

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA – UFU**  
**FACULDADE DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS – FACIC**  
**GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**Victor Pires de Rezende**

**ABERTURA DE CAPITAL:**  
**uma análise das ofertas públicas iniciais no período de 2009 a 2018**

**UBERLÂNDIA**  
**DEZEMBRO DE 2019**

**ABERTURA DE CAPITAL:  
uma análise das ofertas públicas iniciais no período de 2009 a 2018**

Artigo Acadêmico apresentado à Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Uberlândia como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

**Orientador: Prof. Dr. Pablo Rogers Silva**

**UBERLÂNDIA  
DEZEMBRO DE 2019**

**Victor Pires de Rezende**

**ABERTURA DE CAPITAL: uma análise das ofertas públicas iniciais no período de 2009 a 2018**

Artigo Acadêmico apresentado à Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Uberlândia como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

**Banca de avaliação**

---

**Prof. Dr. Pablo Rogers Silva – FAGEN**  
**Orientador**

---

**Membro**

---

**Membro**

**Uberlândia (MG), 13 de Dezembro de 2019**

## RESUMO

Como alternativa para captar recursos, as empresas muitas vezes decidem entrar para o mercado de capitais. Nesse sentido, serão avaliadas as ofertas públicas que ocorreram entre 2009 a 2018, explorando desde o momento da abertura, dos montantes até a participação de corretoras e investidores. Obteve-se um total de 54 aberturas para o período estudado e foi realizada uma avaliação sobre os retornos e riscos das empresas que abriram capitais fazendo uma comparação com o índice B3. Observou-se que o aumento do número das empresas que abriram o capital recentemente proporcionou uma proeminente mudança na economia do país. Grande parte das empresas pesquisadas elegeu o Novo Mercado dentre os níveis de governança corporativa. Com relação ao comportamento no primeiro dia constatou-se que as médias do retorno das empresas IPOs é muito superior às medias do B3. Para os anos em que as empresas trouxeram um retorno negativo (2012, 2014, 2016), é possível a hipótese de *underpricing*, ou seja, retornos abaixo ao esperado pelos investidores. As empresas que abriram capital entre os anos de 2009 e 2018, após seu 1º ano de lançamento, apresentam um aumento no retorno das ações, exceto nos anos de 2012, onde houve uma desvalorização das ações de 29,27% e em 2016 com 15,14%. Para uma melhor avaliação de cada abertura de capital sugerem-se novos estudos, que visem maior detalhamento de retornos e riscos, incluindo as variações diárias, bem como uma análise detalhada de características específicas como práticas de governança, setor de atuação e outros.

**Palavras-chave:** Mercado de Capitais. B3. Oferta Pública.

## **ABSTRACT**

*As an alternative to raising funds, companies often decide to enter the capital market. In this regard, the public offerings that took place between 2009 and 2018 will be evaluated, exploring, from the moment of the opening, the amounts up to the participation of brokers and investors. A total of 54 openings were obtained for the period studied and an assessment was made of the returns and risks of companies that went public making a comparison with the B3 index. It has been noted that the increase in the number of companies that recently went public has provided a prominent change in the country's economy. Most of the companies surveyed elected the New Market among the levels of corporate governance. Regarding the behavior on the first day, it was found that the average returns of IPO companies are much higher than the B3 averages. For the years in which companies brought a negative return (2012, 2014, 2016), the possibility of underpricing is possible, that is, returns lower than expected by investors. Companies that went public between 2009 and 2018, after their first year of launch, show an increase in stock returns, except in 2012, when there was a devaluation of 29.27% and in 2016 with 15 , 14%. For a better evaluation of each IPO, new studies are suggested, aiming at a greater detailing of returns and risks, including daily variations, as well as a detailed analysis of specific characteristics such as governance practices, sector and others.*

**Keywords:** *Capital Markets. B3. Public Offering.*

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>1</b>
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>	<b>2</b>
<b>2.1 Mercado de Capitais.....</b>	<b>2</b>
<b>2.2 IPO's: vantagens e desvantagens .....</b>	<b>3</b>
<b>2.3 Processo de Abertura de Capital na Bolsa de Valores .....</b>	<b>5</b>
<b>3 METODOLOGIA.....</b>	<b>6</b>
<b>4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS .....</b>	<b>7</b>
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>15</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>17</b>

## 1 INTRODUÇÃO

O atual contexto econômico e político caracteriza-se por intensas transformações no modo de produção e nos padrões de competitividade, bem como por mudanças na visão sobre mercados nacionais e internacionais. Observa-se que a globalização e a reorganização dos mercados foram o pivô da transformação econômica e social, e influencia até hoje o cotidiano dos cidadãos e das sociedades anônimas (VASCONCELOS; GARCIA, 2004).

A competitividade está presente cada vez mais nas organizações; assim a empresa que quer se manter competitiva no mercado, necessita passar por inovações tecnológicas, bem como criar novas ideias, trazendo um diferencial para o ambiente empresarial, gerando munção para que a mesma se mantenha fortalecida ao longo do tempo (QUIRINO, 2012).

Para criar novos projetos e se manterem ativas nesse mercado competitivo, as empresas precisam realizar investimentos constantes, os quais muitas vezes possuem um custo elevado, sendo necessário, portanto, que a organização encontre formas de financiamento que ajudem a captar mais recursos e de uma forma mais prudente (ASSAF NETO, 2009). Neste contexto, existem várias formas de obter investimento. Dentre elas, destaca-se a abertura da empresa no mercado de capitais, para o qual as bolsas de valores proveem o local adequado para que as empresas possam captar novos recursos por meio da venda de títulos, da mesma forma que compradores de títulos podem revendê-los quando necessário (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE, 2009).

Desta maneira, Pinheiro (2009) relata que o mercado de capitais se torna responsável pela criação de mercados eficientes, que oferecem os recursos para serem usufruídos em usos mais vantajosos. Com isso, nota-se que a abertura de capital através de uma emissão pública de ações na B3, bolsa de valores brasileira, é um caminho para a busca dos recursos necessários para dar suporte aos projetos de investimentos das empresas. A abertura de capital de empresas é objeto de intenso debate na atualidade, uma vez que a expectativa de se tornar uma empresa de capital aberto, abrindo novos caminhos e novas chances de negócios, está presente em muitas empresas (ASSAF NETO, 2009).

Segundo Oslo (1997) a inovação começou a ser um desafio eterno para as empresas que visam o desenvolvimento. Deste modo, abrir o capital dá acesso para novos investimentos, novas oportunidades de negócios. Todavia, também implica em novas responsabilidades para a empresa, como novos sócios, que estarão sempre almejando o retorno de seus investimentos. Assim, para que a abertura desse processo aconteça é

necessário considerar vários requisitos legais e de alto custo, destacando o pagamento de taxas e divulgação do balanço, entre outras despesas.

Considerando que existe um grande percentual de empresas que, com o tempo, procuram abrir seu capital para captar recursos, é relevante entender o que acontece na oferta pública inicial e como se comportam os preços das ações das empresas que abrem capital ao longo dos primeiros anos. Desta forma, este trabalho tem como objetivo examinar as ofertas públicas iniciais ocorridas na B3 realizadas no período compreendido entre 2009 a 2018, explorando desde o momento da abertura, dos montantes até a participação de corretoras e investidores.

Obteve-se um total de 54 aberturas para o período estudado e foi realizada uma avaliação sobre os retornos e riscos das empresas que abriram capitais fazendo uma comparação com o índice B3.

A pesquisa pode contribuir para os debates, envolvendo a abertura de capital, sendo relevante ao observar que diversas empresas de capital fechado começaram a se interessar em ofertar publicamente seus títulos decorrentes das ondas de sucessos nos IPO's. Todavia, abrir o capital pode representar efeitos contrários ao esperado devido à exposição ao risco, devendo ser uma decisão tomada com base em análises financeiras da empresa.

Para melhor compreensão do trabalho é apresentados no Referencial Teórico à literatura sobre o assunto, abrangendo os conceitos de abertura de capital, suas vantagens, desvantagens e como deve ocorrer o processo. Posteriormente, mostra-se a avaliação dos reflexos da abertura de capital e como se comporta o retorno e riscos das ações de companhias abertas brasileiras, por meio de uma comparação com o B3.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 Mercado de Capitais**

O mercado de capitais constitui-se por um conjunto de operações com valores mobiliários, realizadas em bolsas de valores ou mercados organizados, sendo os principais participantes deste mercado os investidores institucionais, empresas de grande porte, investidores de varejo e os bancos, corretoras e distribuidoras participantes do mercado de emissão, distribuição e negociação de valores mobiliários (PINHEIRO, 2009).

A estrutura de capital é definida como a combinação eficiente das principais fontes de financiamento em que as receitas são maximizadas e os custos são minimizados (BATISTA et al., 2005). Sobre isso Oliveira (2012, p.6) ressaltam que:

A estrutura de capital se refere à proporção de capital próprio e de terceiros que uma firma usa para financiar suas operações. De acordo com as teorias convencionais, mediante uma combinação adequada das fontes de financiamento, uma empresa pode definir um valor mínimo para seu custo total de capital, que maximiza a riqueza dos acionistas.

Neste contexto, evidencia-se que o mercado de capitais é um mecanismo de distribuição cuja finalidade é dar liquidez aos títulos emitidos pelas empresas, bem como viabilizar o seu processo de capitalização. Pinheiro (2009) esclarece que o mercado de capitais pode ser definido como um conjunto de instituições e de ferramentas que negociam com títulos e valores mobiliários, visando à canalização dos recursos dos agentes compradores para os agentes vendedores.

Assim, as empresas com o propósito de aumentar seu capital usam do recurso de distribuição de valores mobiliários, gerando o direcionamento dos recursos financeiros da sociedade, para o comércio e indústria, remunerando melhor o investidor e favorecendo o desenvolvimento econômico do país, uma vez que visam proporcionar liquidez aos títulos emitidos por suas empresas, viabilizando esse processo de capitalização (QUIRINO, 2012).

De acordo com Casagrande Neto (2000) a decisão da abertura de capital está vinculada à decisão de investimento e financiamento da companhia, pois a decisão de investimento define o risco empresarial de uma firma e a certeza do financiamento define seu risco financeiro, que vai desde a oscilação de seu lucro até a situação de insolvência.

## **2.2 IPO's: vantagens e desvantagens**

IPO (*InitialPublicOffering*) é uma sigla que significa oferta pública inicial que aponta um procedimento no mercado financeiro no qual uma empresa se torna de capital aberto por ter ações negociadas na Bolsa de Valores (BARBOSA, 2014). Uma oferta pública inicial de ações pode ser compreendida como a venda de ações de uma empresa a investidores, atribuindo aos mercados públicos à função de negociação. Para Fanchin (2010) uma empresa decide abrir o seu capital por duas razões: a realização de planos de crescimento e o provimento de liquidez para os sócios. Cavalcante, Misumi e Rudge (2009) relatam que a abertura de capital de uma empresa se consolida a partir do momento em que se lança um IPO

de suas ações, fazendo com que uma companhia deixe de ser privada e torne-se propriedade de um conjunto de investidores.

Ao lançar um IPO, as ações da empresa começam a ficar disponíveis para negociação, ou seja, ela oferece ao mercado a possibilidade de investidores comprarem pequenas partes dela e participarem do seu lucro quando ele for distribuído, uma vez que existem diferenças na análise de mercado em relação ao tipo de ações que ela emite. Nessas circunstâncias, a empresa deixa de fazer parte de apenas um grupo limitado de pessoas e passa a ter sócios anônimos dispersos pelos Brasil e até pelo mundo, que terão como negociar as partes societárias da companhia na Bolsa, se tornando uma Sociedade Anônima de capital aberto (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE, 2009).

De acordo com Barbosa (2004), a meta principal do IPO é conseguir extrair recursos para realizar investimentos, que desenvolvam o negócio cada vez mais, sendo necessário observar as vantagens e as desvantagens desse procedimento, além de suas exigências obrigatórias, a estrutura do processo, custo etc. Verifica-se que no momento em que as empresas se tornam públicas, em geral vendem-se grandes blocos de novas ações, no decorrer da oferta primária e as empresas têm o direito de usar o capital do modo que acharem melhor (PINHEIRO, 2009).

Os objetivos possíveis envolve financiar o crescimento imediato, comprar equipamentos ou investir no crescimento da organização. No que se refere a um dos principais benefícios, o principal intuito para a abertura de capital é o acesso aos recursos dos acionistas, o que é confirmado por Assaf Neto (2009), ao afirmar que a principal vantagem da abertura de capital relaciona-se ao prazo indeterminado dos recursos levantados, de modo que estes recursos não apresentam prazos fixos para resgate e sua remuneração depende do sucesso do empreendimento aliado às condições financeiras e econômicas vigentes.

Além da vantagem de adquirir recursos, pode ser obtida ainda a redução do risco de crédito; a facilidade para aquisição e fusão; a redução do custo de capital; a propaganda indireta; a liquidez patrimonial; a facilidade no processo de herança e a vantagem competitiva. Já as desvantagens seriam pontos a serem considerados e alterados, como a burocracia e o custo que ela apresenta no processo, haja vista que a assistência externa para cuidar de todo procedimento de abertura do IPO gera um custo elevado, cabendo ressaltar que para quem investe nos IPO's também existe a possibilidade de as ações recém-lançadas no mercado não transportarem os resultados almejados e conceber prejuízos ao investidor (BARBOSA, 2004). Além disso, um custo grande é aquele que vem com a entrada na B3 e as exigências da CVM, como a contratação de auditorias para analisar os balanços e os dados

disponibilizados ao mercado, além do risco de desvalorização dos papéis por influências externas. Após a oferta pública inicial, os proprietários da empresa deixam de ter total liberdade sobre o seu negócio, devendo responder ao conselho de administração e aos demais grupos de acionistas (SILVA; FAMÁ, 2018).

### **2.3 Processo de Abertura de Capital na Bolsa de Valores**

O procedimento de abertura de capital na Bolsa de Valores é capaz de se delongar por aproximadamente um ano e pode ter seus custos chegando à casa dos milhões de reais. É primordial que antes de entrar no mercado de valores mobiliários, a companhia passe por um processo de ajustes que envolvem aspectos jurídicos, econômico-financeiros, organizacionais e até mudança de cultura, em função da nova condição de companhia aberta que irá assumir (NETO; SOUZA; ROSSI, 2000).

Nos primeiros meses do processo, as empresas elaboram o prospecto e o mostra para receber comentários. Assim é criada uma equipe composta por advogados, bancários, contadores e especialistas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), contendo em tal documento o histórico das demonstrações contábeis dos últimos três anos (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE, 2009).

De acordo com Silva e Famá (2018) os contratos de transição de propriedade e as demonstrações contábeis precisam passar por uma auditoria e, três meses antes do lançamento do IPO, o conselho analisa a auditoria. Em seguida a organização é inserida na Bolsa de Valores. Por fim, a companhia deposita o prospecto junto à CVM e lança o comunicado de lançamento do IPO na imprensa. Após isso, consegue-se lançar as ações pela primeira vez no mercado.

É importante ressaltar que quando a empresa entra no mercado de capitais, precisa ter práticas de governança corporativa que é um conjunto de princípios e conceitos que buscam proteger os acionistas dos potenciais abusos que podem cometidos pela diretoria, executivos e afins, inspirado nos principais códigos internacionais de governança, segue os princípios básicos de: transparência; equidade; prestação de contas e responsabilidade corporativa (SILVA et al., 2007).

Os níveis diferenciados de governança corporativa, de acordo com Mello (2007) são segmentos especiais de listagem cujo objetivo era desenvolver um ambiente de negociação atrativo aos investidores, proporcionando valorização das companhias. São três os níveis especiais de listagem: nível 1 de governança corporativa; nível 2 de governança corporativa e

novo mercado. Os níveis 1 e 2 de governança corporativa da B3 foram criados com a finalidade de incentivar e preparar gradativamente as companhias a aderirem ao Novo Mercado.

De acordo com Mello (2007) os níveis seguem uma classe de exigências, sendo o N1 o de menor exigência e o NM aquele que mais impõe ajustamentos das empresas, então ao verificar que a maioria das empresas, no período analisado, ter preferido o NM denota que as empresas estão empenhadas em gerar as melhores práticas de transparência e proteção aos acionistas, o que possibilita atrair mais investidores.

Costa e Carvalho (2016) complementam que a governança corporativa visa a eficiência de controles e procedimentos que fornecem maior grau de certeza dos atos de gestão alinhados com os interesses dos investidores e acionistas. Com isso, percebe-se que essa governança corporativa está diretamente relacionada à quantidade e à qualidade das informações, e que é relevante no mundo dos negócios.

### **3 METODOLOGIA**

Com o objetivo de examinar as ofertas públicas iniciais realizadas no período compreendido entre os anos de 2009 a 2018, este estudo se classifica como descritivo, pois busca contribuir no sentido de identificar as relações existentes sobre as variáveis estudadas delimitando processo, métodos, modelos e teorias dos dados que conferirão validade científica à pesquisa (BEUREN et al., 2004).

No que tange à abordagem do problema, a pesquisa se classifica como quantitativa. Quanto aos procedimentos de pesquisa, este estudo é de caráter documental, buscando analisar o comportamento de determinada população sob aspectos relacionados às ofertas públicas iniciais, abrangendo variáveis como, captação, investidores, tipos de mercado, variações dos preços dos retornos das ações da empresa e variações da B3.

Para a definição da amostra realizou-se uma busca no site da B3 para encontrar as empresas que abriram seu capital no período compreendido entre 2009 a 2018. Obteve-se um total de 54 aberturas para o período estudado. A escolha desse período infere-se sobre a evolução das empresas, considerando o intervalo como momento de mudanças sociais, como a difusão do conhecimento levado aos investidores e a necessidade destes por mais transparência e mudanças econômicas pelo qual o Brasil tem passado.

As principais variáveis utilizadas neste estudo foram:

- Tipo de Mercado: Mercado onde a empresa abriu seu capital. Definido segundo os níveis de negociação da B3 em N1(Nível 1), N2 (Nível 2) ou NM (Novo Mercado).
- Informações retiradas da base de dados da econômica.
- Retorno e risco das empresas.
- Média aritmética dos valores apresentados durante o período.
- Desvio padrão: valor que quantifica a dispersão dos eventos sob a distribuição normal.
- Variação do B3 durante o período;
- A partir das variações (retorno/risco) das empresas que abriram o capital e da B3 foram obtidas as diferenças entre os dois para os períodos de análise.

Após a coleta e observação dos dados, foram calculadas as estatísticas descritivas de todas as variáveis empregadas neste estudo.

#### 4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Após a coleta dos dados, foram calculadas as estatísticas descritivas de todas as variáveis utilizadas neste estudo, assim optou-se por exibir os resultados por tipo de variável, filtrando as empresas de acordo com Novo Mercado (NM), Nível 1 (N1) e Nível 2 (N2). O Quadro 1 apresenta o número de empresas que abriram o capital em cada ano bem como o tipo de mercado. Obteve-se um total de 54 aberturas para o período de 2009 a 2018.

**Quadro 1: Número de empresas que abriram capital no Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, bem como suas respectivas porcentagens, nos anos de 2009 a 2018.**

TIPO DE MERCADO			
Ano	Mercado	Nº. de empresas	%
2009	N1	0	0%
	N2	1	17%
	NM	5	83%
2010	N1	0	0%
	N2	1	9%
	NM	10	91%
2011	N1	0	0%
	N2	1	9%
	NM	10	91%
2012	N1	0	0%

	N2	0	0%
	NM	2	100%
2013	N1	0	0%
	N2	1	11%
	NM	8	89%
2014	N1	0	0%
	N2	0	0%
	NM	1	100%
2015	N1	0	0%
	N2	0	0%
	NM	1	100%
2016	N1	0	0%
	N2	0	0%
	NM	1	100%
2017	N1	0	0%
	N2	1	11%
	NM	8	89%
2018	N1	1	33%
	N2	0	0%
	NM	2	67%

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que a maior parte das empresas que abriram capital no período analisado optou pelo Novo Mercado (NM), observando que nos anos de 2010 e 2011 foram abertas 10 empresas utilizando esse mercado de capital, representando 91%, respectivamente. O tipo de mercado Nível 1 (N1) foi o menos empregado pelas empresas, em que apenas no ano de 2018 uma empresa abriu capital neste nível.

Evidencia-se que o Novo Mercado é direcionado principalmente à listagem de empresas que venham a abrir o seu capital, enquanto os níveis diferenciados (N1 e N2) são direcionados para empresas que já possuem ações negociadas na B3, o que justifica o maior índice de empresas abertas pelo NM.

Em média, no período estudado, 91% das empresas optaram pelo NM quando da abertura de capital. O N2 foi utilizado por 11,4% das empresas no período estudado. A participação nos N1, N2 e NM, implicam em diversas práticas relacionadas à governança corporativa.

Nessa ótica, tal conduta pode estar associada às tendências atuais de aumento da participação dos investidores, pessoas físicas, no mercado de capitais, o que favorece uma maior pulverização das ações.

A amostra consiste nas empresas que abriram seu capital no período de 2009 até 2018, porém seus retornos e riscos foram analisados até 30 de outubro de 2019. A primeira empresa

aberta neste período foi em Jun/2009, então a análise consiste no período de 01/06/2009 a 30/10/2019, o equivalente há 125 meses.

O Quadro 2 a seguir, apresenta a diferença do retorno das empresas IPOs e B3 nos anos de 2009 a 2018.

**Quadro 2: Diferença do retorno das empresas IPOs e B3.**

Diferença do retorno das empresas IPOs e B3											
Ano		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	Média	9,30	28,74	26,56	-9,61	34,79	20,09	17,95	-32,78	-10,81	163,71
	Desv. Pad.	19,45	28,22	30,88	31,32	27,76	-4,97	6,62	-9,53	40,66	135,65
2	Média	15,64	22,36	16,26	-47,37	8,12	20,05	19,18	-36,79	15,77	
	Desv. Pad.	17,68	29,97	31,41	18,59	29,65	3,94	13,64	2,70	44,35	
3	Média	18,08	16,50	-8,07	-27,52	8,78	-12,11	-12,23	-23,72		
	Desv. Pad.	19,79	34,81	28,45	16,90	26,12	11,04	31,66	13,28		
4	Média	17,83	6,65	-2,92	-11,26	9,53	-16,13	-8,05			
	Desv. Pad.	19,55	32,38	29,16	29,56	25,31	9,49	32,06			
5	Média	16,51	-1,09	1,10	1,60	4,22	-5,88				
	Desv. Pad.	18,37	33,21	61,72	47,74	25,18	17,89				
6	Média	14,85	-3,72	14,03	14,89	2,49					
	Desv. Pad.	18,80	27,73	95,65	64,62	24,56					
7	Média	16,92	-8,13	13,15	17,84						
	Desv. Pad.	19,77	31,17	93,03	61,26						
8	Média	15,89	-7,31	11,19							
	Desv. Pad.	20,07	30,70	88,11							
9	Média	12,79	-3,43								
	Desv. Pad.	19,42	38,05								
10	Média	11,03									
	Desv. Pad.	20,47									

Fonte: Dados da pesquisa.

A média e desvio padrão vislumbrados no Quadro 2, referem-se diferença entre os resultados das empresas IPO e do B3. Na coluna evidencia-se o ano da empresa no mercado, sendo estudo contínuo analisando o desempenho das empresas ao longo de dez anos (2009-2018). Com a análise do quadro pode-se perceber que as médias do retorno das empresas no primeiro ano de abertura são superiores às médias da B3. Na comparação dos anos analisados, sete apresentaram retornos médios positivos e superiores à variação média do B3 no ano de abertura.

Para os anos em que as empresas trouxeram um retorno negativo (2012, 2014, 2016), é possível a hipótese de *underpricing*, em que essa suposição refere-se aos retornos abaixo ao esperado pelos investidores. Os resultados encontrados nesta análise vão de encontro ao

estudo de Silva e Famá (2011), que observaram a presença de *underpricing* após o primeiro dia de negociação do ativo.

Para observar e avaliar o comportamento dos retornos das empresas ao longo do tempo calculou-se a média e o desvio padrão das empresas a partir do ano de abertura, conforme demonstra o Quadro 3.

**Quadro 3: Retorno do fechamento em 1 ano das empresas IPOs.**

Retorno do fechamento em 1 ano das empresas IPOs											
Ano		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1 ano	Média	21,69	20,49	23,82	-19,75	34,37	13,82	29,27	-4,39	10,24	186,77
	Desv. Pad.	27,90	37,99	38,78	35,51	40,76	6,26	28,54	5,25	49,34	145,60
2 anos	Média	14,99	16,86	9,81	-38,13	4,78	22,58	39,03	-12,07	37,74	
	Desv. Pad.	31,34	39,25	38,67	29,27	41,90	23,20	33,89	15,14	53,46	
3 anos	Média	16,62	9,46	-0,36	-33,13	10,32	-0,97	8,03	0,52		
	Desv. Pad.	31,46	42,98	38,25	27,61	43,41	32,61	48,80	24,92		
4 anos	Média	13,95	1,26	-7,81	-12,63	17,79	-2,51	12,82			
	Desv. Pad.	30,38	42,59	39,25	45,46	45,60	29,06	47,85			
5 anos	Média	13,38	-6,66	-0,55	6,18	15,04	9,37				
	Desv. Pad.	29,67	43,65	76,32	67,39	44,38	36,45				
6 anos	Média	11,16	-6,47	17,39	22,21	15,05					
	Desv. Pad.	30,07	42,35	114,04	83,88	43,18					
7 anos	Média	15,52	-2,22	19,04	27,08						
	Desv. Pad.	34,08	49,57	111,46	80,32						
8 anos	Média	18,41	-3,19	18,90							
	Desv. Pad.	37,58	49,25	106,54							
9 anos	Média	17,47	2,48								
	Desv. Pad.	37,16	56,68								
10 anos	Média	17,34									
	Desv. Pad.	38,41									

Fonte: Dados da pesquisa.

As empresas que abriram capital entre os anos de 2009 e 2018, após seu 1º ano de lançamento, apresentam um aumento no retorno das ações, exceto nos anos de 2012, onde houve uma desvalorização das ações de 29,27% e em 2016 com 15,14%. Tais resultados sugerem uma influência do ano de abertura, pois em 2012 e 2016 as empresas que abriram capitais tiveram em média retornos negativos. O ano de abertura das empresas influencia no





<b>anos</b>	<b>Desv. Pad.</b>	1,69									
-------------	-------------------	------	--	--	--	--	--	--	--	--	--

Fonte: Dados da pesquisa

Os resultados apontam que todas as empresas apresentaram um desvio padrão mais elevado das cotações nas novas ações frente ao mercado (B3), no longo prazo demonstrando que o risco de investir em tais ações são superiores ao risco de mercado. O ano de 2014 apresentou uma volatilidade para o prazo de 360 dias no valor de -7,18% que é inferior ao B3, fazendo com que haja a conversão das ações para mercado.

As ações do IPO se mostram mais atrativas para o perfil de investidores que tomam maior risco, dadas à possibilidade de altos retornos, o que demonstra ainda que quanto maior a volatilidade, maior será a intensidade e a frequência de oscilações no preço do ativo (risco).

No Quadro 6, tem-se o Risco do fechamento em 1 ano das empresas IPOs.

**Quadro 6: Risco do fechamento em 1 ano das empresas IPOs.**

<b>Risco do fechamento em 1 ano das empresas IPOs</b>											
<b>Ano</b>		<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>1</b>	<b>Média</b>	26,21	31,87	32,02	35,94	25,57	15,22	40,47	34,84	29,89	52,91
	<b>Desv. Pad.</b>	5,48	11,83	10,51	3,78	5,19	0,71	6,80	1,52	12,20	145,60
<b>2</b>	<b>Média</b>	25,85	34,13	30,56	40,61	33,03	18,37	38,77	23,47	29,74	
	<b>Desv. Pad.</b>	6,06	16,01	10,63	12,97	16,03	5,46	7,66	8,61	10,54	
<b>3</b>	<b>Média</b>	26,06	33,27	30,50	39,63	36,45	24,03	41,49	25,42		
	<b>Desv. Pad.</b>	6,15	18,14	10,60	11,72	17,27	8,77	7,86	7,72		
<b>4</b>	<b>Média</b>	26,26	35,11	32,38	38,63	33,99	27,28	39,53			
	<b>Desv. Pad.</b>	5,86	22,74	12,78	10,67	16,68	9,09	7,76			
<b>5</b>	<b>Média</b>	26,32	40,52	38,09	38,06	33,29	28,64				
	<b>Desv. Pad.</b>	5,64	33,28	21,65	10,84	15,93	8,68				
<b>6</b>	<b>Média</b>	26,38	43,52	39,61	38,58	34,28					
	<b>Desv. Pad.</b>	5,43	32,56	22,32	10,28	16,20					
<b>7</b>	<b>Média</b>	26,48	42,50	40,02	37,31						
	<b>Desv. Pad.</b>	5,37	30,84	21,14	10,39						
<b>8</b>	<b>Média</b>	26,39	42,30	39,56							
	<b>Desv. Pad.</b>	5,36	29,42	20,35							
<b>9</b>	<b>Média</b>	26,18	43,37								
	<b>Desv. Pad.</b>	5,46	29,20								
<b>10</b>	<b>Média</b>	26,05									
	<b>Desv. Pad.</b>	5,56									

Fonte: Dados da pesquisa

No que tange a volatilidade, a pesquisa explicita que essas novas ações emitidas têm variações na cotação de seus papéis superiores ao B3, o que demonstra maior risco de investir

em relação ao principal índice de mercado. Nota-se que investimentos que possuem maior possibilidade de retorno sempre possuem um risco proporcional. Os riscos que envolvem os investidores, ao participarem de um IPO, relacionam-se com a valorização ou desvalorização das ações, devido ao fato de que não se pode saber o preço de cada ação com antecedência, além da companhia não ter tido ainda ações negociadas no mercado, até então, o que pode resultar na possibilidade da ação ser vendida a um preço muito superior do que realmente vale, resultando em uma perda de recursos pelo investidor, ou a ocorrência da situação contrária, quando o investidor compra a ação por um preço muito inferior ao que ela realmente vale no mercado.

No quadro 7 nota-se maior equilíbrio nos riscos do B3 em relação às empresas que abriram seu capital nos últimos anos, verificando menor valor dos desvios padrão, o que representa uma menor disparidade entre os riscos mínimos e máximos do índice.

**Quadro 7: Risco do fechamento em 1 ano do B3.**

<b>Risco do fechamento em 1 ano do B3</b>											
<b>Ano</b>		<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>1 ano</b>	<b>Média</b>	19,17	15,53	20,92	15,16	17,46	22,40	24,93	18,49	18,90	17,35
	<b>Desv. Pad.</b>	1,17	2,37	1,69	1,43	2,55	1,83	3,11	4,18	2,86	3,90
<b>2 anos</b>	<b>Média</b>	17,35	18,23	18,04	16,31	18,11	23,66	21,71	18,70	18,20	
	<b>Desv. Pad.</b>	2,60	3,41	3,32	2,34	2,90	2,81	4,88	3,51	3,38	
<b>3 anos</b>	<b>Média</b>	18,54	17,20	17,85	18,34	18,73	21,94	20,77	18,30		
	<b>Desv. Pad.</b>	2,88	3,23	3,06	3,62	3,20	4,10	4,47	3,62		
<b>4 anos</b>	<b>Média</b>	17,69	17,27	18,98	19,98	19,40	21,18	20,03			
	<b>Desv. Pad.</b>	2,97	3,05	3,43	4,51	3,59	4,02	4,54			
<b>5 anos</b>	<b>Média</b>	17,65	18,29	20,17	19,69	19,83	20,52				
	<b>Desv. Pad.</b>	2,87	3,51	4,11	4,45	3,65	4,23				
<b>6 anos</b>	<b>Média</b>	18,44	19,40	19,89	19,56	19,91					
	<b>Desv. Pad.</b>	3,25	4,24	4,14	4,22	3,48					
<b>7 anos</b>	<b>Média</b>	19,37	19,27	19,75	19,29						
	<b>Desv. Pad.</b>	3,94	4,22	3,98	4,23						
<b>8 anos</b>	<b>Média</b>	19,26	19,22	19,50							
	<b>Desv. Pad.</b>	3,96	4,06	4,02							
<b>9 anos</b>	<b>Média</b>	19,22	19,05								
	<b>Desv. Pad.</b>	3,84	4,07								
<b>10 anos</b>	<b>Média</b>	19,06									
	<b>Desv. Pad.</b>	3,87									

Fonte: Dados da pesquisa

No que tange aos riscos, a pesquisa aponta que essas novas ações emitidas têm variações na cotação de seus papéis inferiores a IPO, o que demonstra risco de investir em relação ao principal índice de mercado.

O mercado de ações, especialmente o investimento na B3 traz muitas oportunidades, em que se pode alocar os recursos em ações de diversos empreendimentos, sendo possível adotar um dos investimentos de alto risco, em que pode-se recorrer às opções de negócios menos seguros, como as empresas novatas, as que atuam em mercados com muita flutuação ou as que passam por períodos de dificuldade.

O risco é proporcional à possibilidade de rentabilidade, e em caso de alguma valorização, é possível obter o retorno de forma prioritária e elevada. Os maiores riscos referem-se à atuação e aos resultados do próprio empreendimento, assim como as oscilações de mercado, e uma mudança positiva no setor pode impulsionar os ganhos (MELLO, 2007).

Nota-se baixa volatilidade em termo de riscos, de modo que as ações da IPO se mostram bastantes atrativas para investidores que adotam maior risco, o que permeia a possibilidade de alto retorno.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho tem como objetivo examinar as ofertas públicas iniciais realizadas no período compreendido entre 2009 a 2018. Observou-se que o aumento do número das empresas que abriram o capital recentemente proporcionou uma proeminente mudança na economia do país.

Grande parte das empresas pesquisadas (48 empresas, representando 91%) elegeu o Novo Mercado dentre os níveis de governança corporativa, sendo o nível máximo, onde a transparência e credibilidade exigidas nas suas informações básicas facilitam os negócios, aproximando os consumidores finais, provocando maior presença no mercado.

Com relação ao comportamento no primeiro dia constatou-se que as médias do retorno das empresas IPOs é muito superior às medias do B3. Para os anos em que as empresas trouxeram um retorno negativo (2012, 2014, 2016), é possível a hipótese de *underpricing*, ou seja, retornos abaixo ao esperado pelos investidores. As empresas que abriram capital entre os anos de 2009 e 2018, após seu 1º ano de lançamento, apresentam um aumento no retorno

das ações, exceto nos anos de 2012, onde houve uma desvalorização das ações de 29,27% e em 2016 com 15,14%.

Observou-se maior estabilidade no crescimento dos retornos do B3, em relação às empresas que abriram seu capital nos últimos anos. Evidencia-se ainda um menor valor dos desvios padrão, o que representa uma menor disparidade entre os retornos menores e maiores do índice.

Deste modo, muitos investidores decidem participar de IPOs acreditando na forte valorização das ações na estreia da negociação, e vendo nesta, a possibilidade de ganhos rápidos. No entanto, conforme visto, essa situação envolve inúmeros riscos.

Dessa forma, torna-se necessário avaliar profundamente a companhia, bem como o setor ao qual ela pertence, antes de participar de qualquer IPO, sendo esta a forma do investidor minimizar riscos e aumentar sua possibilidade de sucesso, com o retorno esperado dessas ações.

Conclui-se que todas as empresas apresentaram uma volatilidade média mais elevada das cotações nas novas ações frente ao mercado (B3), no longo prazo demonstrando que o risco de investir em tais ações são superiores ao risco de mercado.

Para uma melhor avaliação de cada abertura de capital sugerem-se novos estudos, que visem maior detalhamento de retornos e riscos, incluindo as variações diárias, bem como uma análise detalhada de características específicas como práticas de governança, setor de atuação e outros.

## REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. São Paulo: Atlas, 2009.

BARBOSA, Victor da Silva. Níveis de governança corporativa: rentabilidade e valorização. Porto Alegre: UFRGS, 2014. 69p. **TCC**. Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2014.

BATISTA, Carlos Manoel. et al. A relevância da informação contábil no mercado acionário brasileiro: uma análise empírica de companhias listadas na BM&FBOVESPA antes e após a promulgação da lei 11.638/07. **Revista Ambiente Contábil**, v.5, n.1, p.83-128, 2005.

BEUREN, I. M.; LONGARAY, A. A.; RAUPP, F. M.; SOUZA, M. A. B.; COLAUTO, R. D.; PORTON, R. A. B. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

CARVALHO, Antônio Gledson de; PINHEIRO, Douglas Bezerra. Determinants of Price Stabilization in IPOs. **Brazilian Review of Finance**, v. 8, n. 4, p. 443-468, 2010.

CASAGRANDE NETO, Humberto: **Abertura de capital nas empresas brasileiras: um enfoque prático**. São Paulo: Atlas, 2000.

CAVALCANTE, Francisco da Silva Filho; MISUMI, Jorge Yoshio; RUDGE, Leandro. **Mercado de Capitais**. Belo Horizonte: CNBV, 2009.

COSTA, Francisco; CARVALHO, Dominique. Efeitos de apelos de responsabilidade socioambiental e de interesse do consumidor: uma análise IPO. **Revista Eletrônica de Administração**, v. 86, n. 1, p. 179-205, 2016.

FANCHIN, Fernando Bevilacqua e. **IPO's, getão de investimentos e desenvolvimento econômico: uma visão crítica**. Rio Bravo Fronteiras, 2010.

MELLO, Juliana Salvador F. O Impacto da Governança Corporativa no Valor de mercado das companhias de capital aberto no Brasil - Uma Reaplicação. Belo Horizonte, 2007. **Dissertação**. Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração da UFMG, 2007.

NETO, Humberto Casagrande; SOUZA, Lucy A.; ROSSI, Maria Cecilia. **Abertura do capital de empresas no Brasil**. 3ª Ed. - São Paulo: Atlas, 2000.

OLIVEIRA, Bruno Cals de. Fatores determinantes para abertura de capital de empresas brasileiras. 2011. **Tese de Doutorado**. Universidade de São Paulo, 2012.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais, fundamentos e técnicas**. 4ª Ed. São Paulo: Atlas, 2009.

QUIRINO, Raphael de Sousa Lima. Mercado de Capitais: A contabilidade como ferramenta de análise para investimentos em bolsa de valores. **Dissertação** (graduação) – Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais. Belo Horizonte, 2012.

SILVA, André Luiz Carvalhal; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. et al. **Governança corporativa, evidências empíricas no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2007.

SILVA, José Milton Almeida da; FAMÁ, Rubens. Evidências de retornos anormais nos processos de IPO na Bovespa no período de 2004 a 2007: um estudo de evento. **Revista de Administração**, v. 46, n. 2, p. 178-190, 2011.

SILVA. José Milton Almeida da, FAMÁ. Rubens. Risco e retornos nos processos de IPO na Bovespa no período de 2007 a 2016. **Revista Administração**, v.47, n.2, p.221-240, 2018.

VASCONCELLOS, Marco Antônio; GARCIA, Manuel. **Fundamentos da Economia**. 2ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2004.