

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

JÚLIA VICENTE FERREIRA LIMA

**O MOVIMENTO DE IPOS NO BRASIL EM 2021: diferenças em relação ao ciclo de
2007 e reflexos no mercado acionário**

**Uberlândia
2023**

JÚLIA VICENTE FERREIRA LIMA

O MOVIMENTO DE IPOS NO BRASIL EM 2021: diferenças em relação ao ciclo de 2007 e reflexos no mercado acionário

Monografia apresentada ao Instituto de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Sartorio Loural

**Uberlândia
2023**

JÚLIA VICENTE FERREIRA LIMA

O MOVIMENTO DE IPOS NO BRASIL EM 2021: diferenças em relação ao ciclo de 2007 e reflexos no mercado acionário

Monografia apresentada ao Instituto de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Sartorio Loral

BANCA EXAMINADORA:

Uberlândia, 04 de dezembro de 2023

Prof. Dr. Marcelo Sartorio Loral (orientador)

Profa. Dra. Thaís Guimarães Alves

Profa. Dra. Vanessa da Costa Val Munhoz

AGRADECIMENTO

Agradeço primeiramente aos meus pais e família por todo apoio e incentivo no durante os anos de processo de graduação.

Agradeço ao meu orientador Prof. Dr. Marcelo Sartorio Loral, por toda o auxílio, orientação e prontidão durante a confecção do trabalho.

Agradeço também ao Prof. Dr. Germano Mendes de Paula por toda a orientação estudantil e profissional durante minha graduação.

Por fim, aos meus queridos amigos de graduação e projeto de extensão que compartilharam essa jornada comigo. Em especial ao aluno Marcos Paulo Bastos Pereira, peça fundamental não só na minha jornada durante a Universidade Federal de Uberlândia, mas também de maneira pessoal, por toda a cumplicidade e carinho ao longo dos seus anos conosco.

RESUMO

Este estudo tem como objetivo analisar os dois principais períodos nos quais observamos um expressivo aumento no número de empresas listadas na bolsa de valores. Para isso, será realizada uma análise do contexto do mercado de capitais brasileiro nos anos de 2007 e 2021, destacando os fatores determinantes para o aumento da listagem de empresas, o desempenho das ações durante os momentos de aquecimento do mercado e os impactos na composição do mercado acionário. A literatura sobre a estrutura de financiamento das empresas e a dinâmica do mercado de capitais serve como referencial teórico, enquanto os dados sobre as emissões de ações por oferta pública são utilizados para uma análise quantitativa e qualitativa das mudanças ocorridas no mercado de capitais, especialmente em relação à composição setorial dos índices de mercado e ao desempenho das ações. A aplicação desse referencial teórico ao período analisado, de 2003 a 2021, sugere que, apesar do número expressivo de ofertas iniciais, o movimento parece ter sido pontual e influenciado por características gerais do comportamento do mercado, sem indicar mudanças estruturais significativas no mercado de capitais.

Palavras-chave: IPO, Mercado de Capitais, Mercado Acionário.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1- EXPECTATIVA DE CUSTO PARA ABERTURA DE CAPITAL (2015 – 2017)	12
Figura 2 - EMBI MAIS RISCO BRASIL (2001 – 2010).....	18
Figura 3 - QUANTIDADE DE IPOS POR ANO (2001 – 2023).....	20
Figura 4 - OFERTA TOTAL DE AÇÕES NOS IPOS MAIS FOLLOW-ON (2004 – 2023) .	21
Figura 5 - VARIAÇÃO DO PREÇO DAS AÇÕES DA RAIZ4, CMIN3, CXSE3, ONCO3 E SMFT3 (2021 – 2022)	23
Figura 6 - PARTICIPAÇÃO NOS IPOS POR TIPO DE INVESTIDOR (2004 – 2021).....	25

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - VARIAÇÃO ACUMULADA NOS PREÇOS DAS AÇÕES DA RAIZ4, CMIN3, CXSE3, ONCO3 E SMFT3 NOS ANOS DE 2021 E 2022	23
Tabela 2 - QUANTIDADE DE IPOS POR SETOR NO PERÍODO DE 2004 A 2023.....	26

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	5
1 PROCESSO DE IPO.....	6
1.1 Oferta Pública Inicial (IPO).....	6
1.2 Motivações para abertura de capital.....	6
1.3 Processo de IPO.....	10
1.4 Custos de um IPO.....	12
2 CENÁRIO MUNDIAL E EXPERIÊNCIA BRASILEIRA.....	14
2.1 Mercado Acionário Mundial.....	14
2.2 História do mercado acionário no Brasil.....	15
3 DESEMPENHO DO IPO NO BRASIL.....	17
3.1 O primeiro boom de IPOs (2003-2007).....	17
3.2 Evolução e motivadores.....	19
3.3 Desempenho dos preços das ações pós-IPO.....	22
3.4 Perfil dos investidores.....	24
3.5 Distribuição setorial.....	26
4 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	28
REFERÊNCIAS.....	30

INTRODUÇÃO

O mercado de capitais brasileiro vivenciou um período de grande expansão em relação ao número de empresas listadas em bolsa entre 2007 e 2009, o primeiro *boom* de IPOs (*Initial Public Offering*). Esse período foi de suma importância tanto para o desenvolvimento do mercado quanto como método de captação de recursos para as companhias, em um momento que marcava a retomada da estabilidade econômica do país, e confiança do investidor estrangeiro.

O presente trabalho objetiva analisar os dois principais períodos em que observamos no mercado acionários um expressivo aumento do número de empresas listadas em bolsa, traçando paralelos entre os dois recortes temporais, analisando os impactos na composição da bolsa de valores, e desempenho dessas ações.

O primeiro capítulo do trabalho aborda o processo intrincado envolvido desde a decisão estratégica da empresa até as etapas práticas da oferta pública, analisando o processo decisório, os principais motivadores, custos envolvidos na oferta, e comparativamente formas alternativas de financiamento para as companhias.

O segundo capítulo examina a história do mercado de capitais no mundo e no Brasil, desde suas origens até os desenvolvimentos contemporâneos, contextualizando as transformações regulatórias e estruturais que moldaram o ambiente atual de operação das bolsas de valores. Nesse tópico, o trabalho aborda inovações realizadas ao longo dos anos que fomentaram a demanda dos investidores por valores mobiliários locais.

Por fim, a terceira seção do trabalho realiza uma análise detalhada de dados, explorando estatísticas relevantes, tendências e padrões associados a IPOs no Brasil. Essa análise busca identificar o impacto dessas ofertas no mercado financeiro brasileiro. Em conjunto, o trabalho visa fornecer uma compreensão abrangente do fenômeno dos IPOs, integrando as dimensões práticas, históricas e analíticas, contribuindo assim para o entendimento crítico desse componente essencial no cenário das finanças corporativas no Brasil.

1 PROCESSO DE IPO

Para uma análise abrangente dos dados de Ofertas Públicas Iniciais, é fundamental possuir um entendimento sólido sobre o conceito de oferta, seu processo detalhado, motivações subjacentes e os custos associados. As ofertas públicas representam um marco significativo no ciclo de vida de uma empresa, envolvendo a emissão inicial de suas ações para o público. Compreender o processo implica investigar desde a decisão estratégica da empresa até as etapas práticas da oferta, incluindo a tomada de decisões, os fatores motivadores que levam as empresas a optarem por essa estratégia de financiamento e os custos envolvidos em todo o processo. Essa compreensão abrangente não apenas oferece perspectivas valiosas sobre a dinâmica do mercado de capitais, mas também lança luz sobre as tendências e padrões que moldam o cenário das finanças corporativas, contribuindo para uma análise mais informada e perspicaz dos dados relacionados aos IPOs no país.

1.1 Oferta Pública Inicial (IPO)

A Oferta Pública Inicial, ou IPO (*Initial Public Offering*), é o processo em que uma empresa coloca à venda, pela primeira vez, suas ações no mercado a fim de realizar captação de recursos para financiamento ou pagamento de acionistas (RITTER 1998). O IPO pode ocorrer via oferta pública primária, quando há emissão de novas ações, aumentando o capital social da empresa após integralização dos recursos, bem como por uma oferta secundária, quando as ações ofertadas ao mercado são propriedade dos sócios da companhia, sendo nesse caso, o recurso levantado por meio da oferta secundária direcionado aos sócios ofertantes. É comum que em uma abertura de capital ocorra a disponibilização de ambos os tipos de oferta. Ademais, após a abertura de capital as companhias podem voltar a ofertar ações novas ou as já existentes ao mercado, realizando novas rodadas de captação chamadas de ofertas subsequentes ou *follow on*.

1.2 Motivações para abertura de capital

Ao decorrer de suas operações, uma companhia que finaliza um exercício fiscal com resultado líquido positivo pode utilizar os recursos gerados para remunerar seus acionistas ou reinvestir em suas operações. No entanto, o capital excedente gerado pode não ser suficiente para projetos que visam expansão, inovação ou crescimento inorgânico via fusões e aquisições. Assim, empresas que objetivam ampliar suas perspectivas de crescimento necessitam arrecadar capital de terceiros (KIM E WESEINBACH, 2008).

Projetos que envolvem inovação e expansão demandam um horizonte de tempo maior para maturação e conseqüentemente um prazo maior também para o retorno do capital investido, e ainda, possuem um importante fator de risco dado que a operação não apresenta uma remuneração garantida atrelada ao investimento. O sucesso dos projetos pode ser afetado por condições adversas de mercado e do contexto macroeconômico, gerando incertezas sobre a capacidade do tomador de recursos de honrar com o pagamento do capital adquirido (KIM E WESEINBACH, 2008).

Ademais, no processo de financiamento, as companhias também ponderam ao decidir pelo tipo de instrumento a ser utilizado as projeções das suas demonstrações financeiras após a captação de recursos. O setor de análise de investimento e os potenciais investidores analisam constantemente a robustez da situação financeira atual das empresas, bem como suas projeções, a fim de verificar se o nível de endividamento é adequado perante os resultados já apresentados, e se há uma exposição balanceada entre capital próprio e de terceiros (CHEMMANAUR E FULGHIERI, 1999).

Enquanto o capital privado e o capital de risco são formas de financiamento que envolvem a captação de recursos de investidores privados, a abertura de capital envolve a venda de ações da empresa ao público por meio de uma oferta pública inicial (IPO). Investidores de capital privado e de risco geralmente investem em empresas que ainda não são negociadas publicamente e podem desempenhar um papel mais ativo na gestão das operações da empresa. Por outro lado, a abertura de capital envolve o cumprimento de requisitos regulatórios e a divulgação de informações financeiras ao público, o que pode ser caro e demorado. Além disso, uma vez que uma empresa abre capital, ela está sujeita a um maior escrutínio de investidores e reguladores, o que pode afetar as operações e processos de tomada de decisão da empresa (CHEMMANAUR E FULGHIERI, 1999).

A composição de capital é então, um importante fator na escolha do instrumento. Uma companhia pode se financiar via empréstimo de longo prazo que, no Brasil, é concedido quase exclusivamente pelo BNDES, o que limita a oferta dessa modalidade de crédito. Como alternativa, há a possibilidade de financiamento sem um intermediador financeiro, a emissão de títulos de dívida corporativa ao mercado, por meio de debêntures, notas promissórias, letra financeira (LF), certificados de recebíveis imobiliários (CRI) e do agronegócio (CRA) dentre outros, assim as companhias levantam capital no mercado financeiro diretamente com os poupadores.

Para projetos de expansão e inovação, que envolvem maiores riscos, faz-se necessário a arrecadação de recursos de longo prazo, uma vez que o período para recuperar o capital

investido pode variar de acordo com a complexidade do projeto. Dessa forma, o principal motivo para a abertura de capital de uma companhia é a obtenção desses recursos de forma compatível as necessidades das empresas (KIM E WESEINBACH, 2008).

Ao se tornar sócio de uma companhia, contribuindo para o aumento do capital social e dos recursos disponíveis para investimentos, o investidor assume o risco das operações a serem realizadas, não obtendo garantias sobre remuneração futura, apenas a expectativa de que o valor de mercado da companhia valorize, e que lucros futuros sejam distribuídos na forma de remuneração do capital.

Além do conforto para a empresa de obter recursos para projetos de longo prazo via ações, a abertura de capital também é uma oportunidade de gerar liquidez patrimonial (OLIVEIRA, 2011). A negociação das ações em um mercado organizado e com transações diárias, como é o caso da Bolsa de Valores, facilita aos empreendedores rentabilizar seu capital com a venda parcial ou total de suas ações, tal qual também ocorre com investidores de risco como fundos de *Venture Capital* e *Private Equity* (ELLER, 2012).

Esses fundos atuam adquirindo total ou parcialmente companhias em estágios iniciais, como é o caso das Startups, ou ainda em empresas de maior parte, com o objetivo de fornecer capital para auxiliar no crescimento da empresa, promover melhorias operacionais, financeiras e outras formas de ingerência, tudo isso a fim de valorizar o patrimônio dos seus cotistas investidores por meio da venda, com lucro, da sua participação societária. Os fundos já iniciam a operação com a intenção de liquidar, pelo menos parcialmente seu investimento, muitas vezes já estando previsto em contrato que o momento do desinvestimento pode ser realizado por um IPO ou venda da participação, seja para outro fundo seja para uma companhia concorrente (ELLER, 2012).

Do ponto de vista estratégico da empresa, estabelecer um valor de mercado para a companhia, facilita transações de fusões e aquisições (F&A). Empresas não listadas apresentam algumas limitações para tais operações, a primeira delas é a falta de demonstrações financeiras auditadas, visto que somente tem a obrigatoriedade de fazê-las, de acordo com a Lei 11.638/07, empresas com ativo total superior a R\$ 240 milhões ou receita bruta anual superior a R\$ 300 milhões. As empresas que têm capital aberto precisam cumprir com um nível maior de detalhamento e rigor das suas demonstrações contábeis, gerando maior confiabilidade em relação ao histórico da companhia.

Em segundo plano, empresas de capital fechado têm dificuldade de realizar transações entre si, devido à falta de precificação das companhias. É comum que operações de F&A envolvam como instrumentos de negociação as próprias ações, e um valor público de mercado

torna mais fácil a mensuração do valor recebido pelo vendedor (ELLER, 2012). Ademais, pela ótica do comprador, a um risco maior em negociar a partir de um valor estabelecido por uma avaliação feita unilateralmente, em comparação com um valor gerado via consenso de mercado.

A abertura de capital também proporciona maior credibilidade a firma. Para passar pelo processo de abertura há a necessidade de garantir a confiabilidade dos seus resultados contábeis, atender o rigor de transparência das informações demandado pelos acionistas investidores, além de atender com os níveis de governança exigidos pela B3. Tal nível de abertura de informações coloca a companhia em comparação direta com seus concorrentes listados e aumenta seu nível de exposição a mídia. A maior credibilidade pode ser indiretamente associada a melhora nas condições de negociação com fornecedores e com instituições financeiras (PWC, 2011).

Por fim, três teorias contemporâneas se destacam na definição da motivação para abertura de uma IPO: *Market Timing*, *Trade-off* Estático e Ciclo de Vida. A teoria de *Market Timing* sugere que empresas buscam lançar IPOs durante períodos de mercado aquecido para otimizar o valor de mercado. Isso reflete a noção de "janelas de oportunidade", onde a empresa pode aproveitar um ambiente propício para alcançar retornos significativos (STEFFEN E ZANINI, 2012).

Por outro lado, a teoria do *Trade-off* estático propõe que empresas avaliam cuidadosamente os custos e benefícios associados a um IPO antes de tomar a decisão. Custos como taxas de emissão, custos legais e de contabilidade são ponderados em relação aos benefícios, como acesso a capital, visibilidade aprimorada e melhoria da imagem da empresa. A teoria do Ciclo de Vida sugere que as empresas optam por abrir seu capital em momentos específicos de seus ciclos de crescimento, considerando as necessidades de financiamento em diferentes estágios. Em alguns casos, a decisão é motivada pela necessidade de capital para expansão, enquanto, em outros, pode ser impulsionada pelo desejo dos proprietários e investidores originais de diversificar seus negócios (STEFFEN E ZANINI, 2012).

Após a análise das três teorias mencionadas, no contexto dos mercados financeiros brasileiros, a teoria de "*Market Timing*" emerge como a explicação mais coerente para os dois significativos booms de Ofertas Públicas Iniciais (IPOs) que testemunhamos no país, especificamente em 2007 e 2021. A habilidade de antecipar e capitalizar sobre as flutuações do mercado parece desempenhar um papel crucial nesses episódios, evidenciando a influência determinante do timing estratégico na tomada de decisões de investidores e empresas, como será mais bem evidenciado no capítulo três. A teoria proporciona um arcabouço analítico que compreende não apenas as dinâmicas internas do mercado, mas também fatores externos que

impactam as oportunidades de IPO, consolidando sua posição como a explicação mais abrangente e aplicável aos fenômenos observados nos anos de 2007 e 2021 no Brasil.

Já em relação ao desempenho pós-IPO, observa-se uma redução substancial na rentabilidade, alavancagem e investimentos em seguida a realização da oferta. Esses efeitos perduram mesmo após o período de três anos. No contexto dos investimentos, destaca-se que, especificamente dois anos após a IPO, ocorre uma diminuição significativa, indicando uma mudança forte e duradoura. Os pesquisadores concluem que empresas que optam por abrir o capital buscam, em grande medida, reestruturar-se financeiramente após um período de investimentos elevados. No entanto, o cenário diverge no caso de IPOs de empresas subsidiárias (*carve-outs*), onde se observa um aumento expressivo nos investimentos após a IPO, enquanto a alavancagem diminui a um ritmo mais gradual. Isso sugere que, além de proporcionar ao controlador a oportunidade de vender parte de sua participação, a IPO também serve como meio de financiamento para novos investimentos (ALDRIGHI, 2010).

1.3 Processo de IPO

A abertura de capital é um processo que envolve modificações na companhia, para além da sua estruturação financeira, abrangendo também o posicionamento estratégico e principalmente alterações relacionadas ao nível de governança e transparência, sendo necessárias mudanças relativas à cultura organizacional.

Segundo Delloite (2020), o processo entre a análise interna na companhia sobre a viabilidade da abertura de capital, incluindo as adequações para atender os requisitos necessários ao início formal do processo perante os órgãos reguladores, pode levar cerca de um ano. Durante esse período, as companhias visam a ponderar a motivação para o processo de IPO, a comparação com outros tipos de captação de recursos, a necessidade de reestruturação societária e seu nível de maturidade de governança, em contraste com os níveis pré-definidos pela B3.

Na etapa inicial também é avaliada a elegibilidade quanto aos requisitos regulatórios que incluem a necessidade de demonstrações financeiras auditadas no padrão IFRS ou equivalente, a elaboração ou atualização da política de gerenciamento de riscos e o levantamento e organização de dados históricos.

Ademais, um fator preponderante no processo de decisão de abertura de capital é a análise do interesse na oferta por parte mercado e dos investidores. Nesse estudo é levado em consideração a relevância do setor econômico em que a companhia se enquadra, a tese de investimentos que contempla seu plano de negócios, potencial de crescimento, destinação dos

recursos, fatores de risco (DELLOITE, 2020). Nessa etapa também pode ocorrer o *non deal roadshow*, definido como uma série de reuniões com investidores, a fim de apresentar as teses de uma possível oferta da empresa e realizar uma pesquisa de mercado, sem compromisso com a concretização da oferta.

A estruturação da oferta requer a constituição de uma equipe multidisciplinar. Nas solicitações de registro perante os órgãos reguladores bem como nas questões societárias anteriores a realização da oferta, atuam os assessores jurídicos. Os auditores independentes garantem a confiabilidade dos dados financeiros abertos no documento da oferta. Os coordenadores da oferta são responsáveis pela distribuição dos valores mobiliários. No corpo de coordenadores atuam instituições financeiras autorizadas a realizar tal distribuição e, fica a cargo do coordenador líder a definição junto à companhia, das características da oferta como, volume financeiro a ser captado, estruturação do tipo de oferta, primária, secundária ou mista, precificação e *valuation*, materiais de marketing e *roadshow*. Também participam as equipes da bolsa de valores B3, no processo de listagem e liquidação. (B3)

O processo de abertura de capital se inicia formalmente com o registro de emissor de valores mobiliários na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), conforme determina a instrução CVM 480/2009. Tal registro é um pré-requisito para o processo de abertura, salvo em casos de dispensa estipulados pela instrução. No entanto, independente do registro de oferta pública, nesse contexto, a companhia pode iniciar seu registro durante o processo de decisão de abertura, sem garantia de prosseguir com a oferta. Após o registro de companhia aberta, também é necessário o registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

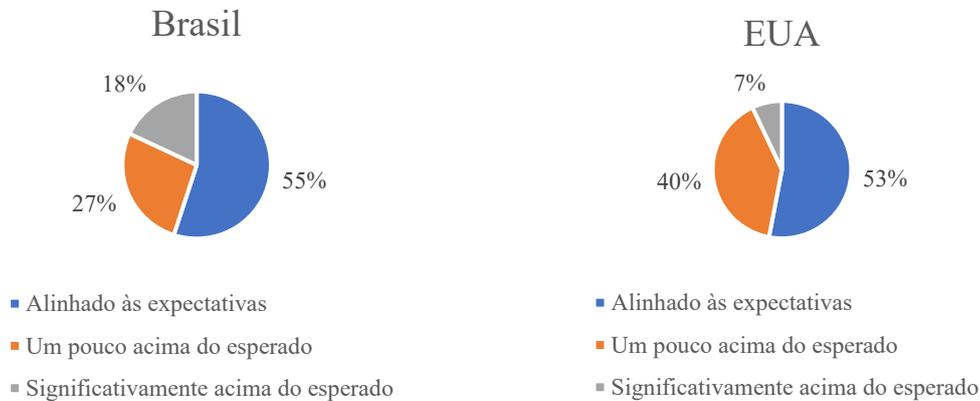
A oferta pública pode seguir duas diferentes instruções da CVM que as diferem no procedimento de listagem, registro no órgão regulador e público-alvo. A oferta regida pela CVM 400/2003 é destinada ao público em geral, englobando pessoas físicas, jurídicas, fundos de investimento, dentre outros, não havendo limitação no número de investidores participantes da negociação inicial, portanto as exigências a serem cumpridas são maiores, ocorrendo a necessidade de registro prévio da oferta na CVM, e divulgação de prospecto. (CVM)

Já na oferta CVM 476/2009, também conhecida como oferta restrita, as exigências são menores. A instrução foi criada para tornar o processo de IPO mais ágil e simples. Dessa forma, não há exigência de registro, nem de prospecto, em contrapartida, sendo a oferta é destinada apenas a investidores profissionais, e a distribuição inicial limitada a no máximo 50 investidores. Nesse método também é obrigatório o contrato de lock-up. (CVM)

1.4 Custos de um IPO

Os custos da oferta pública inicial variam de acordo como o tamanho da empresa, a complexidade do processo, conforme o estágio da companhia em relação aos pré-requisitos de listagem, o volume financeiro a ser captado pela oferta e demais fatores. Uma pesquisa realizada pela PWC questionou 27 CFOs de companhias que realizaram seu IPO entre janeiro de 2004 e abril de 2018, a fim de averiguar a aderência entre os custos efetivamente ocorridos e as expectativas iniciais sobre os mesmos.

Figura 1- EXPECTATIVA DE CUSTO PARA ABERTURA DE CAPITAL (2015 – 2017)



Fonte: PWC, 2019.

A figura 1 demonstra que a maior parte das emissões estão dentro dos parâmetros de custos esperados. Em comparação com a pesquisa realizada também pela PWC com alguns CFOs de companhias que abriram capital entre janeiro de 2015 e junho de 2017 na NASDAQ e NYSE, a situação brasileira está em linha com a pesquisa realizada sobre emissões nos Estados Unidos, um mercado maior e mais desenvolvido. O destaque fica em relação ao percentual relativo ao cenário em que o custo final é significativamente acima do esperado, parcela que no Brasil, comparativamente aos EUA, é expressiva e demonstra um mercado de serviços relacionados a abertura de capital ainda em desenvolvimento, sujeito a algumas discrepâncias ou imprecisões.

A oferta pública de ações precisa ser coordenada por um banco de investimentos, autorizado a realizar o serviço de distribuição dos valores mobiliários ao mercado. O coordenador também realiza a análise de viabilidade financeira da oferta, modelagem de

precificação das ações e plano de apresentação da oferta aos investidores por meio de *roadshow*. A remuneração do serviço de coordenação é o principal custo de uma oferta pública. Nos IPOs realizados entre 2004 e 2020, o percentual do valor da oferta destinado ao compromisso com os coordenadores variou entre 3,5 e 4,2% a depender do tamanho da oferta. (DELOITTE, 2020)

Após o custo com os bancos coordenadores, a segunda maior participação no custo da oferta são as despesas com assessores jurídicos. Os advogados são responsáveis por questões societárias da companhia desde sua reorganização anterior a oferta, pela preparação da documentação necessária à solicitação de oferta pública e seu registro perante os órgãos reguladores, negociação de contrato de coordenação com as instituições financeiras dentre outros aspectos legais. Os custos financeiros com assessores variam de acordo com o tamanho da oferta. A quantidade de sócios que pretendem deixar a sociedade da companhia durante o IPO também influencia o valor dos honorários advocatícios. Na série de IPOs entre 2004 e 2020, o custo com assessores jurídicos representou em média 0,41% do valor distribuído.

O processo de registro de companhia aberta e de oferta pública exigem documentações financeiras como demonstrações financeiras anuais auditadas, informações financeiras trimestrais revisadas, que constam o parecer de um auditor independente sobre a confiabilidade das demonstrações apresentadas. O custo com a contratação de honorários de auditores independentes engloba o serviço de análise das informações e emissão do parecer e elaboração de carta conforto aos coordenadores da oferta. No período analisado pela Deloitte, o custo de auditoria representou em média 0,14% do valor distribuído, oscilando de acordo com a necessidade de documentos adicionais de parecer, como demonstrações proforma, ou análise de demonstrações financeiras de empresas que foram adquiridas pela companhia ofertante. (DELOITTE, 2020)

Além dos custos com intermediários e assessores, existem também despesas de menor escala, como os custos legais e institucionais relacionados ao pagamento de taxas de registro no órgão regulador, de análise e listagem na B3, custos de escrituração das ações, custos de publicidade e apresentação da oferta aos investidores.

É importante mencionar também os custos não financeiros da abertura de capital, que impactam a companhia mesmo que não de forma direta e quantitativa. Quando uma empresa decide abrir capital e receber novos sócios ela passa a ter a obrigatoriedade de divulgar publicamente informações financeiras e estratégicas, gerando um custo de oportunidade de divulgação, uma vez que seus pares concorrentes de mercado podem ter acesso a informações da companhia que anteriormente não eram divulgadas, podendo gerar vantagens competitivas em relação a empresas concorrentes que não divulgam suas informações.

2 CENÁRIO MUNDIAL E EXPERIÊNCIA BRASILEIRA

2.1 Mercado Acionário Mundial

O mercado de capitais é um sistema estruturado para viabilizar a distribuição de valores mobiliários. Ele proporciona o ambiente de negociação entre os agentes que detêm poupança e desejam investir seus recursos a fim de auferir rendimentos, e os agentes que precisam captar recursos para financiamento de suas operações ou novos investimentos.

Ao contrário do mercado de crédito, em que há um intermediário financeiro assumindo o risco da operação, na configuração do mercado de capitais as empresas podem captar os recursos necessários por meio da emissão de instrumentos financeiros. Assim, as instituições financeiras atuam como prestadoras de serviço conectando o tomador de recurso e investidor para que possam negociar diretamente (CVM, 2019).

A negociação de valores mobiliários de forma organizada, como se apresenta no mercado de capitais, contribui para a alocação eficiente dos recursos na economia, na medida em que facilita ao investidor e ao tomador de capital a busca por uma contraparte de negociação (CFA).

A primeira emissão de ações como forma de financiamento que se tem registro foi estruturada pelo governo holandês. O contexto remonta às Grandes Navegações que iniciaram no século XV, quando os países procuravam encontrar novas rotas para a Ásia em busca de especiarias. O esquema de navegações e negociação promovido por Portugal garantiu um nível baixo de concorrência até o final do século XVI. Em 1602 a república Holandesa uniu seis empresas de navegação do país para criar a Companhia Unida Holandesa das Índias Orientais (VOC), a empresa estatal que foi responsável pelas navegações exploratórias da Holanda.

No entanto, ainda não existia um sistema estruturado para facilitar o financiamento de grandes projetos de investimento, e o risco da operação era alto, dada a vantagem competitiva de Portugal. Com esse cenário o governo holandês optou pela solução de convidar a própria população para se tornar sócia da VOC, dividindo a posse da empresa em pequenas partes e comercializando-as no mercado de Amsterdã, dando origem a primeira emissão de ações, em que 1.143 pessoas participaram, e pelo valor de captação tornou a VOC a maior empresa do mercado (VERSIGNASSI, 2015)

2.2 História do mercado acionário no Brasil

No Brasil, a história da Bolsa de Valores começa em 1890 quando Emílio Rangel inaugurou a Bolsa Livre, que funcionou por apenas um ano, encerrando suas atividades já em 1891. A brevidade dessa primeira tentativa, ocorreu devido a política do encilhamento, organizada pelo ministro Ruy Barbosa, que permitiu a emissão de papel moeda pelos bancos, além de outras medidas que culminaram em uma crise inflacionária e de crédito, afetando diretamente os investidores (VERSIGNASSI, 2015).

Durante os 65 anos seguintes, houve novas iniciativas, ainda que não tenham figurado com grande relevância para economia nacional. Em 1895, foi fundada a Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo, que apenas em 1935 se tornou a bolsa oficial de São Paulo. Até o início dos anos 90 a alavancagem das empresas privadas era feita essencialmente via recursos dos empréstimos de longo prazo do BNDES, ainda não era difundido no mercado de capitais brasileiro a prática de oferta de títulos de dívida privada (VERSIGNASSI, 2015).

Entre as décadas de 70 e 80, a atuação do governo teve um papel central no desenvolvimento do mercado de capitais. As reformas estruturais promulgadas pelo governo de 1964, instituíram a reforma monetária e financeira, ocasião em que foram criados o Conselho Monetário Nacional (CMN), o Banco Central (BC), a correção monetária, na época via ORTN, e a Lei Nº 4.728, de 14 de julho de 1965, que estabelecia medidas para o desenvolvimento do mercado de capitais, incluindo a criação das sociedades corretoras e bancos de investimentos (VERSIGNASSI, 2012).

Os benefícios fiscais e financeiros atrelados a emissão de ações e demanda para esses ativos também contribuíram para o desenvolvimento. O Fundo de Democratização do Capital das Empresas (FUNDECE) atuava por meio da transferência de recursos para empresas que atendessem os requisitos de abrir capital e produzir bens destinados à exportação. A Lei 4.506 instituiu a isenção do imposto sobre lucros e dividendos distribuídos de empresas de capital aberto. Já o Decreto-Lei nº 157/1967, instituiu a criação de fundos de investimento e do incentivo fiscal à capitalização das empresas via emissão de ações, na medida em que liberava a opção de pessoas físicas contribuintes destinarem parte do imposto de renda devido à aplicação nos fundos 157 (VERSIGNASSI, 2012).

Nos anos seguintes, avançaram as regulamentações que visavam dar robustez ao mercado de capitais por meio do esclarecimento de conceitos e definições, proteção ao investidor e incentivo à novas emissões. No entanto, para a continuidade do processo de desenvolvimento do mercado acionário, era importante fomentar também a demanda pelas emissões de ações que eram esperadas a partir do arcabouço criado, bem como sua

negociabilidade após o IPO. Desdobraram-se então novos incentivos fiscais voltados ao investidor como a dedução de até 30% do valor investido em ações da renda bruta apurada para fins do Imposto de Renda (VERSIGNASSI, 2012).

A bolsa brasileira B3, como conhecemos atualmente, foi estabelecida apenas em 2017, com a fusão da BMF&Bovespa e Cetip, sendo a Bovespa a união de nove bolsas estaduais que operaram até 2000. Tendo em vista o desenvolvimento do mercado de capitais, foram criados segmentos de listagem específicos de acordo com a característica das empresas que buscam abrir capital. Os segmentos de listagem categorizam em grupos as empresas listadas em bolsa, diferenciando entre os grupos, o nível de governança das companhias, a forma de divulgação de informações, as obrigações e vedações concernentes ao conselho de administração, até o percentual mínimo de ações que devem ser mantidas em circulação para cada segmento e demais exigências do mercado (VERSIGNASSI, 2012).

A implementação dos segmentos foi uma iniciativa, por parte da bolsa, buscando aumentar a demanda pela negociação de ações, na medida em que estabelece critérios de proteção ao investidor e mitiga assimetrias de informação.

O segmento Bovespa foi o segmento mais básico de listagem e existe desde a criação da própria B3. As companhias listadas nesse segmento devem cumprir com as exigências legais e regulatórias, mas não contam com a obrigação de adotar práticas de governança corporativa específicas (B3, 2018).

O primeiro segmento criado foi o “Novo mercado”, no ano 2000. O segmento se tornou um padrão mínimo de governança e transparência exigido pelos investidores interessados em participar de novas ofertas. Desde seu início o segmento passou por modificações e hoje é o segmento mais rigoroso e avançado da B3 em termos de governança corporativa. As empresas listadas no Novo Mercado estão sujeitas a um conjunto mais abrangente de regras e exigências. Elas devem adotar boas práticas de governança, como a existência de um Conselho de Administração independente, a implementação de políticas de divulgação de informações e a criação de comitês especializados, devem garantir a transparência e divulgação de informações com relatórios financeiros padronizados e auditados por firma especializada independente (B3, 2018).

O Novo Mercado oferece maior proteção aos direitos dos acionistas minoritários, assegurando-lhes direitos especiais, como o *tag along* de 100% (o direito de vender suas ações pelo mesmo valor pago pelos controladores em caso de venda da empresa) e o direito a voto plural (uma ação, um voto) (B3, 2018).

O segmento Nível 2, também criado em 2000, como uma opção intermediária entre o Bovespa tradicional e o Novo Mercado. Foi uma iniciativa para estimular empresas a adotarem melhores práticas de governança corporativa. No entanto, a partir de 2021, a B3 anunciou a suspensão do ingresso de novas empresas no segmento Nível 2, com o objetivo de direcionar o mercado para o Novo Mercado como referência em termos de governança (B3, 2018).

Ao longo dos anos a B3 tem sido um dos pontos focais de desenvolvimento do mercado de capitais, procurando criar meios de transparência e diligência de forma a proteger o investidor, bem como a extensão do portfólio de produtos e soluções para empresas, além da parte tecnológica intrínseca às suas atividades.

3 DESEMPENHO DO IPO NO BRASIL

3.1 O primeiro boom de IPOs (2003-2007)

Após um longo período marcado por hiperinflação, planos de estabilização e austeridade fiscal, durante a década de 2000 o Brasil esteve em uma situação econômica de maior estabilidade que possibilitou o crescimento e desenvolvimento de diversos mercados. O Plano Real, implementado no decorrer da década de 1990 viabilizou um controle de longa duração da inflação, e estabilidade da moeda nacional com a introdução do Real (RODRIGUES, 2012).

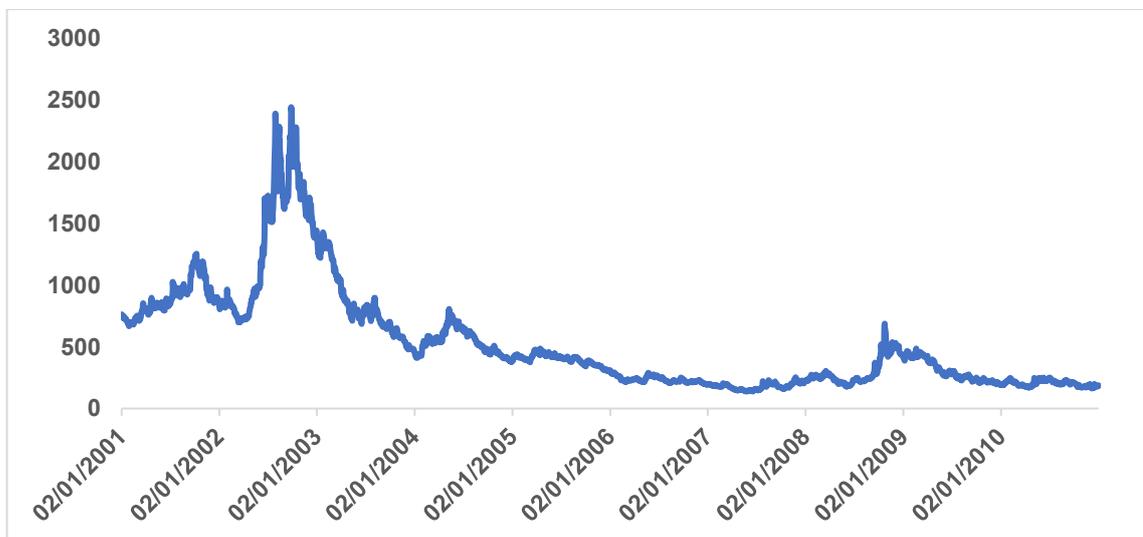
O primeiro governo Lula, iniciou-se em 2003, visando dar continuidade a estabilidade proporcionada pelos planos precedentes. As primeiras decisões do governo demonstraram sua proximidade com as medidas implementadas pelo governo anterior, priorizando uma política anti-inflacionária com metas de inflação de 8,5% e 5,5% respectivamente para os anos 2003 e 2004. Para a condução do Banco Central, houve a nomeação de Henrique Meirelles como presidente, mantendo inalterado o restante do corpo diretor. No que tange às políticas orçamentárias, em clara contradição ao discurso anterior do Partido dos Trabalhadores, o governo reiterou o compromisso com o superávit primário, ordenando corte de gastos públicos (GIAMBIAGI et al., 2011).

Os momentos iniciais de incerteza do mercado em relação à política econômica que seria conduzida pelo governo Lula foram refletidos na volatilidade de alguns indicadores. O risco-país medido pelo EMBI+ (*Emerging Markets Bond Index Plus*) é calculado de forma a expressar a média ponderada dos prêmios de títulos da dívida externa do Brasil em relação a títulos de mesmo prazo do Tesouro dos Estados Unidos. Dessa forma o EMBI+ reflete a

estabilidade política do país e sua situação econômica, por meio da análise diária do prêmio de risco solicitado para o investimento em títulos brasileiros. (BACEN, 2016)

Em setembro de 2002, há apenas um mês das eleições, o índice alcançou o patamar de 2.243 pontos-base, uma alta de mais de mil pontos-base em relação ao patamar registrado em janeiro do mesmo ano, como observado na figura 2. Ao longo dos anos de governo as medidas mais voltadas ao centro e a sinalização da continuidade com o governo anterior, geraram uma reação positiva no mercado, verificada pela diminuição do risco-país já no primeiro ano.

Figura 2 - EMBI MAIS RISCO BRASIL (2001 – 2010)



Fonte: IPEA, 2023

O mercado de capitais, que até então representava um meio pouco utilizado para a captação de recursos, começa a apresentar sinais de melhora também a partir da década de 1990. Esse processo começa a ser impulsionado por meio das políticas macroeconômicas de abertura comercial e financeira e controle da inflação. Durante esse período de abertura, o investidor estrangeiro teve grande participação nas negociações via bolsa de valores, a participação do capital externo desses investidores passou de 29,1% em janeiro de 2002 para 37,98% em dezembro de 2007. Em termos absolutos os números também são expressivos, passando de R\$ 5,4 bilhões em janeiro de 2002 para R\$ 75,5 bilhões em dezembro de 2007. (BOVESPA, 2008).

Além da estabilidade econômica, algumas reformas estruturais no mercado de valores mobiliários contribuíram em grande peso para a retomada da oferta pública de ações, no fenômeno denominado pelo mercado de “boom de IPOs”. Dentre as ações citadas destaca-se a “Ação Cívica pelo Fortalecimento do Mercado de Capitais”, lançada em 2001, com a participação de instituições influentes no mercado, como a FEBRABAN (Federação Brasileira

das Associações de Bancos), o IBMEC (Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais) dentre outras as quais totalizam, junto a Bovespa, 45 instituições reunidas para a elaboração do Plano Diretor do Mercado de Capitais (ALBERGONI; KÜSTER, 2016).

O Plano Diretor continha 12 diretrizes e 50 ações específicas, em prol de aproximar o mercado de capitais brasileiro da competitividade do mercado internacional. As ações visavam correções de distorções do mercado, estímulo à oferta e à demanda de IPOs com medidas que contemplavam desde questões relacionadas a governança corporativa até a atração de capital estrangeiro para a bolsa de valores e medidas específicas de tributação extinção da CPMF (Contribuição Provisória sobre a Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos de Natureza Financeira) já em 2007 (ALBERGONI; KÜSTER, 2016).

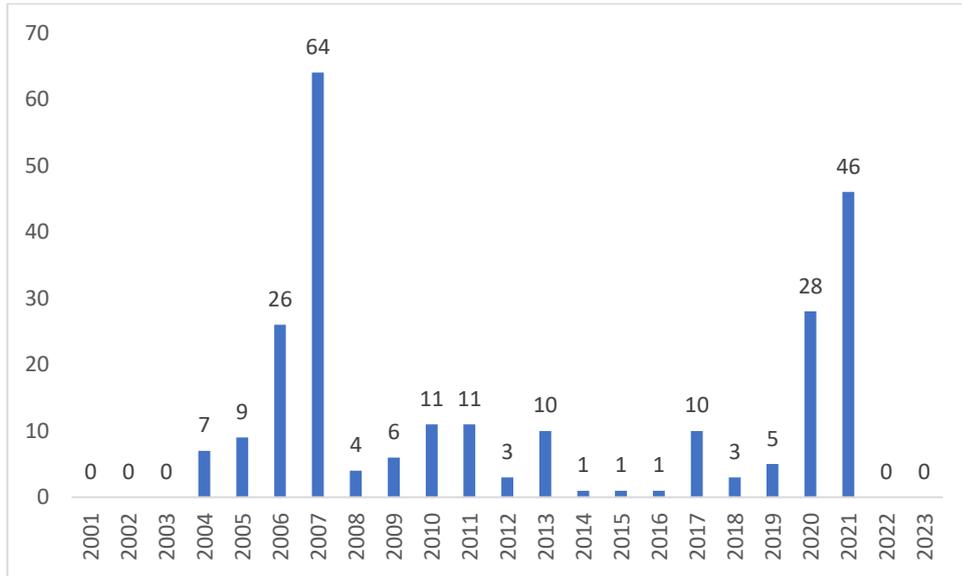
À medida que as ações eram implementadas, em conjunto com a maior confiança sobre o nível de estabilidade econômica do país após as grandes reformas como o Plano real, somado ao cenário internacional, o mercado de ações retomava seu crescimento e a demanda por captação de recursos via bolsa de valores subia ao decorrer dos anos.

3.2 Evolução e motivadores

O primeiro boom de IPOs no Brasil ocorreu nos anos de 2006 e 2007, como observado na figura 3, quando o Brasil vivenciou um período de intensa atividade no mercado de ofertas públicas, impulsionado por uma combinação de fatores econômicos favoráveis e crescimento do mercado de capitais. Nesse período 90 empresas foram listadas na bolsa de valores pela primeira vez, movimentando recursos na ordem de R\$71.021.799.719 a valores correntes (B3, 2023).

Esse crescimento contínuo no número de emissões foi interrompido na ocasião da crise internacional de 2008, que teve origem no setor financeiro dos Estados Unidos e se espalhou rapidamente para outros países, resultando em uma recessão global. A crise que foi desencadeada pela bolha imobiliária nos Estados Unidos, envolvendo a concessão excessiva de empréstimos hipotecários, instaurou, para além dos problemas relacionados à consequente escassez de crédito, uma falta de confiança em relação ao setor financeiro. Nesse período, a carência de financiamento via crédito afetou inúmeras empresas, e por outro lado, a aversão ao risco gerada pelo cenário de incerteza, restringiu fortemente a demanda dos investidores por novas ofertas acionárias.

Figura 3 - QUANTIDADE DE IPOS POR ANO (2001 – 2023)



Fonte: B3, 2023.

O segundo boom de IPOs no Brasil tem início em 2021. Nesse cenário mais recente, um dos grandes propulsores do número elevado de ofertas públicas foi a queda na taxa de juros real e nominal. Em 2015, o Brasil enfrenta desafios econômicos, como o aumento da inflação e a recessão econômica. Tendo em vista a desaceleração da inflação, o Banco Central iniciou um ciclo de elevação da Taxa Selic, que estava em 11,75% no início de 2015 e subiu gradualmente ao longo do ano, chegando a 14,25% em julho de 2015.

Nos anos seguintes, a taxa básica de juros foi mantida em ainda em níveis baixos, entre 6,50% e 6,25%. Essa postura de política expansionista visava apoiar a recuperação econômica e impulsionar o investimento e o consumo. De forma inesperada, com a eclosão da pandemia de COVID-19 em 2020, o Banco Central adotou uma postura agressiva para mitigar os impactos da crise. A Taxa Selic foi reduzida rapidamente em uma série de cortes emergenciais, atingindo a mínima histórica de 2,00% em agosto de 2020. Em mais uma leva de medidas de incentivo ao aquecimento econômico, o objetivo era estimular o crédito, consumo e a atividade econômica em um contexto de recessão. No ano de 2020, com o recorde mínimo da taxa básica de juros, chegamos a presenciar pela primeira vez uma taxa de juros real negativa no Brasil. Descontada a inflação projetada da taxa nominal, o juro real encontrava-se negativo em 0,71%.

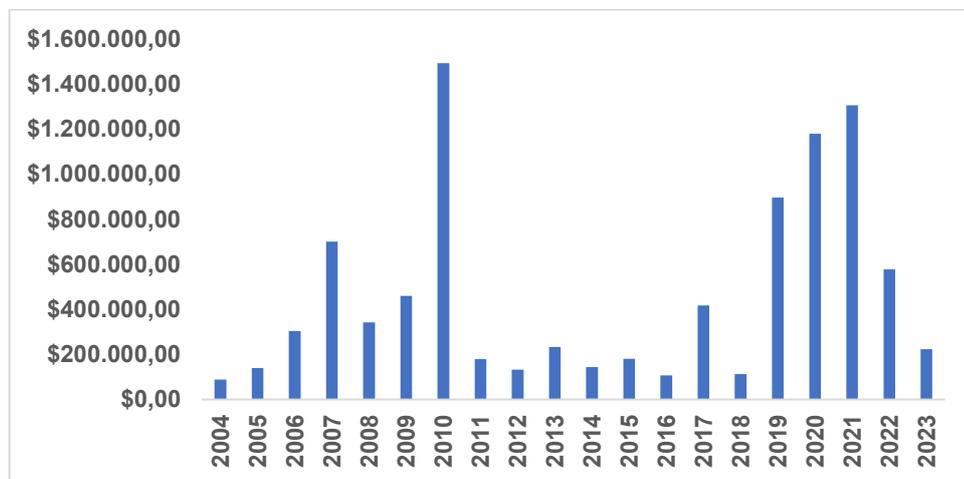
Em análise aos dados históricos sobre a relação entre a emissão de novas ações no mercado de capitais e a taxa de juros, é possível evidenciar a relação entre os efeitos da política macroeconômica e o aquecimento do mercado acionário, uma vez que impactam de forma direta a decisão de alocação dos investidores, o nível de poupança dos agentes econômicos e o

apetite ao risco nos investimentos. Como mencionado anteriormente, o custo de capital próprio exerce grande influência sobre a decisão de alocação do investidor. Essa métrica é bastante afetada pela variação da taxa de juros do mercado doméstico.

Na perspectiva da empresa, a relação entre a SELIC e a atratividade das ofertas públicas desempenha um papel significativo na escolha entre emitir dívida ou *equity*. Com o aumento dos custos associados à emissão de dívida devido às altas taxas de juros esperadas pelos investidores, comparadas ao risco relativamente baixo dos títulos públicos, muitas empresas passam a considerar a emissão de ações como uma alternativa mais vantajosa para financiar seus projetos de expansão. Isso ocorre devido ao alto retorno esperado pelos investidores em relação aos títulos de dívida privada, tornando o financiamento por meio de ações uma opção mais atraente em termos de custo de capital.

A figura 4 demonstra a oferta total de ações nos IPOs em cada ano de destaque mencionado anteriormente. Além disso, podemos perceber um destaque no ano de 2010 e nos anos referentes a pandemia, 2020 e 2021.

Figura 4 - OFERTA TOTAL DE AÇÕES NOS IPOs MAIS FOLLOW-ON (2004 – 2023)



Fonte: B3, 2023.

Em uma análise inicial, é evidente que os anos de 2006 e 2007 registraram picos notáveis em termos de quantidade de empresas que abriram capital. No entanto, o ano de 2010 se destaca como um ponto de referência importante, quando a oferta total de ações atingiu seu valor histórico máximo. Esse marco notável foi, em grande parte, atribuído à abertura de capital da Petrobras, uma das maiores empresas estatais do Brasil, que lançou um IPO extremamente significativo em termos de volume de ações.

Além disso, o período da pandemia que se iniciou em 2020 e se estendeu para 2021 também merece destaque. Durante essa fase desafiadora e incerta, observamos um aumento significativo na oferta total de ações em IPOs, o que pode ser interpretado como uma resposta tanto das empresas em busca de capital como dos investidores em busca de oportunidades em um mercado volátil.

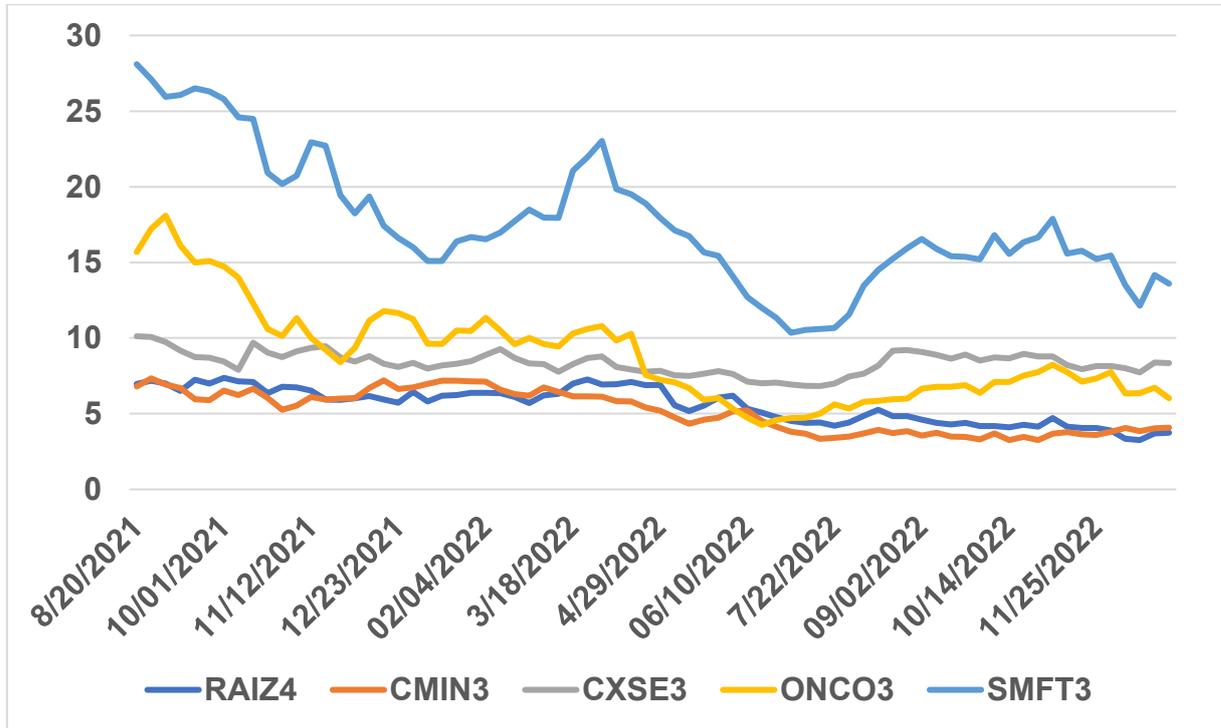
O conceito de *market timing* se torna especialmente relevante ao analisar nas figuras que revelam anos específicos de grande atividade, como 2006, 2007, 2020, 2021 e 2023. Nessas datas, as empresas e investidores provavelmente aproveitaram o otimismo do mercado e as oportunidades de crescimento, indicando uma abordagem sensível ao *market timing* (STEFFEN E ZANINI, 2012). Além disso, as figuras sobre a oferta total das IPOs demonstram como, em 2010, o mercado atingiu um pico notável devido à abertura de capital da Petrobras.

3.3 Desempenho dos preços das ações pós-IPO

Como já descrito anteriormente, 2021 é um dos anos caracterizados por um “boom” de IPOs no Brasil. Após explorar os motivos, é necessário entender também os resultados gerados após a abertura. Para isso foram analisadas as cinco principais IPOs desse ano em relação ao valor de mercado, e foi observado tanto o preço das ações semana a semana quanto a variação total do preço até o dia 01/01/2023. As empresas analisadas foram: Raízen (RAIZ4), CSN Minerações (CMIN3), Caixa Seguridade (CXSE3), Oncoclínicas (ONCO3) e Smart Fit (SMFT3).

Na figura abaixo podemos observar que nas primeiras duas semanas após a abertura de capital, observou-se uma tendência geral de queda nos preços das ações das cinco IPOs analisadas - Raízen, Smart Fit, Caixa Seguridade, CSN Mineração e Oncoclínicas. No entanto, destaca-se um cenário diferenciado para as ações da ONCO3 e CMIN3. Enquanto as demais enfrentaram uma diminuição em seus valores de mercado durante esse período inicial, ONCO3 e CMIN3 apresentaram uma resistência notável, demonstrando uma relativa estabilidade ou até mesmo um possível aumento de valor.

Figura 5 - VARIAÇÃO DO PREÇO DAS AÇÕES DA RAIZ4, CMIN3, CXSE3, ONCO3 E SMFT3 (2021 – 2022)



Fonte: *Google Finance*.

Não obstante a resistência inicial de algumas ações, nas semanas subsequentes, todas apresentaram uma tendência geral de queda, resultando em uma perda de valor absoluto ao longo do período analisado. A volatilidade inerente ao mercado de capitais foi evidente, destacando a necessidade de uma análise contínua para compreender os fatores dinâmicos que moldam o desempenho pós-IPO. A aparente resiliência inicial de algumas ações foi gradualmente subjugada pelas forças do mercado, sublinhando a complexidade e imprevisibilidade associadas ao comportamento das ações após a abertura de capital.

Tabela 1 - VARIAÇÃO ACUMULADA NOS PREÇOS DAS AÇÕES DA RAIZ4, CMIN3, CXSE3, ONCO3 E SMFT3 NOS ANOS DE 2021 E 2022

	RAIZ4	CMIN3	CXSE3	ONCO3	SMFT3
VARIAÇÃO TOTAL	-46.79%	-51.33%	-15.54%	-86.43%	-51.91%

Fonte: *Google Finance*, 2023.

Ao examinarmos a variação total dos preços das ações durante o período completo, observamos distintos padrões de desempenho. RAIZ4 e SMFT3 apresentaram significativas variações negativas, registrando quedas de 46.79% e 51.91%, respectivamente. CMIN3 e CXSE3 também evidenciaram uma tendência de baixa, com variações totais de -51.33% e -15.54%, respectivamente. A ONCO3, por sua vez, destacou-se por uma variação extremamente negativa, perdendo expressivos 86.43% de seu valor ao longo do período analisado.

3.4 Perfil dos investidores

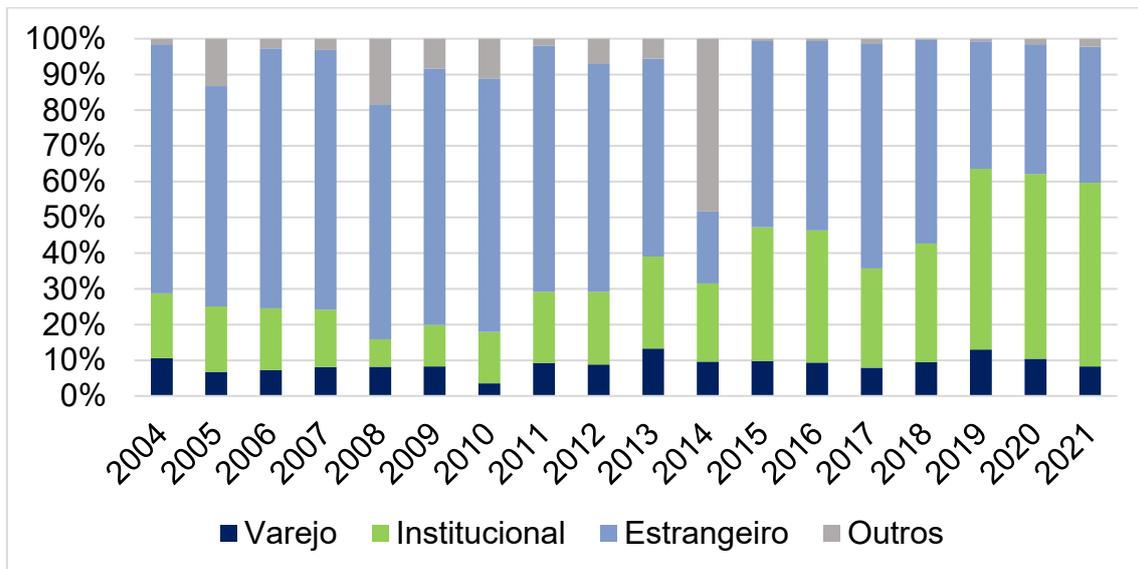
A flutuação significativa no volume de IPOs no Brasil ao longo do tempo pode ser atribuída a uma interação complexa de fatores econômicos e informacionais que moldam as decisões de empresas e investidores.

Primeiramente, durante períodos de expansão econômica, como aqueles observados em 2006, 2007 e, mais recentemente, em 2020, 2021 e 2023, a demanda por capital costuma ser mais alta. Empresas identificam oportunidades de crescimento e expansão de seus negócios em um ambiente econômico favorável. Nesse contexto, a decisão de abrir capital por meio de IPOs é impulsionada pela busca de recursos para financiar projetos e aproveitar o otimismo geral do mercado. Os anos de 2006, 2007 e o período de 2020-2023, que representam picos notáveis de atividade de IPOs, estão alinhados com esses momentos de expansão (LOWRY, 2003).

Além disso, o otimismo dos investidores desempenha um papel fundamental na flutuação do volume de IPOs. Quando os investidores estão confiantes no desempenho futuro do mercado e das empresas, eles estão mais dispostos a participar de IPOs. Os anos de boom, como 2006 e 2007, refletem o entusiasmo dos investidores, que contribuem para o aumento na quantidade de empresas que optam por abrir capital. Da mesma forma, durante a pandemia em 2020 e 2021, observou-se um otimismo surpreendente em relação à recuperação econômica, levando a um interesse elevado por parte dos investidores em oportunidades de investimento por meio de IPOs (LOWRY, 2003).

Em relação a demanda dos investidores pelas ofertas primárias, nos últimos anos podemos observar com base na figura 6, um crescimento significativo na participação dos investidores institucionais, categoria que engloba instituições financeiras, fundos de investimento, companhias de seguros e outras entidades afins. Essa tendência é reflexo da crescente maturidade e contínua sofisticação do mercado de capitais, à medida que os fundos locais têm aprofundado seu envolvimento no processo de aquisição de ações de empresas que lançam ofertas públicas.

Figura 6 - PARTICIPAÇÃO NOS IPOS POR TIPO DE INVESTIDOR (2004 – 2021)



Fonte: B3, 2023.

A participação cada vez maior desse tipo de investidor em IPOs é uma característica observada também em países com mercado de capitais mais desenvolvido como nos Estados Unidos. Algumas ofertas realizadas na NYSE (*New York Stock Exchange*) já contam inclusive com a figura de um investidor âncora que se compromete a participar da oferta e com isso, garante acordos de ingerência com a companhia e fomentam a demanda para que mais investidores participem da oferta. Esse foi o caso da empresa *Birkenstoch Holding*, que contou com a participação do investidor âncora *Norges Bank Investment Management*, um fundo com patrimônio líquido avaliado em aproximadamente US\$ 1,4trilhão. (BLOOMBERG, 2023)

A crescente participação dos fundos é impulsionada por vários fatores, incluindo a busca por retornos atrativos em um ambiente de taxas de juros historicamente baixas, a necessidade de diversificação de portfólio e a crescente confiança no mercado de ações como um veículo de investimento sólido a longo prazo. A presença robusta de investidores institucionais em ofertas públicas de ações não afeta apenas a dinâmica dos mercados, mas também representa um sinal da contínua evolução do setor financeiro global e da importância crescente da participação institucional na economia.

Apesar dos números recordes de investidores pessoas físicas se cadastrando na bolsa de valores, esse grupo ainda não participa de maneira significativa das novas ofertas. Dentre as razões que ainda impedem a crescente participação desse público, destacam-se fatores como aporte mínimo de alocação, a volatilidade das ações que ainda não possuem histórico de negociação, bem como a falta de informação por parte dos investidores, uma vez que as

apresentações tradicionais com dados sobre a oferta são realizadas para grupos estratégicos que apresentam um grande potencial de investimento.

No entanto, é importante reconhecer que a decisão de abrir capital em IPO também está relacionada ao problema de assimetria de informação. Empresas buscam maximizar o valor de suas ações durante o IPO, e os investidores buscam maximizar seus retornos. Isso cria uma dinâmica na qual as informações divulgadas pelas empresas podem ser otimistas ou assimétricas, influenciando a decisão de investidores. Portanto, durante anos de alta atividade de IPOs, pode ocorrer uma assimetria de informação em que as empresas buscam maximizar o valor de suas ações, mas os investidores precisam avaliar cuidadosamente a qualidade das informações disponíveis para tomar decisões de investimento informadas (LOWRY, 2003).

3.5 Distribuição setorial

Ao observar os dados que revelam a quantidade de IPOs por setor no Brasil é possível ter uma visão detalhada da dinâmica do mercado de Ofertas Públicas Iniciais no país. Cada setor apresenta um número diferente de IPOs, o que reflete as tendências econômicas, regulatórias e de mercado específicas que afetam essas indústrias.

Tabela 2 - QUANTIDADE DE IPOS POR SETOR NO PERÍODO DE 2004 A 2023

Setor	Quantidade de IPOs
<i>Real Estate</i>	41
<i>Electric Utilities</i>	36
<i>Banks</i>	35
<i>Residential Construction</i>	32
<i>Software And Services</i>	18
<i>Med Hosp Serv. Anal And Diagnostics</i>	17
<i>Education Services</i>	16
<i>Diversified Retailers</i>	11
<i>Exploration. Refining And Distribution</i>	12
<i>Apparel</i>	12
<i>Insurance</i>	10
<i>Meat, Poultry and Others</i>	10

<i>Medical Products</i>	12
Outros	246

Fonte: B3, 2023.

O setor imobiliário lidera a lista com 41 IPOs, sugerindo um contínuo interesse em oportunidades relacionadas a propriedades, desenvolvimento e construção. Isso está alinhado com a demanda por habitação e infraestrutura no Brasil. Os serviços públicos de eletricidade aparecem em segundo lugar, com 36 IPOs, indicando investimentos na infraestrutura energética do país, especialmente nas fontes de energia limpa e renovável.

O setor de construção residencial desempenha um papel fundamental na economia do Brasil, refletindo a importância da construção civil no país. Com 32 IPOs nesse setor, podemos identificar uma demanda contínua por oportunidades de investimento relacionadas à habitação e ao desenvolvimento imobiliário.

Com 18 IPOs no setor de *Software and Services*, 17 no setor de *Med Hosp Serv. Anal and Diagnostics* e 16 em *Education Services*, esses números apontam para a crescente demanda por oportunidades nesses campos de tecnologia, saúde e educação. O mercado reconhece o potencial de crescimento e a rentabilidade desses setores, impulsionando a expansão de empresas e startups que atuam nesses domínios. Essas ofertas públicas iniciais refletem a busca por investimentos em áreas com alta demanda e oportunidades de inovação em um cenário econômico em constante evolução.

Essa distribuição de IPOs por setor demonstra a diversidade da economia brasileira e as oportunidades que atraem investimentos em várias indústrias. A abertura de capital por empresas em diferentes setores reflete não apenas as necessidades econômicas do país, mas também a resposta a oportunidades de crescimento em áreas específicas. O sucesso dessas ofertas públicas iniciais depende da análise cuidadosa das empresas, do ambiente de mercado e da confiança dos investidores.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Foram exploradas, além de motivações para se fazer um IPO, motivações que levaram empresas no Brasil a reconsiderar a decisão de realizar IPOs, identificando uma série de desafios e obstáculos enfrentados no cenário econômico e político atual. Dentre as principais razões para a desistência de IPOs, destacam-se a alta taxa de juros, a elevação da inflação, projeções de crescimento do PIB mais modestas, turbulência política e um aumento significativo na percepção do risco-país. Esses fatores criam um ambiente desafiador para as empresas que consideram abrir seu capital na Bolsa de Valores brasileira.

Adicionalmente, o processo de IPO em si é uma empreitada dispendiosa, com custos substanciais para as empresas, principalmente devido à necessidade de divulgação mais detalhada de informações (*disclosure*). Este aspecto adiciona uma camada de complexidade financeira ao já desafiador cenário macroeconômico, tornando a decisão de abrir o capital uma ponderação minuciosa para as organizações.

Foi observado, no entanto, que mesmo diante desses desafios, empresas de médio porte estão acessando o mercado de capitais no Brasil. Contudo, é importante destacar que os investidores estão cada vez mais exigentes quanto ao nível de governança corporativa, destacando a importância do compromisso com práticas transparentes e éticas por parte das empresas.

Os dados analisados também apontam para uma tendência negativa em relação à valorização das ações em IPOs realizados entre 2020 e 2021, com ações selecionadas em amostragem para análise apresentando variação negativa nos preços das ações. Apesar disso, o valor de mercado das empresas que abriram capital entre 2004 e 2021 já representa uma fatia significativa da B3, indicando uma mudança gradual na dinâmica do mercado de capitais brasileiro e uma tendência de valorização positiva em um maior recorte temporal.

Entretanto, mesmo com esses avanços, a Bolsa brasileira ainda enfrenta desafios em sua jornada rumo à diversificação, permanecendo fortemente concentrada em setores tradicionais. Este cenário ressalta a necessidade contínua de incentivos e políticas que estimulem a entrada de empresas de diversos setores, contribuindo para um mercado mais dinâmico e resiliente.

Em síntese, a decisão de realizar um IPO no Brasil é complexa e influenciada por uma miríade de fatores econômicos, políticos e financeiros. Apesar dos desafios identificados, as empresas que optam por este caminho podem se beneficiar da valorização das ações e da oportunidade de acesso a novos investidores. Contudo, o comprometimento com altos padrões

de governança e a superação dos desafios econômicos e políticos continuam sendo elementos cruciais para o sucesso nessa empreitada.

REFERÊNCIAS

- ALBERGONI, Leide; KÜSTER, Guilherme Blanski. Abertura de capital como fonte de financiamento aos investimentos no Brasil: análise do período de 2004 a 2007. *Revista FAE*, Curitiba, v. 13, n. 2, p. 1-14, jul./dez. 2010.
- ALDRIGHI, Dante Mendes. *As Ofertas Públicas Iniciais na Bovespa no Período Recente: Características das Empresas, Estrutura de Propriedade e de Controle, e Desempenho*. 2010.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Risco País: Série Perguntas Mais Frequentes*. Brasília, DF: Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin), 2016. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/meubc/faqs/s/banco-central>. Acesso em: 17 jan. 2023.
- B3. *Ofertas Públicas e IPOs*. [S. l.], Julho 2023. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/ofertas-publicas/estatisticas/. Acesso em: 4 jul. 2023.
- BLOOMBERG. Como o maior fundo soberano do mundo tem aquecido a volta dos IPOs nos EUA. *Bloomberg Línea*, [S. l.], p. 1, 3 out. 2023. Disponível em: <https://www.bloomberglinea.com.br/mercados/como-o-maior-fundo-soberano-do-mundo-tem-aquecido-a-volta-dos-ipos-nos-eua/>. Acesso em: 15 nov. 2023.
- BRAU, James C.; FAWCETT, Stanley E. Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. *The Journal of Finance*, v. LXI, n. 1, fevereiro de 2006. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00840.x>
- CHEMMANUR, Thomas J.; FULGHIERI, Paolo. A Theory of the Going-Public Decision. *The Review of Financial Studies*, v. 12, n. 2, verão de 1999, p. 249-279. <https://doi.org/10.1093/rfs/12.2.249>
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Mercado de valores mobiliários brasileiro*. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. 380p. : il. ISBN 978-85-67896-04-5.
- DELOITTE. *Preparação e custos para abertura de capital no Brasil: Uma análise sobre as ofertas de ações no País entre 2004 a 2020*.
- ELLER, Estêvão Passos. *Análise do Desempenho de Longo Prazo dos IPOs de empresas com participação prévia de fundos de Private Equity e Venture Capital de 2004 a 2011 na BM&F Bovespa*. Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2012.
- GIAMBIAGI, FABIO et al. *Rompendo com a Ruptura: O Governo Lula*. In: GIAMBIAGI, Fabio et al. *Economia Brasileira Contemporânea*. 2º. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. cap. 8, p. 197-234. ISBN 978853524863.
- IPEA. *EMBI+ Risco-Brasil*. S.L.: JP Morgan, 15 maio 2023. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=40940&module=M>. Acesso em: 15 maio 2023.

KIM, Woojin; WEISBACH, Michael S. Motivations for public equity offers: An international perspective. KDI School of Public Policy and Management, Seoul, South Korea; University of Illinois at Urbana-Champaign, Champaign, IL, USA and National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, USA. 2008.

LOWRY, Michelle. Why does IPO volume fluctuate so much? *Journal of Financial Economics*, v. 67, p. 3–40, 2003. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00230-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00230-1)

OLIVEIRA, Bruno. Fatores Determinantes para Abertura de Capital de Empresas Brasileiras. - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

PWC. Como abrir o capital da sua empresa no Brasil (IPO) 2011 - Início de uma nova década de crescimento. PricewaterhouseCoopers, São Paulo, 2011.

PWC. O IPO como alternativa para impulsionar o futuro da sua empresa: Informações sobre custos de abrir capital e operar como companhia aberta no Brasil e nos EUA, [s. l.], 29 ago. 2019. Disponível em:

https://www.b3.com.br/data/files/DB/75/47/58/B07CA610F33E5CA6AC094EA8/Estudo_-_Custo_do_IPO.pdf. Acesso em: 2 mar. 2022.

RITTER, J. (1998). Initial Public Offerings. *Warren Gorham and Lamont Handbook of Modern Finance*, 2, 5-30.

RODRIGUES, Ana Carolina. A evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil. *Scientia Iuris*, Londrina, v. 16, n. 2, p. 107-128, dez. 2012. <https://doi.org/10.5433/2178-818.2012v16n2p107>

STEFFEN, Helen Cristina; ZANINI, Francisco Antônio Mesquita. Abertura de Capital no Brasil: Percepções de Executivos Financeiros. Artigo apresentado no BALAS Anual Conference 2011 – The Business Association of Latin American Studies, Universidad Adolfo Ibañez Escuela de Negocios de Santiago/Chile. Chile.

VERSIGNASSI, Alexandre. CRASH: Uma breve história da economia. 2. ed. [S. l.]: LEYA BRASIL, 2015. ISBN 9788544101872. E-book.