8462	4,6412	24,2050
ENERGIAS BR	61,6111	39,7795	21,8316
PDG REALT	37,8571	20,9335	16,9236
ANHANGUERA	59,4444	42,6914	16,7530
MARFRIG	30,5294	19,3809	11,1485
EQUATORIAL	28,4138	19,5094	8,9044
LOPES BRASIL	52,9500	44,1908	8,7592
BRASILAGRO	29,9000	21,9657	7,9343
REDECARD	3,2222	2,5602	0,6620
SAO MARTINHO	32,5000	33,1519	-0,6519
PROFARMA	56,2222	58,4778	-2,2556
ESTACIO PART	0,5333	8,5258	-7,9924
ABYARA	50,2000	58,8348	-8,6348
COPASA	13,6170	23,8642	-10,2472
OHL BRASIL	29,1667	39,4344	-10,2677
ABNOTE	10,5882	21,6580	-11,0698
DATASUL	23,8889	38,0709	-14,1820
TERNA PART	36,2857	54,4118	-18,1261
METALFRIO	15,6316	35,5447	-19,9131
INVEST TUR	-19,0000	4,5243	-23,5243
FER HERINGER	12,6471	36,7200	-24,0729
TARPON	10,5000	36,3642	-25,8642
INDUSVAL	-21,1429	4,8478	-25,9906
KROTON	-22,5128	4,6412	-27,1540
BR MALLS PAR	4,2667	31,7145	-27,4478
LOG-IN	-7,0175	23,1338	-30,1513
RODOBENSIMOB	2,5641	33,0329	-30,4688
MMX MINER	29,4479	63,6835	-34,2356
M.DIASBRANCO	25,2381	61,8865	-36,6484
GUARANI	-33,3333	4,6412	-37,9745
MULTIPLAN	-26,4000	12,7623	-39,1623
AGRA INCORP	-8,2353	31,6799	-39,9152
KLABINSEGALL	17,3333	59,2145	-41,8812
TEGMA	-24,6154	18,2545	-42,8699
EVEN	-11,3043	32,6544	-43,9587
ABC BRASIL	-35,5556	8,9203	-44,4759
MEDIAL SAUDE	10,2326	56,0149	-45,7824
GENERALSHOPP	-37,5000	8,5258	-46,0258
DAYCOVAL	-27,1765	19,3809	-46,5574
SPRINGS	-34,2105	12,7623	-46,9729
IGUATEMI	-12,3333	34,6806	-47,0139
CREMER	-17,1429	31,1747	-48,3176
WILSON SONS	-17,2486	31,1747	-48,4233
JBS	-15,1250	34,4573	-49,5823
TRIUNFO PART	-47,4737	4,6412	-52,1149
COSAN	-24,7708	30,6173	-55,3881
SANTOS BRAS	7,8261	63,5092	-55,6831
MINERVA	-51,6216	4,4663	-56,0879
CSU CARDSYST	-35,8333	21,9657	-57,7990
PARANA	-30,0000	30,7361	-60,7361
UOL	-31,6111	30,4402	-62,0513
SOFISA	-29,1667	33,8517	-63,0183
JHSF PART	-27,1250	36,7200	-63,8450
PATAGONIA	-59,6941	4,4663	-64,1604
CC DES IMOB	-33,1034	33,0329	-66,1363
TECNISA	-36,5385	31,2538	-67,7922
CRUZEIRO SUL	-52,2581	19,0650	-71,3231
INPAR S/A	-38,3429	35,2413	-73,5842
PINE	-41,5789	33,9676	-75,5465
PROVIDENCIA	-62,8000	12,7623	-75,5623
BEMATECH	-48,4000	27,6006	-76,0006
BRASCAN RES	-12,8750	63,7105	-76,5855
ECODIESEL	-28,5833	53,0882	-81,6716
EZTEC	-57,3636	24,5331	-81,8968
CR2	-55,0000	30,6509	-85,6509
RENAR	-55,0000	58,7180	-113,7180

EMPRESA	VARIACÃO AÇÕES x IBOVESPA		
	540 dias		
	Ação (a)	Ibovespa (b)	a - b
LOCALIZA	408,6957	68,3794	340,3162
TAM S/A	252,1667	67,4021	184,7646
COMPANY	121,2500	37,2624	83,9876
GVT HOLDING	100,0000	19,0730	80,9270
SUBMARINO	91,9519	31,5879	60,3640
LUPATECH	111,3636	60,4113	50,9523
TOTVS	87,4688	46,5231	40,9456
GP INVEST	104,8731	66,9039	37,9692
REDECARD	2,7778	-27,9364	30,7142
ANHANGUERA	53,0556	23,2728	29,7827
OHL BRASIL	83,3333	65,2417	18,0916
PDG REALT	52,5714	36,8346	15,7368
GAFISA	51,7297	36,4722	15,2575
SLC AGRICOLA	-16,0714	-28,7236	12,6521
METALFRIO	-0,0526	-11,0801	11,0275
ENERGIAS BR	74,8889	70,2533	4,6356
LOPES BRASIL	57,5000	55,4628	2,0372
TARPON	-45,4545	-40,5068	-4,9478
SAO MARTINHO	20,0000	27,5178	-7,5178
DUFYBRAS	46,7958	54,4403	-7,6445
ESTACIO PART	-41,0667	-29,5718	-11,4948
ODONTOPREV	57,1429	70,8235	-13,6806
MULTIPLAN	-48,4400	-27,9535	-20,4865
MARFRIG	-54,4118	-30,5249	-23,8869
INVEST TUR	-50,5000	-26,5977	-23,9023
COPASA	24,2553	49,5856	-25,3303
RODOBENSIMOB	4,6154	30,4014	-25,7860
VIVAX	23,5918	49,5856	-25,9938
BR MALLS PAR	-17,3333	9,7088	-27,0421
MRV	-58,4231	-31,1584	-27,2647
TERNA PART	36,4286	63,7625	-27,3339
WILSON SONS	-48,0438	-20,6911	-27,3527
ABC BRASIL	-59,0370	-29,8294	-29,2077
PROFARMA	33,2889	64,1019	-30,8130
EQUATORIAL	23,7931	55,0868	-31,2937
PATAGONIA	-65,4816	-32,2087	-33,2729
DATASUL	21,6667	56,4825	-34,8158
CREMER	-55,7143	-20,6911	-35,0232
BRASILAGRO	20,0000	55,1520	-35,1520
KROTON	-68,0769	-31,1584	-36,9185
LOG-IN	-66,3158	-27,9450	-38,3708
CRUZEIRO SUL	-65,5484	-26,3880	-39,1603
DAYCOVAL	-70,2941	-30,5249	-39,7692
ABNOTE	8,8235	50,6904	-41,8669
SOFISA	-74,9167	-31,0779	-43,8388
BEMATECH	-72,3333	-26,8944	-45,4389
INDUSVAL	-77,2000	-28,5897	-48,6103
JBS	-29,3750	19,2676	-48,6426
PARANA	-82,1429	-33,2987	-48,8441
EZTEC	-79,0909	-29,0751	-50,0158
SANTOS BRAS	17,3913	67,4626	-50,0712
GUARANI	-81,3333	-31,1584	-50,1749
TEGMA	-82,6923	-32,2253	-50,4670
PROVIDENCIA	-81,0000	-27,9535	-53,0465
TRIUNFO PART	-84,2105	-31,1584	-53,0521
SPRINGS	-81,5789	-27,9535	-53,6254
FER HERINGER	-60,5882	-5,1599	-55,4283
MINERVA	-88,3243	-32,2087	-56,1156
GENERALSHOPP	-86,7857	-29,5718	-57,2139
AGRA INCORP	-84,4706	-26,7257	-57,7449
JHSF PART	-63,7500	-5,1599	-58,5901
INPAR S/A	-91,3714	-31,8837	-59,4878
MMX MINER	8,5890	68,7046	-60,1156
CR2	-76,2500	-15,8659	-60,3841
NOSSA CAIXA	5,9677	68,7560	-62,7883
IGUATEMI	-33,3667	31,2099	-64,5766
PINE	-58,7895	9,3441	-68,1335
M.DIASBRANCO	-6,7143	63,3211	-70,0354
EVEN	-64,0870	8,2722	-72,3592
TECNISA	-45,3077	28,1311	-73,4388
CC DES IMOB	-46,2759	30,4014	-76,6773
COSAN	-15,1042	62,4795	-77,5837
POSITIVO INF	-19,3191	62,9034	-82,2226
MEDIAL SAUDE	-11,6279	72,2969	-83,9248
UOL	-31,7222	58,9974	-90,7196
ABYARA	-34,4000	57,1460	-91,5460
KLABINSEGALL	-40,0000	65,4560	-105,4560
RENAR	-54,3750	51,5766	-105,9516
BRASCAN RES	-50,0000	62,0465	-112,0465
CSU CARDSYST	-58,6111	55,1520	-113,7631
ECODIESEL	-46,1667	75,5741	-121,7407

Fonte: Elaborado pelo Autor a partir dos dados obtidos juntos à BM&FBOVESPA.

## ANEXO H - VOLATILIDADE AÇÕES x IBOVESPA

EMPRESA	CÓDIGO AÇÃO	VOLATILIDADE AÇÃO	VOLATILIDADE IBOVESPA
ABC BRASIL	ABCB4	141,70%	18,83%
VIVAX	VVAX11	68,20%	14,95%
CO SAN	CSAN3	56,60%	11,40%
INPAR S/A	INPR3	57,67%	15,83%
MINERVA	BEEF3	56,15%	18,57%
EZTEC	EZTC3	52,66%	17,17%
PROVIDENCIA	PRVI3	50,86%	18,99%
CR2	CRDE3	40,47%	11,33%
SPRINGS	SGPS3	47,98%	18,99%
LOCALIZA	RENT3	41,91%	14,62%
BEMATECH	BEMA3	38,21%	11,17%
TEGMA	TGMA3	43,94%	17,81%
CRUZEIRO SUL	CZRS4	41,35%	17,33%
TRIUNFO PART	TPIS3	41,99%	18,65%
TAM S/A	TAMM4	36,71%	14,09%
INDUSVAL	IDVL4	40,68%	18,17%
GUARANI	ACGU3	40,12%	18,65%
COMPANY	CPNY3	36,29%	15,17%
PATAGONIA	BPAT11	39,15%	18,57%
SOFISA	SFSA4	32,87%	12,32%
SUBMARINO	BTOW3	35,79%	16,05%
GENERALSHOPP	GSHP3	38,16%	19,08%
ECODIESEL	ECOD3	33,79%	14,73%
EVEN	EVEN3	29,54%	10,68%
PINE	PINE4	29,29%	10,68%
KROTON	KROT11	37,21%	18,65%
DAYCOVAL	DAYC4	35,95%	17,60%
AGRA INCORP	AGIN3	29,60%	11,76%
SLC AGRICOLA	SLCE3	33,82%	16,70%
ABYARA	ABYA3	35,10%	18,22%
MRV	MRVE3	33,99%	18,65%
JHSF PART	JHSF3	25,88%	10,60%
PARANA	PRBC4	31,51%	16,60%
GP INVEST	GPIV11	32,65%	18,72%
POSITIVO INF	POSI3	26,97%	14,82%
CREMER	CREM3	22,97%	11,96%
LOG-IN	LOGN3	27,09%	17,07%
BR MALLS PAR	BRML3	20,53%	10,56%
LUPATECH	LUPA3	27,99%	18,29%
PDG REALT	PDGR3	21,44%	13,36%
BRASCAN RES	BISA3	22,69%	15,10%
METALFRIO	FRIO3	18,21%	10,66%
UOL	UOLL4	19,82%	12,28%
RENAR	RNAR3	23,87%	16,34%
ESTACIO PART	ESTC3	26,49%	19,08%
FER HERINGER	FHER3	17,91%	10,60%
CC DES IMOB	CCIM3	20,20%	13,16%
TOTVS	TOTS3	21,42%	15,27%
WILSON SONS	WSON11	17,66%	11,96%
KLABINSEGALL	KSSA3	20,64%	15,55%
MARFRIG	MRF3	22,13%	17,60%
TECNISA	TCSA3	17,64%	13,10%
JBS	JBSS3	15,24%	10,76%
INVEST TUR	IVTT3	22,19%	18,30%
COPASA	CSMG3	17,97%	14,95%
DUFYBRAS	DUFB11F	17,61%	14,69%
MULTIPLAN	MULT3	21,69%	18,99%
GVT HOLDING	GVTT3	15,04%	12,43%
IGUATEMI	IGTA3	15,13%	12,86%
MMX MINER	MMXM3	20,49%	18,37%
DATASUL	DSUL3	20,70%	18,72%
OHL BRASIL	OHLB3	15,06%	13,20%
ANHANGUERA	AEDU11	13,05%	11,42%
CSU CARDSYST	CARD3	19,09%	17,51%
NOSSA CAIXA	BNCA3	12,49%	11,04%
LOPES BRASIL	LPSB3	15,29%	14,75%
ODONTOPREV	ODPV3	14,99%	14,78%
GAFISA	GFA3	14,23%	15,12%
M. DIAS BRANCO	MDIA3	14,21%	15,28%
SAO MARTINHO	SMTQ3	11,31%	12,67%
TARPON	TARP11	13,37%	15,28%
ENERGIAS BR	ENBR3	10,95%	13,30%
TERNA PART	TRNA11	12,25%	14,92%
MEDIAL SAUDE	MEDI3	13,56%	16,40%
ABNOTE	ABNB3	13,33%	17,29%
EQUATORIAL	EQL3	11,37%	15,78%
RODOBENSIMOB	RDNI3	8,73%	13,16%
PROFARMA	PFRM3	10,07%	14,97%
REDECARD	RDCD3	13,22%	18,24%
BRASILAGRO	AGRO3	8,99%	17,51%
SANTOS BRAS	STBP11	6,32%	15,42%

Fonte: Elaborado pelo Autor a partir dos dados obtidos juntos à BM&FBOVESPA.

## ANEXO I – CLASSIFICAÇÃO SETORIAL

SETOR	SUBSETOR	SEGMENTO	Nº DE EMPRESAS
<b>Bens Industriais</b>	Equipamentos Elétricos	Equipamentos Elétricos	1
	Máquinas e Equipamentos	Motores, Compressores e Outros	1
	Serviços	Serviços Diversos	2
<b>Construção e Transporte</b>	Construção e Engenharia	Construção Civil	16
		Intermediação Imobiliária	1
	Transporte	Exploração de Rodovias	2
		Serviços de Apoio e Armazenagem	2
		Transporte Aéreo	1
		Transporte Hidroviário	1
		Transporte Rodoviário	1
<b>Consumo Cíclico</b>	Diversos	Aluguel de Carros	1
		Serviços Educacionais	3
	Mídia	Televisão Por Assinatura	1
	Tecidos, Vestuário e Calçados	Fios e Tecidos	1
<b>Consumo não Cíclico</b>	Alimentos Processados	Alimentos Diversos	6
		Carnes e Derivados	3
	Comércio e Distribuição	Medicamentos	1
	Diversos	Produtos Diversos	2
	Saúde	Medicamentos e Outros Produtos	1
		Serv. Méd. Hospit., Análises e Diagnósticos	2
	<b>Financeiro e Outros</b>	Diversos	Serviços Financeiros Diversos
Exploração de Imóveis		Exploração de Imóveis	6
Holdings Diversificadas		Holdings Diversificadas	2
Intermediários Financeiros		Bancos	9
<b>Materiais Básicos</b>	Materiais Diversos	Materiais Diversos	1
	Mineração	Minerais Metálicos	1
	Químicos	Fertilizantes e Defensivos	1
<b>Petróleo, Gás e Biocombustíveis</b>	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Exploração e/ou Refino	1
<b>Tecnologia da Informação</b>	Computadores e Equipamentos	Computadores e Equipamentos	2
	Programas e Serviços	Programas e Serviços	3
<b>Telecomunicações</b>	Telefonia Fixa	Telefonia Fixa	1
<b>Utilidade Pública</b>	Água e Saneamento	Água e Saneamento	1
	Energia Elétrica	Energia Elétrica	3

Fonte: Elaborado pelo Autor a partir dos dados obtidos juntos à BM&FBOVESPA.



## ANEXO J - VARIAÇÃO MÉDIA POR SETOR DE ATIVIDADE

EMPRESA	SETOR	1 dia	30 dias	90 dias	180 dias	360 dias	540 dias
METALFRIO	Bens Industriais	7,8947	27,0526	46,7368	51,5789	15,6316	-0,0526
LUPATECH	Bens Industriais	5,9545	-6,8182	16,3636	25,9091	85,0000	111,3636
ABNOTE	Bens Industriais	5,8824	-5,8824	-15,0000	-0,8824	10,5882	8,8235
CSU CARDSYST	Bens Industriais	-2,7778	-16,6667	-35,7222	-28,3889	-35,8333	-58,6111
	<b>VARIAÇÃO MÉDIA</b>	<b>4,2385</b>	<b>-0,5786</b>	<b>3,0946</b>	<b>12,0542</b>	<b>18,8466</b>	<b>15,3809</b>
ABYARA	Construção e Transporte	0,0000	0,0000	28,0000	60,0000	50,2000	-34,4000
AGRA INCORP	Construção e Transporte	6,4706	38,8235	91,5294	62,9412	-8,2353	-84,4706
BRASCAN RES	Construção e Transporte	6,2500	23,0625	5,6875	-8,8125	-12,8750	-50,0000
CC DES IMOB	Construção e Transporte	-2,1379	-19,0345	-23,1034	4,1379	-33,1034	-46,2759
COMPANY	Construção e Transporte	18,7500	11,8750	-23,7500	-13,1250	46,8750	121,2500
CR2	Construção e Transporte	-5,0000	-21,0000	12,5000	-3,0000	-55,0000	-76,2500
EVEN	Construção e Transporte	-3,4783	21,7391	51,3043	57,3043	-11,3043	-64,0870
EZTEC	Construção e Transporte	-4,5455	24,4545	-4,5455	-57,3636	-57,3636	-79,0909
GAFISA	Construção e Transporte	29,4595	30,7568	23,2432	37,5135	67,5676	51,7297
INPAR S/A	Construção e Transporte	0,3429	19,4286	2,2857	-11,1429	-38,3429	-91,3714
JHSF PART	Construção e Transporte	3,7500	5,2500	50,0000	18,1250	-27,1250	-63,7500
KLABINSEGALL	Construção e Transporte	0,0000	9,8667	22,0000	14,8667	17,3333	-40,0000
LOPES BRASIL	Construção e Transporte	15,7500	15,1000	6,2500	32,2000	52,9500	57,5000
MRV	Construção e Transporte	19,2308	18,4615	34,6154	-1,1538	28,8462	-58,4231
PDG REALT	Construção e Transporte	0,0000	-0,7857	2,5000	62,8571	37,8571	52,5714
RODOBENSIMOB	Construção e Transporte	16,6667	13,7436	2,0000	16,9231	2,5641	4,6154
TECNISA	Construção e Transporte	3,8462	-11,9231	-10,8462	-2,5385	-36,5385	-45,3077
LOG-IN	Construção e Transporte	14,8070	5,2632	-11,5789	-15,9298	-7,0175	-66,3158
OHL BRASIL	Construção e Transporte	1,1111	6,1667	21,6667	54,3889	29,1667	83,3333
SANTOS BRAS	Construção e Transporte	8,0435	5,6522	17,3913	15,2609	7,8261	17,3913
TAM S/A	Construção e Transporte	0,0000	1,0000	35,5556	125,0000	194,3889	252,1667
TEGMA	Construção e Transporte	1,9231	21,1538	4,6154	-13,6538	-24,6154	-82,6923
TRIUNFO PART	Construção e Transporte	0,0000	-22,1053	-21,0526	-36,8421	-47,4737	-84,2105
WILSON SONS	Construção e Transporte	0,9676	3,4918	13,5044	-9,7602	-17,2486	-48,0438
	<b>VARIAÇÃO MÉDIA</b>	<b>5,5086</b>	<b>8,3517</b>	<b>13,7405</b>	<b>16,1748</b>	<b>6,6388</b>	<b>-15,5888</b>
ANHANGUERA	Consumo Cíclico	21,3889	36,0556	52,7778	66,1111	59,4444	53,0556
DUFYBRAS	Consumo Cíclico	8,0849	10,3577	27,0492	57,9732	82,5633	46,7958
ESTACIO PART	Consumo Cíclico	-2,2222	-6,6667	-27,7778	-42,6667	0,5333	-41,0667
KROTON	Consumo Cíclico	13,2821	-5,1282	0,0000	-39,0000	-22,5128	-68,0769
LOCALIZA	Consumo Cíclico	0,0000	3,8261	36,4348	113,0435	282,5217	408,6957
REDECARD	Consumo Cíclico	24,0741	11,1111	29,2593	2,7778	3,2222	2,7778
SUBMARINO	Consumo Cíclico	0,0000	-19,9815	-16,7438	34,1351	145,6059	91,9519
VIVAX	Consumo Cíclico	5,2245	9,7143	27,0612	34,4898	83,6735	23,5918
SPRINGS	Consumo Cíclico	1,5789	9,7368	30,5263	-10,5263	-34,2105	-81,5789
	<b>VARIAÇÃO MÉDIA</b>	<b>7,9346</b>	<b>5,4472</b>	<b>17,6208</b>	<b>24,0375</b>	<b>66,7601</b>	<b>48,4607</b>
COSAN	Consumo Não Cíclico	15,8333	39,5833	129,1667	219,7917	-24,7708	-15,1042
GUARANI	Consumo Não Cíclico	-2,9630	-13,6296	-18,5185	-22,2222	-33,3333	-81,3333
JBS	Consumo Não Cíclico	-12,5000	-2,5000	-8,8750	3,8750	-15,1250	-29,3750
M.DIAS BRANCO	Consumo Não Cíclico	0,7143	3,3333	18,0952	28,3810	25,2381	-6,7143
MARFRIG	Consumo Não Cíclico	7,7059	20,0000	12,9412	-9,4118	30,5294	-54,4118
MINERVA	Consumo Não Cíclico	3,7838	-8,1081	-1,0811	-48,9730	-51,6216	-88,3243
RENAR	Consumo Não Cíclico	1,2500	-30,0000	-33,7500	-52,5000	-55,0000	-54,3750
SAO MARTINHO	Consumo Não Cíclico	18,3000	30,6500	20,0000	9,0000	32,5000	20,0000
SLC AGRICOLA	Consumo Não Cíclico	1,4286	7,5000	12,4286	15,3571	105,7143	-16,0714
PROFARMA	Consumo Não Cíclico	14,4444	22,2222	60,0000	44,4444	56,2222	33,2889
CREMER	Consumo Não Cíclico	0,0000	16,8000	26,2857	11,3143	-17,1429	-55,7143
MEDIAL SAUDE	Consumo Não Cíclico	2,7907	6,5116	11,6279	20,9302	10,2326	-11,6279
ODONTOPREV	Consumo Não Cíclico	15,6786	22,1429	46,4286	85,3214	78,5357	57,1429
	<b>VARIAÇÃO MÉDIA</b>	<b>5,1128</b>	<b>8,8081</b>	<b>21,1346</b>	<b>23,4852</b>	<b>10,9214</b>	<b>-23,2784</b>
BR MALLS PAR	Financeiro e Outros	5,3333	6,6000	69,7333	58,6000	4,2667	-17,3333
BRASILAGRO	Financeiro e Outros	10,0000	14,0000	10,0000	-5,0000	29,9000	20,0000
GENERALSHOPP	Financeiro e Outros	0,0000	0,7143	7,1429	-6,4286	-37,5000	-86,7857
IGUATEMI	Financeiro e Outros	12,0000	3,6667	11,0000	-2,5000	-12,3333	-33,3667
INVEST TUR	Financeiro e Outros	4,9990	3,0000	-8,1410	-24,9990	-19,0000	-50,5000
MULTIPLAN	Financeiro e Outros	-4,0000	0,0000	1,0000	-31,4000	-26,4000	-48,4000
GP INVEST	Financeiro e Outros	-0,2043	-3,7059	7,9662	34,2282	112,3140	104,8731
TARPON	Financeiro e Outros	0,0000	0,0000	-24,5455	-11,3636	10,5000	-45,4545
ABC BRASIL	Financeiro e Outros	560,3704	518,5926	11,9259	-26,0000	-35,5556	-59,0370
CRUZEIRO SUL	Financeiro e Outros	-3,8065	1,6129	-9,0323	-21,2903	-52,2581	-65,5484
DAYCOVAL	Financeiro e Outros	2,0588	7,0588	2,6471	0,5882	-27,1765	-70,2941
INDUSVAL	Financeiro e Outros	2,1714	0,0000	17,1429	13,7143	-21,1429	-77,2000
NOSSA CAIXA	Financeiro e Outros	17,5806	16,6129	55,6452	55,7419	62,9032	5,9677
PARANA	Financeiro e Outros	-3,5714	-7,1429	-17,9286	-35,0000	-30,0000	-82,1429
PATAGONIA	Financeiro e Outros	4,3820	-10,0868	-11,1203	-18,3547	-59,6941	-65,4816
PINE	Financeiro e Outros	-2,1053	-7,2105	-7,3684	22,6316	-41,5789	-58,7895
SOFISA	Financeiro e Outros	11,6667	20,2500	25,1667	27,0833	-29,1667	-74,9167
	<b>VARIAÇÃO MÉDIA</b>	<b>36,2868</b>	<b>33,1742</b>	<b>8,3079</b>	<b>1,7795</b>	<b>-10,1131</b>	<b>-41,4382</b>
PROVIDENCIA	Materiais Básicos	0,0000	-15,4000	-8,6667	-53,3333	-62,8000	-81,0000
MMX MINER	Materiais Básicos	-0,1227	0,0000	-1,8405	25,7669	29,4479	8,5890
FER HERINGER	Materiais Básicos	0,2941	12,3529	40,5294	55,8824	12,6471	-60,5882
	<b>VARIAÇÃO MÉDIA</b>	<b>0,0571</b>	<b>-1,0157</b>	<b>10,0074</b>	<b>9,4386</b>	<b>-6,9017</b>	<b>-44,3331</b>
ECODIESEL	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	-0,8333	-5,4167	-3,0000	8,7500	-28,5833	-46,1667
BEMATECH	Tecnologia da Informação	12,0667	10,0667	34,0000	0,0000	-48,4000	-72,3333
POSITIVO INF	Tecnologia da Informação	-1,4894	0,3830	16,8085	76,5957	105,2766	-19,3191
DATASUL	Tecnologia da Informação	-6,6667	0,0000	-15,5556	6,1111	23,8889	21,6667
TOTVS	Tecnologia da Informação	6,2500	16,0938	12,5000	21,2500	48,4375	87,4688
UOL	Tecnologia da Informação	16,6667	9,4444	-11,8889	-40,1111	-31,6111	-31,7222
	<b>VARIAÇÃO MÉDIA</b>	<b>5,3655</b>	<b>7,1976</b>	<b>7,1728</b>	<b>12,7691</b>	<b>19,5184</b>	<b>-2,8479</b>
GVT HOLDING	Telecomunicações	27,2222	22,2222	61,6667	82,5000	108,3333	100,0000
COPASA	Utilidade Pública	4,6809	1,2766	-9,5745	-20,8936	13,6170	24,2553
ENERGIAS BR	Utilidade Pública	11,1667	36,0556	33,3333	69,6111	61,6111	74,8889
EQUATORIAL	Utilidade Pública	16,9655	5,5172	8,2759	11,7241	28,4138	23,7931
TERNA PART	Utilidade Pública	9,0476	16,6667	14,2857	32,8571	36,2857	36,4286
	<b>VARIAÇÃO MÉDIA</b>	<b>10,4652</b>	<b>14,8790</b>	<b>11,5801</b>	<b>23,3247</b>	<b>34,9819</b>	<b>39,8415</b>

Fonte: Elaborado pelo Autor a partir dos dados obtidos juntos à BM&amp;FBOVESPA.

## ANEXO K - VARIAÇÃO AÇÕES LONGO PRAZO

VARIAÇÃO DAS AÇÕES - TAXAS EQUIVALENTES					
1 dia	30 dias	90 dias	180 dias	360 dias	540 dias
29,8063	3,8261	-12,8243	-11,6685	-6,4377	-4,2659
0,0000	1,0000	-5,9254	5,0164	7,7755	3,6891
0,0000	11,8750	10,9111	13,4344	11,8291	9,4580
0,0000	-6,8182	10,6723	14,4714	9,4150	7,2445
823,5624	-3,7059	10,0642	9,2050	4,0813	3,1542
26,1178	22,2222	6,7556	7,5068	2,1557	3,4248
2.899,5259	-19,9815	15,8898	7,6633	4,1504	0,3225
2.090,3052	16,0938	31,8410	21,3793	-2,3440	-0,9056
2.446,1418	6,1667	-4,1313	-8,1898	-3,1167	-2,0976
161,3438	36,0556	-3,2991	-3,8310	1,0695	1,2138
191,3757	15,1000	8,3106	5,0626	5,1971	1,1837
22.536,5155	22,1429	7,2147	5,4527	4,3957	2,3433
3.592,3766	36,0556	-8,6420	-2,3177	3,2553	4,5106
257,1969	-0,7857	4,0042	3,2635	3,3464	3,5530
2.586,6727	30,7568	2,6858	1,8649	2,1059	1,1928
232,1202	10,3577	-5,2732	-0,1476	0,8422	0,4709
-44,6553	16,6667	-13,6981	-5,4133	-3,6299	-4,7827
640,0250	22,2222	3,2280	-0,8512	2,2039	1,0180
236,9081	1,2766	5,1814	3,9145	5,2602	4,2455
-4,2030	5,5172	2,5878	5,0285	6,4751	4,0650
-76,5160	9,7143	-5,4800	0,9935	1,8012	1,0955
-2,5453	0,0000	-0,6173	3,8949	2,1742	0,4588
0,0000	14,0000	8,5767	8,1484	3,4481	-2,3150
78,2502	30,6500	3,7347	3,2181	0,8152	-0,6844
0,0000	5,6522	6,8530	2,3369	1,3410	-2,7980
407,6562	-5,8824	5,4902	2,3954	0,6299	0,8948
16,1215	0,0000	5,7006	4,2518	1,8931	-0,3854
257,1969	16,6129	1,8610	-1,5258	-1,1420	-3,7776
1.600,1570	13,7436	16,9607	6,3205	3,7875	1,6092
516,5097	11,1111	4,5516	4,8490	2,6134	1,7407
-16,1158	27,0526	-1,0102	1,4078	-2,7663	-3,3819
2.029,6648	3,3333	13,5556	10,8292	4,9487	2,5428
-27,0298	6,5116	5,3153	9,9419	6,1765	-1,1855
2.057,4513	39,5833	2,0414	4,7624	3,6046	2,5558
411,7638	7,5000	8,3072	7,9188	5,1440	2,1555
0,0000	6,6000	0,8265	8,4679	2,7115	2,3748
2.446,1418	0,3830	0,6623	2,6400	0,2112	0,2510
-36,4812	-2,5000	-8,3845	0,6781	-3,2947	-3,3928
120,9015	9,4444	-3,7546	-0,4276	-3,7186	-3,2969
980,3848	3,6667	3,5399	-0,4211	-1,0909	-2,2301
3.309,4132	0,0000	6,2659	1,4467	2,3728	1,0180
15.597,2119	9,8667	17,3654	10,5462	6,3073	3,9259
5.758,1119	-6,6667	15,1737	8,8261	3,9643	2,3928
-93,9442	-11,9231	-3,0504	0,6356	-1,3573	-1,9136
-36,0344	0,0000	-2,5191	3,4587	-4,3803	-4,8056
-52,4525	-5,4167	14,8023	7,8425	-0,9947	-5,5305
197,7710	-19,0345	19,2859	7,9901	0,3488	-1,0519
6,3616	3,4918	12,0097	7,6794	0,9974	-5,0413
116,6458	0,0000	14,4714	2,8151	-2,6024	-5,4814
393,1800	23,0625	13,6352	7,1782	1,2177	-0,0029
993,9703	3,0000	10,2474	0,0000	-5,3645	-6,8897
-65,9438	-30,0000	4,0042	-0,5064	-6,4377	-7,6760
273,0978	20,0000	24,1877	8,4772	-0,7136	-9,8296
0,0000	16,8000	8,0898	1,8025	-1,5549	-4,4242
22,4118	18,4615	4,3128	-1,6971	-1,5654	-3,5722
914,8330	-16,6667	7,7696	4,0754	-2,8328	-7,3954
0,0000	-7,2105	-8,9608	-1,9904	0,8355	-3,3114
7,4523	518,5926	0,7562	-1,9497	-3,9497	-12,7259
-53,4070	12,3529	-6,3738	-6,9280	-2,9286	-9,1272
34,6997	5,2500	3,9822	2,4096	6,1953	-0,9686
1.716,9256	21,7391	-4,0190	-2,8506	-0,6045	-5,8661
-62,3531	-10,0868	-1,5387	-13,2446	-6,8574	-8,3271
-55,7346	1,6129	-3,1062	-3,9115	-5,9754	-5,7483
53,4128	5,2632	0,8747	0,0978	-2,6081	-6,5211
375,3657	-5,1282	4,1400	-1,6339	2,2451	-4,2702
49,1843	7,0588	1,5154	-2,4171	-2,3272	-9,2848
57,0069	10,0667	5,4157	2,1651	-1,9600	-7,8851
9.174,7433	20,2500	8,9316	0,4577	0,2646	0,1523
178,5405	-21,0000	-2,7908	-4,6814	-1,7407	-3,8313
118,1321	0,0000	-0,3617	-10,6077	-5,8715	-11,2471
146,1137	24,4545	-3,8533	-3,3233	-7,2927	-5,7381
3.919,3448	-15,4000	10,4159	-0,1932	2,1345	-4,7587
1.272,0919	-13,6296	0,0000	-7,9081	-2,1031	-6,1465
-46,8274	9,7368	-6,5987	-4,1021	-3,3224	-8,9031
0,0000	-7,1429	-7,5772	-7,3729	-5,2241	-9,7463
16.426.277.649.995.500.000,0000	21,1538	3,8270	-4,8946	-3,5952	-4,8374
38,9562	-22,1053	9,2864	-1,8367	-3,4291	-8,9701
0,0000	38,8235	-2,9766	-11,9287	-7,9101	-8,8135
-57,5678	0,7143	0,3322	-6,0881	-2,5220	-3,6132
0,0000	-8,1081	2,3264	-1,1013	-3,8410	-10,6347
-37,6203	19,4286	-10,2798	-8,8546	0,0443	-2,8948

Fonte: Elaborado pelo Autor a partir dos dados obtidos juntos à BM&amp;FBOVESPA.