



UFRJ

UFRJ - UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

CCJE - CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS

FACC - FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS

GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

**DANIEL DE ALMEIDA LEÃO SALLES**

**UMA INVESTIGAÇÃO SOBRE A ABERTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS  
BRASILEIRAS NA ÚLTIMA DÉCADA**

RIO DE JANEIRO

2020

**DANIEL DE ALMEIDA LEÃO SALLES**

**UMA INVESTIGAÇÃO SOBRE A ABERTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS  
BRASILEIRAS NA ÚLTIMA DÉCADA**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Graduação em Administração da Faculdade de Administração e Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro (FACC/UFRJ), como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Administração.

Professor Orientador: Luiz Carlos Moura

Professor Coorientador: Alexis Cavichini

Professor Leitor: Synval Neto

RIO DE JANEIRO

2020

**Ficha catalográfica**

--

***À toda minha família pela educação e  
apoio em minha caminhada***

## **AGRADECIMENTOS**

Gostaria de agradecer a minha família por todo apoio até aqui, especialmente meus pais Marcela e Eduardo, minhas irmãs Isadora e Bruna, minhas sobrinhas Joana e Laís e minha namorada Rafaela. A caminhada até aqui exigiu muito esforço e sem vocês eu não teria conseguido.

Agradeço também a todos os amigos que me acompanharam nessa trajetória, desde a escola até os companheiros da universidade, com quem dividi inúmeros aprendizados e por facilitarem todo o período dentro da faculdade.

Agradeço a minha instituição e a todos que fazem a Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ ser essa referência no ensino de qualidade. Gostaria de agradecer especialmente aos professores: Luiz Carlos Moura, Alexis Cavichini, André Barcaui, Renato Nunes Bittencourt, Laura Valencia e Ricardo Rohm. Muito obrigado por todo ensinamento dentro e fora das salas de aula, vocês certamente ficarão marcados na minha memória e na realização desse sonho!

## RESUMO

O objetivo deste trabalho é investigar se a aplicação na abertura de capital das empresas é um investimento com prêmio de risco atrativo para os investidores, tendo em vista o longo prazo. Nesse sentido, tal investimento se mostrou uma boa alternativa na última década, tendo retornos médios muito acima da taxa livre de risco do mercado brasileiro, a SELIC. Além disso, visando identificar padrões que possam ajudar a balizar decisões futuras, foram analisadas diversas características das empresas que abriram capital no período, sendo elas: ano do *IPO*, setor, idade ao abrir capital e tamanho da oferta. Entretanto, é sempre importante estar atento aos riscos inerentes a esse tipo de investimento e buscar a melhor decisão para o perfil de cada investidor.

**Palavras-chave:** investimento; abertura de capital; bolsa de valores; mercado de capitais; retornos de longo prazo; risco vs retorno

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Rentabilidade média ao longo do tempo.....	23
Gráfico 2. Rentabilidade média por ano dos <i>IPOs</i> .....	26
Gráfico 3. Rentabilidade média por idade das empresas ao realizar o <i>IPO</i> .....	27
Gráfico 4. Rentabilidade média por setor. ....	28
Gráfico 5. Rentabilidade média por tamanho da oferta. ....	29

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1. Subprecificação média em 34 países (2000 a 2006). .....	15
Quadro 2. Vantagens e desvantagens do <i>IPO</i> . .....	17
Quadro 3. Amostra do estudo. ....	19
Quadro 4. Estatística descritiva da amostra. ....	22
Quadro 5. Estatística descritiva dos resultados nos períodos analisados.....	24
Quadro 6. Estatística descritiva da rentabilidade de longo prazo por ano dos <i>IPOs</i> . ..	26
Quadro 7. Estatística descritiva da rentabilidade de longo prazo por idade das empresas no <i>IPO</i> .....	27
Quadro 8. Estatística descritiva da rentabilidade de longo prazo por setor. ....	28
Quadro 9. Estatística descritiva da rentabilidade de longo prazo por tamanho da oferta.....	29



## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>REVISÃO DE LITERATURA</b> .....	<b>12</b>
2.1	O PROCESSO BUROCRÁTICO DA ABERTURA DE CAPITAL .....	12
2.2	SUBPRECIFICAÇÃO DE AÇÕES NO <i>IPO</i> .....	14
2.3	OS CUSTOS INERENTES À ABERTURA DE CAPITAL .....	16
2.4	VISÃO DE LONGO PRAZO DAS EMPRESAS .....	17
<b>3</b>	<b>DADOS E METODOLOGIA</b> .....	<b>19</b>
3.1	TIPO E DESCRIÇÃO GERAL DA PESQUISA .....	19
3.2	POPULAÇÃO E AMOSTRA UTILIZADAS .....	19
3.3	PROCEDIMENTO DE COLETA E ANÁLISE DE DADOS.....	20
3.4	METODOLOGIA UTILIZADA PARA ANÁLISE .....	21
<b>4</b>	<b>ANÁLISE DESCRITIVA DOS RESULTADOS E DISCUSSÃO</b> .....	<b>21</b>
4.1	QUEM SÃO AS EMPRESAS QUE ABREM CAPITAL NO BRASIL? .....	21
4.2	ANÁLISE DA PERFORMANCE DAS EMPRESAS QUE ABRIRAM CAPITAL NO BRASIL .....	22
4.2.1	<i>ANÁLISE GERAL DOS RESULTADOS DA AMOSTRA</i> .....	23
4.2.2	<i>ANÁLISE POR ANO</i> .....	25
4.2.3	<i>ANÁLISE POR IDADE</i> .....	26
4.2.4	<i>ANÁLISE POR SETOR</i> .....	27
4.2.5	<i>ANÁLISE POR TAMANHO DA OFERTA</i> .....	28
<b>5</b>	<b>CONCLUSÃO</b> .....	<b>29</b>
<b>6</b>	<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	<b>32</b>

## 1. INTRODUÇÃO

As bolsas de valores mundiais se diferem muito em características, tamanho e tempo de existência, possuindo as particularidades de cada país e cada cultura em que estão inseridas. A bolsa de Amsterdam (*Amsterdam Stock Exchange*) foi criada ainda em 1602, sendo a primeira a registrar negociação de ações. Já a NYSE (*The New York Stock Exchange*), bolsa americana criada em 1792, é a maior do mundo em termos de capitalização, totalizando mais de \$21 trilhões de dólares em valor de mercado (2018).

A bolsa brasileira, atualmente B3, é recente comparada às demais, tendo sido criada em 1890. Além do menor histórico, a cultura de investimento em bolsa no Brasil ainda é muito incipiente, visto que aproximadamente apenas 1% da população<sup>1</sup> faz esse tipo de investimento (B3, 2020). Em termos de comparação, aproximadamente 60% da população dos EUA investe no mercado acionário, número este que ainda chegou a ser superior caso comparado ao período prévio à Crise de 2008.

Apesar de tamanha diferença, o nível de educação financeira vem evoluindo no Brasil, e somada à menor taxa de juros já existente no país (2% a.a.), muitas pessoas estão sendo atraídas por esse tipo de investimento. Em julho de 2019, período este onde a taxa de juros básica da economia já beirava os 6%, a bolsa brasileira registrava a marca de 1 milhão de investidores, batendo 2 milhões em abril de 2020, o que indica um crescimento considerável. É notável, entretanto, que ainda há muito a evoluir, assim como a literatura sobre o tema no país, existindo uma gama de possibilidades a serem melhor estudadas.

Grande parte da literatura acerca da abertura de capital das empresas, processo conhecido como *IPO* (*Inicial Public Offering*, em inglês), busca entender o retorno das ações de empresas que abriam capital no curto prazo. O objetivo desses estudos é retratar as primeiras variações das ações e o efeito de sua subprecificação, tal como o realizado por Loughran e Ritter (2002), onde avaliaram aproximadamente 3 mil *IPOs*. Ademais, os principais estudos acerca do longo prazo, iniciados ainda no início da década de 90 por Ritter (1991), foram realizados em épocas e países

---

<sup>1</sup> Segundo dados do IBGE de agosto de 2020, a população brasileira atingiu a marca de 211,8 milhões de habitantes, enquanto o relatório da B3 do mesmo período indica que a bolsa possui 2 milhões de pessoas físicas. Assim, o número aproximado de investidores na bolsa é de 1% da população brasileira.

diferentes, levando a conclusões que podem não se aplicar à realidade atual e ao nosso país.

Olhando para o Brasil, podemos dizer que o processo de abertura de capital de uma empresa não é simples de ser feito, haja visto que apenas 390 empresas estão listadas na bolsa brasileira (B3)<sup>2</sup>. Nesse sentido, o presente trabalho busca investigar se é rentável investir na abertura de capital das empresas tendo em vista o longo prazo (5 anos ou mais), pela perspectiva dos investidores. Estes, que possuem os mais variados perfis comportamentais, estão em busca dos melhores investimentos em relação a risco vs. retorno, sendo, conseqüentemente, os *IPOs* uma opção a ser considerada.

Ljungqvist, Nanda e Singh (2006) definem os investidores que são muito otimistas a respeito do desempenho das empresas disponíveis como “irracionalmente exuberantes”. Segundo eles, esses investidores são os responsáveis pelos retornos de curto e longo prazo das ações, ainda mais numa bolsa com tão poucas empresas listadas. Isso ocorre pois o momento de definição dos investidores sobre os papéis acaba sendo influenciado por diversas questões não muito racionais, deixando muitas vezes de lado as análises financeiras e dos múltiplos das empresas. Tal fator acaba impactando diretamente seu desempenho à posteriori e, conseqüentemente, a Bolsa brasileira no geral.

Algumas outras questões serão analisadas ao longo deste trabalho que também auxiliarão os investidores na decisão de investirem ou não em ações iniciantes na Bolsa de Valores. Primeiro, será investigado se o sucesso das aberturas de capital no Brasil está concentrado em setores específicos ou se não possui forte correlação com isso. Vale destacar que não serão feitas análises para entender a fundo as diferenças entre setores diversos, se limitando a evidenciá-las e compará-las em linhas gerais dado o cenário macroeconômico do país. Espera-se, neste ponto, que não haja diferenças significativas de retorno entre os diferentes setores da economia.

Posteriormente, será avaliado se há um padrão no período de tempo em que a curva de rentabilidade se inverte, tornando-se negativa ou positiva após algum

---

<sup>2</sup> Segundo informação divulgada pelo site Money Times em dezembro de 2019.

período específico (tal como uma comparação entre os *IPOs* iniciais vs. os *IPOs* mais recentes). Portanto, o estudo contribuirá com a discussão tanto acadêmica quanto empírica do tema, levando em consideração o período pós crise de 2009 e pré-crise da pandemia de 2020, colaborando, assim, para que os investidores compreendam melhor a variabilidade dessa promessa de investimento sem histórico de sucesso ou retornos passados que possam balizar a decisão de investimento final<sup>3</sup>. O estudo limitou-se às empresas que abriram capital na bolsa de valores brasileira, a B3, no período entre 2009 e 2015, restringindo-se a 31 empresas na amostra final.

Esse artigo está estruturado da seguinte forma: (i) o próximo capítulo irá introduzir o referencial teórico e o processo de abertura de capital no Brasil, explicitando as burocracias e custos atrelados; abordar a atuação dos intermediários dos *IPOs* e o efeito da subprecificação das ações; mostrar o contraponto na literatura entre o foco no curto e longo prazo pelas empresas. A sessão seguinte (ii) apresentará o tipo e a descrição utilizada para a pesquisa, além do racional por trás da amostra utilizada e o consequente procedimento de coleta e metodologia de análise. Por fim, (iii) serão apresentadas as estatísticas descritivas das empresas da amostra, os resultados encontrados e (iv) as conclusões a respeito dos resultados, com as devidas ressalvas, particularidades e possibilidades de pesquisas futuras.

## **2. REVISÃO DE LITERATURA**

### **2.1. O PROCESSO BUROCRÁTICO DA ABERTURA DE CAPITAL**

Decidir a melhor forma de captar recursos não é uma tarefa trivial: demanda diversas análises do momento da empresa e de sua estrutura de capital. Segundo Braga (1989), essas decisões de financiamento buscam equilibrar a estrutura financeira perante sua operação e seus objetivos futuros. A proporção entre as dívidas (capital de terceiros) e o patrimônio líquido (capital próprio e lucros retidos) reflete um dos principais indicadores de endividamento. Portanto, a aversão ao risco por parte dos gestores é um fator determinante, utilizando-se desse indicador para escolher onde a empresa irá captar recursos (PROCIANOY; SCHNORRENBARGER, 2004).

---

<sup>3</sup> Por mais que rentabilidade passada não seja preditor de performance futura.

Destarte, realizar uma Oferta Pública Inicial (em inglês, *IPO*) é uma das opções de financiamento a longo prazo para as empresas, visto que o capital recebido não se caracteriza como dívida. Com isso, há uma grande entrada de capital no patrimônio líquido da empresa, visando seu crescimento e consolidação frente ao mercado (ASSAF NETO, 2007). Entretanto, para abrir capital, uma empresa precisa planejar-se bem tanto na parte estrutural quanto na parte financeira, pois o procedimento é demorado e caro.

Segundo um estudo recente realizado pela Deloitte, entre os anos de 2005 e 2015, os custos totais para um *IPO* representaram 4,8% do valor das ofertas. Desses custos, as comissões dos bancos coordenadores<sup>4</sup> foram os mais relevantes, representando 3,8% do total distribuído na mediana das ofertas analisadas no período. As análises da Deloitte (2016) também demonstraram que os custos podem ser significativamente alterados de acordo com o setor em que a companhia está inserida, o tamanho da distribuição da oferta e a sua complexidade.

Além disso, esse processo demanda grande transparência, devendo haver compartilhamento de diversas informações internas (*due diligence*), balanços e resultados financeiros. Sendo assim, é necessário um departamento específico de relacionamento com investidores (OLIVEIRA, 2011), além de inúmeras outras obrigações relacionadas à governança corporativa das organizações. Ademais, segundo Ehrhard e Brigham (2014), muitos diretores e membros do conselho de administração utilizam parte do seu tempo expondo informações e objetivos da empresa para analistas do mercado e os investidores (atuais ou potenciais).

Cada país possui normas e regras próprias para tais processos, e no Brasil quem controla esse mercado é a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), criada em 1976. A primeira atitude da empresa ao tentar abrir capital é buscar aprovação interna, levando a pauta ao conselho de administração (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE; LAMB, 2013). Com a concordância do conselho, a organização pode encaminhar o pedido de registro de oferta pública à CVM, juntamente de uma minuta do prospecto preliminar. Com isso, o intuito é reforçar a análise prévia realizada pela entidade

---

<sup>4</sup> A atividade de coordenação dos bancos consiste em avaliar as finanças da empresa e as condições atuais do mercado para determinar o valor e a quantidade de ações a serem vendidas.

autorreguladora, garantindo que, ao fim da mesma, chegue à CVM um documento que espelha o prospecto preliminar que será disponibilizado ao mercado<sup>5</sup>.

Durante esse processo, existe uma regra do órgão fiscalizador que restringe manifestações na imprensa ou em outras mídias, tanto por parte da emissora, quanto pelas demais instituições que participam da oferta pública em curso. Por esse motivo, ele é chamado de período de silêncio, que de acordo com a instrução 400/2003 da CVM, deve se iniciar sessenta dias antes do protocolo de registro da oferta pública (Suno Research, 2020). A finalidade do período de silêncio é evitar algum tipo de influência sobre os potenciais investidores, devendo estes pautar a decisão de aderir ou não a uma oferta pública somente pelo prospecto.

## **2.2. SUBPRECIFICAÇÃO DE AÇÕES NO IPO**

Uma das etapas dos *IPOs* é o processo de subscrição de ações (em inglês, *underwriting*), onde a empresa emissora contrata um ou mais intermediários financeiros para realizar as operações de lançamento de ações no mercado primário. Geralmente, essa atividade é feita por mais de uma instituição, que podem ser bancos múltiplos, bancos de investimentos, sociedades corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários. Desse modo, os lançamentos públicos de ações podem ser basicamente de três tipos:

- I. Underwriting puro ou firme: a(s) instituição(ões) financeira(s) subscreve(m) a emissão total, encarregando-se de colocá-la no mercado junto aos investidores individuais e institucionais, assumindo todo o risco de fracasso da operação;
- II. Melhor esforço: a(s) instituição(ões) financeira(s) assume(m) apenas o compromisso de fazer o melhor esforço para colocar o máximo de uma emissão junto à sua clientela, nas melhores condições possíveis e num determinado período de tempo, sendo que as dificuldades da operação irão se refletir diretamente na empresa emissora;

---

<sup>5</sup> “A minuta do prospecto preliminar e o prospecto preliminar (divulgado pelo ofertante junto com o aviso ao mercado) devem ser substancialmente idênticos, ressalvadas as alterações decorrentes do cumprimento de exigências da CVM” (CVM, 2016).

- III. Residual: a(s) instituição(ões) financeira(s) não se responsabiliza(m) pela integralização total das ações emitidas, havendo apenas um comprometimento de negociar as novas ações junto ao mercado durante certo tempo, podendo ocorrer a devolução, para a empresa emitente, das ações que não foram absorvidas pelos investidores individuais e institucionais.

Sendo assim, uma das funções mais importantes desses intermediários é a precificação das ações que serão lançadas, podendo influenciar bastante o mercado. Precificar corretamente uma ação é uma tarefa árdua e conflitante, visto que a empresa terá um custo altíssimo se o preço for muito elevado ou muito baixo. A subprecificação (em inglês, *underpricing*), o fenômeno de altos retornos das ações após começar a ser negociada, é bastante comum. Por causa disso, a subprecificação no curtíssimo prazo é um dos assuntos mais estudados pela academia em relação aos *IPOs*, sendo um tema recorrente.

Neste sentido, Boulton, Smart e Zutter (2011) fizeram um grande estudo em 34 países sobre a subprecificação que costuma ocorrer no mercado, de acordo com o quadro 1. As análises encontraram uma média de 27,53% de desconto nos países pesquisados entre 2000 e 2006, sendo 8,96% a média da subprecificação no Brasil. Esse fenômeno é caracterizado como um custo indireto para a empresa, visto que ela deixa de arrecadar um valor maior pela venda das ações por estar abaixo do preço justo de mercado, gerando um custo de oportunidade para a mesma.

Quadro 1 – Subprecificação média em 34 países (2000 a 2006)

País	Número de empresas	Subprecificação média	País	Número de empresas	Subprecificação média
Japão	1.092	57,29%	Reino Unido	1.034	17,70%
Polônia	23	50,97%	África do Sul	5	16,85%
Coréia do Sul	327	49,08%	Hong Kong	521	16,10%
Indonésia	53	38,89%	Nova Zelândia	35	15,03%
India	97	38,73%	Suiça	43	14,86%
Canadá	21	37,03%	Áustria	25	14,31%
Malásia	331	35,04%	Filipinas	23	14,08%
Alemanha	223	29,96%	Holanda	12	13,49%
Grécia	49	28,02%	França	282	12,63%
Estados Unidos	1.128	24,60%	Portugal	8	10,65%
Dinamarca	15	23,18%	Itália	99	9,62%
Singapura	360	20,37%	Brasil	28	8,96%

Austrália	711	19,96%	Bélgica	24	8,11%
Turquia	5	19,51%	Espanha	20	7,95%
Finlândia	21	18,94%	Suécia	42	6,22%
Tailândia	153	18,35%	Noruega	60	4,18%
Taiwan	431	17,90%	México	5	2,53%
			<b>Amostra Total</b>	<b>7.306</b>	<b>27,53%</b>

Fonte: Boulton, Smart e Zutter (2011).

Nessa mesma linha, o estudo realizado por Loughran e Ritter, entre 1990 e 1998, buscou calcular o valor médio que os empresários deixam de receber com a subprecificação. Eles verificaram que, no período analisado, a quantia média foi de US\$ 9,1 milhões (nove milhões e cem mil dólares), aproximadamente duas vezes maior que o valor pago diretamente pelas comissões dos bancos de investimento. Entretanto, os autores afirmam que os empresários dessas corporações não ficam insatisfeitos por receber um valor menor que o potencial do *IPO*, pelo contrário, ficam contentes com o grande aumento no patrimônio líquido da empresa que tal valorização das ações acaba gerando.

### 2.3. OS CUSTOS INERENTES À ABERTURA DE CAPITAL

Além da subprecificação, Ross et al., (2013) citam outros custos diretos e indiretos que estão embutidos na emissão e venda de ações na bolsa de valores. No Brasil, são eles:

- a) comissões dos bancos coordenadores da subscrição<sup>6</sup>;
- b) outras despesas diretas, as quais incluem taxas de registro, assessoria jurídica e impostos;
- c) despesas indiretas, caracterizadas pelo tempo que os administradores da empresa gastam trabalhando para realizar a emissão das ações;
- d) opção de lote suplementar, sendo o direito dos bancos subscritores de comprar ou colocar ações adicionais ao preço de oferta para cobrir percentuais de distribuição maiores para os investidores;

<sup>6</sup> No Brasil, os bancos coordenadores da subscrição vendem para os investidores a emissão ao preço definido e cobram uma comissão da empresa emissora.



e) possível queda no preço das ações existentes caso haja uma emissão subsequente (*follow-on*).

Portanto, os custos de lançamento devem sempre ser analisados e determinantes para decisão da melhor forma de financiamento para a empresa (ROSS et al., 2013). Levanto em conta todas essas questões, Damodaran (2004), Ehrhardt e Brigham (2014) e Pinheiro (2007) destacam as principais vantagens e desvantagens de realizar um *IPO*, de acordo com o quadro 2.

Quadro 2 - Vantagens e desvantagens do *IPO*

<b>Vantagens</b>	<b>Desvantagens</b>
Maior acesso aos mercados financeiros e ao capital para os projetos	Estruturar departamento de acionistas e relação com investidores
Aumenta a liquidez e permite que os fundadores colham os frutos	Perda de controle acionário
Desenvolvimento de imagem institucional junto ao mercado <sup>7</sup>	Elevado custo de abertura de capital
Estabelece um valor para a empresa	Passível de sofrer uma oferta pública de aquisição
Maior capacidade de negociação, principalmente em fusões	Custos legais e administrativos
Maior flexibilidade nas decisões estratégicas da empresa	Contratação de auditoria externa
Melhor solução para sucessão de empresas familiares	Criação de conselhos de administração
Aumento dos mercados potenciais	Divulgação de informações até então confidenciais

Fonte: Damodaran (2004), Ehrhardt e Brigham (2014) e Pinheiro (2007).

## 2.4. VISÃO DE LONGO PRAZO DAS EMPRESAS

Ter a atenção e o foco voltados para o longo prazo não é tão simples quanto deveria ser, tanto para as pessoas físicas quanto para as empresas. Tiago Reis, fundador da Suno Research, explica que investimentos a longo prazo são aqueles acima de cinco anos, podendo chegar até a 20 anos à frente. Acrescenta ainda que o benefício de mirar um período de tempo maior é a possibilidade de ter mais frieza e tranquilidade para tomar decisões diante de cenários desfavoráveis do curto prazo, visto que ele acredita que se usa menos impulsos emocionais (Suno Research, 2018).

---

<sup>7</sup> Há tanto o lado positivo quanto o negativo dessa maior exposição ao mercado, não necessariamente havendo uma verdade absoluta a respeito desse tópico.

Entretanto, a famosa citação do economista britânico John Maynard Keynes, “no longo prazo, estaremos todos mortos”, adiciona um ponto relevante para a discussão. Segundo ele, devemos pensar no futuro sim, porém não podemos acreditar que tudo irá se resolver pelos ciclos naturais da economia, sendo preciso agir no curto prazo contra as crises. Ambos os discursos não são contraditórios, visto que é totalmente possível analisar ambos os cenários para conduzir decisões estratégicas para as empresas.

Um estudo realizado pela McKinsey Global Institute, em 2017, apontou que administrar empresas visando o longo prazo é muito mais rentável para o negócio, gerando mais lucros, mais empregos e melhores resultados em diversos aspectos. Os pesquisadores do estudo analisaram o período de 2001 a 2014 e verificaram que as empresas que visam o longo prazo cresceram em média 47% a mais do que as outras organizações e tiveram lucros 36% maiores. Além disso, essas empresas geraram, aproximadamente, 12 mil empregos a mais no mercado e alavancaram o preço suas ações exponencialmente.

Para a McKinsey, se todas empresas americanas tivessem seguido essa visão de longo prazo, o PIB dos EUA e o número de empregos seriam consideravelmente maiores. Os críticos do curto prazo organizacional afirmam que as empresas sacrificam o desempenho futuro em prol de resultados imediatistas, devido a exigências de apresentar bons resultados trimestrais ao mercado financeiro (DAVID COHEN, 2017).

Todavia, o entendimento do sucesso ou fracasso do desempenho a longo prazo das empresas de capital aberto é uma tarefa mais complicada. Isso se dá devido a inúmeras empresas sofrerem o fenômeno de *underperformance* de longo prazo, que se caracteriza pela performance ruim das mesmas analisando um período de tempo maior. Ritter (1991), analisa que isso parece ocorrer mais em empresas de menor idade, após realizar um estudo na década de 70/80 no Estados Unidos.

Khurshed, Mudambi e Goergen (2007) também concordam que a idade da empresa é um fator de risco para o desempenho de longo prazo após a abertura de capital. Contudo, uma amostra de *IPOs* da Tailândia indicou resultado oposto, onde empresas mais jovens obtiveram maiores retornos a longo prazo (ALLEN et al., 1999). Portanto, não há um consenso na academia a respeito do tema, sendo um

interessante fator a ser compreendido e estudado, principalmente no cenário brasileiro recente.

### 3. DADOS E METODOLOGIA

#### 3.1. TIPO E DESCRIÇÃO GERAL DA PESQUISA

A presente pesquisa pode ser classificada como descritiva, quanto aos fins, pois ela será utilizada para expor características de um fenômeno específico. Neste caso, será investigado o sucesso ou fracasso dos *IPOs* no Brasil a longo prazo (5 anos ou mais). Em relação aos meios, trata-se de uma pesquisa documental, onde serão analisados documentos de empresas e os gráficos de variação do valor de mercado das mesmas através dos preços das ações.

#### 3.2. POPULAÇÃO E AMOSTRA UTILIZADAS

O universo do estudo serão as empresas que possuem capital aberto e estão listadas na bolsa de valores brasileira, totalizando 390 empresas, segundo informações de dezembro de 2019 (Money Times, 2019). Quanto à amostra, serão analisadas as empresas que abriram capital na última década e estão listadas há pelo menos 5 anos, ou seja, do ano de 2009 a 2015. Dessas 43 empresas, foram retiradas da análise as que já fecharam capital<sup>8</sup> ou que sofreram processo de fusão com outras organizações, totalizando então, 31 empresas na amostra do estudo (conforme o quadro 3).

Quadro 3 – Amostra do estudo

EMPRESA	CÓDIGO	SETOR	ANO DO IPO
VISANET	CIEL3	Financeiro	2009
SANTANDER BR	SANB11	Financeiro	2009
DIRECIONAL	DIRR3	Consumo Cíclico	2009
FLEURY	FLRY3	Saúde	2009
BR PROPERT	BRPR3	Financeiro	2010
OSX BRASIL	OSXB3	Bens Industriais	2010

<sup>8</sup> O processo de fechamento de capital ocorre através da oferta pública de aquisição (OPA), onde um acionista, ou um grupo, compra uma parcela, ou a totalidade, das ações de uma empresa listada na bolsa de valores. Assim, seguindo algumas normas da CVM para o processo, ocorre o fechamento da negociação das ações da empresa dentro do mercado de capitais.

ECORODOVIAS	ECOR3	Bens Industriais	2010
MILLS	MILS3	Bens Industriais	2010
JULIO SIMOES	SIMH3	Bens Industriais	2010
RENOVA	RNEW11	Utilidade Pública	2010
BR INSURANCE	APER3	Financeiro	2010
AREZZO CO	ARZZ3	Consumo Cíclico	2011
QGEP PART	ENAT3	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	2011
IMC HOLDINGS	MEAL3	Consumo Cíclico	2011
TIME FOR FUN	SHOW3	Consumo Cíclico	2011
MAGAZ LUIZA	MGLU3	Consumo Cíclico	2011
QUALICORP	QUAL3	Saúde	2011
TECHNOS	TECN3	Consumo Cíclico	2011
LOCAMERICA	LCAM3	Consumo Cíclico	2012
UNICASA	UCAS3	Consumo Cíclico	2012
LINX	LINX3	Tecnologia da Informação	2013
SENIOR SOL	SQIA3	Tecnologia da Informação	2013
BIOSEV	BSEV3	Consumo não Cíclico	2013
ALUPAR	ALUP11	Utilidade Pública	2013
BB SEGURIDADE	BBSE3	Financeiro	2013
SMILES	SMLS3	Consumo Cíclico	2013
ANIMA	ANIM3	Consumo Cíclico	2013
SER EDUCA	SEER3	Consumo Cíclico	2013
CVC BRASIL	CVCB3	Consumo Cíclico	2013
OUROFINO S/A	OFSA3	Saúde	2014
PARCORRETORA	WIZS3	Financeiro	2015

### 3.3. PROCEDIMENTO DE COLETA E ANÁLISE DE DADOS

A coleta de dados será feita a partir de uma pesquisa documental através de relatórios e informações do histórico das empresas da amostra. Isso será possível visto que todas as empresas listadas na bolsa têm obrigação de divulgar seus balanços e resultados financeiros para o mercado trimestralmente. Sendo assim, será utilizado o site Info Money para obter o histórico do valor das ações, assim como os documentos das próprias empresas<sup>9</sup> para informações pontuais (como avisos e fatos relevantes).

---

<sup>9</sup> Tais documentos costumam estar em uma parte do website das empresas destinada aos investidores, geralmente denominada “Relacionamento com Investidores”, e se caracterizam por não terem recebido tratamento por parte de autores.

### **3.4. METODOLOGIA UTILIZADA PARA ANÁLISE**

Após a coleta dos dados, será realizada uma análise quantitativa, buscando mensurar o desempenho das ações ao longo do tempo (desde o dia do *IPO* até o valor atual<sup>10</sup>). Assim, será possível identificar as empresas que obtiveram sucesso na abertura de capital, levando em conta a rentabilidade para os investidores. Além disso, será analisado se determinadas características das empresas geraram um sucesso maior do que outras. São elas: o setor, o ano do *IPO*, a idade da empresa ao abrir o capital e o tamanho da oferta (volume negociado), tudo com base na análise quantitativa dos dados.

Vale lembrar, que por se tratar de uma pesquisa quantitativa, não serão analisados os motivos do sucesso ou fracasso das empresas. O objetivo será de quantificar e identificar se existe um padrão que se repete entre elas em relação à rentabilidade. Além disso, não serão feitas análises para entender a fundo as diferenças entre os setores e as demais características das empresas, se limitando a evidenciá-las e compará-las em linhas gerais dado o cenário macroeconômico do país.

## **4. ANÁLISE DESCRITIVA DOS RESULTADOS E DISCUSSÃO**

### **4.1. QUEM SÃO AS EMPRESAS QUE ABREM CAPITAL NO BRASIL?**

A partir da análise da amostra, é possível observar alguns dados interessantes a respeito das empresas que abriram capital entre 2009 e 2015. O primeiro fator a ser destacado é sobre quando ocorreram esses *IPOs*, visto que quase 60% da amostra abriu capital nos 3 primeiros anos do período estudado (2009, 2010 ou 2011). Todos os anos analisados tiveram *IPOs*, sendo que 2014 e 2015 foram os anos com menor quantidade, sendo apenas um em cada. Olhando ainda para o tempo, também é interessante observar que 68% das empresas realizaram o *IPO* no primeiro semestre do ano, sendo abril o mês com maior quantidade (10 das 31 empresas).

A média de idade das empresas ao realizar o *IPO* foi de 24 anos, sendo que a empresa mais velha foi a Fleury aos 83 anos (fundada em 1926 e abriu o capital em

---

<sup>10</sup> Considerando o fechamento do último dia de 2019 (30/12/2019).

2009). Já a BR Insurance (atualmente chama-se Alper), abriu capital no mesmo ano em que foi fundada (2010), porém a empresa surgiu da união de 49 corretoras de seguros, não sendo, portanto, uma empresa inexperiente no mercado de capitais. Além da média de idade alta, vale destacar também que grande parte das empresas (quase 70%) possuíam mais de 10 anos de idade quando realizaram o *IPO*, mostrando que empresas com maior expertise têm tendência maior a abrir capital do que as mais novas.

Além disso, identificamos oito setores diferentes na amostra, sendo Consumo Cíclico o com a maior quantidade de empresas (39%), seguido do setor Financeiro (19%). Observando o volume total, em reais, por cada oferta de abertura de capital, a média negociada foi de R\$1,7 bilhão. Entretanto, apenas 4 *IPOs* superaram essa média, mostrando que poucas ofertas tiveram um volume muito maior do que a maioria, subindo consideravelmente a média. Por fim, é interessante ver que as três maiores ofertas em termos de volume negociado foram do setor Financeiro, sendo a do Santander BR (código SANB11), em 2009, a maior de todas com mais de R\$13 bilhões.

O quadro 4 concatena as ideias apresentadas nos parágrafos anteriores descrevendo as principais características das empresas que compuseram a amostra do presente estudo.

Quadro 4 – Estatística descritiva da amostra

DIMENSÃO	MÉDIA	MEDIANA	MODA	MÍNIMO	MÁXIMO	DESVIO PADRÃO
Ano	2011	2011	2013	2009	2015	1,6
Mês	Junho	Abril	Abril	Fevereiro	Dezembro	3,2
Idade	24	19	28	0	83	20,2
Tamanho da oferta (em bilhão)	R\$ 1,7	R\$ 0,6	-	R\$ 0,1	R\$ 13,2	3,1

## 4.2. ANÁLISE DA PERFORMANCE DAS EMPRESAS QUE ABRIRAM CAPITAL NO BRASIL

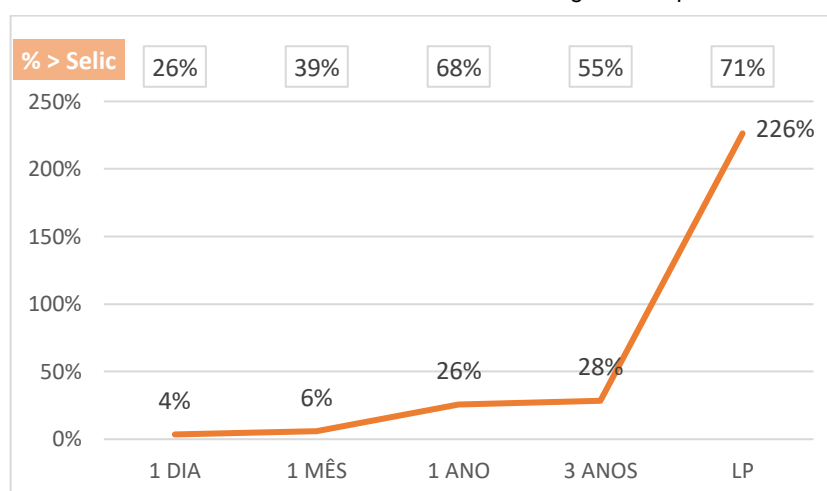
Para analisar se as empresas obtiveram sucesso na abertura de capital, será levado em conta a rentabilidade para os investidores, investigando a evolução do preço das ações ao longo do tempo. Usando como período inicial o preço de abertura do primeiro dia de negociações de cada ação, foram selecionados cinco períodos

diferentes entre curto, médio e longo prazos. Sendo eles: um dia, um mês, um ano, três anos e longo prazo (dia 30/12/2019)<sup>11</sup>, considerando sempre o valor do fechamento.

#### 4.2.1. ANÁLISE GERAL DOS RESULTADOS DA AMOSTRA

Através do gráfico 1, exposto abaixo, foi analisada a rentabilidade média da amostra em todos os períodos selecionados e o percentual de empresas com retorno acima da taxa livre de risco do mercado em cada período. Para tal, foi considerada a taxa básica de juros da economia brasileira (SELIC) anualizada, obtendo a média de acordo com o ano de cada *IPO*.

Gráfico 1 – Rentabilidade média ao longo do tempo



É possível identificar uma evolução crescente da rentabilidade média, na qual vemos um grande salto de quase 200 pontos percentuais do terceiro ano para o longo prazo (cinco anos ou mais). No primeiro dia de negociações, nota-se que apenas 26% das empresas tiveram uma oscilação acima da taxa livre de risco do mercado, percentual que é crescente para os períodos seguintes, com exceção do terceiro ano, onde há uma queda de 13 pontos percentuais em relação ao primeiro ano. Ademais, o percentual de empresas com retorno acima da taxa básica de juros brasileira no primeiro ano e no longo prazo é muito similar, entretanto, a rentabilidade média no longo prazo é oito vezes maior.

<sup>11</sup> O último dia de negociações do ano de 2019.

No quadro 5, assim como nas subseções a seguir, mostra-se a rentabilidade média, mediana, mínima e máxima de cada período, além do desvio padrão, visando interpretar os resultados. Com isso, será possível mitigar a influência de outliers e aprimora as análises. Vale pontuar, que os quadros de estatística descritiva das subseções seguintes se restringem a análise do longo prazo, visto que é o objetivo principal do presente estudo.

Quadro 5 – Estatística descritiva dos resultados nos períodos analisados

PERÍODO	MÉDIA	MEDIANA	MÍNIMO	MÁXIMO	DESVIO PADRÃO
1 dia	4%	0%	-14%	27%	8%
1 mês	6%	6%	-13%	23%	10%
1 ano	26%	27%	-46%	127%	38%
3 anos	28%	17%	-82%	215%	77%
Longo Prazo	226%	112%	-99,9%	2474%	476%

As três empresas com maior rentabilidade no longo prazo foram Magazine Luiza (MGLU3), Locamerica (LCAM3) e Sinqia (SQIA3)<sup>12</sup>, cuja idade média ao realizar o *IPO* foi de 30 anos. É curioso observar que essas três empresas tinham retornos negativos após três anos da abertura de capital, rentabilidade que se inverteu para todas no longo prazo, chegando a retornos acima de 800% positivo. Essa inversão da curva de rentabilidade do terceiro ano para o longo prazo ocorreu para 42% das empresas, onde 9 tornaram-se positivas e 4 tornaram-se negativas.

Já as três empresas com pior retorno no longo prazo foram OSX Brasil (OSXB3), Renova Energia (RNEW11) e Alper (APER3)<sup>13</sup>, cuja idade média ao realizar o *IPO* foi de 3 anos, sendo todas com menos de 10 anos. Tanto a Alper quanto a

12

DADOS DAS EMPRESAS							RENTABILIDADE				
NOME DE PREGÃO	CÓDIGO	SETOR	VOLUME TOTAL (bilhão de reais)	ANO DO IPO	FUNDAÇÃO	IDADE NO IPO	1 DIA	1 MÊS	1 ANO	3 ANOS	LP
MAGAZINE LUIZA	MGLU3	Consumo Cíclico	R\$ 0,9	2011	1957	54	3%	1%	-29%	-51%	2474%
LOCAMERICA	LCAM3	Consumo Cíclico	R\$ 0,3	2012	1993	19	-6%	-5%	22%	-56%	955%
SINQIA	SQIA3	Tecnologia da Informação	R\$ 0,1	2013	1996	17	-3%	-4%	-17%	-25%	842%

13

DADOS DAS EMPRESAS							RENTABILIDADE				
NOME DE PREGÃO	CÓDIGO	SETOR	VOLUME TOTAL (bilhão de reais)	ANO DO IPO	FUNDAÇÃO	IDADE NO IPO	1 DIA	1 MÊS	1 ANO	3 ANOS	LP
BR INSURANCE	APER3	Financeiro	R\$ 0,6	2010	2010	0	27%	21%	22%	70%	-86%
RENOVA	RNEW11	Utilidade Pública	R\$ 0,2	2010	2001	9	0%	-5%	127%	215%	-91%
OSX BRASIL	OSXB3	Bens Industriais	R\$ 2,5	2010	2009	1	0%	-13%	-25%	-79%	-99,9%



Renova estavam com retorno muito positivos após três anos, situação que se inverteu no longo prazo. Enquanto isso, a OSX Brasil, que registrou a quarta maior oferta em termos de volume (R\$2,5 bilhões), teve retorno negativo em todos os pontos da curva de rentabilidade analisados, até chegar aos surpreendentes -99,9% no longo prazo<sup>14</sup>.

#### **4.2.2. ANÁLISE POR ANO**

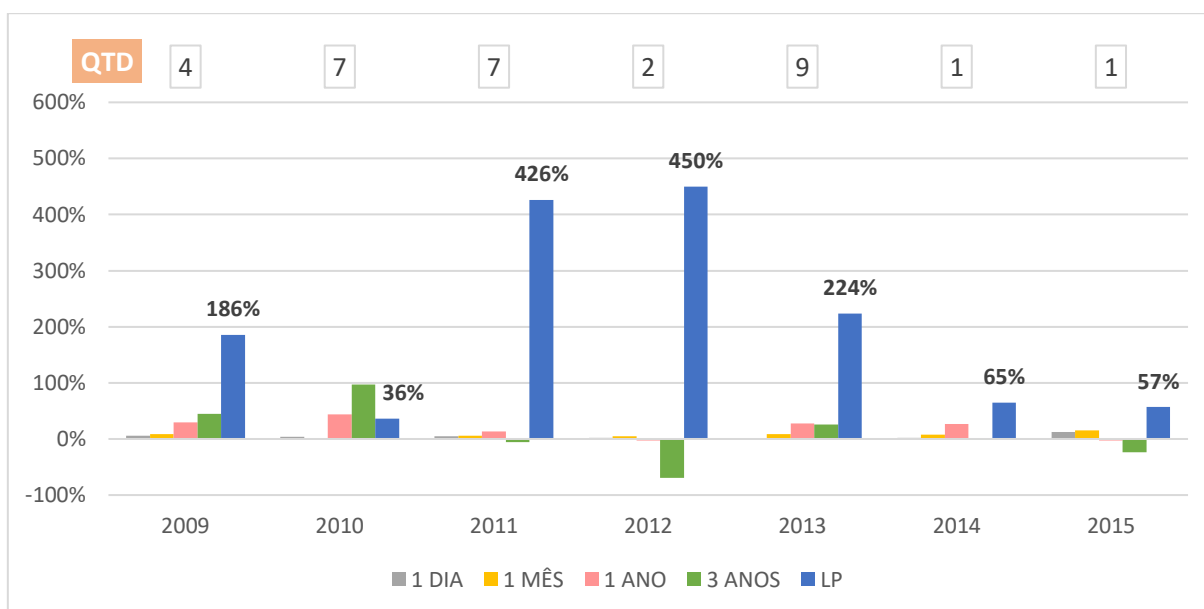
Ao analisar o sucesso dos *IPOs* por ano em que eles foram feitos (conforme o gráfico 2 e o quadro 6), os anos de 2012 e 2011 aparentemente se destacaram positivamente no longo prazo, com retornos médios de 450% e 426%, respectivamente. As empresas que abriram capital nesses dois anos, estavam (na média) com retorno negativo após três anos, invertendo fortemente no longo prazo. Entretanto, é possível identificar que houve forte influência dos outliers, observando que em 2012 foram apenas duas aberturas de capital, sendo uma com retorno de 955% e outra de -55%, e em 2011 a mediana foi muito abaixo da média (23%).

Sendo assim, 2013 se desponta com um ótimo resultado em todas as vertentes, 224% na média e 214% na mediana das nove empresas. Já as empresas que realizaram o *IPO* em 2010, tiveram o pior desempenho em todas as métricas, com retorno no longo prazo de 36% na média e -5% na mediana, apesar de mostrar retorno médio positivo em todos os períodos analisados. Interessante destacar também que das sete empresas que abriram capital em 2010, cinco tinham menos de dez anos de idade.

---

<sup>14</sup> No primeiro dia de negociações da OSX Brasil na bolsa de valores, a ação teve o preço de abertura registrado em R\$2.800,00, chegando ao valor de R\$3,27 em 30/12/2019.

Gráfico 2 – Rentabilidade média por ano dos IPOs



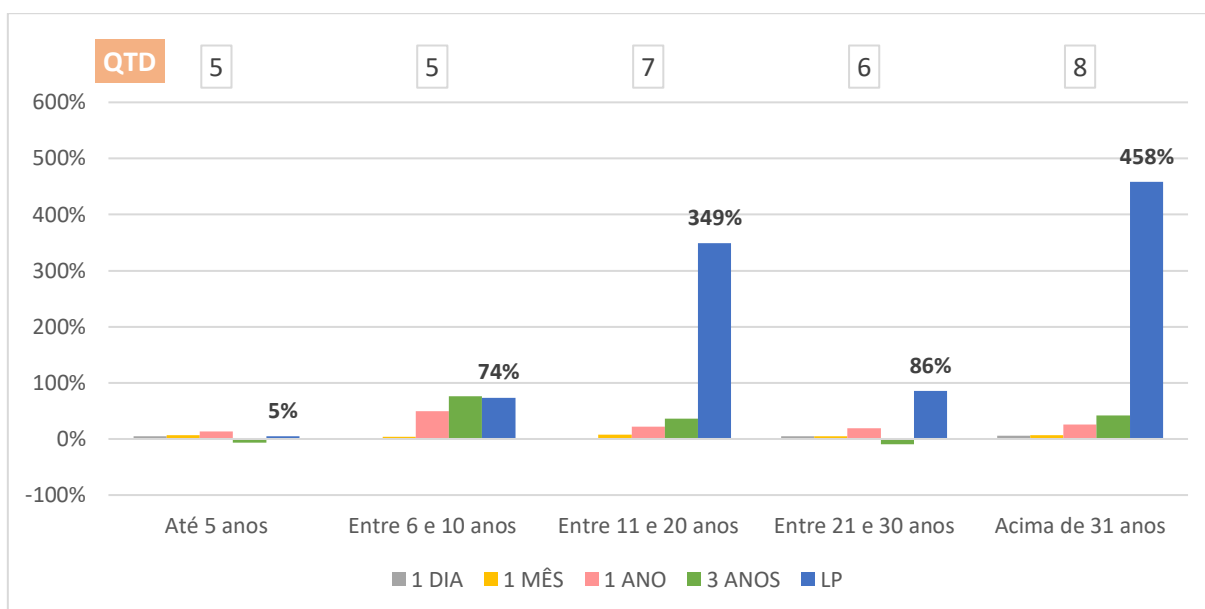
Quadro 6 – Estatística descritiva da rentabilidade de longo prazo por ano dos IPOs

ANO DO IPO	QTD	MÉDIA	MEDIANA	MÍNIMO	MÁXIMO	DESVIO PADRÃO
2009	4	186%	120%	82%	421%	137%
2010	7	36%	-5%	-99,9%	262%	133%
2011	7	426%	23%	-75%	2474%	851%
2012	2	450%	450%	-55%	955%	505%
2013	9	224%	214%	-81%	842%	245%
2014	1	65%	-	-	-	-
2015	1	57%	-	-	-	-

### 4.2.3. ANÁLISE POR IDADE

Para analisar o retorno médio através da idade das empresas, foram definidos alguns intervalos: até 5 anos, entre 6 e 10 anos, entre 11 e 20 anos, entre 21 e 30 anos e acima de 31 anos (conforme o gráfico 3 e o quadro 7). Assim, foi possível identificar que as empresas que eram mais velhas (acima de 31 anos) tiveram retornos melhores no longo prazo (458% na média e 241% na mediana). Reforçando esse indicativo, está o fato das empresas que tinham até cinco anos de idade terem registrado o pior desempenho médio no longo prazo, seguido das empresas que tinham entre 6 e 10 anos (5% e 74%, respectivamente).

Gráfico 3 – Rentabilidade média por idade das empresas ao realizar o IPO



Quadro 7 – Estatística descritiva da rentabilidade de longo prazo por idade das empresas no IPO

IDADE	QTD	MÉDIA	MEDIANA	MÍNIMO	MÁXIMO	DESVIO PADRÃO
Até 5 anos	5	5%	-32%	-99,9%	222%	117%
Entre 6 e 10 anos	5	74%	112%	-91%	158%	87%
Entre 11 e 20 anos	7	349%	214%	-81%	955%	369%
Entre 21 e 30 anos	6	86%	92%	-59%	324%	129%
Acima de 31 anos	8	458%	241%	-75%	2474%	778%

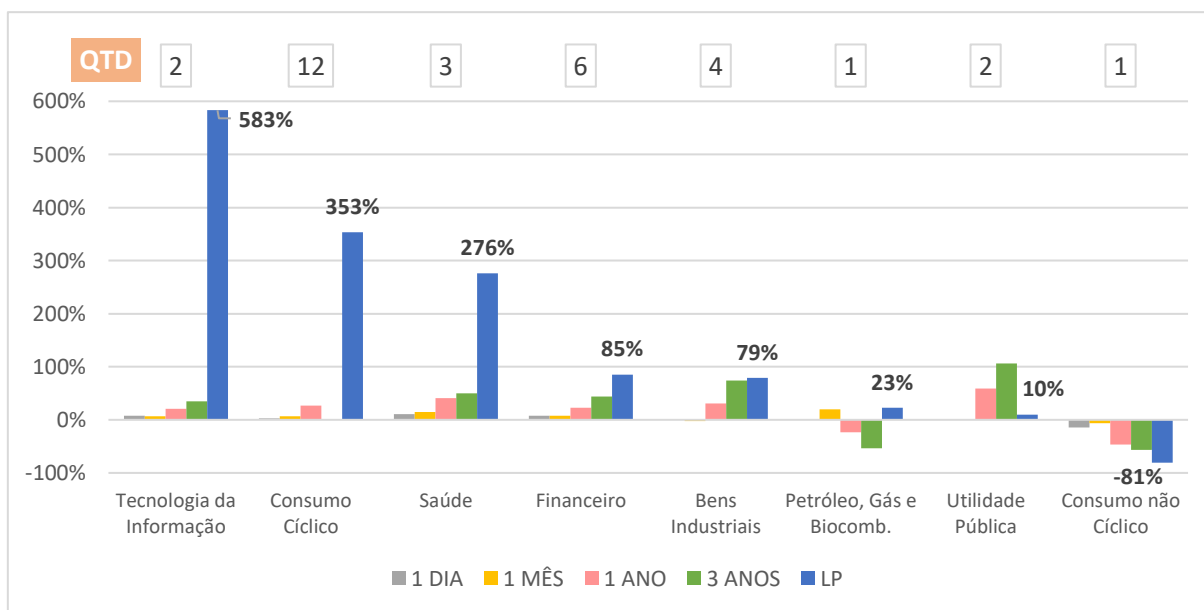
#### 4.2.4. ANÁLISE POR SETOR

A fim de analisar o retorno por mercado em que as empresas estão inseridas, foram ranqueados os oito setores representados na amostra. Ao observar o gráfico 4 e o quadro 8, é possível identificar que as empresas de Tecnologia da Informação registraram o melhor desempenho médio no longo prazo (583%), com ambas as duas empresas desse setor com retorno acima de 300% no período. Apesar do setor de Consumo Cíclico, com doze empresas na amostra, apresentar a segunda maior média (353%) no longo prazo, ele foi muito influenciado para cima por um outlier, tendo uma mediana de 104%.

Além disso, o setor de Saúde se mostrou um bom investimento no período, visto que as três empresas dele na amostra registraram retorno positivo no longo prazo, apresentando 276% de rentabilidade média e 342% na mediana. O setor de

Consumo Não Cíclico foi o único a apresentar retorno negativo no longo prazo (-81%), porém foi representado apenas por uma empresa (Biosev), sendo então insuficiente para maiores conclusões a respeito do setor.

Gráfico 4 – Rentabilidade média por setor



Quadro 8 – Estatística descritiva da rentabilidade de longo prazo por setor

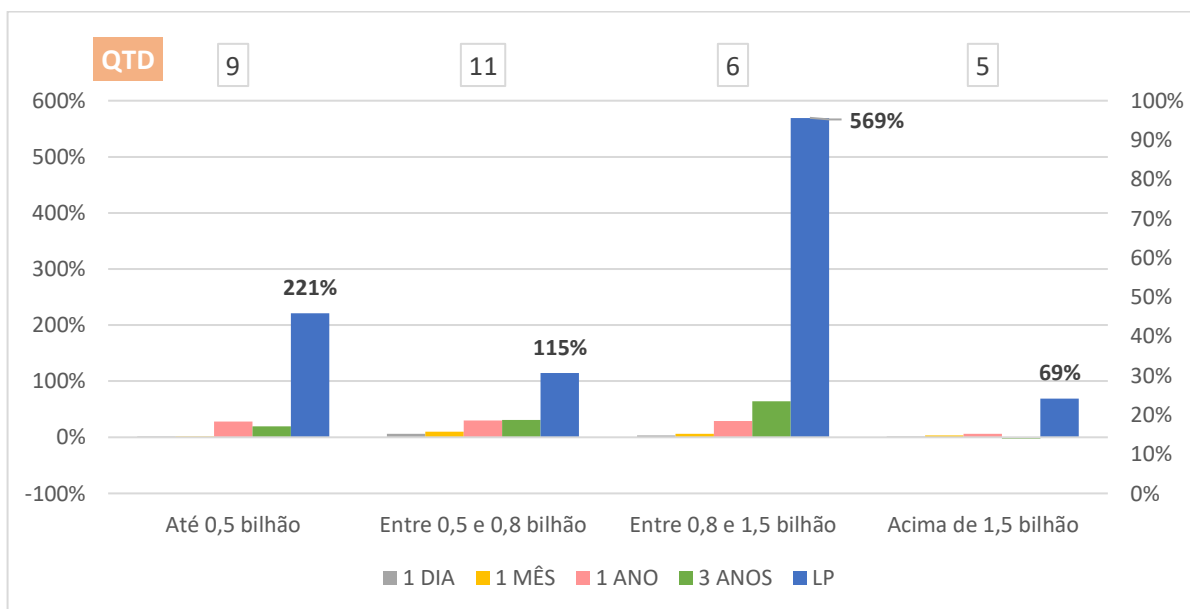
SETOR	QTD	MÉDIA	MEDIANA	MÍNIMO	MÁXIMO	DESVIO PADRÃO
Tecnologia da Informação	2	583%	583%	324%	842%	259%
Consumo Cíclico	12	353%	104%	-75%	2474%	693%
Saúde	3	276%	342%	65%	421%	153%
Financeiro	6	85%	100%	-86%	222%	92%
Bens Industriais	4	79%	77%	-99,9%	262%	140%
Petróleo, Gás e Biocomb.	1	23%	-	-	-	-
Utilidade Pública	2	10%	10%	-91%	112%	101%
Consumo não Cíclico	1	-81%	-	-	-	-

#### 4.2.5. ANÁLISE POR TAMANHO DA OFERTA

Por fim, com o intuito de identificar padrões de retorno no longo prazo em relação ao tamanho da oferta, os volumes (R\$) foram separados em quartis (conforme o gráfico 5 e o quadro 9): até 0,5 bilhão, entre 0,5 e 0,8 bilhão, entre 0,8 e 1,5 bilhão e acima de 1,5 bilhão. Os IPOs que movimentaram acima de 1,5 bilhão tiveram o pior desempenho médio no longo prazo (69%), muito por causa de um outlier (OSX Brasil) que teve retorno de -99,9%, visto que na mediana tiveram o melhor retorno (82%).

Já as ofertas entre 0,8 e 1,5 bilhão de reais registraram o melhor retorno médio (569%), com todas as seis empresas acima de 100% e mediana de 72%. Seguindo deste, estão as ofertas do menor quartil (até 0,5 bilhão), com retorno médio de 221%, porém apresentando a menor mediana (62%). Portanto, analisando todos os dados, não foi possível identificar um padrão entre retorno a longo prazo e tamanho da oferta.

Gráfico 5 – Rentabilidade média por tamanho da oferta



Quadro 9 – Estatística descritiva da rentabilidade de longo prazo por tamanho da oferta

TAMANHO DA OFERTA	QTD	MÉDIA	MEDIANA	MÍNIMO	MÁXIMO	DESVIO PADRÃO
Até 0,5 bilhão	9	221%	65%	-91%	955%	378%
Entre 0,5 e 0,8 bilhão	11	115%	72%	-86%	421%	170%
Entre 0,8 e 1,5 bilhão	6	569%	72%	112%	2474%	855%
Acima de 1,5 bilhão	5	69%	82%	-99,9%	222%	106%

## 5. CONCLUSÃO

O presente estudo buscou investigar o sucesso da abertura de capital das empresas na bolsa de valores brasileira entre 2009 e 2015 pela perspectiva da rentabilidade para os investidores. Levando em consideração todos os dados apresentados no presente trabalho, com base na amostra considerada, podemos concluir que investir nos *IPOs* foi uma boa alternativa de investimento com foco no longo prazo. Caso um investidor tivesse aplicado a mesma quantia (em reais) em

todos os *IPOs* das 31 empresas analisadas, ele teria um ganho de 226% ao final de 2019.

Se o aporte, por exemplo, fosse de mil reais por *IPO*, no final de 2019 o investidor teria um lucro superior a 70 mil reais. Em termos comparativos, caso o investidor tivesse aplicado os mesmos 31 mil reais no tesouro direto, em proporção igual ao investido por ano que ocorreram os *IPOs*, no final de 2019 ele teria um lucro de 31 mil reais, equivalente a 100% do valor investido<sup>15</sup>. Sendo assim, o ganho do investidor ao aplicar seu dinheiro nas aberturas de capital do mercado brasileiro seria mais que o dobro do ganho na renda fixa, um prêmio de risco considerado atrativo no longo prazo.

Vale destacar, também, que a paciência se mostra uma virtude essencial ao investidor que busca retornos maiores no mercado de capitais. Isso se torna claro quando observamos o retorno médio ao longo do tempo: 4% no primeiro dia, 6% após um mês, 26% após um ano, 28% após três anos e 226% no longo prazo. Entretanto, no terceiro ano após os *IPOs*, o retorno ainda foi muito inferior comparado com o longo prazo, apesar de ainda assim ter sido maior que a taxa Selic média do período em questão.

A respeito da idade das organizações ao abrir capital, podemos concluir que empresas que possuíam menos de 10 anos de fundação tenderam a ter menor retorno no longo prazo. Vale ressaltar que informações passadas não são garantias de resultados futuros, porém dão suporte para a tomada de decisão dos investidores. Sendo assim, a falta de expertise da empresa no mercado ao realizar o *IPO* mostra-se um fator influenciador para o aumento do valor da mesma a longo prazo, devendo sempre ser levado em consideração na análise de investimento.

Em termos do setor e do volume das ofertas, não foi possível obter conclusões assertivas. O primeiro, devido à grande quantidade de setores na amostra e poucas empresas na maioria dos setores, levando a uma análise superficial de quase todos eles. Já o segundo, não mostrou diferenças conclusivas entre os níveis de volume das

---

<sup>15</sup> Para este cálculo, foi considerada a quantidade de empresas que abriram capital em cada ano entre 2009 e 2015, multiplicando o aporte de mil reais por *IPO* pelo rendimento da Selic em cada ano até o final de 2019, obtendo então os valores citados.

ofertas, não mostrando ser um fator decisivo para a rentabilidade a longo prazo das empresas.

No que se refere às limitações da pesquisa, o presente estudo foi caracterizado pela análise quantitativa, não buscando entender os motivos que levaram as empresas a ganhar ou perder valor no mercado de capitais ao longo do tempo. Sendo assim, diversos fatores macroeconômicos, setoriais e específicos de cada organização podem estar influenciando os resultados, não cabendo a esta pesquisa identificar e expor essas situações. Além disso, foi analisado somente o cenário brasileiro da última década, não se aplicando a toda história do mercado de capitais e nem a outros países.

Portanto, seria interessante que pesquisas futuras investigassem um histórico mais amplo do cenário brasileiro, buscando identificar se possuem ciclos no mercado de capitais local para ajudar as decisões dos investidores. Além disso, cabe analisar o sucesso ou fracasso na perspectiva das empresas, investigando se o dinheiro captado na bolsa de valores, apesar de ter um custo de capital superior ao capital de terceiros, foi uma importante fonte para a estrutura de capital de longo prazo das empresas em questão. Sugiro também, maiores estudos acerca dos determinantes do sucesso ou fracasso na rentabilidade de longo prazo destas empresas, bem como a comparabilidade com empresas de outros países num estudo “*cross-country*”.

Por fim, o presente estudo se mostra interessante para além da comunidade acadêmica, trazendo dados e informações que podem ajudar tanto investidores (pessoas físicas e institucionais) quanto gestores das empresas a tomar decisões mais assertivas. Os primeiros, poderão identificar características que influenciam o retorno das ações a longo prazo no mercado de capitais, buscando sempre aprimorar os seus investimentos. Enquanto isso, os executivos das organizações poderão ter maiores embasamentos ao buscar a melhor forma de financiamento para suas empresas, seja por capital de terceiros ou pela abertura do capital na bolsa de valores. Lembrando sempre que retornos passados não são garantia de performance futura, porém podem apresentar diversos padrões ao longo do tempo, tanto positivos quanto negativos.

## 6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADVFN. **Taxa SELIC**. Disponível em: <<https://br.advfn.com/indicadores/taxa-selic>>. Acesso em 17/10/2020.

ALLEN, D.E.; MORTEL-KINGSBURY, N.J.; PIBOONTHANAKIAT, W. **The long-run performance of initial public offerings in Thailand**. Applied Financial Economics, 1999.

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativa e Valor**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

BRAGA, R. **Fundamentos e técnicas de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1989.

BÚSSOLA DO INVESTIDOR. **As 20 maiores bolsa de valores do mundo**. Disponível em: <<https://www.bussoladoinvestidor.com.br/maiores-bolsas-de-valores-do-mundo/>>. Acesso em 03/09/2020.

CVM. **Revisado procedimento simplificado para registro de ofertas públicas**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2016/20160517-1.html>>. Acesso em 10/09/2020.

EHRHARDT, M. C.; BRIGHAM, E. F. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Cengage Learning, 2014.

KHURSHED, Arif; MUDAMBI, Ram; GOERGEN; Marc. **On the Long-Run Performance of IPOs: The Effect of Pre-IPO Management Decisions**. Managerial Finance, v. 33, n. 6, p. 401-419, 2007.

MONEYTIMES. **Números de novembro confirmam ano positivo da B3, que avança 74% em 2019**. Disponível em: <<https://www.moneytimes.com.br/numeros-de-novembro-confirmam-ano-positivo-da-b3-que-avanca-74-em-2019/>>. Acesso em 26/09/2020.

PINHEIRO, J. L. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 2007.



PORTAL EDUCAÇÃO. **Operações de Underwriting**. Disponível em: <<https://siteantigo.portaleducacao.com.br/conteudo/artigos/concursos/operacoes-de-underwriting/44914>>. Acesso em 28/08/2020.

RITTER, J. The long-run performance of initial public offerings. **Journal of Finance**, v.46, 1991, p. 3-28.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F.; LAMB, R. **Administração financeira**. 9. ed. Porto Alegre: AMGH, 2013.

SUNO RESEARCH. **Investimento a longo prazo: a forma mais segura de ganhar dinheiro**. Disponível em: <<https://www.sunoresearch.com.br/artigos/investimento-longo-prazo/>>. Acesso em 08/10/2019.

SUNO RESEARCH. **Oferta pública de aquisição: o processo de fechamento de capital**. Disponível em: <<https://www.sunoresearch.com.br/artigos/oferta-publica-aquisicao/#:~:text=O%20processo%20de%20oferta%20p%C3%BAblica,comumente%20chamado%3A%20fechamento%20de%20capital.&text=Isso%20se%20deve%20a%20um,da%20sociedade%20com%20a%20companhia>>. Acesso em 26/09/2020.