



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Clarice Silva Santos

OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS DE AÇÕES NO BRASIL: UMA ANÁLISE DO BOOM
DE EMISSÕES NOS ANOS 2020-1

Rio de Janeiro

2021

Clarice Silva Santos

OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS DE AÇÕES NO BRASIL: UMA ANÁLISE DO BOOM
DE EMISSÕES NOS ANOS 2020-1

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como exigência para obtenção do título de Bacharela em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Norberto Montani
Martins

Rio de Janeiro

2021

CIP - Catalogação na Publicação

SS237o Santos, Clarice Silva
Ofertas Públicas Iniciais de Ações no Brasil: Uma
análise do boom de emissões nos anos 2020-1 /
Clarice Silva Santos. -- Rio de Janeiro, 2021.
71 f.

Orientador: Norberto Montani Martins.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto
de Economia, Bacharel em Ciências Econômicas, 2021.

1. Mercado de capitais. 2. Ofertas públicas. I.
Martins, Norberto Montani, orient. II. Título.

Elaborado pelo Sistema de Geração Automática da UFRJ com os dados fornecidos pelo(a) autor(a), sob a responsabilidade de Miguel Romeu Amorim Neto - CRB-7/6283.

CLARICE SILVA SANTOS

OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS DE AÇÕES NO BRASIL: UMA ANÁLISE DO BOOM
DE EMISSÕES NOS ANOS 2020-1

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao
Instituto de Economia da Universidade Federal do
Rio de Janeiro, como requisito para a obtenção do
título de Bacharela em Ciências Econômicas.

Rio de Janeiro, 12/21/2021.

NORBERTO MONTANI MARTINS - Presidente
Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

PAULA MARINA SARNO
Doutora em Economia pela UFRJ

GABRIEL MARTINS DA SILVA PORTO
Mestre em Economia pela UFRJ

Dedico esse trabalho aos meus sobrinhos: Ana Júlia, Maria Clara, Martin e Caetan.

AGRADECIMENTOS

Agradeço à minha mãe Anita que investiu na minha educação, que acreditou e nunca me deixou desistir, mesmo quando o medo e a insegurança falavam mais fortes. Obrigada mãe, não chegaria aqui sem você.

Agradeço a Matheus, por ser meu norte, meu orientador, minha referência e, principalmente, meu irmão. Obrigada por ter escolhido o curso de Economia comigo e, talvez, por mim.

Agradeço ao meu melhor amigo, Guilherme Brasil, que esteve presente em cada parágrafo desse trabalho. Obrigada por dividir a faculdade, o último estágio, a efetivação no trabalho, a primeira carteira assinada e, em especial, a vida comigo.

Agradeço à minha sobrinha Ana Júlia, que só por existir nunca me permitiu desistir. Isso tudo é por você.

Agradeço aos amigos que fiz na faculdade: Kenia pelo companheirismo nas viagens Rio – São Gonçalo por quase 4 anos. Maynara e Camila por terem formado meu primeiro trio na faculdade. Paulo e Chianca por dividirem um lar por 4 meses comigo. Anna por ter feito os melhores aniversários durante a faculdade. E a todos os outros amigos, que fiz dentro e fora da faculdade, nos estágios e trabalhos que passei: vocês tornaram esse anos de graduação muito mais leves.

Por fim, agradeço ao melhor orientador que eu poderia ter escolhido. Obrigada pela dedicação, paciência e carinho, Bob. Esse trabalho é nosso.

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo caracterizar a recente evolução do mercado de capitais, mais especificamente do mercado primário de ações a partir das ofertas públicas iniciais realizadas na B3 de janeiro de 2019 até junho de 2021. Em particular, será investigado qual a destinação dos recursos captados através das ofertas públicas iniciais a fim de verificar se o capital arrecadado é destinado para investimentos em capital produtivo ou se há outros destinos importantes a serem abordados na discussão do papel do mercado de capitais. Concluimos que uma parcela expressiva dos recursos captados pelas empresas que realizaram IPO no período analisado foi destinada à aquisição de novos ativos e atividades operacionais. Além disso, uma boa parte dos recursos destinou-se a outras categorias que serão apresentadas neste trabalho.

Palavras-chave: mercado de capitais; mercado primário de ações; IPO.

ABSTRACT

This paper aims to qualify the recent evolution of the capital market, more specifically the primary stock market and the initial public offerings carried out on B3 from January 2019 to June 2021. In particular, the allocation of funds raised through initial public offerings will be investigated to verify whether the capital raised is destined for investments in productive capital or if there are other important destinations to be addressed in the discussion of the role of the capital market. We conclude that a significant portion of the funds raised by companies that carried out an IPO in the period analyzed were allocated to the acquisition of new assets and operating activities. In addition, a good part of the resources was destined to other categories that will be presented in this work.

Keywords: capital market; primary stock market; IPO.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Evolução da Meta SELIC em % a.a.....	33
Gráfico 2: Evolução do Risco-Brasil (EMBI+ Brasil) em pontos-base (1 pb = 0,01%).....	34
Gráfico 3: Distribuição das ofertas de ações por detentor: investidores estrangeiros versus investidores nacionais.....	35
Gráfico 4: Evolução do número de pessoas físicas na B3.....	36
Gráfico 5: Série histórica do PIB a preços de mercado calculado trimestralmente, do período de 1T2009 até 2T2021:.....	36
Gráfico 6: Evolução mensal do índice de Formação Bruta de Capital Fixo, de 2019 até junho/2021.....	37
Gráfico 7: Evolução do mercado de capitais, em bilhões de reais.....	39
Gráfico 8: Evolução das ofertas primárias de ações divididas por característica de subscrição, no período de janeiro/2015 até junho/2021.....	41
Gráfico 9: Volume em R\$ bilhões ofertados no mercado primário de ações.....	41
Gráfico 10: Distribuição das ofertas de ações por detentor, em volume (R\$).....	42
Gráfico 11: Número de empresas que realizaram IPO de 2004 até junho de 2021.....	48
Gráfico 12: Evolução da quantidade de ações ofertadas via IPOs, em milhões, desde 2019...49	
Gráfico 13: Volume de recursos captados nos IPOs realizados de 2019 até junho/2021.....	50
Gráfico 14: Participação de cada setor nos IPOs realizados de 2019 até junho/21 registrados na B3.....	51
Gráfico 15: Evolução de IPOS registrados na B3 do setor de Tecnologia da Informação de 2019 até junho/2021.....	53
Gráfico 16: Participação de cada setor no volume ofertado em reais nos IPOs realizados de 2019 até junho/2021 na B3.....	54
Gráfico 17: Participação média do custo com comissões, tributos e outros nos IPOs realizados na B3 de 2019 até junho/2021.....	57
Gráfico 18: Gráfico mostrando a participação de cada categoria na destinação dos recursos captados durante os IPOs realizados de 2019 a junho/21 na B3.....	60
Gráfico 19: Evolução do percentual atribuído a cada categoria de destinação de recursos.....	64

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Prós e contras de cada tipo de financiamento.....	21
Tabela 2: Quantidade de IPOS registrados na Instrução CVM 400 e na Instrução CVM 476	49
Tabela 3: Média de ações ofertadas e média de volume captado por ano.....	50
Tabela 4: IPOS realizados pelo setor de Consumo Cíclico de 2019 até junho/21, dividido pelos subsetores e segmentos conforme classificação da B3.....	52
Tabela 5: Número de empresas que realizaram IPO de 2019 até junho/21 divididas por setor, volume de recursos captados, média de volume captado (ticket médio) e mediana de volume captado.....	55
Tabela 6: Custo médio em reais despendidos pelas empresas analisadas neste presente trabalho na realização do IPO.....	58

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: IPOs de natureza primária das empresas que realizaram entre janeiro/2019 a junho/2021	45
---	----

LISTA DE FIGURAS

Figura 1:Parte retirada do capítulo de Destinação dos Recursos provenientes da oferta pública inicial da empresa	61
Figura 2: Parte retirada do capítulo de Destinação dos Recursos provenientes da oferta pública inicial da empresa	62
Figura 3:Parte retirada do capítulo de Destinação dos Recursos provenientes da oferta pública inicial da empresa	62
Figura 4: Parte retirada do capítulo de Destinação dos Recursos provenientes da oferta pública inicial da empresa	63

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	12
1 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	14
1.1 CICLO DE VIDA DA EMPRESA.....	14
1.2 BUSCA POR RECURSOS DE TERCEIROS	16
1.3 COMO AS EMPRESAS SE FINANCIAM	17
1.4 O PROCESSO DE ABERTURA DE CAPITAL E IPO	21
1.5 VANTAGENS DA ABERTURA DE CAPITAL E IPO	24
1.6 DESVANTAGENS DA ABERTURA DE CAPITAL E IPO.....	25
1.7 SÍNTESE	27
2 CARACTERIZAÇÃO DA EXPANSÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO NO PERÍODO RECENTE.....	29
2.1. INTRODUÇÃO.....	29
2.2 CONDICIONANTES DA EXPANSÃO DO MERCADO DE CAPITAIS 2019-2021	32
2.3 EVOLUÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS 2019-2021.....	38
2.3 EVOLUÇÃO DO MERCADO ACIONÁRIO DE 2019-2021 E NOVO “BOOM DE IPOS”	40
2. 4 SÍNTESE	43
3 ANÁLISE DAS OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS REALIZADAS NA B3 DE 2019 ATÉ JUNHO DE 2021	45
3.1 METODOLOGIA.....	45
3.2 IPOS: NÚMERO DE EMPRESAS, QUANTIDADE DE AÇÕES E VOLUME.....	47
3.3 IPOS: SETORES, SUBSETORES E SEGMENTOS	51
3.4 IPOS: CUSTOS	56
3.5 IPOS: DESTINAÇÃO DOS RECURSOS	59
3.6 SÍNTESE	65
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	67

INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, o mercado de capitais brasileiro vivenciou um processo expansivo que rompeu com a estagnação que acontecia desde a crise do *subprime*. Tivemos um aumento considerável no número de empresas que abriram capital na bolsa e realizaram ofertas públicas iniciais (ou *initial public offerings*, IPOs na sigla usada como jargão de mercado), passando a ter ações negociadas no mercado. Este trabalho tem como objetivo analisar a recente evolução do mercado de capitais brasileiro, com foco no mercado de ações. Mais especificamente, analisaremos criticamente a evolução do mercado primário de ações com especial foco nas ofertas públicas iniciais – IPOs – realizadas na B3 entre o período de janeiro de 2019 e junho de 2021.

A hipótese de que empresas brasileiras realizaram IPO para a realização de investimentos em capital fixo norteará a análise dessa monografia. O objetivo, portanto, é investigar qual a destinação dos recursos captados através das ofertas públicas iniciais e verificar se o capital arrecadado é destinado para investimentos em capital produtivo. Utiliza-se informações e dados disponibilizados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) acerca das emissões primárias realizadas, com especial atenção aos prospectos de distribuição das ofertas. A partir dessa análise poderemos apurar se outros destinos, além de investimento produtivo, também devem ser levados em conta no estudo sobre a importância e o papel do mercado de capitais.

O estudo desse tema mostra-se necessário tendo em vista a crescente popularização do mercado de capitais e da bolsa de valores. Entender o porquê mais empresas estão buscando recursos através do mercado, ao invés, por exemplo, de recorrer a empréstimos bancários, contribui para identificar o porquê o Brasil ainda possui poucas empresas abertas. Tendo em vista que, em geral, um maior protagonismo do mercado de capitais na economia pode ser associado a um melhor desempenho do crescimento econômico e desenvolvimento social (LEVINE, 2005).

No Capítulo 1 deste trabalho veremos os fundamentos teóricos que norteiam a decisão das empresas em abrir capital e quais são as outras opções que uma empresa se depara quando necessita de recursos além dos que consegue acumular. Discute-se como as empresas se financiam e os prós e contras de cada tipo de financiamento. Em seguida, o capítulo focará no processo de abertura de capital, IPO, que é o tema central do presente estudo, nas vantagens e desvantagens obtidas quando a empresa decide por essa forma de obter recursos de terceiros.

No Capítulo 2 serão apresentados os fatores condicionantes da recente expansão do mercado de capitais brasileiro: como a taxa de juros básica da economia, a evolução do Risco-Brasil, a liquidez internacional, a atividade econômica, o nível de investimento contribuíram (ou não) para o processo expansivo, bem como se discute os efeitos da pandemia de covid-19. Além disso, será destacado a importância dos investidores nacionais, institucionais e pessoas físicas na evolução do mercado de capitais. Posto isso, avaliaremos como essas condicionantes mexeram na distribuição de títulos de renda fixa e de títulos de renda variável, em especial as ofertas públicas iniciais.

No último capítulo, analisa-se os IPOs que aconteceram de janeiro de 2019 até junho de 2021. Traçaremos como foi dada a expansão das ofertas públicas registradas na B3: serão abordados os números das empresas que realizaram IPO, a quantidade de ações ofertadas e o volume de recursos captados. Além disso, traremos para a discussão os setores e segmentos que essas empresas pertencem e como isso se relaciona com as condicionantes apresentadas no segundo capítulo. Além disso, falaremos dos custos com comissões e taxas que foram envolvidos nesses processos. Finalizando, realizaremos uma análise das destinações dos recursos levantados pelas empresas que realizaram IPO no período analisado.

A Conclusão terá como objetivo sintetizar e organizar os argumentos defendidos ao longo do trabalho a fim identificar se a expansão do mercado primário de ações foi dada pela necessidade de capital para investimentos produtivos, ou se há outros destinos que também merecem destaque na discussão do uso de mercado de capitais como *fundraising*.

1 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Como veremos ao longo dessa monografia, nos últimos anos o mercado de capitais brasileiro registrou um número relevante de empresas que abriram capital e passaram a ter ações negociadas em bolsa, após um período de estagnação que sucedeu o último *boom* em 2004-2010.

O que está por trás da decisão das empresas em abrir capital? Por que realizar um IPO? Seria essa a melhor forma de captação de recursos? Neste capítulo serão apresentados fundamentos teóricos que norteiam essas perguntas.

Primeiro, vamos falar do ciclo de vida das empresas e a forma que se financiam em cada estágio. Em seguida, falaremos da busca por recursos de terceiros, que pode ser dada a partir de empréstimos bancários tradicionais e/ou pela utilização do mercado de capitais, e os possíveis motivos que fazem as empresas procurarem por esse tipo de financiamento. Na seção seguinte será apresentada a discussão acerca da estrutura de financiamento das empresas e as opções de financiamento que elas podem utilizar.

Depois dessas explicações, entraremos a fundo no processo de IPO: como é feito, as vantagens e as desvantagens de utilizar o mercado de capitais a partir de emissão de ações para obtenção de recursos, seja para financiamento, seja para reestruturação do passivo da empresa ou pelos outros motivos que podem levar uma empresa a abrir capital na bolsa.

1.1 CICLO DE VIDA DA EMPRESA

Durante a vida de uma empresa, seus proprietários se confrontarão com propostas de investimentos de acordo com a necessidade da firma. Para identificar os estágios pelos quais as empresas passam e as decisões pertinentes a cada um deles, diversos modelos sobre o ciclo de vida empresarial foram desenvolvidos a partir da década de 1970.

Gort e Klepper (1982) analisaram o ciclo de vida de um produto em cinco fases: (1) introdução, onde é introduzido uma inovação no mercado; (2) crescimento, onde há um aumento significativo da produção; (3) maturidade, onde o número de produtores atinge seu máximo; (4) turbulência, onde o número de produtores se reduz e (5) declínio, onde as entradas líquidas são iguais a zero (MAGNUS et al, 2019).

Dickinson (2011) utilizou do ciclo de vida formulado por Gort e Klepper (1982) para propor os padrões de fluxo de caixa que servem de parâmetro para a determinação da etapa do ciclo empresarial, de acordo com a teoria econômica (MAGNUS et al, 2019). Os

componentes do fluxo de caixa - operacional, investimento ou financiamento - são derivados da base econômica para o ciclo de vida da empresa, o que combinado com os padrões de fluxo de caixa, representa a capacidade de recursos das empresas interagindo com suas escolhas estratégicas (DICKINSON, 2011).

Na fase da Introdução (1), as empresas carecem de clientes e sofrem com receitas e custos elevados. A partir de aumentos no investimento, os fluxos de caixa operacionais crescem (DICKINSON, 2011). O fluxo de caixa das atividades operacionais é negativo pois a empresa está ganhando espaço no mercado e a falta de experiência com a atividade gera custos maiores (MAGNUS et al, 2019). Na fase de Crescimento (2), as empresas dominam melhor suas atividades, reduzindo os custos e ganhando espaço no mercado. Conseqüentemente, o fluxo de caixa operacional passa a ser positivo. Neste momento, empresas devem reter seus lucros que serão usados como base para seu financiamento. Além disso, investidores financiam esse investimento. A fase da Maturidade (3) é dada onde a empresa passa a performar bons resultados e domina sua atividade operacional. A empresa busca novos investimentos para trocar seus equipamentos e seus investidores começam a colher os frutos dos seus investimentos. Na Turbulência (4), há a deterioração operacional como consequência da perda de competitividade, conseqüente retração de seu resultado e redução das entradas líquidas. Em sua última fase, Declínio (5), os preços dos produtos começam a cair seguindo o desempenho operacional. O objetivo nesse momento passa a ser o pagamento de captação de recursos a partir de financiamento (MAGNUS et al, 2019).

A caracterização financeira do ciclo de vida das empresas foi estudada por Scott e Bruce (1987): na fase (1), uma empresa se caracteriza por elevado grau de risco e incerteza. Como o retorno inicial não é suficiente para fazer face às despesas, mesmo com o preço dos produtos inicial alto, as principais fontes de financiamento nesta fase são o capital próprio. Na fase (2), onde a empresa se depara com elevadas taxas de crescimento, o fluxo de caixa operacional passa a ser positivo, constituindo a principal fonte de financiamento, seguido do financiamento através dos bancos e através de novos sócios. As fases (3) e (4) os lucros diminuem porque, dado o aumento na concorrência, os preços caem. Entretanto, como a estrutura da empresa já está pronta, ela consegue gerar excedentes de fundos. Nessa fase, as principais fontes de financiamento são os resultados retidos e passivos de longo prazo: "Na fase de expansão e de maturidade, o nível de endividamento vai aumentando, à medida que a rentabilidade também aumenta" (REBELO, 2003, p. 88). No declínio (5), os preços dos produtos caem para tentar recuperar a procura e a empresa começa a diminuir o endividamento e procede à distribuição de dividendos.

1.2 BUSCA POR RECURSOS DE TERCEIROS

Como foi visto na seção anterior, em cada etapa do ciclo de vida da empresa, ela buscará uma estrutura financeira que a permita manter ou aumentar suas operações. Nem sempre o autofinanciamento - utilização de recursos próprios, a partir dos lucros acumulados - é suficiente para a manutenção da companhia. Neste caso, a empresa tem a opção de buscar recursos de terceiros, seja por:

(i) empréstimos bancários através de financiamentos tradicionais ou governamentais; ou a partir da

(iii) utilização do mercado de capitais, por meio de emissão de títulos de dívida (como debêntures e notas promissórias) ou de propriedade, como a oferta de ações (ALMEIDA et al., 2014).

A busca por recursos de terceiros é comumente apresentada a partir da necessidade de financiar projetos de investimentos (ASSAF NETO, 2014). Ele compila essas propostas em 4 categorias definidas como: (i) Expansão do volume de atividade, ou seja, aumentar a capacidade produtiva da empresa para atender a uma demanda efetiva atual ou projetada. (ii) Reposição e modernização de ativos fixos, seja por deterioração do capital fixo da empresa ou por existir tecnologias mais modernas desses ativos. (iii) Arrendamento ou aquisição, que se refere à utilização de bens fixos sob a forma de aluguel ou pela compra desses bens; (iv) Outras origens. Nessa categoria é incluída qualquer outra proposta que não entra nas anteriores. Como, por exemplo, consultoria, publicidade, pesquisa e desenvolvimento etc.

O porquê as empresas buscam recursos de terceiros também é abordado em Keynes. Em Keynes, investir é comprar bens de investimentos e para isso é necessário dispor de moeda, que são obtidas pela venda de algum bem ou serviço ou pela emissão de dívida. Lembrando que moeda é o meio de pagamento aceito que denomina os contratos. O papel desempenhado pelos bancos consiste em financiar a fase inicial dos investimentos através da criação de moeda adicional. Essa criação de moeda é o que Keynes chama de financiamento (ou finance), isto é, "criação da quantidade de moeda necessária para possibilitar um determinado plano de gastos" (CARVALHO, 2020, p. 111).

Além disso, em Keynes, a escala da circulação industrial é um dos motivos para se demandar moeda. Aqui, como a economia é composta de diversas atividades de produção e distribuição ao mesmo tempo e entre esses contratos existem diferenças entre os ciclos de produção de cada bem ou serviço que impede que os pagamentos sejam efetuados no mesmo momento, pode ser gerada a necessidade de buscar recursos para lidar com essas assincronias

(CARVALHO, 2020). Podemos concluir que por conta dos diferentes prazos entre os ciclos de produção (venda e receita, por exemplo) e dos contratos firmados (fornecedores e contratação de trabalhadores, por exemplo), a empresa pode buscar por financiamento de terceiros, como obtenção de empréstimos para conseguir tratar essas assincronias.

Contudo, a busca por recursos de terceiros vai além da realização de investimentos para o crescimento da firma e de pagamento de contratos e obrigações. Davis (2016) fala sobre a "financeirização" das empresas não-financeiras. Destaca que a partir dos anos 1980 há uma mudança na composição da carteira das empresas: declina-se o investimento produtivo (de capital) e aumenta-se o investimento em ativos financeiros. A participação de ativos financeiros amplamente líquidos vem aumentando no portfólio desde então, em relação à participação do capital fixo.

A autora afirma também que o aumento da dívida bruta da empresa após 1970 é uma característica definitiva da financeirização das empresas não-financeiras, pois apontam uma alavancagem crescente entre as empresas à medida que cresce a participação de aquisição de produtos não financeiros (DAVIS, 2016). Essa mudança descrita por Davis (2016) pode ser justificada pelo crescente envolvimento de empresas não financeiras nos mercados financeiros e, ademais, uma mudança no modelo de negócio direcionado cada vez mais para as prioridades dos acionistas (redução de custos e aumento na distribuição de dividendos). A conclusão que se segue é que as empresas não financeiras passaram também a captar recursos de terceiros (aumento da dívida) para aquisição de ativos financeiros.

1.3 COMO AS EMPRESAS SE FINANCIAM

A discussão acerca da estrutura de financiamento das empresas, isto é, como elas vão combinar as possíveis formas de financiamento (via capital próprio, empréstimos bancários, emissão de títulos ou ações), - é um dos problemas mais importantes de gestão econômico-financeira e está diretamente relacionada ao custo de cada fonte de financiamento (PINTO JUNIOR, 2013)

O teorema de Modigliani e Miller é considerado uma referência fundamental na literatura acerca do financiamento das empresas. Ela contesta a visão que sugere haver um efeito alavancagem do endividamento sobre a rentabilidade do capital próprio.

Dentro da visão contestada, a empresa deve buscar o ponto ótimo entre o endividamento e o capital próprio que coincide com o custo médio do capital mínimo. Nesse caso, o valor de mercado da empresa seria definido pela soma entre o valor de mercado do

capital próprio e o valor de mercado da dívida total da empresa. O custo do capital emprestado, ou seja, da dívida da empresa, é determinado pela taxa de juros dos empréstimos contratados. O custo do capital próprio, por sua vez, dependerá do custo de oportunidade da empresa, leia-se o custo de escolher investir na empresa ao invés de outros investimentos que dão a mesma satisfação para o investidor. Dada a hipótese presente de que a taxa de juros referente ao empréstimo contratado é menor que a rentabilidade econômica dos projetos - caso contrário, a receita proveniente do projeto não cobriria os empréstimos feitos - temos que, a rentabilidade do capital próprio é "alavancada" pelos recursos de empréstimos. (PINTO JUNIOR, 2013) Isso acontece porque o aumento no risco percebido de inadimplência por parte da empresa ao contrair mais empréstimos é refletido como um aumento na remuneração que os investidores (detentores do capital próprio) vão desejar por estarem investindo, agora, em um ativo mais arriscado, aumento, portanto, o custo desse capital.

A teoria de Modigliani e Miller contesta essa teoria afirmando que o valor de mercado e o custo médio de capital não influenciam na estrutura de financiamento da empresa, ou seja, tanto faz a forma de financiamento que a empresa escolher. O valor de mercado vai depender somente da capacidade de realização de lucros no longo prazo, de acordo com a teoria MM. A justificativa é que, caso a empresa adquira mais empréstimos, aumentando o valor do capital de dívida, a remuneração do capital próprio compensará tal aumento, não afetando, portanto, o custo médio de capital. A compensação é feita porque, dada a hipótese de mercado de capitais com informação perfeita e sem incidência fiscal, ao assumir mais dívidas, o risco da empresa aumenta, embutindo um prêmio de risco à remuneração do capital próprio na exata proporção que compensaria a aquisição de mais dívidas. Portanto, para MM não importa qual será a forma de financiamento escolhida pela empresa (PINTO JUNIOR, 2013).

O problema apresentado na teoria de Modigliani e Miller é colocado por Pinto Junior (2013) como pouco realista em relação às hipóteses de funcionamento do mercado de capitais. Pois, quando a teoria MM afirma que a estrutura de financiamento não influencia no custo médio da empresa, a lógica subjacente é que os meios de financiamento são perfeitamente substitutos entre si. Entretanto, isso ignora as diferentes formas de acesso ao crédito e o fato de que quando uma empresa se torna mais endividada, seus projetos se tornam mais arriscados e, conseqüentemente, mais caros, refletindo, portanto, no custo médio de capital da empresa (PINTO JUNIOR, 2013).

Carvalho (2009) aponta que uma conclusão que pode ser tirada a partir do trabalho de Modigliani e Miller é que "as empresas deveriam constituir sua estrutura de capital com a maior participação de capital de terceiros; no limite, a empresa deveria ser constituída

exclusivamente de capital de terceiros" (p. 24, 2009). Entretanto, tal fato não é visto na realidade.

Eichner (1976) também traz uma discussão acerca da estrutura de financiamento da empresa, analisando a opção por financiamento interno a partir de lucros retidos. Este modelo considera empresas que operam sob oligopólio e que, com a necessidade de um novo investimento, optam por elevar os preços dos produtos aumentando a parcela de lucros retidos. O aumento de preços dos produtos pode vir a provocar uma queda na quantidade vendida devido ao efeito-substituição, em que compradores vão substituir esse produto por um similar que o deixe com o mesmo nível de satisfação. Contudo, no modelo de Eichner, as firmas oligopolistas são preço-inelásticas, ou seja, a demanda pelo seu produto não é alterada com uma variação nos preços. Mesmo nessas empresas, o autor observa que no longo prazo, o efeito-substituição opera, reduzindo a capacidade da empresa, mesmo oligopolista, de aumentar seus lucros aumentando o preço para financiar seus novos projetos de investimentos (CARVALHO, 2009).

A outra opção para a empresa são os empréstimos bancários tradicionais, em que a empresa pega um financiamento com um banco e paga, no futuro, com juros. Ao partir para essa opção, a empresa compromete seus fluxos de caixa futuros, necessariamente. Caso a receita esperada com a implementação do projeto não aconteça, há possibilidade de não pagamento por parte da firma. Conforme mais empréstimos e, conseqüentemente, mais comprometida com obrigações futuras a empresa fica, as taxas de juros cobradas pelos bancos para emissão de novos empréstimos tendem a ser maiores e menos atrativas (MARTINS, 2009).

A mesma lógica será verificada com emissão de títulos de dívida - debêntures ou notas promissórias. Embora aqui a empresa esteja utilizando o mercado de capitais, a opção continua sendo de dívida, só que os emprestadores de recursos serão investidores, ao invés de bancos tradicionais ou governamentais. Da mesma forma, ao emitir títulos de dívida, a empresa se compromete com o pagamento futuro. E quanto maior for o grau de alavancagem da firma, isto é, quanto mais recurso de terceiros ela utilizar para financiar seus projetos, mais arriscada ela ficará, porque sua margem de segurança diminui (CARVALHO, 2009). Uma empresa com alto risco de inadimplência não é atrativa aos olhos dos investidores, portanto, para reverter esse efeito, precisará pagar juros maiores que justifiquem os riscos que estão tomando (MARTINS, 2009).

Pode-se perceber que a principal desvantagem quando uma empresa escolhe por financiamento via capital de terceiros, seja empréstimos ou emissão de títulos de dívidas, é o

comprometimento com essas obrigações futuras. A utilização em excesso do capital de terceiros aumenta a vulnerabilidade da empresa e a expõe a um maior nível de risco (ALMEIDA et al., 2014).

Diferentemente do capital próprio que, por sua vez, consiste em recursos fornecidos pelos proprietários da empresa e espera-se que permaneça por período indefinido, consequentemente sem necessidade de reembolso ou resgate. Dessa forma, como os compradores de ações viram sócios da empresa, a escolha de emitir ações como forma de financiamento será dada para poder acessar esse tipo de capital. Em outras palavras, o valor pago por esses investidores na compra dessas ações entra na estrutura de capital da empresa como capital próprio, logo, sem obrigação de pagamento futuro (BOMFIM et al., 2007).

A abertura de capital, portanto, representa uma redução do grau de endividamento da empresa e consequentemente uma redução da sua vulnerabilidade, pois balanceia o uso de capital próprio e capital de terceiros. Lembrando que, ações "constituem-se em títulos representativos da menor fração do capital social de uma empresa (sociedade anônima, sociedade por ações ou companhia)" (ASSAF NETO, 2014, p. 925).

O financiamento por meio da emissão de ações é uma fonte de recursos que não possui, teoricamente, limitação (ALMEIDA et al., 2014). Isto porque, enquanto a empresa tiver projetos viáveis e interessantes aos olhos dos investidores, ela pode emitir ações e obter, dessa forma, recursos para financiá-los. A vantagem é que ela não precisará necessariamente se descapitalizar para implementar esses novos projetos. Entretanto, a abertura de capital pode trazer outras questões.

A decisão da empresa a respeito de qual tipo de financiamento utilizará será feita a partir do custo e dos riscos de cada uma. Empiricamente e de forma mais geral é possível ver um ordenamento dessa decisão: recursos internos, empréstimos bancários, títulos de dívida e, depois, emissão de ações. Dado que esse ordenamento é uma ordem crescente de custos (MARTINS, 2009).

Esse ordenamento é afirmado por Myers em seu trabalho *The Capital Structure Puzzle* (1984), no qual contesta a hipótese de Modigliani e Miller e propõe a *Pecking Order Theory* (POT) para explicar a decisão de financiamento das empresas. A POT apresenta um conceito de hierarquização das fontes de financiamento, em que inicialmente a empresa utilizará fontes internas de financiamento. Caso a lucratividade não seja a esperada e suficiente, impossibilitado de executar as oportunidades de investimento, a companhia buscará por fundos externos. Logo, posteriormente, emitirá títulos mais seguros em primeiro lugar (títulos

de renda fixa), passando para títulos híbridos (títulos de renda fixa conversíveis) e, finalmente, ações (CARVALHO, 2009)

Tabela 1: Prós e contras de cada tipo de financiamento

Financiamento por:	Prós	Contras
Recursos internos (recursos gerados pelo próprio negócio)	<ul style="list-style-type: none"> ○ Baixo custo ○ Não comprometimento do passivo ○ Autonomia 	<ul style="list-style-type: none"> ○ Limitação de recursos ○ Efeito-substituição (se optar por aumentar os preços)
Empréstimos bancários	<ul style="list-style-type: none"> ○ Baixo custo ○ Autonomia 	<ul style="list-style-type: none"> ○ Comprometimento do passivo ○ Aumento da vulnerabilidade da empresa
Títulos de dívida (debêntures ou notas promissórias)	<ul style="list-style-type: none"> ○ Acesso a volumes maiores de capital ○ Autonomia 	<ul style="list-style-type: none"> ○ Alto custo ○ Comprometimento do passivo ○ Aumento da vulnerabilidade da empresa
Emissão de ações	<ul style="list-style-type: none"> ○ Acesso a volumes maiores de capital ○ Não comprometimento do passivo ○ Sem necessidade de descapitalizar para implementar projetos 	<ul style="list-style-type: none"> ○ Alto custo com a abertura de capital e com a manutenção das exigências de empresa listada em bolsa ○ Autonomia relativizada

Fonte: Elaborada pela autora (2021).

1.4 O PROCESSO DE ABERTURA DE CAPITAL E IPO

Para a empresa realizar uma abertura de capital como forma de financiamento, ela deverá cumprir uma sistemática legal. Primeiro, a empresa deve ser constituída como uma sociedade anônima, "S/A" constituída por ações. A emissão de novas ações representa uma possibilidade de financiamento onde não há a obrigação de pagamento futuro, proporcionando às companhias uma forma de alcançar o equilíbrio da estrutura de capital, entre capital próprio e de terceiros (B3, 2021)

A primeira venda de ações de uma companhia no mercado de capitais é chamada de oferta pública inicial ou *initial public offering* (IPO), sigla comumente utilizada no jargão de

mercado. Uma oferta pública inicial pode ser primária ou secundária. A diferença será na emissão ou não de novas ações. A emissão de novas ações pela empresa a fim de atrair novos investidores e, conseqüentemente, aumentar o capital social da companhia, é chamada de emissão primária de ações. Quando não há nova emissão e sim a venda de ações já existentes e que estão em mãos de acionistas ou controladores, dá-se o nome de oferta pública secundária. Esta não altera o capital social da empresa, apenas modifica o quadro societário (ASSAF NETO, 2018)

Tendo escolhido realizar um IPO para captação de recursos, a companhia procurará uma instituição financeira do mercado de capitais devidamente credenciada e capacitada para a operação. Em seguida, venderá o lote das novas ações emitidas para uma instituição financeira, processo também chamado de subscrição de ações ou *underwriting*. Esta lançará as ações no mercado primário para captar os investidores interessados em fazer parte do capital social da empresa (ASSAF NETO, 2018).

O mercado primário é o ambiente dentro do mercado de capitais para emissão de novos títulos. Seja títulos públicos emitidos pelo Governo Federal ou títulos privados emitidos por instituições financeiras ou empresas. Portanto, a emissão e a venda de novas ações, que são unidades de títulos emitidas por S.A, acontecerá no mercado primário. Seja para realizar sua primeira oferta pública de ações ou para realizar ofertas subsequentes - chamadas de *follow-on* - a empresa utilizará do mercado primário (B3, 2021).

O processo de abertura de capital inicia-se a partir da avaliação por parte da empresa dos seus resultados econômicos e financeiros históricos a fim de definir os resultados esperados e a viabilidade do investimento acionário. Além disso, é necessário um estudo setorial para entender o mercado consumidor, o mercado fornecedor e as empresas concorrentes. Em seguida, a empresa estudará a forma mais conveniente de emitir as ações dada as características básicas de emissão e lançamento de ações que levam em conta os incentivos fiscais, as garantias e liquidez no mercado secundário, o preço de lançamento das ações e etc (ASSAF NETO, 2018).

Pela Lei das Sociedades por Ações, é exigido que haja um intermediário financeiro nas operações de subscrição de ações, que pode ser banco de investimento, banco múltiplo ou sociedade corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários. Além do intermediador financeiro, exige-se a contratação de uma auditoria externa devidamente credenciada à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para avaliar todo o processo e procedimento das atividades da empresa. Caso a empresa opte por vários intermediários, eles formarão o chamado *pool* de instituições financeiras, e será definido um coordenador, que tratará de todo

o processo desde o registro na CVM até a liquidação financeira, e as instituições líderes e consorciadas (ASSAF NETO, 2018).

Existe 3 modalidades de subscrição pública de ações que a empresa e a instituição financeira acordarão:

- i. subscrição do tipo firme (ou puro): a instituição financeira assume todo o risco da colocação de ações no mercado, ou seja, caso os acionistas não façam o pagamento pela compra das ações (integralização), a(s) instituição(ões) financeira(s) se responsabilizará(ão) pelo pagamento do valor total das ações lançadas à empresa. Essa modalidade atribuiu garantia à operação e demonstra que a instituição financeira acredita no sucesso do lançamento.
- ii. subscrição do tipo residual (*stand-by*): nessa modalidade, a instituição financeira não se responsabiliza pela integralização total das ações emitidas no momento do lançamento. Nesse caso, a instituição financeira se compromete a negociar as novas ações durante certo tempo até que aconteça a subscrição total ou, caso contrário, será devolvida a parcela das ações que não forem absorvidas pelos investidores no mercado.
- iii. subscrição do tipo de melhor esforço (*best effort*): nessa modalidade, a instituição financeira não assume nenhum tipo de responsabilidade e, conseqüentemente, o risco da colocação de ações fica exclusivamente por conta da empresa. Fica acordado que durante certo tempo a instituição financeira fará o máximo possível para garantir que as ações sejam integralizadas por investidores no mercado acionário. Terminando o prazo estabelecido, as ações residuais serão devolvidas para a empresa.

A formação de preço das novas ações é feita no processo de bookbuilding. Neste, busca-se determinar o preço de lançamento de um IPO com base na demanda e preço que os investidores institucionais estão dispostos a pagar. Como o IPO é a primeira oferta de ações da empresa e, logo, ela não possui ações no mercado para servir de referencial de preço, no Prospecto Preliminar da Oferta contará com uma faixa de preço com valores mínimos e máximos de referência, com base no valuation da empresa, e esse intervalo de preços serve como referência para os investidores institucionais (B3, 2021).

As ordens de demanda dos investidores institucionais são enviadas para os coordenadores, estes recebem e vão construindo o livro de ofertas durante o período de reserva (B3, 2021). O período de reserva é exatamente esse momento onde os coordenadores

recebem a demanda dos investidores, informando quantas ações desejam comprar e o valor que desejam investir.

Finalizando o período de reserva, a empresa com os coordenadores da oferta definem a alocação dos investidores na oferta, chegando ao preço da ação (B3, 2021).

Após “a concessão do registro na CVM e admissão à negociação na B3, a empresa passa a ter seus valores mobiliários negociados em bolsa de valores e toda oferta é liquidada” (B3, p. 20, 2021).

1.5 VANTAGENS DA ABERTURA DE CAPITAL E IPO

Até aqui, vimos que a abertura de capital é uma alternativa de captação de recursos para as empresas e há diversas formas de alocar esses recursos, dependendo do interesse da companhia. Existem alguns outros benefícios que a empresa auferir ao abrir capital que vão além do financiamento em si: a reestruturação de passivos, a liquidez patrimonial e imagem institucional.

A estrutura de capital da empresa, isto é, o quanto ela terá de capital próprio e de capital de terceiros, em geral, é decidida pela própria empresa. Essa composição é feita de acordo com o custo de cada capital. De acordo com o Assaf Neto (2014, p. 555), "em essência, o custo de capital próprio é superior ao custo de capital de terceiros". No entanto, o uso de capital de terceiros exerce pressão sobre os fluxos de caixa da empresa porque exige o pagamento futuro independente do sucesso da empresa. Dessa forma, à medida que mais dívidas - capital de terceiros - são introduzidas na estrutura financeira da empresa, o capital próprio se torna mais arriscado, pois torna-se mais difícil de arcar com as obrigações (ASSAF NETO, 2014). A abertura de capital aparece aqui como vantagem porque permite que algumas empresas garantam sua sobrevivência ao reestruturar seus passivos (ALMEIDA et al., 2014). Os recursos captados entram como capital próprio e, portanto, o percentual de capital de terceiros na estrutura financeira da empresa diminui, equilibrando-a.

A liquidez patrimonial, por sua vez, é a possibilidade dos sócios transformarem sua parcela da empresa em dinheiro. Isso pode ser feito no momento da abertura de capital ou, posteriormente, negociando na Bolsa de Valores. A saída de um sócio pode ser feita parcialmente ou integralmente, dependendo da sua motivação pessoal. Se um investidor deseja diversificar seus investimentos, por exemplo, pode vender parte das ações que possui e assim resgatar esse dinheiro para ser utilizado em novos investimentos. Por sua vez, a saída integral de um sócio costuma ser verificada em casos onde a empresa anteriormente recebeu

investimentos de um fundo de venture capital ou de private equity e, depois de consolidada, esses investidores dos fundos possuem a possibilidade de vender suas participações com lucro.

Uma outra vantagem da abertura de capital como liquidez patrimonial é em casos de processos sucessórios e de partilha de herança, em que os herdeiros não desejam continuar como donos da empresa e a estrutura permite que vendam suas partes na Bolsa (ALMEIDA et al., 2014). O acesso ao mercado de capitais pode ser usado pelas empresas familiares como forma de perpetuar a história da companhia, visto que uma abertura de capital permite adicionar novos sócios e profissionalizar a gestão, colaborando com a perenidade da empresa (B3, 2021).

A imagem institucional se refere à força que a marca, nome da empresa, ganha. Essa projeção reflete, principalmente, na visibilidade que a companhia ganha, no aumento da transparência com o público e com o ganho de eficiência. A visibilidade é dada porque ela passa a ser regularmente mencionada na mídia e acompanhada pelos agentes do mercado financeiro. De forma conjunta, as empresas passam a ter um departamento de relações com investidores não só para atender as normas dos órgãos reguladores, mas, além disso, estreitar a relação com seus acionistas e eventuais acionistas. O RI - relações com investidores - contará com todo o resultado financeiro da empresa, dando, conseqüentemente, uma transparência muito maior às movimentações que acontecem dentro da companhia (ALMEIDA et al., 2014).

A transparência também é lida como vantagem porque a empresa passa mais confiança às instituições financeiras e, conseqüentemente, facilita na obtenção de crédito. Além disso, à medida que a empresa passa a ser mais conhecida e mais transparente, o peso sobre suas obrigações aumenta, desse modo, os profissionais que nela trabalham tendem a comprometer-se mais para atingir os resultados projetados (ALMEIDA et al., 2014). De acordo com a B3 (2021), a abertura de capital transforma a cultura organizacional da empresa, porque contará com controles internos mais robustos e transparentes que são exigidos pelos órgãos normativos.

1.6 DESVANTAGENS DA ABERTURA DE CAPITAL E IPO

A principal desvantagem do processo de abertura de capital são os custos envolvidos. Basicamente, as empresas incorrem em dois custos: os diretamente relacionados à abertura de capital e os custos associados à manutenção do status de companhia aberta. (Deloitte, 2020).

O estudo realizado pela Deloitte (2020) sobre a preparação e os custos para abertura da capital no Brasil, no cenário de 2004 a 2020, apontou que os custos envolvidos na preparação da empresa para a realização das ofertas públicas iniciais são em média 4,9% do valor total arrecadado no IPO.

Os principais custos envolvidos estão relacionados diretamente com a preparação da empresa para a sua listagem e, portanto, empresas que tenham investido em uma preparação de longo prazo possuem esses custos diluídos ao longo de anos e serão menos impactados no momento da decisão. A Deloitte (2020) resume esses custos em 4: (i) Custo com Coordenadores da Oferta: é o custo de contratação de uma instituição financeira autorizada para conduzir a oferta pública, desde a modelagem da operação, a determinação do período adequado da oferta e até pelo processo de bookbuilding, entre outros. (ii) Custo com Advogados: também chamados de honorários advocatícios estão relacionados com toda a documentação relacionada ao pedido de registro da companhia, tanto a administração como a elaboração. (iii) Custo com Auditores Independentes: os auditores independentes são os agentes que averiguaram se as informações financeiras da empresa, em especial suas demonstrações financeiras, estão adequadas, a verificar se há alguma inconsistência nas informações. (v) Custo com Assessores Contábeis: os assessores contábeis, por sua vez, ajudam a empresa a implementar todos os critérios estabelecidos pela B3 e pela CVM para o processo de listagem dentro do prazo requerido.

Além disso, a Governança Corporativa entra aqui como mais uma variável que influencia nos custos do processo de abertura. Esse conjunto de práticas que visam aumentar a confiança de uma empresa com seus investidores, a partir da transparência e prestação de contas, podem ser traduzidos como maiores custos no processo de IPO. Em suma, quanto maior a disposição da empresa em divulgar informações, mais os investidores são atraídos. Em contrapartida, maiores são os gastos com documentação e divulgação de informações (Deloitte, 2020).

No Brasil, os segmentos de listagem da B3 - Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 – foram criados para classificar as empresas quanto às regras de governança corporativa adotada. De acordo com os dados disponibilizados pela B3, na última década o Novo Mercado, segmento de mais elevado padrão de governança corporativa, firmou-se como o mais escolhido pelas empresas na decisão de abertura de capital. Entretanto, tendo em vista os custos referentes de adequação aos padrões de governança, a B3 criou o Bovespa Mais em 2005 e o Nível 2 do Bovespa Mais em 2014, permitindo que as empresas se preparem de forma gradual para entrar no mercado implementando os elevados padrões de transparência, a

medida que permite a empresa efetuar o IPO até 7 anos depois da sua listagem (Deloitte, 2020).

Outra desvantagem atrelada à abertura de capital é o Custo de Agência. A Teoria da Agência é a base teórica que analisa as relações entre os participantes de uma empresa, na qual a propriedade e o controle são designados a pessoas distintas. As empresas abertas, por serem sociedades por ações, representam esse tipo de separação entre propriedade e controle, porque os acionistas não são os que tomam as decisões pela empresa. Nesse caso, os proprietários contratam agentes que tomarão as decisões optando pelas melhores decisões, isto é, os administradores devem tomar decisões a partir dos interesses dos acionistas. Mas não é o que acontece. Para Jensen e Meckling (1976) nenhum indivíduo maximiza uma função de utilidade que não seja a sua. Esse conflito é chamado de Conflito de agência (ARRUDA; MADRUGA; FREITAS JUNIOR, 2008).

Esse conflito de interesse incorre em custos, seja em despesas de monitoramento dos administradores e em perdas residuais (de bem-estar) em função das diferenças entre as reais decisões e àquelas que maximizariam o bem-estar dos acionistas.

Outro ponto apresentado em Arruda, Madruga e Freitas Junior (2008) é referente à assimetria de informações, na qual nem todas as informações são conhecidas por ambas as partes de um contrato e, conseqüentemente, dificulta averiguar se os termos do contrato que estão sendo propostos são mutuamente aceitáveis. Carvalho (2002) aponta que os problemas de assimetria de informação entre empreendedores e investidores podem inviabilizar o financiamento de projetos altamente produtivos, pela ausência de informação suficiente no momento da tomada de decisão.

1.7 SÍNTESE

Neste capítulo vimos alguns fundamentos que norteiam a escolha por captação de recursos de uma empresa e as vantagens e desvantagens em decidir ofertar ações como forma de captação.

Vimos que durante os 5 estágios de vida de uma empresa, ela contará com diferentes resultados operacionais e, conseqüentemente, necessitará de financiamentos para expandir-se e consolidar-se no setor que atua. A busca por recursos de terceiros, portanto, aparece como uma alternativa quando o uso dos recursos internos já não é mais suficiente para cobrir as despesas e custos gerados pelos projetos de investimentos e de crescimento. Ou quando há necessidade de meio de pagamento em situações de assincronias entre os fluxos de produção e

os contratos firmados. Ou, até mesmo, quando a empresa decide por adquirir ativos financeiros para compor seu portfólio e fazer gestão de caixa.

Ao passo que o financiamento a partir dos recursos gerados pelo próprio negócio não se mostra satisfatório, ela terá duas alternativas: utilizar de empréstimos tradicionais cedidos pelos bancos ou utilizar o mercado de capitais através de emissão de títulos de dívida ou de propriedade (ações).

Dadas as alternativas, a emissão de títulos de propriedade - ações - se destaca porque, assim, a empresa consegue volumes de capital bem maiores do que conseguiria com empréstimos bancários e, de certa forma, não possui limitações. Pois enquanto a empresa tiver bons projetos para realizar, poderá ir a público pedir esse financiamento.

Indo além do financiamento, a captação de recursos a partir da oferta de ações permite que a empresa equilibre o uso de capital próprio e capital de terceiros, diminuindo o nível de endividamento da empresa e reduzindo sua vulnerabilidade financeira. Diferentemente dos empréstimos e títulos de dívida, que entram na contabilidade como passivos e comprometem os fluxos de caixa futuros.

Entretanto, o custo de cada escolha de obtenção de recurso é o principal fator que influencia na decisão da firma. O custo para abertura de capital para a emissão de títulos - notas promissórias, debêntures ou ações - é bastante elevado e exige uma estrutura que nem todas as empresas conseguem arcar. Então, mesmo que realizar um IPO pareça interessante, nem todas as empresas conseguem fazer isso de forma rápida.

Conseqüentemente, e em geral, as empresas costumam seguir um ordenamento nessa decisão: utilizar recursos internos para depois pedir empréstimos bancários. Alcançando um bom tamanho, decidem por abrir capital, emitir títulos de dívidas para, somente depois, realizar sua primeira oferta pública, o IPO.

Concluimos que a decisão de realizar um IPO precisa ser bem avaliada. Seja para financiamento, ou para reestruturação de passivo. Seja para consolidação de imagem na mídia ou para uma liquidez patrimonial. Em qualquer situação é importante avaliar os prós e contras que competem a essa opção.

No próximo capítulo, veremos como foi a evolução do mercado de capitais brasileiro até chegar na expansão de IPOs que estamos presenciando atualmente. Feito isso, analisaremos qual destino as empresas estão dando para os recursos captados nesses IPOs.

2 CARACTERIZAÇÃO DA EXPANSÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO NO PERÍODO RECENTE

2.1. INTRODUÇÃO

No Brasil, o mercado de capitais como forma de financiamento aos investimentos privados ganhou força somente após a década de 1970 com o Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG). Antes disso, a maioria dos investimentos do país era feito via intervenção estatal, endividamento externo e, no caso dos investimentos privados, via subsídios governamentais e empréstimos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDES) – para além dos recursos próprios das empresas. O PAEG foi responsável pela reforma do mercado de capitais, criando um sistema de distribuição de valores mobiliários com corretoras, distribuidoras e bancos de investimentos, ou seja, visando uma estruturação do mercado de capitais brasileiro. Esse movimento repercutiu em uma significativa expansão do mercado acionário na década de 1970, gerando uma grande bolha especulativa pelo alto volume transacionado, que foi procedida de estagnação até a década de 1990 (ALBERGONI E KÜSTER, 2010).

A abertura comercial e financeira em 1990 e o controle da inflação foram fatores importantes para reaquecer o mercado de capitais novamente. A adoção do Plano Real em 1994, da âncora cambial e da renegociação da dívida externa brasileira com base no Plano Brady contribuíram para formar um ambiente macroeconômico interno mais estável. No plano externo, havia forte retomada do crescimento e da liquidez internacional que refletiu positivamente para o mercado acionário brasileiro estagnado desde 1970 (MARTINS, 2009). Entretanto, os acontecimentos que marcaram o final dos anos 90 - crise asiática em 1997, russa em 1998, crise cambial brasileira em 1999, a crise turca e argentina no início dos anos 2000 e os ataques terroristas nos Estados Unidos - contribuíram para o forte encolhimento do mercado de capitais brasileiro (ALBERGONI E KÜSTER, 2010). A recuperação do mercado de capitais só voltou a acontecer a partir de 2004.

A década de 1990 atingiu o primeiro pico de companhias listadas na Bovespa (536 empresas) no ano de 1997. No período seguinte, de 1999-2003 os números caem expressivamente. De 1995 a 98 ocorreram 96 IPOs contra os 28 no período de 1999-2003. As condições econômicas mencionadas contribuíram para a reversão da tendência expansionista do Mercado de Ações Brasileiro. Outro fator importante e de natureza regulatória foi a Instrução 287/1998 lançada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que tornou o

critério para abertura e manutenção de companhias abertas mais rigoroso, contribuindo para a queda no número de empresas abertas e de ofertas primárias a partir de 1998 (MARTINS, 2009).

Destaque para a participação dos investidores estrangeiros na bolsa brasileira que possuiu um papel importante no movimento de expansão e retração do mercado de capitais. Quando o cenário externo se encontra aquecido, os países centrais expandem suas fronteiras de investimentos para os países emergentes, como o Brasil, trazendo um forte fluxo de capitais para o país. Da mesma forma, e representando boa parte do volume negociado na bolsa brasileira, assim que as crises começaram a acontecer no final dos anos de 1990, causando instabilidade nos países centrais e nos mercados de capitais internacional, há uma forte retirada de recursos da bolsa que corroborou para a fase de estagnação do mercado de capitais brasileiro até 2004 (MARTINS, 2009).

O cenário de instabilidade externo e interno se reverte a partir de 2004, iniciando um novo ciclo de expansão da economia mundial. Nos Estados Unidos as taxas de juros caem significativamente e os gastos públicos aumentam, o que levou a recuperação da economia e do mercado de capitais americano. Essa recuperação intensificou o aumento das importações pelos EUA. Essas importações eram providas pelas economias emergentes, em especial a China. Nesse momento, a China optou por manter sua taxa de câmbio fixa em relação ao dólar, gerando forte viés exportador para a economia chinesa. O Brasil entra nessa dinâmica como os demais países emergentes que exportavam produtos e matérias-primas para a China, já que esta possuía alta demanda por commodities.

O Brasil seguiu o ritmo externo: melhora das contas externas puxada pela expansão das exportações, forte ingresso de recursos pela conta de capital e ampliação das reservas internacionais. Conseqüentemente, a inflação reduziu e permitiu uma redução nas taxas básicas de juros da economia a partir de 2006. Todo esse quadro contribuiu para que o mercado de ações brasileiro atingisse seu período de maior prosperidade até então.

A demanda por ações do período de 2004-2008 é explicada por Carvalho (2009) a partir de 3 fatores: liquidez internacional, inflação sob controle e redução da taxa básica de juros. Primeiro, o aumento da liquidez internacional, isto é, a grande oferta de recursos disponíveis para investimentos no mercado financeiro internacional, permitiu a ampliação e redistribuição da riqueza, refletindo no crescimento do investimento mundial em títulos e ações. Além disso, internamente, a inflação sob controle gerou excedente (poupança) que pôde funcionar como fonte para nova demanda de ativos e a redução das taxas de juros diminuiu os rendimentos oferecidos pelos títulos de dívida de baixo risco, favorecendo a

demanda por títulos que não fossem atrelados indexados à taxa de juros, que é o caso das ações. "A ampliação do volume de IPO's, em certa medida, decorreu das estratégias das empresas em tentar aproveitar as "janelas de oportunidades" do mercado acionário, isto é, da forte elevação da demanda e dos preços das ações" (CARVALHO, 2009, p. 46).

De 2004 a 2008 houve 119 operações no mercado primário, destas, 84 foram IPOs. Em termos percentuais, 70,6% do número total de ofertas foram de IPOs. O pico aconteceu em 2007, com 51 ofertas públicas realizadas, representando 86,4% do número total de ofertas. Mesmo com a Instrução 287/1998 da CVM, o período teve forte aceleração no número de registros e conseqüentemente no número de companhias abertas. Verifica-se aqui uma nova dinâmica do mercado: a emissão de ações logo após o registro de companhia aberta, ainda no mesmo ano. Além disso, todas as companhias que abriram capital nesse intervalo foram listadas em algum grau de Governança Corporativa, em especial no Novo Mercado (MARTINS, 2009).

A tendência de crescimento das aberturas de capital foi revertida em 2008, em virtude da instabilidade econômica internacional, decorrente da crise do *subprime*, o que aumentou a preferência pela liquidez e reduziu a demanda por ações (CARVALHO, 2009). A presença expressiva dos investidores estrangeiros na demanda por ações na bolsa brasileira e a concentração das empresas brasileiras em atividades ligadas às commodities deixou o mercado brasileiro com grande sensibilidade em relação aos movimentos internacionais. Ferreira (2012) aponta que o contágio da crise do subprime no mercado acionário brasileiro como um todo foi bem significativo.

A consequência foi a descontinuação do movimento expansivo vivenciado de 2004 a 2008. "As novas emissões se reduziram drasticamente e as aberturas de capital se tornaram eventos raros" (MARTINS et al, 2021, p.14). Esse período de estagnação após 2008 começou a se modificar em 2016 por reflexo dos ajustes recessivos de 2015. A adoção da agenda neoliberal é apontada por Martins et al (2021) como uma interpretação de um elemento favorável à expansão da riqueza financeira. Além disso, internacionalmente, o ciclo de liquidez também favoreceu a entrada de capitais, tornando o saldo de investimentos em carteira no balanço de pagamentos positivo novamente.

A combinação da agenda neoliberal, o ciclo de liquidez internacional e os sucessivos cortes na taxa básica de juros da economia contribuíram para que em 2019 o mercado de capitais voltasse a se expandir, saindo de anos de estagnação pós crise do subprime. Em 2020, esse movimento ganhou ainda mais força dada as boas expectativas de crescimento do país. Mesmo com o choque gerado pela pandemia da COVID-19, o mercado de capitais brasileiro

não ficou abatido por muito tempo e logo se recuperou, adentrando em 2021 com força e continuando seu movimento de expansão.

2.2 CONDICIONANTES DA EXPANSÃO DO MERCADO DE CAPITAIS 2019-2021

O ano de 2019 deu início a uma nova expansão no mercado de capitais, batendo recorde no volume de ofertas e registrando uma alta de cerca de 60% em comparação ao ano anterior. O grande destaque do ano foram as ofertas subsequentes de ações (follow-ons). No mercado secundário, o índice Ibovespa - principal indicador do mercado acionário brasileiro - alcançava um novo patamar chegando aos 120 mil pontos. Além disso, o número de investidores na bolsa de valores brasileira aumentou consideravelmente. Esse movimento do mercado de capitais pode ser considerado uma resposta às políticas macroeconômicas internas, em especial aos cortes sucessivos na taxa de juros.

A taxa de juros básica da economia - taxa Selic - é o instrumento de política monetária mais importante à disposição do Banco Central, pois através dela a autoridade monetária busca influenciar o nível de atividade econômica e os preços. A taxa Selic, que é a taxa de juros do mercado de operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais de um dia, é a única taxa que o Banco Central controla diretamente e influencia as demais taxas da economia (BCB, 1999).

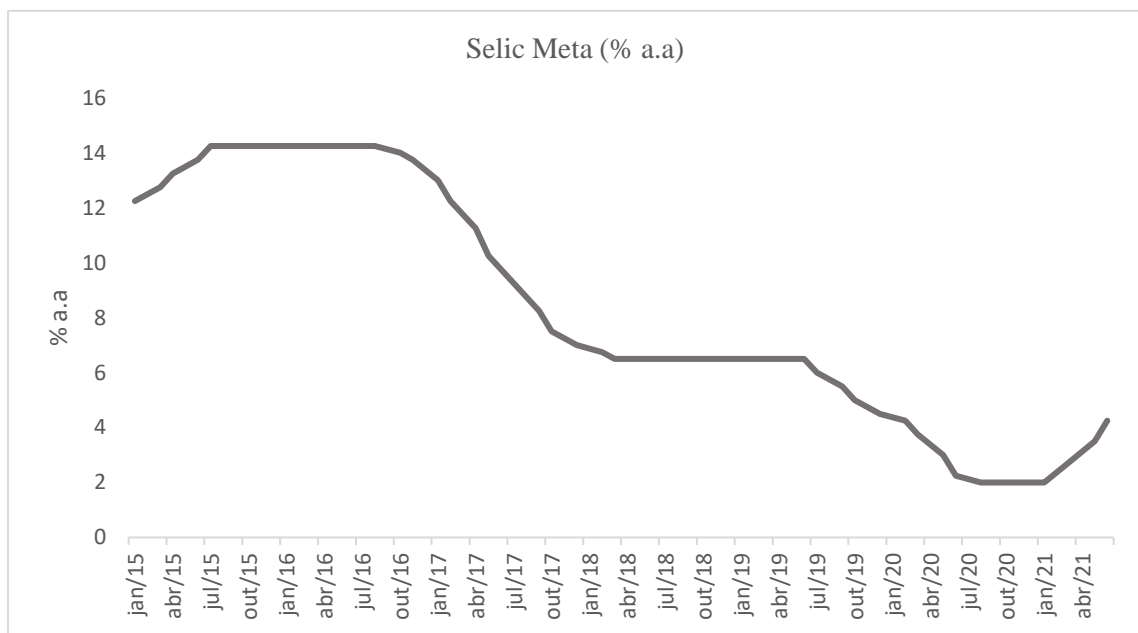
Dentro do mercado de capitais, a taxa de juros é vista como um custo de oportunidade pelo investidor, este escolhe alocar seus recursos no que é mais atrativo: ativos ligados à taxa básica de juros ou alocar no mercado acionário, comparadas as rentabilidades (BERNARDELLI, 2016). Assaf Neto (2018) aponta que em ambiente econômico mais estável, as taxas de juros caem e os ativos de renda fixa se tornam menos atraentes. Seguindo a mesma lógica, um ambiente estável se torna mais previsível e, geralmente, os investidores ficam mais propensos a assumir riscos, tornando as aplicações de renda variável (ações) mais atraentes. Um cenário mais volátil, portanto, produz um recuo dos investidores do mercado, priorizando ativos de menor risco (ASSAF NETO, 2018).

As empresas, por sua vez, utilizam a taxa de juros para determinar qual tipo de emissão o mercado absorverá melhor: “A preferência por debêntures ocorre quando a empresa precisa levantar recursos para financiar seus investimentos e o mercado demonstra maior disposição para receber juros como rendimentos, principalmente diante das altas taxas praticadas no Brasil” (ASSAF NETO, 2018, p. 312).

Os sucessivos cortes na taxa básica de juros que começaram no ano de 2016 e se aprofundaram em 2019 estimularam a demanda dos investidores por ações. As reduções

induziram uma realocação dos recursos para o mercado acionário ao longo do ano de 2019. O ano de 2020 não foi diferente, os cortes adicionais na taxa Selic fizeram com que a participação de renda fixa no volume transacionado no mercado de capitais caísse consideravelmente, beneficiando o mercado de renda variável: aumento nas emissões primárias de ações, de fundos de investimentos e de fundos imobiliários (ANBIMA, 2021).

Gráfico 1: Evolução da Meta SELIC em % a.a.



Fonte: Banco Central do Brasil (2021)

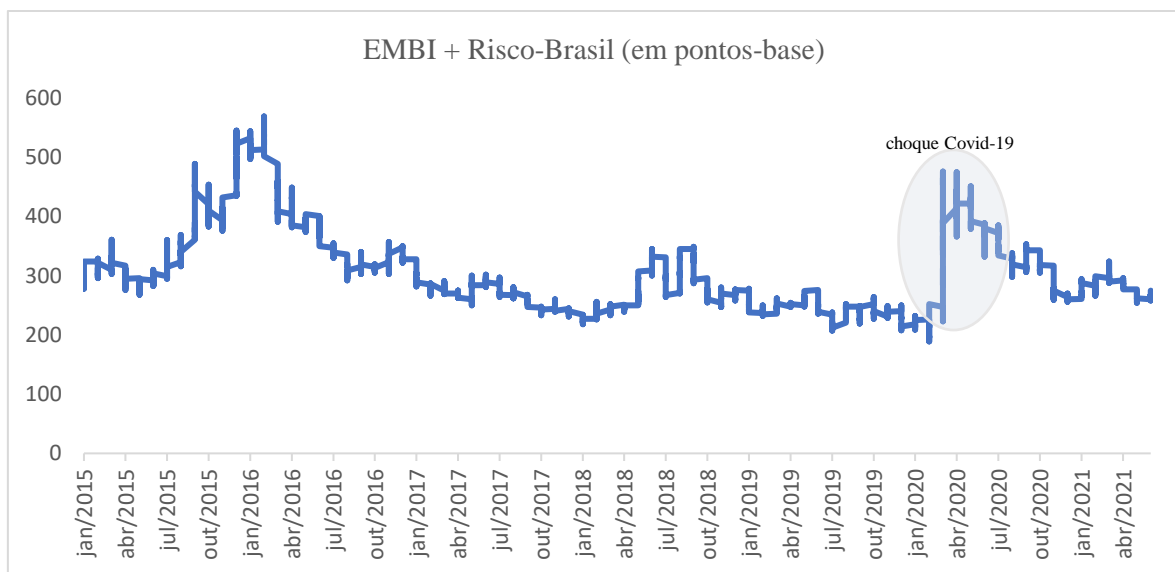
A liquidez internacional foi outro fator que afetou o desempenho do mercado brasileiro, o termo se refere a quantidade de recursos disponíveis para investimentos no mercado financeiro internacional. Quando os países com mercados e economias mais desenvolvidas estão com excesso de oferta de recursos, geralmente, procuram investimentos de mercados emergentes, como no caso do Brasil. Essa liquidez costuma ser consequência da redução da taxa de juros. Em 2019, o Banco Central dos Estados Unidos reduziu a taxa de juros em decorrência da guerra comercial entre EUA e China e a perspectiva de desaceleração econômica, gerando um aumento na liquidez internacional que refletiu no Brasil.

O aumento na liquidez internacional dada a redução da taxa de juros dos EUA e, conseqüentemente, uma maior procura por títulos de países como o Brasil, nos leva a outro índice que influencia os movimentos do mercado de capitais brasileiro: EMBI+ Brasil, também chamado de Risco-Brasil. Um aumento na demanda por títulos brasileiros reduz os juros pagos por eles. O EMBI é a diferença do retorno médio diário dos preços dos títulos dos

países emergentes em comparação ao retorno de títulos semelhantes ao do Tesouro dos Estados Unidos (referência de títulos de baixo risco). O EMBI+ Brasil é o cálculo, em separado, das oscilações dos títulos brasileiros comparados aos títulos norte-americanos. Quanto maior a diferença, mais aguda é a percepção de risco dos investidores em relação a determinado tipo de papel, pois significa que o país está tendo dificuldades em atrair investidores e, conseqüentemente, aumenta a taxa de retorno requerida pelos compradores desses títulos (IPEADATA, 2021). Em momentos de excesso de liquidez internacional e em alta procura pelos títulos brasileiros, o preço desses títulos cai, diminuindo a diferença em relação aos títulos dos EUA e, portanto, reduzindo o Risco-Brasil.

Em 2019 e no início de 2020, como reflexo da liquidez internacional, o EMBI+ Brasil concentrou-se em níveis bem mais baixos em comparação aos anos anteriores.

Gráfico 2: Evolução do Risco-Brasil (EMBI+ Brasil) em pontos-base (1 pb = 0,01%)



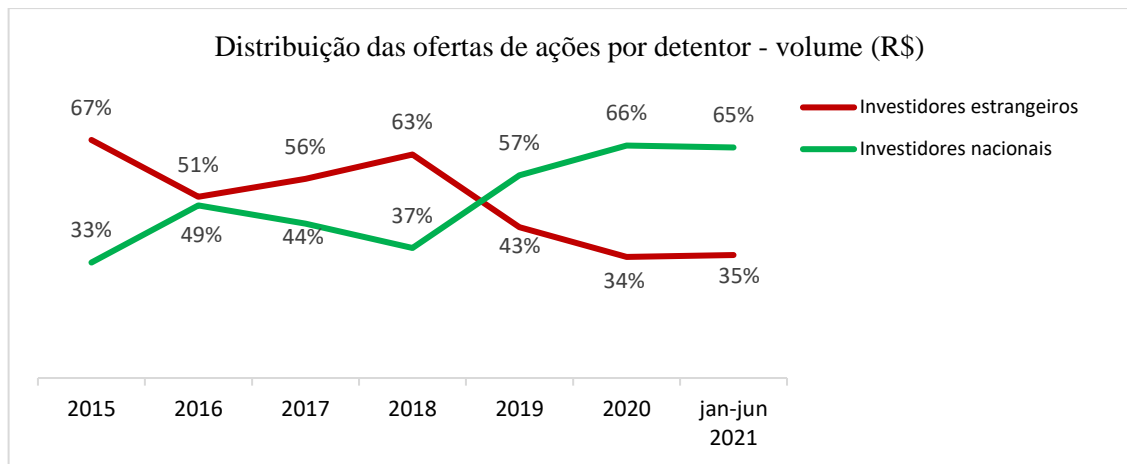
Fonte: Ipeadata (2021)

Essa trajetória foi revertida com o choque da COVID-19. A incerteza sobre o impacto econômico da pandemia fez com que a volatilidade disparasse e a liquidez do mercado sofreu forte deterioração. Os bancos centrais responderam flexibilizando a política monetária e reduzindo as taxas de juros, para preservar a estabilidade do sistema financeiro (ADRIAN; NATALUCCI, 2020). Não diferente, as políticas anticíclicas adotadas pelo Banco Central do Brasil ajudaram em uma rápida recuperação do mercado de capitais. No fim do ano, as perdas já haviam sido revertidas (Martins et al, 2021).

Entretanto, o choque da pandemia de COVID-19 gerou uma redução substancial de investimentos estrangeiros no país. Em decorrência dos maiores gastos para combater os efeitos da pandemia, os estrangeiros ficaram mais receosos com o futuro fiscal do país, retirando bilhões de reais do mercado de capitais no ano de 2020 (FONSECA, 2020).

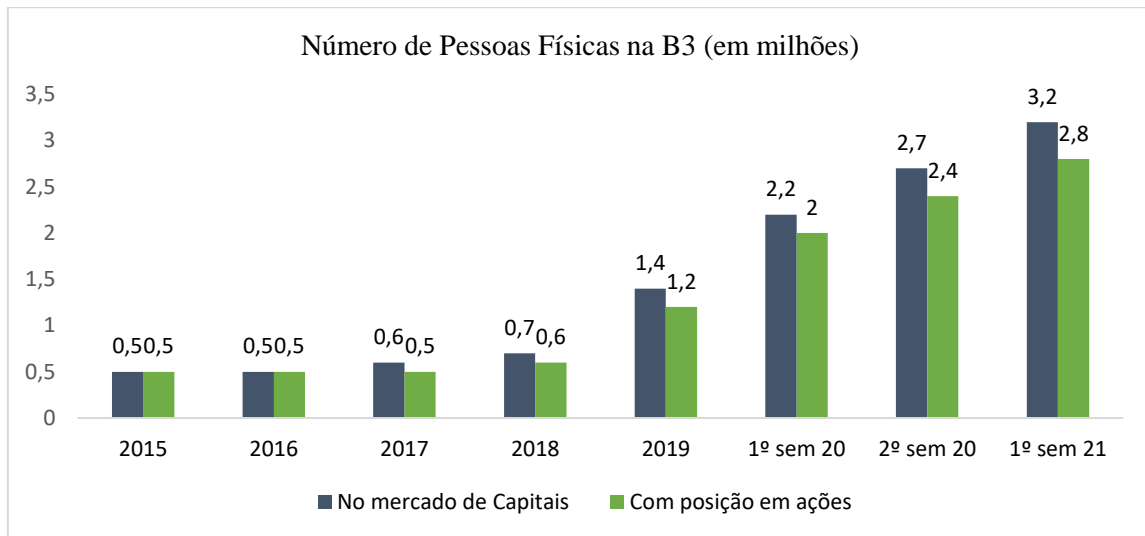
A fuga de investidores estrangeiros no mercado de capitais foi bastante sentida no mercado acionário. Até 2014, a participação do capital estrangeiro no mercado acionário brasileiro era maioria. A inversão nessa tendência aconteceu em 2019, onde os investidores nacionais passaram a concentrar a maior parte do volume emitido de ações na bolsa de valores, e se aprofundou em 2020.

Gráfico 3: Distribuição das ofertas de ações por detentor: investidores estrangeiros versus investidores nacionais



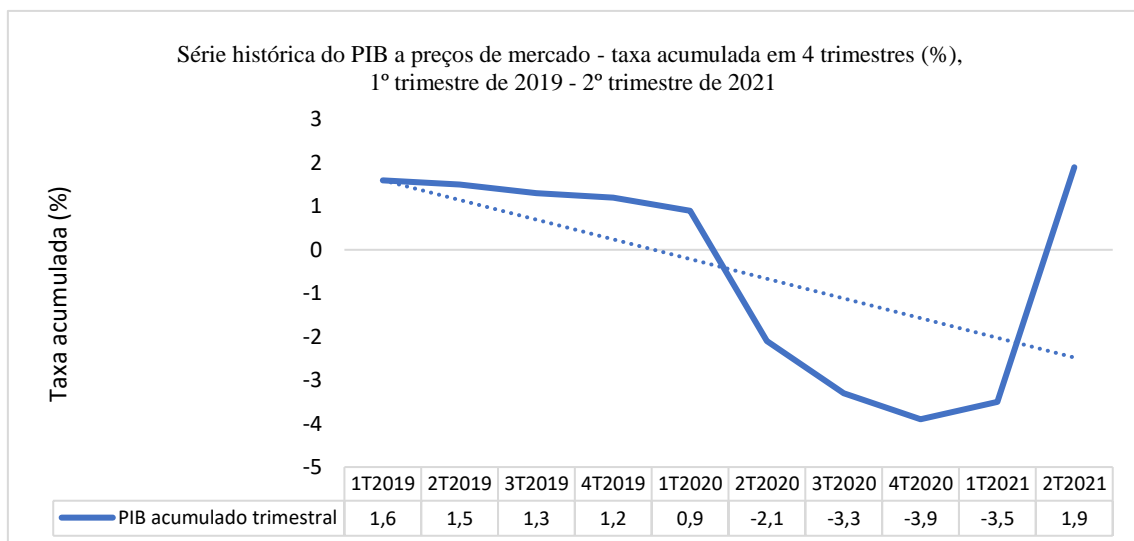
Fonte: Anbima (2021)

Um dos grandes destaques do período de 2019 - 2021 foi a entrada massiva de investidores individuais brasileiros na bolsa de valores, que começou em 2019 e se perpetuou mesmo durante a pandemia de COVID-19. Martins et al (2021) explica que a queda nos juros mudou o foco na distribuição de produtos financeiros, incentivando o mercado de renda variável. Além disso, pontua que os investidores individuais passaram a ser bombardeados de conteúdo relacionado a mercado de renda variável por meio dos canais digitais. De acordo com a análise da evolução dos investidores individuais feita pela B3 (2021), desde 2020 até agosto/2021, observa-se a entrada de mais de 100 mil investidores por mês na bolsa brasileira.

Gráfico 4: Evolução do número de pessoas físicas na B3

Fonte: B3 (2021)

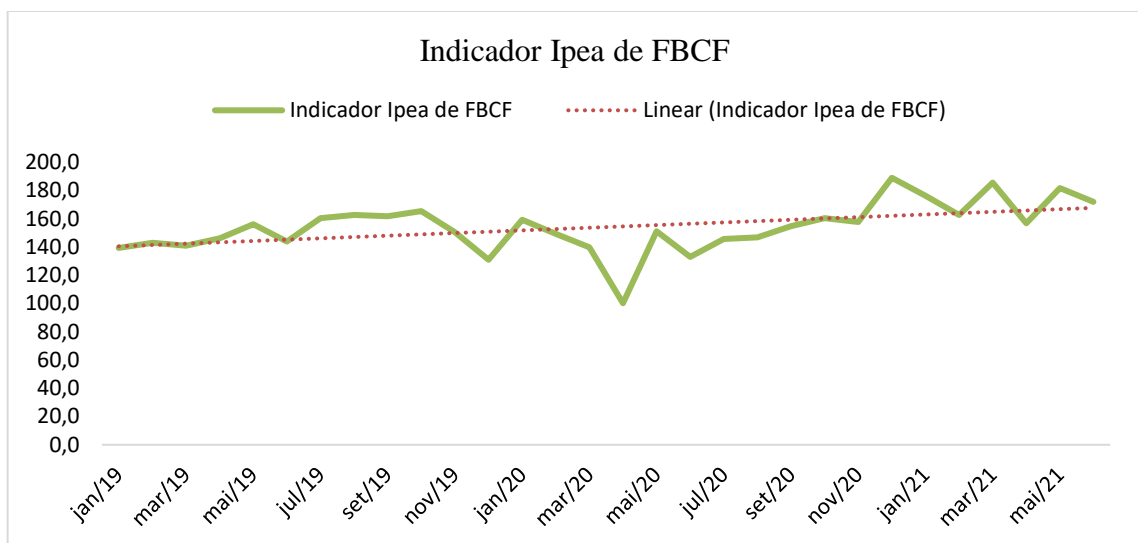
No entanto, o período de expansão do mercado de capitais aconteceu na direção oposta do crescimento da econômica e do nível de investimento do país. O crescimento da economia, ou a atividade econômica do país, é medida a partir do cálculo do PIB – Produto Interno Bruto – que é a soma das riquezas produzidas dentro de um país. Quanto maior o PIB de um país, maior a atividade econômica. Quanto maior atividade econômica das empresas, maiores serão os lucros e, consequentemente, maiores serão os dividendos distribuídos por elas, elevando a demanda de investidores por ações, por exemplo. Contudo, o PIB se mostrou estagnado nesses últimos e durante o choque de Covid-19 (ano de 2020) sofreu forte retração, ainda sim, o mercado de capitais, em especial o mercado acionário, continuou crescendo.

Gráfico 5: Série histórica do PIB a preços de mercado calculado trimestralmente, do período de 1T2019 até 2T2021:

Fonte: IBGE, Sistema de Contas Nacionais Trimestrais (2021)

Por sua vez, a formação bruta de capital fixo (FBCF) que mensura o aumento de bens de capital das empresas, o nível de investimento do país, não acompanhou o ritmo de crescimento do mercado de capitais, mostrando-se estagnada durante o período analisado neste trabalho e uma queda durante o ano de 2020. A FBCF envolve investimentos produtivos das empresas, como compra de máquinas, equipamentos, construções para aumento da capacidade e etc.

Gráfico 6: Evolução mensal do índice de Formação Bruta de Capital Fixo, de 2019 até junho/2021



Fonte: Ipea (2021)

Embora o mercado de capitais seja utilizado como *funding* para as empresas, isto é, seja fonte captação de recursos financeiros para investimento, sua expansão não se mostrou suficiente para alterar positivamente o caminho do PIB e da FBCF do país. Relevando, portanto, uma contradição do processo de expansão do mercado de capitais entre 2019 até 2021: crescimento do mercado de capitais, em especial do mercado acionário, em meio a uma desaceleração do PIB e de estagnação e redução da taxa de investimento durante o mesmo período.

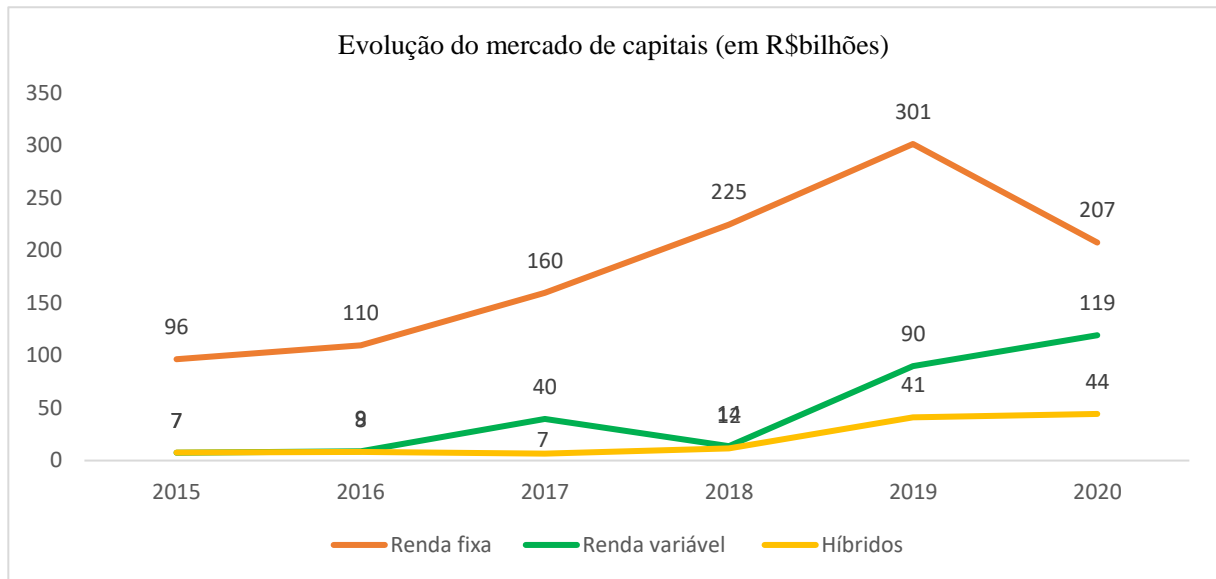
2.3 EVOLUÇÃO DO MERCADO DE CAPITALIS 2019-2021

Esta seção utilizará os dados fornecidos pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais, ANBIMA, divulgados mensalmente no Boletim do Mercado de Capitais. A partir deles, será caracterizada a expansão de ofertas no mercado de capitais e a dinâmica experimentada em cada ano de expansão em relação aos títulos que compõem esse mercado.

O ano de 2019 trouxe bastante mudança na dinâmica do mercado de capitais brasileiro, principalmente no que se refere a participação de emissões domésticas de renda variável. Na década de 2010, até 2018, a participação de renda variável nas emissões domésticas não representou nem 20%, batendo apenas 5% em 2018. As debêntures - título de dívida das empresas - era a principal fonte de capitalização até então. A maior colocação de ações no mercado pelas empresas, fez com que a participação de renda variável nas emissões domésticas passasse a casa dos 20%. Outro produto que contribuiu para o avanço da participação de renda variável foram os Fundos de Investimentos Imobiliários, FIIs.

Em 2020, o mercado de capitais teve uma redução por conta do impacto da pandemia de COVID-19, marcado por meses de incerteza e volatilidade dos ativos. Mesmo assim, a partir da metade do ano de 2020, o mercado de capitais apresentou forte recuperação. Continuando o movimento de 2019, o mercado de renda fixa diminuiu sua representação nas ofertas emitidas, dando espaço para o avanço da renda variável, com grande destaque para IPOs, follow-ons e FIIs.

Até o primeiro semestre de 2021, o mercado de capitais já tinha captado mais da metade do total do ano anterior, ratificando o movimento expansivo do mercado de ações e a mudança na dinâmica em relação à década antecedente.

Gráfico 7: Evolução do mercado de capitais, em bilhões de reais

As emissões de debêntures como forma de financiamento, que até 2018 representava cerca de 80% de todo o volume de títulos emitidos, teve sua participação diminuída a partir de 2019, explicada pelo aumento relativo das operações com ações. A queda da taxa Selic além da projeção para 2020, desacelerou o ritmo de emissão de debêntures, dando mais espaço para a participação das emissões de renda variável no mercado de capitais como um todo. As debêntures apresentaram em 2021 o menor nível de participação no volume emitido no mercado de capitais desde 2015. O principal destino da emissão de debêntures foi para capital de giro e refinanciamento de passivos, o que ilustra a desvinculação entre a expansão do mercado e a realização de novos investimentos produtivos.

Ao passo que as emissões de renda fixa diminuíram sua participação nos últimos anos, a renda variável foi ganhando cada vez mais espaço. As operações em Fundo de Investimento Imobiliário ganharam destaque e contribuíram para esse movimento, dada a melhora do segmento imobiliário na economia e diante da baixa taxa de juros que deixou o segmento ainda mais atrativo. Em 2019, representava 9% do total emitido do mercado de capitais, seguindo para 12% em 2020 e terminando a metade de 2021 com um volume de captação superior ao total emitido no ano de 2020. É interessante mencionar que as pessoas físicas continuam como os principais subscritores das ofertas de FIIs, diferente dos outros títulos do mercado de capitais.

Mesmo os FIIs contribuindo com o avanço do mercado de renda variável, é inegável que a principal participação nos últimos anos foi por conta das ofertas de ações: tanto IPO

quanto follow-on. Em 2019, o número de *follow-ons* em relação ao ano anterior teve um aumento de 1500% (de 3 para 37 operações). Em 2020, entretanto, o grande destaque foi o aumento de IPOs, que registrou o maior valor desde o boom em 2007. Em 2021, as ofertas de ações confirmaram a tendência de crescimento. Nesse segmento, os principais subscritores de ações, isto é, quem absorve essa oferta, são os fundos de investimentos e os investidores estrangeiros.

O movimento do mercado de capitais dos últimos anos, de 2019 até metade de 2021, pode ser resumido, portanto, como uma diminuição na participação dos títulos de renda fixa, representado em sua maior parte pelas debêntures, dada o aumento expressivo na quantidade de ofertas de ações, por IPO e por *follow-on*. De acordo com os boletins da ANBIMA, o principal fator dessa mudança foram os sucessivos cortes na taxa básica de juros, que chegou ao nível de 2% em 2020.

2.3 EVOLUÇÃO DO MERCADO ACIONÁRIO DE 2019-2021 E NOVO “BOOM DE IPOS”

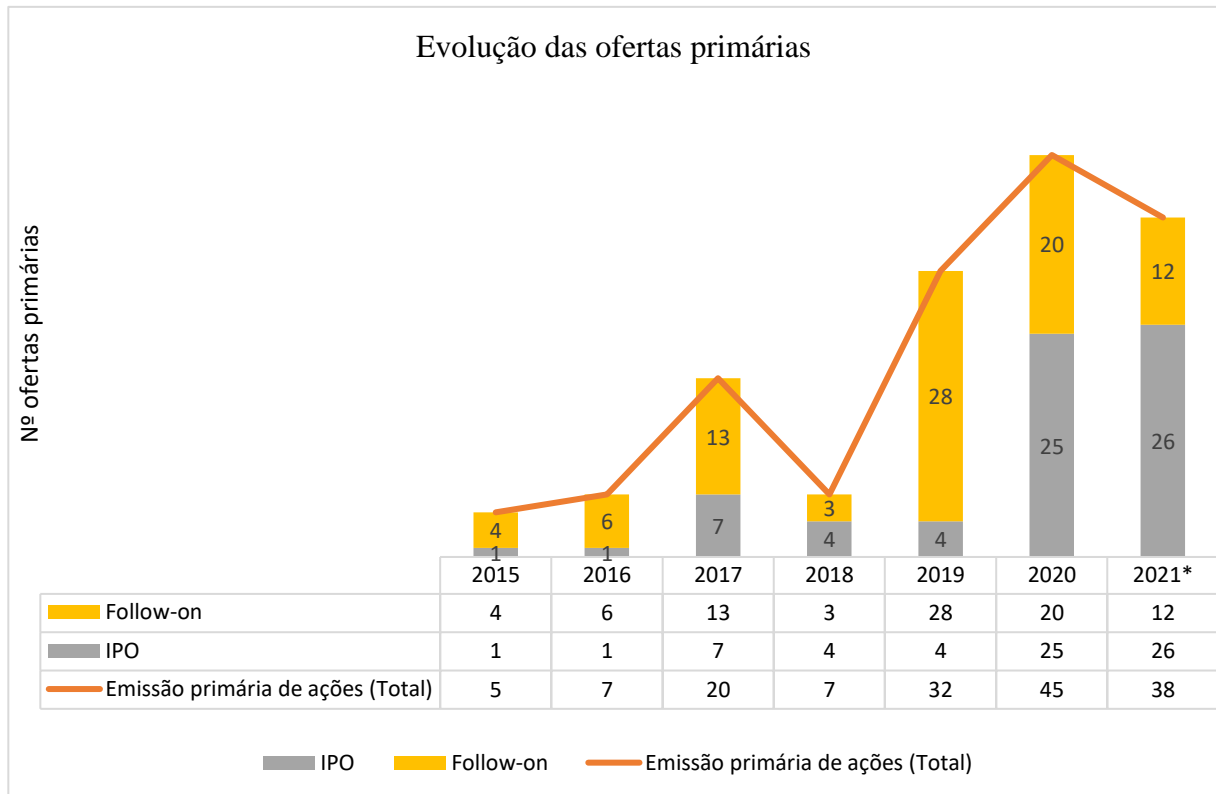
Vimos na última seção que a mudança no perfil do mercado de capitais dos últimos anos se deu por conta da expansão do mercado acionário que atingiu marcas importantes em termos dos volumes de ações emitidas via IPOs e follow-ons. Nesta seção, o foco será as emissões primárias de ações.

O mercado acionário em 2019 foi marcado pelo aumento expressivo de follow-ons - oferta de ações de companhias que já são listadas em bolsa -, passando de 3 ofertas no ano anterior, para 37 em 2019. No mesmo ano, o número de IPOs ainda se encontrava bem baixo, sendo totalizados apenas 5 negócios que movimentaram cerca de R\$10,2 bilhões de reais no mercado de capitais.

Em 2020, mesmo com o cenário de incerteza marcado pela pandemia da COVID-19, o aumento de IPOs foi o grande destaque do ano, movimentando R\$45,3 bilhões de reais e finalizando o ano com 27 operações.

No primeiro semestre de 2021 deu-se continuidade ao movimento expansionista do mercado de renda variável visto anos anteriores, captando R\$21,1 bilhão em 26 IPOs somente no primeiro semestre do ano.

Gráfico 8: Evolução das ofertas primárias de ações divididas por característica de subscrição, no período de janeiro/2015 até junho/2021



Fonte: ANBIMA (2021), *dados até junho/2021

Gráfico 9: Volume em R\$ bilhões ofertados no mercado primário de ações



Fonte: ANBIMA (2021), dados até junho/2021

Quanto aos subscritores das ofertas primárias de ações, pode-se destacar dois pontos importantes: o aumento na participação dos fundos de investimentos e o aumento no número

de investidores individuais (pessoas físicas) na bolsa, dois movimentos que responderam à queda nas taxas de juros da economia.

Os fundos de ações e multimercado, como aponta Martins et Al (2021), foram alvo dos investidores a partir de 2019. Os fundos de ações e fundos de multimercado registraram recordes em captação, ao passo que os fundos de renda fixa registraram resgates líquidos. O aumento da captação por fundos que possuem ações em carteira, fez com que grande parte do volume ofertado no mercado primário fosse absorvido por eles, passando a ser os maiores protagonistas do mercado acionário, a partir de 2019. Com isso, os investidores estrangeiros, que representavam maioria até 2018, deixaram de ser os principais detentores de ações.

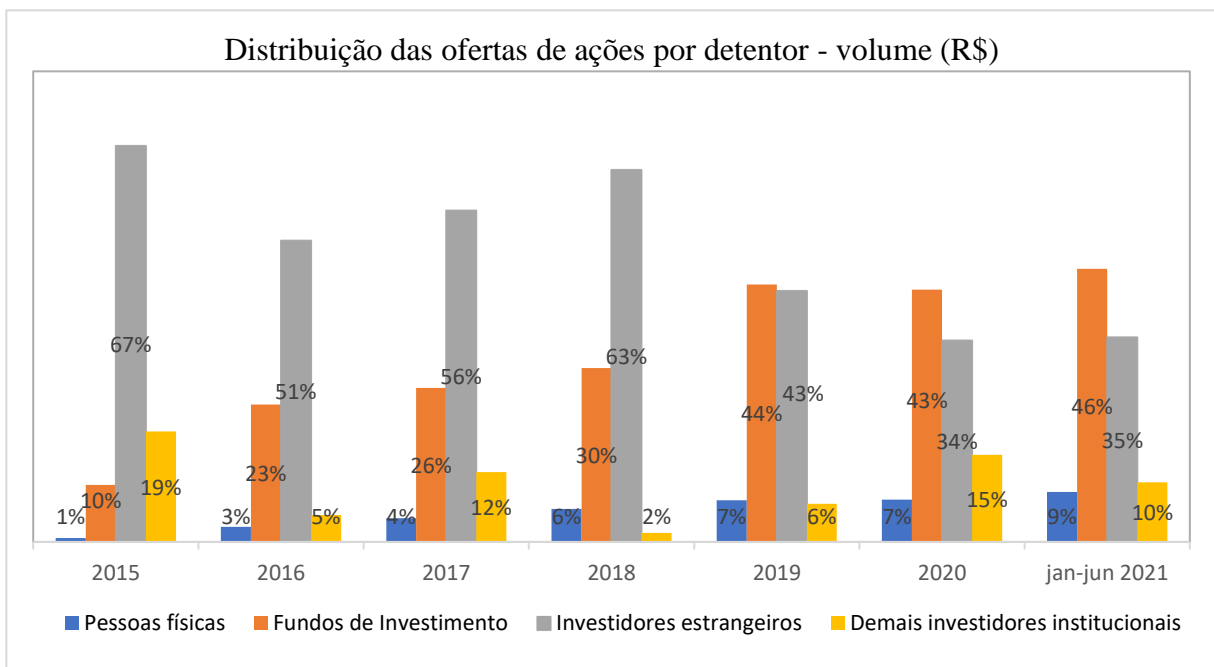


Gráfico 10: Distribuição das ofertas de ações por detentor, em volume (R\$)

Fonte: ANBIMA (2021)

Como podemos ver pelos números da ANBIMA, o número de investidores individuais não só teve aumento na bolsa de valores, como também aumentou o número de pessoas físicas absorvendo as ofertas de ações no mercado primário e ganhando um papel expressivo no mercado acionário. De acordo com o a B3 (2021), o principal produto que os investidores pessoas físicas possuem em carteira são as ações. Além disso, o estudo afirma que esse aumento vem acompanhado de uma queda no saldo mediano em custódia na B3, que hoje é de R\$7 mil, “mostrando a força e o avanço da democratização do mercado de capitais nos

últimos anos” (B3, 2021, p.9).

2. 4 SÍNTESE

Neste capítulo vimos o comportamento das variáveis macroeconômicas durante a recente expansão do mercado de capitais brasileiro. Nas décadas anteriores, o mercado de capitais vivenciou ciclos de expansão seguidos por momentos de estagnação, primeiro em 1990 após a abertura comercial e financeira do país e o controle da inflação, depois a partir de 2004 devido a melhora do cenário nacional e internacional que durou até 2008, interrompido pela crise do subprime. As consequências da crise do subprime trouxeram um período de estagnação no mercado de capitais que só começou a ser revertido a partir de 2016, levando para o período de expansão que estamos analisando nesse estudo.

Pode-se dizer que os sucessivos cortes na taxa Selic foram os principais responsáveis para a expansão do mercado de capitais, principalmente em relação ao mercado acionário. O aumento da liquidez internacional e a diminuição da percepção de risco do país também contribuíram com essa trajetória. Entretanto, a trajetória dessas duas últimas condicionantes foi interrompida com o choque da COVID-19, que gerou fuga de investidores estrangeiros e aumento da incerteza em relação ao cenário econômico brasileiro.

Uma das grandes peculiaridades desse período foi a entrada massiva de investidores individuais na bolsa brasileira, que intensificou com a pandemia de COVID-19. Não só começaram a ser mais ativos na bolsa de valores, como também tiveram aumentaram sua participação no mercado primário de ações, absorvendo as novas ações emitidas a partir de ofertas públicas iniciais.

Embora os cortes sucessivos na taxa de juros tenham contribuído para a expansão do mercado de capitais. Essa mesma expansão aconteceu em momentos de retração de crescimento econômico e de estagnação do investimento produtivo, intensificados durante a pandemia no ano de 2020, contrariando a relação direta entre crescimento econômico e aquecimento do mercado de capitais.

Todas essas condicionantes levaram a uma diminuição da emissão de títulos de renda fixa no mercado primário e o aumento de títulos de renda variável: a partir de follow-ons, IPOs e FIIs. O grande destaque foi o ritmo de crescimento dos IPOs de 2019 até 2021, mesmo em um momento de incerteza gerada pela pandemia, somado a uma mudança na composição dos subscritores de ações. A demanda dos brasileiros pessoas físicas por ações tanto direta quanto indiretamente - a partir de fundos multimercado ou de ações - fez com que a

participação de investidores nacionais na subscrição de ações fosse maior do que a participação dos investidores estrangeiros, trazendo a importância dos brasileiros na bolsa de valores do próprio país.

Para melhor entendermos como esses condicionantes mexeram no mercado acionário, no próximo capítulo será analisado detalhadamente a evolução dos IPOs - o grande destaque desses últimos anos.

3 ANÁLISE DAS OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS REALIZADAS NA B3 DE 2019 ATÉ JUNHO DE 2021

3.1 METODOLOGIA

A análise desse capítulo é de caráter exploratório baseada em dados secundários. Os dados foram obtidos nos boletins de mercado de capitais disponíveis no site da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), nos dados disponíveis no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e nos prospectos de abertura de capital das empresas selecionadas registrados na CVM.

O objetivo, portanto, é analisar a expansão do mercado de capitais focando nas ofertas públicas iniciais (IPOs) registradas na B3 de empresas brasileiras que ocorreram no período de janeiro de 2019 a junho de 2021. Essa janela de análise foi escolhida devido ao grande número de empresas que começaram a pedir seu registro na CVM para realização de IPO a partir de 2019, intensificando-se no ano de 2020 e mantendo o ritmo até finalizar o primeiro semestre de 2021, logo após o período de estagnação que persistiu durante toda a década de 2010.

Para a classificação dos setores, subsetores e segmentos foram usadas as classificações fornecidas pelo site da B3.

Quanto as destinações dos recursos foi utilizada a classificação usada pela ANBIMA na construção dos Boletins de Mercado de Capitais emitidos mensalmente em seu site.

A amostra consta com 55 empresas que registraram seus IPOs sobre as Instruções CVM 400 e CVM 476 no período de janeiro/2019 até junho/2021. Foram utilizados os seguintes critérios na escolha das empresas:

- excluídas as empresas do segmento de listagem Brazilian Depositary Receipts (BDR), referente a empresas estrangeiras que ofertam valores mobiliários no mercado nacional.
- excluiu-se as empresas cuja natureza da oferta era secundária, mantendo apenas as empresas que realizaram ofertas primárias.

As empresas selecionadas para compor a análise são apresentadas no quadro abaixo:

Quadro 1: IPOs de natureza primária das empresas que realizaram entre janeiro/2019 a junho/2021

Nome fantasia	Data de registro	Quantidade ofertada de ações	Volume captado
CENTAURO	16/abr/19	61.776.860	R\$ 772.210.750,00

VIVARA	09/out/19	18.894.662	R\$ 453.471.888,00
BANCO BMG	25/out/19	103.448.277	R\$ 1.200.000.013,20
CEA MODAS	25/out/19	49.315.068	R\$ 813.698.622,00
MITRE REALTY	04/fev/20	53.083.910	R\$ 1.024.519.463,00
LOCAWEB	05/fev/20	33.333.333	R\$ 574.999.994,25
MOURA DUBEUX	12/fev/20	65.823.529	R\$ 1.250.647.051,00
PRINER	14/fev/20	17.391.304	R\$ 173.913.040,00
ESTAPAR	14/mai/20	32.890.000	R\$ 345.345.000,00
AMBIPAR	10/jul/20	43.733.334	R\$ 1.082.400.016,50
GRUPO SOMA	30/jul/20	184.090.908	R\$ 1.822.499.989,20
D1000VFARMA	07/ago/20	27.066.635	R\$ 460.132.795,00
QUERO-QUERO	07/ago/20	22.123.894	R\$ 279.867.259,10
LAVVI	01/set/20	108.112.000	R\$ 1.027.064.000,00
PAGUE MENOS	01/set/20	101.054.482	R\$ 858.963.097,00
PETZ	10/set/20	24.489.796	R\$ 336.734.695,00
PLANOPLANO	16/set/20	4.256.000	R\$ 40.006.400,00
CURY S/A	18/set/20	18.181.818	R\$ 169.999.998,30
MELNICK	25/set/20	73.000.000	R\$ 620.500.000,00
BOA VISTA	29/set/20	106.530.860	R\$ 1.299.676.492,00
SEQUOIA LOG	06/out/20	28.070.175	R\$ 348.070.170,00
GRUPO MATEUS	09/out/20	380.862.403	R\$ 3.416.335.754,91
TRACK FIELD	23/out/20	19.718.000	R\$ 182.391.500,00
MELIUZ	04/nov/20	36.699.437	R\$ 366.994.370,00
ENJOEI	06/nov/20	60.374.768	R\$ 618.841.372,00
3R PETROLEUM	10/nov/20	32.857.143	R\$ 690.000.003,00
AERIS	10/nov/20	203.461.530	R\$ 1.129.211.491,50
REDE D OR	09/dez/20	196.664.607	R\$ 11.371.147.576,74
NEOGRID	16/dez/20	108.100.000	R\$ 486.450.000,00
ALPHAVILLE	22/dez/20	10.372.630	R\$ 305.992.585,00
ESPACOLASER	29/jan/21	67.039.106	R\$ 1.199.999.997,40
INTELBRAS	03/fev/21	46.000.000	R\$ 724.500.000,00
MOSAICO	04/fev/21	29.220.780	R\$ 578.571.444,00
MOBLY	04/fev/21	37.037.038	R\$ 777.777.798,00
JALLESMACHAD	05/fev/21	71.111.110	R\$ 590.222.213,00
FOCUS ON	05/fev/21	42.452.830	R\$ 764.999.996,60
BEMOBI TECH	09/fev/21	49.732.622	R\$ 1.094.117.684,00
CRUZEIRO EDU	10/fev/21	76.500.000	R\$ 1.071.000.000,00
WESTWING	10/fev/21	33.099.562	R\$ 430.294.306,00
OCEANPACT	11/fev/21	82.511.210	R\$ 919.999.991,50
ORIZON	12/fev/21	17.336.320	R\$ 381.399.040,00
ELETROMIDIA	12/fev/21	39.303.762	R\$ 700.000.001,22
CSNMINERACAO	17/fev/21	161.189.078	R\$ 1.370.107.163,00
VAMOS	01/mar/21	15.967.152	R\$ 415.145.952,00
HBR REALTY	19/mar/21	42.020.000	R\$ 802.582.000,00
MATER DEI	15/abr/21	80.275.229	R\$ 1.399.999.993,76
BLAU	16/abr/21	31.393.939	R\$ 1.260.152.711,46
GPS	23/abr/21	90.187.590	R\$ 1.082.251.080,00
BOA SAFRA	28/abr/21	46.464.646	R\$ 459.999.995,40
MODALMAIS	30/abr/21	51.050.000	R\$ 1.021.510.500,00
PETRORECSA	04/mai/21	80.500.000	R\$ 1.187.375.000,00
ALLIED	13/mai/21	10488620	R\$ 188.795.160,00
GETNINJAS	14/mai/21	16.064.258	R\$ 321.285.160,00

INFRACOMM	08/jun/21	62.531.250	R\$ 1.000.500.000,00
BR PARTNERS	28/jun/21	22.750.000	R\$ 364.000.000,00

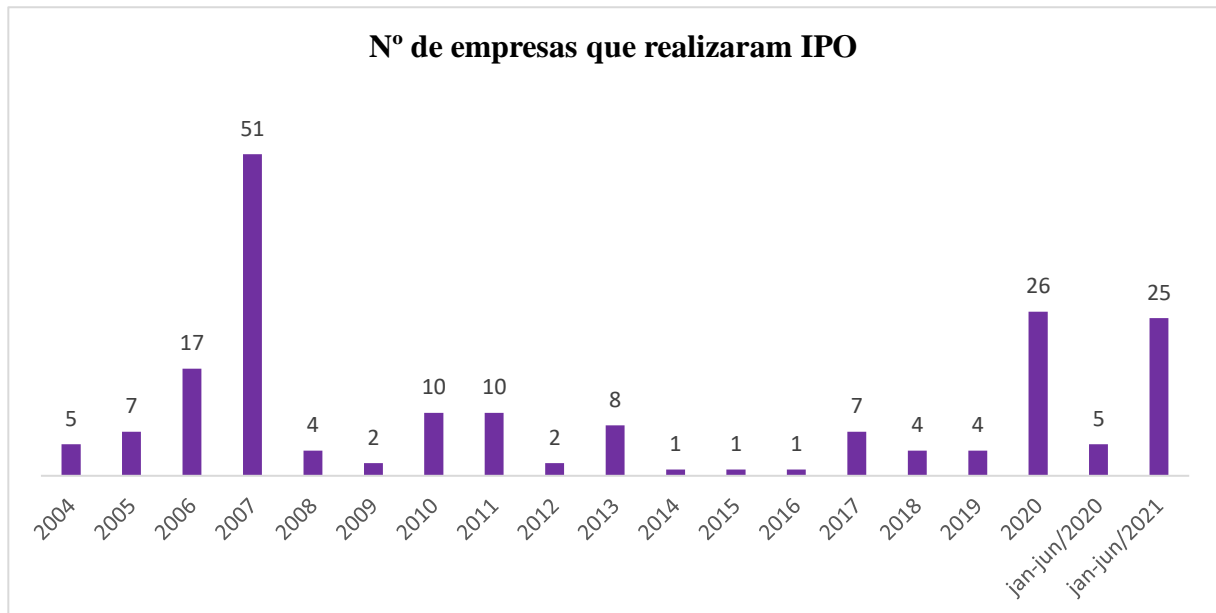
Na seção 3.2 serão apresentados os números absolutos de empresas que realizaram IPO, a quantidade de ações que foram ofertadas no mercado e o volume de recursos captados a partir dos IPOs. No segundo momento, essas 3 variáveis serão abordadas junto com os setores, subsetores e segmentos que essas empresas pertencem, respeitando a classificação da B3. Em seguida, falaremos, de forma sucinta, sobre os custos com comissões de coordenador-líder, advogados, auditores, assessores e de tributos que as empresas incorrem durante o processo e como isso pode refletir na decisão da companhia. Por fim, chegaremos no estudo principal desta monografia, será analisado o destino dos recursos captados pelas empresas que realizaram seu IPO de 2019 até junho/2021 na bolsa de valores brasileira.

Discutiremos se esses recursos são captados para servir de financiamento para investimentos produtivos, como é apontado pelas teorias tradicionais que discorrem sobre o uso de capital de terceiros na composição da estrutura de capital das empresas, ou se há outros destinos relevantes que devem ser ponderados nesta discussão. Para a realização do estudo, serão utilizados os dados disponibilizados pela Anbima e informações obtidas junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que abarcam, dentre outras coisas, os prospectos das ofertas, que são os documentos que trazem todas as informações importantes sobre a distribuição, e os anúncios de encerramento de distribuição.

3.2 IPOS: NÚMERO DE EMPRESAS, QUANTIDADE DE AÇÕES E VOLUME

Como mencionado no capítulo anterior, no Brasil, o último "boom" de IPOs havia ocorrido no período de 2004 a 2008, quando mais de 80 empresas se listaram na bolsa, com destaque para o ano de 2007 em que 64 empresas lançaram ações pela primeira vez. Essa tendência foi revertida a partir de 2008 em decorrência da crise do subprime, gerando uma estagnação no mercado de capitais que perdurou até 2016. O número de IPOs, em especial, só voltou a subir com alguma expressão a partir de 2020. Até 2019 o número de aberturas foi baixo, mas 2020 é marcado por um crescimento de 525%, alcançando a marca de 25 novas empresas. Da mesma forma, o movimento de abertura de capital via IPO foi continuado até junho de 2021.

Gráfico 11: Número de empresas que realizaram IPO de 2004 até junho de 2021



Fonte: Adaptado da CVM (2021) e ANBIMA (2021)

Percebe-se, portanto, que, até metade do ano de 2021, o mercado acionário já tinha registrado o mesmo número de IPOs que aconteceu em todo o ano de 2020, afirmando o movimento expansivo de ofertas primárias de ações por novas empresas.

Dos 55 IPOs realizados no período observado, 50 operações foram realizadas conforme a Instrução CVM nº 400 que define os procedimentos que as companhias devem cumprir na oferta pública inicial e também no *follow-on* e, principalmente, não há restrições, nessa categoria, quanto ao número e tipo de investidores que podem participar da subscrição. As outras 5 empresas abriram capital por meio da Instrução CVM nº 476, criada com o objetivo de simplificar e agilizar o processo de emissão de valores mobiliários e, conseqüentemente, com menos obrigações a serem seguidas se comparada com CVM 400. Além disso, a Instrução CVM 476 não exige o registro e análise pela CVM, tampouco a necessidade do prospecto com as informações referentes a oferta. Dessa forma, pela CVM 476, a aquisição de ações oriundas de aberturas de capital fica limitada apenas a um grupo restrito de investidores profissionais – aqueles que possuem patrimônio maior que R\$ 10 milhões ou sejam qualificados como investidores institucionais, além de outras categorias específicas. De modo geral, a Instrução 400 é chamada pela CVM de oferta Registrada, enquanto a Instrução 476 é apresentada como oferta de Esforços Restritos.

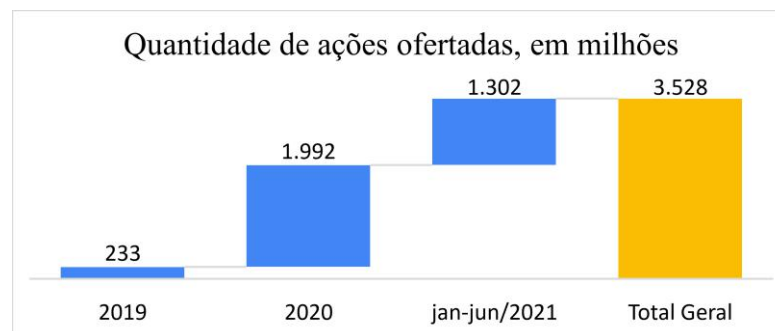
Tabela 2: Quantidade de IPOs registrados na Instrução CVM 400 e na Instrução CVM 476

Ano\Registro	CVM 400	CVM 476	Total de IPOs
2019	4	0	4
2020	25	1	26
jan-jun/2020	5	0	5
jan-jun/2020	21	4	25

Fonte: Adaptado da ANBIMA (2021)

Tendo em vista o que foi apresentado no parágrafo anterior, conclui-se que o tipo de registro preferido pelas empresas que realizaram IPO desde 2019 foi a oferta pública inicial sem limitações de investidor. Essa disposição está alinhada com um ponto importante destacado no capítulo anterior: o aumento de investidores individuais (pessoas físicas) como subscritores das ofertas primárias de ações, que passou de 1% em 2015 para o nível de 7% em 2019 e se manteve acima dos 7% nos anos posteriores, torna esse público um potencial adquirente de novos lançamentos. As empresas, por sua vez, podem ter aproveitado essa tendência de mais investidores pessoa física na bolsa para validar a escolha pela Instrução CVM 400 na hora do registro, mesmo não sendo a opção mais ágil e simplificada.

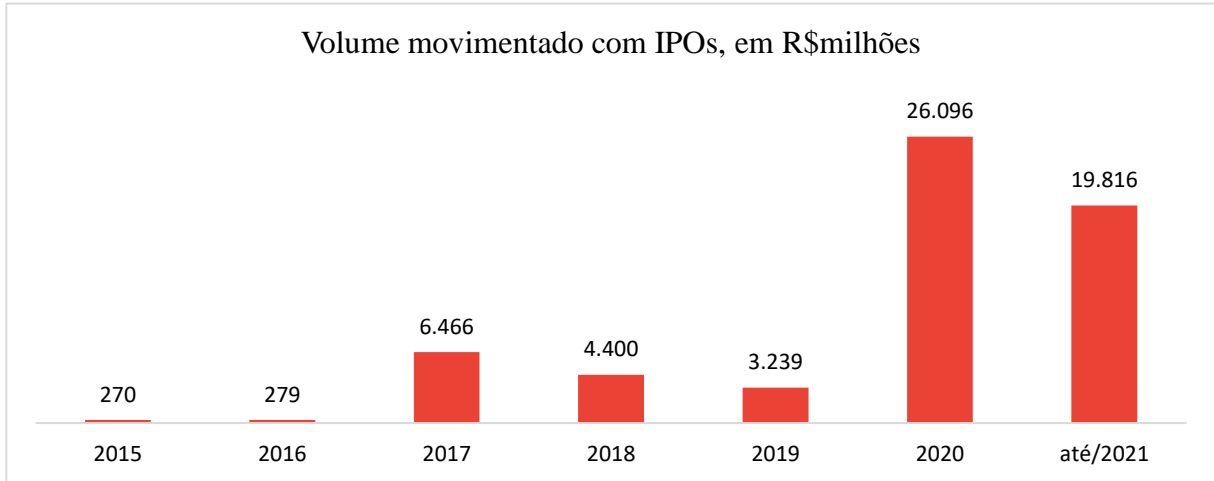
Quanto a quantidade de ações ofertadas no mercado primário e o volume captado a partir dos IPOs, temos os seguintes dados: além do número absoluto de empresas realizando IPO, o salto de 2019 para 2020 também é expressivo quanto à quantidade de ações ofertadas, que sai da casa dos milhões e chega aos bilhões, e em relação ao volume captado que cresce em mais de 900%.

Gráfico 12: Evolução da quantidade de ações ofertadas via IPOs, em milhões, desde 2019

Fonte: ANBIMA (2021)

O volume captado atingiu R\$ 30,3 bilhões em 2020 e R\$ 20,1 bilhões até o final do primeiro semestre de 2021, a despeito da crise associada à pandemia de covid-19.

Gráfico 13: Volume de recursos captados nos IPOs realizados de 2019 até junho/2021



Fonte: Adaptado da CVM (2021) e ANBIMA (2021)

Além disso, de acordo com a Tabela 3 abaixo, percebe-se que a média de ações ofertadas por empresa aumenta, revelando uma maior disposição das empresas em subscrever mais ações, contribuindo com a mudança na dinâmica de 2019 para 2020. Da mesma forma que a média de volume captado também aumenta de 2019. A combinação desses dois fatos pode indicar uma inclinação das empresas e de seus investidores originais em abrir mão de parte do controle, a partir da diluição de seus investimentos, para auferir maiores volumes de recursos provenientes de terceiros.

Tabela 3: Média de ações ofertadas e média de volume captado por ano

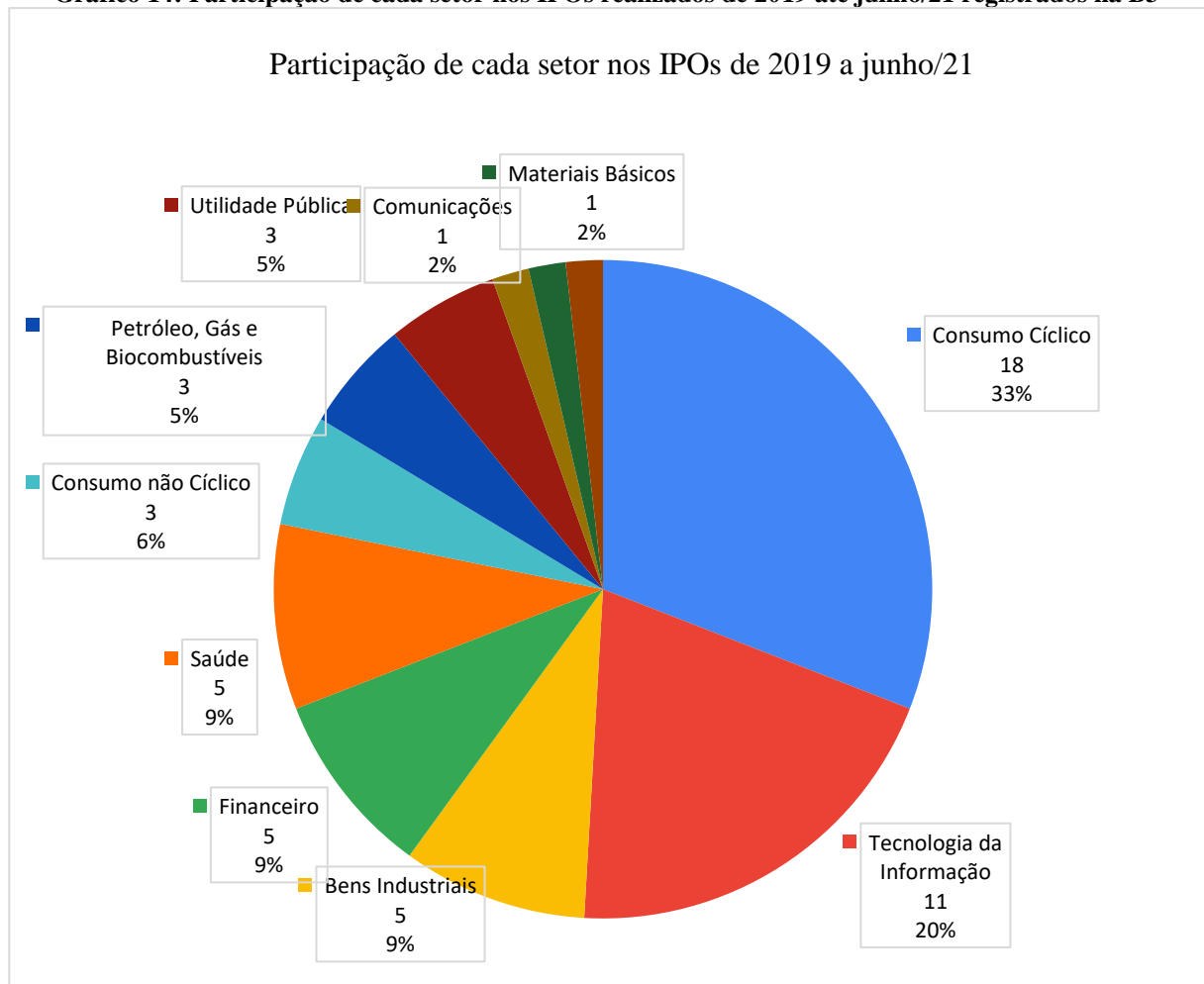
Período	Média de ações ofertadas por empresa, em milhões	Média de volume captado por empresa, em milhões
2019	58,4 M	R\$ 809,85 M
2020	76,6 M	R\$ 1.164,72 M
jan-jun/2020	41,0 M	R\$ 673,88 M
jan-jun/2021	52,1 M	R\$ 804,26 M

Fonte: Adaptado da CVM (2021) e ANBIMA (2021)

3.3 IPOS: SETORES, SUBSETORES E SEGMENTOS

Ao analisar os setores das empresas que lançaram ações pela primeira vez na bolsa brasileira de 2019 até junho de 2021, de acordo com a classificação dada pela própria B3, tem-se que as empresas de Consumo não Cíclico e as de Tecnologia da Informação juntas representam mais de 50% dos IPOs que aconteceram no período.

Gráfico 14: Participação de cada setor nos IPOs realizados de 2019 até junho/21 registrados na B3



Fonte: Adaptado da CVM (2021) e ANBIMA (2021)

Consumo cíclico, o setor de empresas que dominou as primeiras ofertas públicas iniciais, engloba as empresas que são sensíveis aos ciclos econômicos, como o vestuário, eletrodomésticos, viagens e automóveis. Esse é um dos maiores setores da bolsa de valores, pois todas as atividades consideradas “não essenciais” entram dentro de consumo cíclico.

A tabela abaixo divide o setor por subsetor e seus segmentos e a respectivas quantidades de empresas que realizaram IPO de 2019 até junho/2021:

Tabela 4: IPOs realizados pelo setor de Consumo Cíclico de 2019 até junho/21, dividido pelos subsetores e segmentos conforme classificação da B3

Consumo Cíclico	18
Comércio	7
Eletrodomésticos	1
Produtos Diversos	4
Tecidos, Vestuário e Calçados	2
Construção Civil	7
Incorporações	7
Diversos	2
Aluguel de carros	1
Serviços Educacionais	1
Tecidos, Vestuário e Calçados	2
Acessórios	1
Vestuário	1

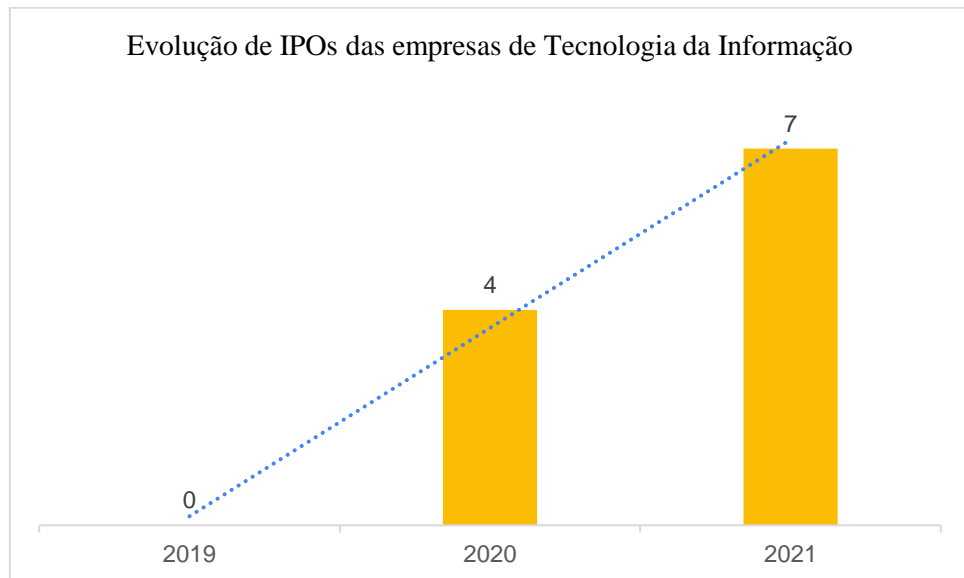
Fonte: Adaptado da ANBIMA (2021)

Dentro de consumo cíclico, o segmento que teve maior participação nos IPOs foi o de Incorporação Imobiliária (Construção Civil), comumente conhecidas como Construtoras, que, em geral, compram terrenos para construção (incorporação) de edifícios ou conjuntos de edificações para, posteriormente, vender ao público. O setor de construção civil costuma ter performance afetada pela taxa Selic, isto porque a compra de imóveis por pessoas depende fortemente do crédito habitacional, que é favorecido pelos juros baixos. Os sucessivos cortes na taxa básica de juros, como foi colocado no capítulo 2, ajudaram a estimular o setor de construção civil: a despeito da desaceleração da economia no início de 2020, houve uma expansão do crédito habitacional ao longo do ano. Como resultado, sete grandes empresas do ramo de incorporações imobiliárias realizaram abertura de capital. Outro fator que contribuiu para o desempenho do setor é a mudança no comportamento do consumidor quanto a importância do ambiente para morar e a realização de pequenas reformas ou de mudanças, dada a pandemia da Covid -19 e a necessidade de isolamento social, que levou as pessoas a passarem mais tempo em casa.

O isolamento social também pode ter sido uma das causas para a expansão dos IPOs de empresas do setor de Tecnologia da Informação. Até 2019, apenas 4 empresas de Tecnologia da Informação negociavam suas ações na bolsa de valores. Hoje, o setor conta com onze empresas, que abriram capital nos últimos 2 anos: dez empresas de Programas e Serviços e uma empresa de Computadores e Equipamentos. O forte crescimento acompanha o movimento do setor de tecnologia como um todo, tanto pela busca das companhias por

inovação e eficiência, mas também pela necessidade de isolamento social que foi imposta devido à pandemia de Covid-19.

Gráfico 15: Evolução de IPOS registrados na B3 do setor de Tecnologia da Informação de 2019 até junho/2021

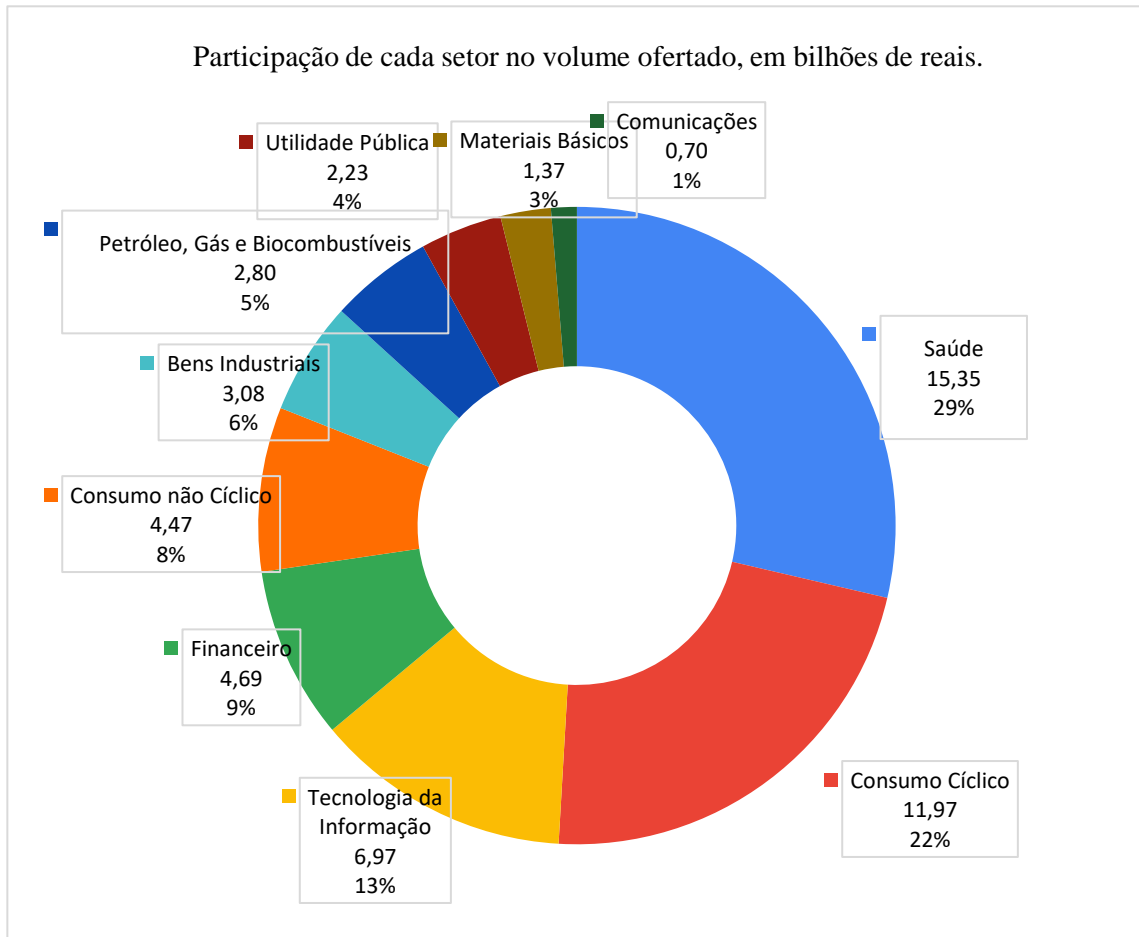


Fonte: ANBIMA (2021)

O isolamento social exigiu que as empresas se adaptassem ao modelo home-office, exigindo modernização das empresas quanto a aparelhos de computador, soluções em nuvem, softwares de videoconferência, banco de dados e etc., visando a conectividade dos trabalhadores fora do ambiente tradicional de trabalho. O modelo de consumo também foi impactado durante a pandemia, aumentando o uso de compras por meio da internet, uso de aplicativos de entrega e a utilização de banco digitais, aumento a penetração da tecnologia no dia a dia das pessoas. Esse novo estilo de vida que conta com a forte presença do setor tecnológico nos hábitos diários das pessoas, abriu novas oportunidades para o setor, que viu na captação de recursos por meio de ações uma importante forma de financiar sua expansão.

Acerca do volume ofertado em reais, temos a seguinte disposição por setor:

Gráfico 16: Participação de cada setor no volume ofertado em reais nos IPOs realizados de 2019 até junho/2021 na B3



Fonte: Adaptado da CVM (2021)

O setor de saúde movimentou quase 30% de todo o volume ofertado nos 55 IPOs da nossa análise, totalizando R\$15,35 bilhões de reais com apenas 5 empresas: 3 de medicamentos, 1 de equipamentos e 1 de serviços de análises e diagnósticos. Entretanto, 74% desse volume foi movimento por apenas uma empresa, a rede Rede D'OR São Luiz, conhecida popularmente como Rede D'or. Sozinha, a Rede D'or fez o terceiro maior¹ IPO da história da bolsa, em termos de volume.

No prospecto preliminar da oferta, a companhia afirmava que 50% do volume captado iria financiar projetos de expansão das unidades existentes. Os outros 50%, iriam ser

¹ O maior IPO da história da bolsa foi o do Santander feito em 2009, que movimentou R\$ 13,2 bilhões, seguido pela BB Seguridade em 2013, que atingiu R\$ 11,475 bilhões.

direcionados para expansão da rede a partir de aquisições de hospitais e clínicas oncológicas. Vale mencionar que a empresa aproveitou o IPO para realizar a oferta secundária de cerca de 51 milhões de ações para a saída da empresa de *private equity* como acionista e de um fundo soberano. O caso da Rede D'or vai além da fundamentação teórica tradicional na qual os recursos são usados apenas para fins de investimentos produtivos, trazendo o importante papel do ramo de M&A – fusões e aquisições – para a discussão acerca do destino dos recursos captados pelas empresas durante o IPO e também das vantagens quanto a liquidez patrimonial, como foram apresentados no primeiro capítulo.

Pegando o volume de recursos captados por cada setor e dividindo pelo número de empresas que fizeram IPO desse mesmo setor, chegamos ao que será definido neste trabalho como ticket médio - a média de recursos captados. Foram reunidos na tabela abaixo o ticket médio e a mediana do volume captado por cada setor que realizou IPO no período analisado:

Tabela 5: Número de empresas que realizaram IPO de 2019 até junho/21 divididas por setor, volume de recursos captados, média de volume captado (ticket médio) e mediana de volum captado

Empresas	Volume captado	Nº de empresas	Ticket médio	Mediana
Bens Industriais	R\$ 3.078 M	5	R\$ 615 M	R\$ 348 M
Comunicações	R\$ 700 M	1	R\$ 700 M	R\$ 700 M
Consumo Cíclico	R\$ 11.983 M	18	R\$ 665 M	R\$ 537 M
Consumo não Cíclico	R\$ 4.466 M	3	R\$ 1.488 M	R\$ 590 M
Financeiro	R\$ 4.687 M	5	R\$ 937 M	R\$ 1.021 M
Materiais Básicos	R\$ 1.370 M	1	R\$ 1.370 M	R\$ 1.370 M
Outros	R\$ 40 M	1	R\$ 40 M	R\$ 40 M
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	R\$ 2.797 M	3	R\$ 932 M	R\$ 919 M
Saúde	R\$ 15.350 M	5	R\$ 3.070 M	R\$ 1.260 M
Tecnologia da Informação	R\$ 6.974 M	11	R\$ 634 M	R\$ 578 M
Utilidade Pública	R\$ 2.228 M	3	R\$ 742 M	R\$ 764 M

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da ANBIMA e CVM

O maior ticket médio foi apresentado pelo setor de saúde, mas conforme mencionado nos parágrafos anteriores, essa média foi acentuada pelo IPO da Rede D'or. A mediana, por sua vez, suaviza o valor do volume captado por esse setor. Isso também acontece com os setores de: Bens Industriais – que tiveram 2 IPOs captando mais de R\$ 1 bilhão e outras 3 empresas que captaram menos de R\$ 350 milhões; e Consumo não Cíclico, que teve o ticket

médio puxado pelo IPO do grupo Mateus captando R\$ 3,4 bilhões. Além disso, dois setores se destacam por terem tickets médios altos, corroborados por suas medianas: setor Financeiro e setor de Petróleo, Gás e Combustível. Os dois apresentam um ticket médio maior que R\$900 milhões.

A partir desse ticket médio podemos concluir que a realização de IPO no Brasil acaba ficando para empresas de grande porte e com um nível maior de maturidade. A necessidade de recursos que superam os 500 milhões de reais indica que o operacional dessas companhias também envolve grandes volumes. Ao mesmo tempo, o mercado revela uma tendência a financiar essas operações grandiosas. Dessa forma, empresas pequenas ficam mais distantes de utilizar o mercado de capitais como fonte de recursos.

3.4 IPOs: CUSTOS

Como foi abordado no primeiro capítulo desta monografia, os custos da realização de um IPO compõem uma variável importante para a decisão das empresas de abrir o capital ou não para a captação de novos recursos. Nesta seção, serão utilizados os dados fornecidos pelas empresas à CVM e também os dados presentes nos prospectos definitivos das empresas em relação aos custos das emissões. Aqui serão considerados apenas os custos relacionados a taxas legais e advocatícias auditorias independentes, comissões cobradas pelos coordenadores e distribuidores da oferta inicial, entre outras despesas gerais ligadas ao processo de colocação de novas ações no mercado.

Geralmente, os custos com o IPO costumam ser proporcionais ao volume captado no mercado e vão depender do porte e da complexidade da empresa, assim como do esforço necessário à preparação para a operação. Os custos dos IPOs que servem de base para nossa amostra foram informados pelas empresas distinguidos em:

- Coordenação;
- Colocação;
- Estruturação;
- Garantia Firme de Liquidação;
- Incentivo;
- Tributos;
- Custos com assessores legais
- Custo com auditores; e

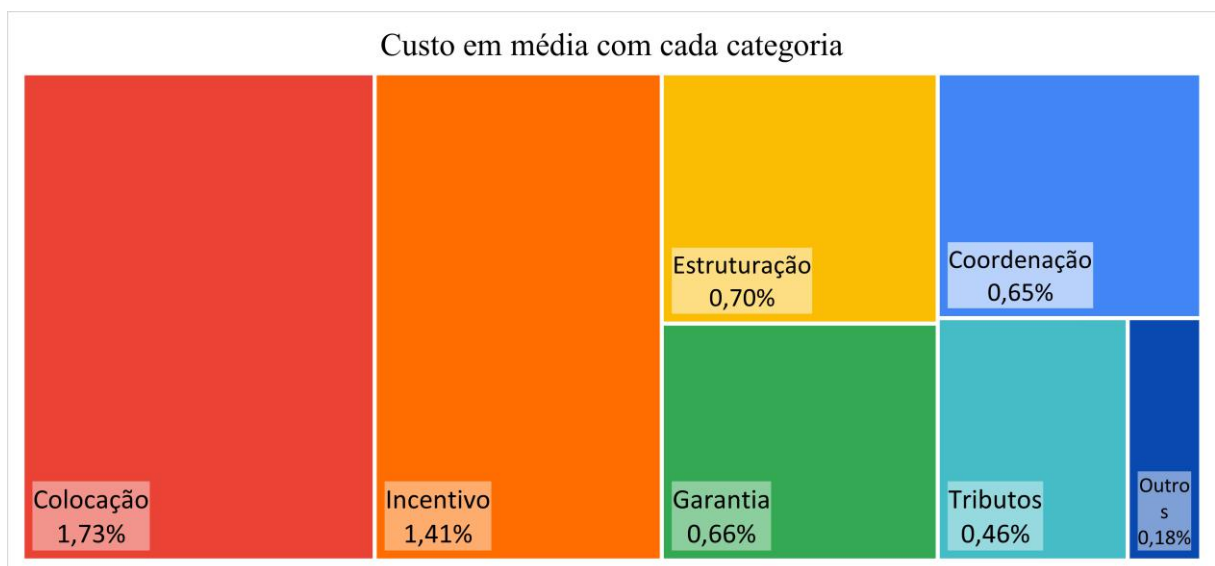
- Outras despesas não informadas.

Não necessariamente todas as empresas tiveram todos esses custos ou informam todos esses custos da mesma forma. Contudo, o que aparecem em quase toda amostra são os custos referentes à: coordenação, colocação, garantia, incentivo e tributos. Exceto tributos, todos os outros custos constituem as comissões pagas ao coordenador-líder da oferta. De forma geral os custos com os coordenadores da oferta representam a maior parte do custo total, deixando o custo com tributos, advogados, auditores e assessores como uma parcela muito pequena dos custos gerais.

De acordo com os dados levantados que compõem nossa amostra, o custo médio total com comissões, tributos e honorários representou 4,83% do volume captado, ficando dentro da margem apurada pela Deloitte em parceria com a B3 de 4,9%, em publicação citada no Capítulo 1.

O gráfico abaixo mostra a média de participação de cada categoria de custo no custo total gasto com a realização de um IPO. A variável outros inclui todos os gastos com advogados, assessores e auditores informados por essas empresas. Interpreta-se da seguinte forma: empresas que fizeram IPO de 2019 até junho/2021, gastaram em média 1,73% com comissões referentes a colocação das ações no mercado. Comissões essas pagas ao coordenador-líder, conforme foi falado.

Gráfico 17: Participação média do custo com comissões, tributos e outros nos IPOs realizados na B3 de 2019 até junho/2021



Fonte: Adaptado da CVM (2021)

Ao analisarmos o gráfico, pode-se concluir que, em média, os maiores custos são de Colocação e Incentivo. O custo com colocação é a comissão paga ao(s) coordenador(es) para realizar a colocação das ações da empresa no mercado. A comissão de incentivo, por sua vez, também está inclusa no montante total da comissão do coordenador-líder, contudo não há maiores detalhes ao que ela se refere, apresentando-se, de forma subjetiva, como uma comissão paga por maior qualidade na demanda e divulgação da oferta. Em segundo momento, temos o custo com Estruturação, Garantia e Coordenação com médias bem próximas. A estruturação e a coordenação referem-se às comissões pagas ao coordenador-líder para estruturar todas as etapas do processo de abertura de capital, bem como coordená-las. A garantia diz respeito à modalidade de subscrição pública de ações que a empresa fará. Nesse caso, para realizar a garantia do tipo firme, em que a instituição financeira assume todo o risco da colocação das ações no mercado, a empresa paga a comissão de Garantia.

Abaixo segue tabela com o valor médio gasto em reais para cada custo de comissão, com tributos e outros custos (advogados, auditores, assessores e custos não informados) informados pelas empresas, à CVM ou em seus prospectos, que fazem parte da nossa amostra.

Tabela 6: Custo médio em reais despendidos pelas empresas analisadas neste presente trabalho na realização do IPO

Custo	Média de valor gasto
Colocação	R\$ 14,8 milhões
Incentivo	R\$ 11,9 milhões
Coordenação	R\$ 5,6 milhões
Garantia	R\$ 5,2 milhões
Tributos	R\$ 3,0 milhões
Outros	R\$ 1,3 milhão
Estruturação	R\$ 400 mil
Total	R\$ 39,5 milhões

Fonte: Elaboração própria

Como foi falado, comumente, esses custos são apresentados nos prospectos feitos pelas empresas que vão realizar IPO, pode ser por isso que os percentuais do volume captado gasto com cada comissão pelas empresas da amostra tenham sido bem próximos ou iguais. Visto que, uma empresa pode olhar o quanto as outras gastam, de forma pública, e aceitar que o valor que ela gastará com o seu processo esteja dentro daquele padrão.

Visto isso, é inegável que os custos com a abertura de capital a partir de oferta pública são altos e acabam por pesar na decisão das empresas em acessar fontes externas a partir de colocação de ações no mercado, mesmo que dessa forma possam alçar volumes maiores do que outras opções, como crédito bancário ou financiamento governamental. Esses montantes mostram como é proibitivo o acesso de empresas menores ao mercado de capitais brasileiro, a despeito de todas as iniciativas que buscam fomentar essa opção. Dito isso, esses custos corroboram o ordenamento das empresas quando precisam de recursos para investimentos produtivos ou até mesmo outros relacionados a capital de giro ou gastos com infraestrutura, por exemplo.

Fica difícil uma empresa de pequeno porte ou uma empresa produtivamente nova arcar com os custos envolvidos no processo de IPO, pois além do gasto de comissão com o coordenador-líder que costuma ser um percentual da captação, elas terão o custo fixo com os registros na CVM, na ANBIMA e na própria B3. Além das despesas com assessores para ajudarem com os passos iniciais (antes mesmo dos coordenadores-líderes), ou auditores para verificarem os documentos que servirão tanto para registro como para enviar às instituições possíveis de serem as futuras coordenadoras e também os custos com advogados para tratar de toda parte jurídica exigida pelas regulações que envolvem o processo de abertura de capital e IPO. Por isso que quando falamos em IPO no Brasil, normalmente estamos nos referindo a alguma empresa grande que tenha anos de mercado e/ou que tenha o nome reconhecido e/ou que tenha uma boa margem de lucro recorrente.

3.5 IPOs: DESTINAÇÃO DOS RECURSOS

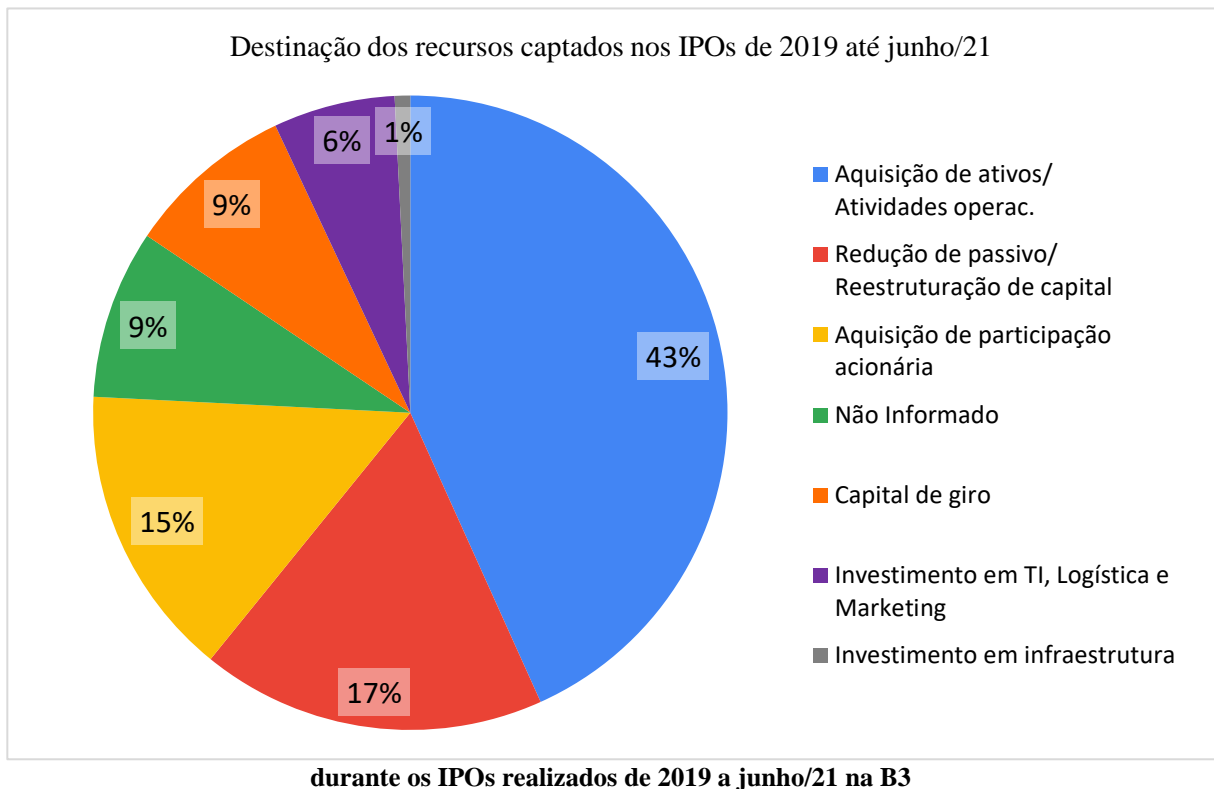
Até aqui foi colocado o quanto o mercado acionário brasileiro expandiu esses dois últimos anos a partir das ofertas públicas iniciais e o quanto de recursos foram captados a partir desse processo. Vimos também os setores que lideraram essa expansão de IPOs e a média do capital levantado por eles ao realizar as ofertas públicas. Além disso, concluímos a partir dos dados amostrais o quanto a realização de um IPO pode envolver custos que ficam na casa dos milhões de reais. Contudo, a pergunta que fica é: por que essas empresas fizeram IPO?

No capítulo teórico foi visto que o motivo principal abordado na literatura econômica sobre a abertura de capital ocorre porque as empresas precisam de recursos para investimentos produtivos, seja a compra de novos ativos, expansão da capacidade produtiva ou até mesmo a realização de novas propostas de investimentos. No entanto, será que todos esses IPOs que

analisamos até agora, de 55 empresas, captaram recursos necessariamente para investimento produtivo?

Juntando os dados enviado pelas empresas à CVM e também fornecidos pelos prospectos da oferta pública, chegamos a seguinte disposição a respeito da destinação dos recursos captados pelas empresas que fizeram IPO no período de janeiro/2019 até junho/2021:

Gráfico 18: Gráfico mostrando a participação de cada categoria na destinação dos recursos captados



Fonte: Adaptado da CVM (2021)

As categorias apresentadas no gráfico acima seguem a classificação utilizada nos Boletins de Mercado de Capitais da ANBIMA. Vale lembrar que as empresas fornecem esses dados antes da liquidação do IPO e, portanto, não necessariamente seguirão a posteriori o que foi informando. Embora meramente declaratória, essa é a única fonte de informação confiável e uniforme que temos disponível. Como dos 55 IPOs realizados, 50 foram feitos por meio da Instrução CVM nº 400, os registros para fins dos prospectos dão a “oficialidade” necessária à nossa análise.

A categoria “Aquisição de ativos e atividades operacionais” desempenha um papel significativo dentro da destinação dos recursos captados, chegando aos 43% de acordo com os IPOs que aconteceram nesses últimos anos. Isso mostra que muitas empresas recorrem ao IPO

como forma de financiamento para sua expansão, o que pode envolver desde a implementação de projetos, investimento em imobilizado ou expansão da capacidade produtiva, como apontado por Assaf Neto. Os investimentos em infraestrutura que ficou com 1% de participação podem ser encaixados como investimento produtivo, pois assim como aquisição de ativos e atividades operacionais, esse destino também tem como objetivo aumentar a capacidade produtiva da empresa, corroborando a teoria apresentada no Capítulo 1.

A empresa OceanPact, empresa prestadora de serviços de suporte marítimo no Brasil, que realizou seu IPO em fevereiro de 2021 é um exemplo de oferta pública no qual 100% dos recursos captados foram para investimentos produtivos que, no caso deles foi aquisição de ativos imobilizados que serão usados para aumentar a capacidade produtiva da empresa. A imagem abaixo foi retirada do prospecto definitivo da oferta pública de distribuição primária da companhia e detalha essa informação:

Figura 1: Parte retirada do capítulo de Destinação dos Recursos provenientes da oferta pública inicial da empresa

Destinação	Percentual Estimado dos Recursos Líquidos	Valor Estimado Líquido⁽¹⁾
		<i>(em R\$ mil)</i>
Aquisição e customização de novas embarcações	70,00%	520.302
Aquisição de máquinas e equipamentos	30,00%	222.987
Total.....	100,00%	743.289

⁽¹⁾ Com base no Preço por Ação, considerando a dedução das comissões e despesas estimadas devidas por nós no âmbito da Oferta, sem considerar as Ações Suplementares.

Fonte: Prospecto Definitivo da Oferta Pública da OceanPact enviado à CVM

Entretanto, ao olhar o conjunto das emissões, uma parcela bem expressiva dos recursos ficou para a categoria de redução de passivo e/ou reestruturação financeira. Isso significa que as empresas estão buscando recursos de terceiros que não comprometem o passivo contábil – visto que os recursos captados via IPO entram na composição do capital social da empresa e não como passivo – para pagamento de dívidas e, conseqüentemente, redução da fragilidade financeira. Mesmo que não seja para o pagamento de dívidas de forma imediata, a partir da captação de recursos via IPO, o capital social da empresa cresce ao ponto de deixar a participação das dívidas de curto e longo prazo (passivo) menor, isto é, diminuindo o grau de endividamento das empresas, reequilibrando a estrutura de capital.

Temos como exemplo a Allpartk e a BR Partners, duas empresas que realizaram IPO em 2020 e 2021 respectivamente. A Allpartk, dona da rede de estacionamento Estapar levantou recursos para pagar uma concessão de parceria público-privada (PPP) com a cidade de São Paulo sobre estacionamento de rua (“faixas azuis”). A companhia afirma em seu

prospecto que 100% dos recursos levantados iriam servir de pagamento dessa concessão, em caso de recursos líquidos remanescentes estes serão usados para reforço de capital da companhia. Vide imagem abaixo:

Figura 2: Parte retirada do capítulo de Destinação dos Recursos provenientes da oferta pública inicial da empresa

Pagamento da Concessão Zona Azul de São Paulo.....	100%	280.264,660,38
Total.....	100%	280.264,660,38

(1) Com base no Preço por Ação.
(2) Sem considerar as Ações do Lote Suplementar.

Fonte: Prospecto definitivo da Allpark enviado à CVM

Já a BR Partners, banco de investimento independente, realizou seu IPO restrito, isto é uma oferta pública inicial registrada sob a Instrução CVM 476 para apenas investidores profissionais e limitada a 75 investidores, sendo que apenas 50 deles podem realizar o investimento. De acordo com seu prospecto, a empresa afirmava que pretende utilizar os recursos provenientes da oferta para reforço da estrutura de capital e fortalecimento de balanço. A imagem abaixo mostra como foi apresentado no prospecto:

Figura 3: Parte retirada do capítulo de Destinação dos Recursos provenientes da oferta pública inicial da empresa

Destinação	Percentual Estimado dos Recursos Líquidos	Valor Estimado Líquido⁽¹⁾⁽²⁾ <i>(em R\$ mil)</i>
Reforço da estrutura de capital.....	100,00%	551.765
Total.....	100%	R\$551.765

(1) Com base no Preço por Unit de R\$17,07, que é o ponto médio da Faixa Indicativa.
(2) Considerando a dedução das comissões e despesas estimadas da Oferta e sem considerar as Units do Lote Suplementar e as Units Adicionais.

Fonte: Prospecto definitivo da BR Partners enviado à CVM

A empresa financeira, BR Partners, afirma que o fortalecimento de balanço é importante para participar futuramente ser coordenadora-líder em transações com garantia firma de clientes futuros, desenvolver plataforma digital para escalar seu potencial, aumentar sua capacidade de aprovar maiores limites operacionais e etc. Isso mostra que obter recursos com a abertura de capital para quitação de dívidas da empresa e reestruturação do balanço pode significar ganhos futuros na capacidade produtiva da empresa.

Outra parcela significativa fica por conta das aquisições de participação acionária que é a utilização dos recursos provenientes do IPO para fazer fusões e aquisições. O mercado de

fusões e aquisições – também chamado de M&A, *mergers and acquisitions* – vem crescendo nos últimos tempos o que pode ter refletido no movimento expansionista do mercado de acionário que estamos estudando. A decisão por adquirir uma companhia já consolidada se dá pelo fato de a empresa compradora achar que essa aquisição potencializará seus ganhos, assim como foi falado mais acima sobre a Rede D’or que usará metade dos recursos captados para adquirir clínicas e aumentar a sua rede de operações.

Um grande exemplo da importância dessa categoria foi mostrado pelo IPO da Espaço Laser realizado em fevereiro de 2021, uma das maiores redes de estética e depilação do Brasil. De acordo com seu prospecto, quase 80% dos recursos captados foram para adquirir participações societárias remanescentes, pois ao longo da história da empresa foram sendo incorporados vários sócios minoritários e, com os recursos provenientes do IPO, essas participações foram “recompradas”. Os outros 20% foram para aquisições de franquias da própria Espaço Laser, esse movimento de recompra de franquias foi feito porque, de acordo com a empresa, mostrou-se valer mais apenas operar diretamente a loja e ter uma margem de lucro com ela do que cobrar taxas mensais dos franqueados (*royalties*). A Espaço Laser foi um caso que 100% dos recursos captados foram utilizados para aquisições de participações acionárias e M&As.

Figura 4: Parte retirada do capítulo de Destinação dos Recursos provenientes da oferta pública inicial da empresa

	Percentual Estimado dos Recursos líquidos	Valor Estimado Líquido ⁽¹⁾⁽²⁾⁽³⁾	Valor Estimado Líquido ⁽¹⁾⁽²⁾⁽⁴⁾
	(%)	(em R\$)	(em R\$)
Aquisição de sociedades controladas.....	79,2%	905.216.184,22	906.166.308,17
Aquisição de franqueados.....	20,8%	238.214.785,32	238.464.817,94
Total.....	100,0%	1.143.430.969,54	1.144.631.126,11

(1) Com base no Preço por Ação de R\$17,90.

(2) Considerando a dedução das comissões e despesas estimadas para a Companhia na Oferta.

(3) Considerando as Ações Adicionais, mas sem considerar as Ações do Lote Suplementar.

(4) Considerando as Ações Adicionais e as Ações do Lote Suplementar.

Fonte: Prospecto definitivo da Espaço Laser enviado à CVM

Essas três categorias descritas até agora são as parcelas mais significativa dentro da destinação dos recursos captados. Cerca de 9% não foi informado e os outros 15% se dividem em capital de giro - que é a parte dos recursos financeiros da empresa que será deslocado para a manutenção das atividades operacionais da companhia – e em investimento em Tecnologia, Logística e Marketing.

O porquê uma empresa decide abrir capital e realizar IPO pode ser bem mais amplo do que apenas financiamento produtivo, como vimos pelos dados. Poucas empresas da nossa

amostra disseram em seus prospectos que iriam destinar todo o recurso líquido proveniente da aberta com esse tipo de investimento. Aos poucos pode-se enxergar uma mudança no padrão de capitalização da empresa e os motivos que a levam a buscar recursos no mercado.

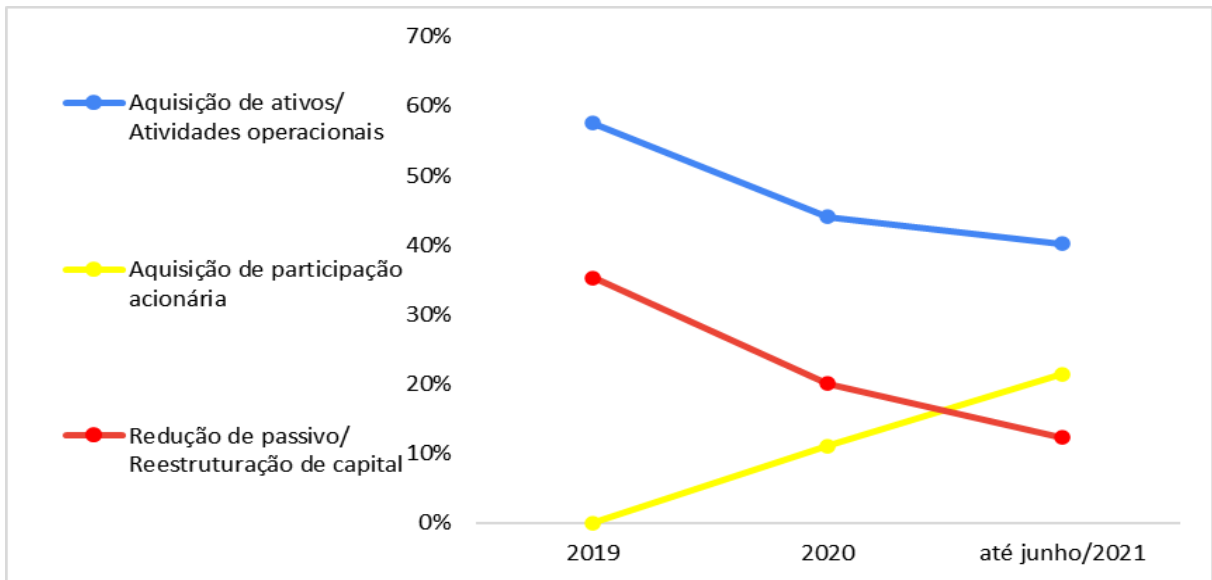


Gráfico 19: Evolução do percentual atribuído a cada categoria de destinação de recursos

Fonte: Adaptado da ANBIMA (2021)

O gráfico acima mostra a evolução das destinações dentro do cenário de expansão de IPOs. Podemos ver que à medida que mais empresas buscam recursos de terceiros no mercado, pulando de 4 IPOs em 2019 para 25 em 2015, outros motivos ganham força, nos afastando um pouco da teoria tradicional que afirma que a motivação se dá pela necessidade de financiar investimentos. Entretanto, também é possível indagarmos se esses IPOs estão acontecendo porque há uma janela de oportunidade dentro do mercado acionário e empresas endividadadas, por exemplo, estão procurando esses recursos para pagar suas dívidas porque tem se mostrado mais fácil de obtê-los do que antes.

De certa forma, embora não sejam diretamente aplicados para investimentos produtivos, as duas categorias que vem se apresentado de forma significativa: aquisições de participações acionárias e redução de passivo acabam proporcionando um cenário futuro para investimentos produtivos, como foi abordado no IPO da Espaço Laser e da BR Partners. Nos levando a concluir que o mercado de capitais estaria cumprindo seu papel principal de financiamento de investimentos empresariais de longo prazo (*funding*).

3.6 SÍNTESE

O presente capítulo buscou analisar a evolução do mercado acionário e das ofertas públicas iniciais no período de janeiro de 2009 até junho de 2021, com o intuito de caracterizar de forma qualitativa essa recente expansão.

Foi visto na primeira seção que o mercado acionário de fato tem se expandido tanto em números de empresas listadas como em volume movimentado. Os números de IPOs tiveram um salto de 2019 para 2020 e continuaram crescendo até junho de 2021, corte desse estudo. A média de ações ofertadas pelas empresas assim como a média de volume captados por elas também aumentou.

Além disso, dos 55 IPOs que avaliamos, mais de 50% deles vieram de 2 setores específicos: consumo cíclico, liderado pelo cimento de construção civil, e tecnologia da informação. A queda na taxa de juros ajudou positivamente o setor de construção civil e, além disso, a expansão dos dois setores teve influência dos reflexos da pandemia de COVID-19 e do consequente isolamento social. Entretanto, o setor da Saúde com apenas 5 ofertas públicas foi o que movimentou o maior volume em reais nos IPOs analisados, com destaque para o IPO da Rede D'or que sozinho captou cerca de 11 bilhões dos 15,3 bilhões do setor.

O ticket médio, que foi definido como a média de recursos arrecadados com a oferta pública, mostrou-se alto, variando da casa dos 600 milhões a 1,5 milhões, dependendo do setor observado. Os custos com o IPO também não ficaram para trás quanto a volume movimentado. De acordo com nossa amostra, em média as empresas gastam em média com comissões e outras burocracias cerca de 4,8% do volume captado, o representa quase 40 milhões, em média. Essas características revelam que a realização de um IPO no Brasil não é para empresas pequenas, tanto ao volume que pretendem captar quanto ao custo que terão com o processo.

Por fim, foi visto os 3 principais destinos dos recursos captados: Aquisição e ativos; Redução de passivo; e Aquisição de participação acionária. O primeiro ainda é a escolha preferida, afirmando que as empresas continuam utilizando o mercado de capitais como

forma de financiamento. Entretanto, a expansão da participação dos dois outros destinos revela que o mercado de capitais pode ter um papel além de financiamento.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo central deste trabalho foi realizar uma análise descritiva da recente expansão do mercado de capitais brasileiro a partir das ofertas públicas iniciais realizadas no período de janeiro de 2019 a junho de 2021. Identificando os motivos que levam as empresas a buscar recursos no mercado, como o ambiente macroeconômico influenciou essa expansão e quais foram os principais destinos dos recursos levantados a partir das ofertas públicas.

Nosso trabalho mostrou que a hipótese inicial de que as empresas brasileiras realizaram aberturas de capital para a realização de investimentos em capital produtivo não pode ser integralmente rejeitada: uma parcela expressiva dos recursos captados pelas empresas que realizaram IPO no período analisado foi destinada à aquisição de novos ativos e atividades operacionais. Contudo, uma boa parte dos recursos levantados pelas empresas foi destinada à reestruturação das obrigações financeiras (redução de passivo) ou financiou processos de fusões e aquisições. Isso desvincula, de certa forma, o comportamento do mercado primário de ações da variável crescimento econômico e seu papel de *funding* de investimentos produtivos, como é comumente abordado nos aportes teóricos tradicionais.

Adicionalmente, a análise comprovou que os custos associados à emissão de ações são, de fato, elevados e pesam na decisão por abrir o capital ou não. A maior parte desses custos fica por conta das comissões pagas às instituições financeiras que ficam como coordenadoras-líderes da oferta. E uma parte menor se destina aos tributos que envolvem o processo e custos com advogados, assessores e auditores.

Além disso, a média do volume captado pelas empresas no IPO, que denominamos *ticket* médio, mostrou-se elevada. O *ticket médio* de toda a amostra chega a cerca de 1 bilhão de reais e a mediana do volume captado fica na casa dos 700 milhões de reais. Esse resultado revela que, em geral, os IPOs são feitos por empresas de grande porte que possuem atividades operacionais e projetos de investimento tão grandes quanto o volume que desejam captar no mercado.

Os dados obtidos acerca dos custos envolvidos no processo de abertura de capital e do *ticket* médio das empresas no IPO mostra que esse processo no Brasil é dominado por empresas grandes e mais maduras. Afastando, portanto, empresas de pequeno e médio porte do mercado de capitais. A junção desses resultados pode indicar um dos motivos da existência de poucas empresas brasileiras listadas na bolsa de valores do país.

Outro resultado importante é que esse movimento expansivo do mercado de capitais brasileiro, em especial o mercado primário de ações, foi favorecido pelos sucessivos cortes na

taxa de juros básica da economia que começaram em 2016 e se intensificaram em 2019. Dessa forma, na busca por retornos mais atrativos, a demanda dos investidores por ações aumentou e, conseqüentemente, houve uma realocação dos recursos para o mercado acionário. Esse conjunto contribuiu para o aumento das emissões primárias de ações e de outros títulos de renda variável. Entretanto, a expansão no número de IPOs realizados foi dada em meio a retração de crescimento econômico e de estagnação do investimento produtivos, que foram intensificados durante o início da pandemia de Covid-19 no Brasil. Isso corrobora a desvinculação do crescimento do mercado primário de ações com o crescimento econômico.

A análise enfrentou alguns problemas quanto à padronização das informações prestadas pelas empresas às Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e informadas em seus prospectos. Em alguns casos, as categorias de destinação se confundiam e não possuíam um maior detalhamento de como seria utilizado aquele valor dentro daquela categoria. Vale lembrar que as informações são fornecidas antes da empresa obter os recursos no mercado, dessa forma, não há como concluir se os recursos tiveram a mesma destinação conforme foi apresentado à CVM e no prospecto.

Esta pesquisa analisou somente um recorte específico dentro do tema da expansão recente do mercado de capitais, composto pelas ofertas de natureza primária de ações. Outros estudos envolvendo a composição da propriedade das empresas, o percentual de *floating* das ações no mercado e uma abordagem a partir de outras formas de captação de recursos via mercado primário poderiam trazer contribuições importantes para o estudo do mercado de capitais, seu papel como *funding* e sua importância para o crescimento econômico. Essa agenda de pesquisa, porém, ficará a cargo de outros trabalhos futuros.

REFERÊNCIAS

- ADRIAN, T.; NATALUCCI, F. A COVID-19 agrava vulnerabilidades financeiras preexistentes. **International Monetary Fund**. 2020. Disponível em: <https://www.imf.org/pt/News/Articles/2020/05/22/blog-gfsr-covid-19-worsens-pre-existing-financial-vulnerabilities>. Acesso em: 14 dez. 2021
- ALBERGONI, L; KÜSTER, G. B. Abertura de capital como fonte de financiamento aos investimentos no Brasil: análise do período de 2004 a 2007. **Revista da FAE**. Curitiba, v.13, n.2, p. 1-14, 2020. Disponível em: <https://revistafae.fae.edu/revistafae/article/view/242>. Acesso em: 14 dez. 2021
- ALMEIDA, A. C. S. et al. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019.
- ARRUDA, G. S.; MADRUGA, S. R.; FREITAS JUNIOR, N. I. A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria. **Revista de Administração da UFSM**, v. 1, n. 1, 2008. Disponível em: <https://periodicos.ufsm.br/reaufsm/article/view/570>. Acesso em: 14 dez. 2021
- B3. **Guia do IPO na B3**. 2021. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/09/C7/6D/4C/29207710FB5A3B67AC094EA8/B3%20-%20Guia%20do%20IPO.pdf>. Acesso em: 14 dez. 2021
- BERNARDELLI, L. V; BERNARDELLI, A. G. Análise sobre a Relação do Mercado Acionário com as Variáveis Macroeconômicas no Período de 2004 a 2014. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, Vol. 4, Nº. 1, 2016, p. 4-1
- BOMFIM, L. P. M *et al.* Processos de abertura de capital de empresas brasileiras em 2004 e 2005: razões e percepções. **Revista de Administração-RAUSP**, v. 42, n. 4, p. 524-534, 2007. Disponível em: <https://www.redalyc.org/pdf/2234/223417523011.pdf>. Acesso em: 14 dez. 2021
- CARVALHO, A. G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração da USP**, 37(3), 2002. p. 19-32. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/16656/governanca-corporativa-no-brasil-em-perspectiva>. Acesso em: 14 dez. 2021
- CARVALHO, F. J. C Perspectivas da Indústria Financeira Brasileira eo Papel dos Bancos Públicos, Relatório do Subprojeto: Mercado de Títulos Brasileiro, projeto BNDES. **IE-unicamp/IE-UFRJ, unpublished**, 2009.
- CARVALHO, F. J. C. **Keynes e pós-keyneanos**: princípios de macroeconomia para uma economia monetária de produção. Alta Books, 2020.
- DAVIS, L. E. Identifying the “financialization” of the nonfinancial corporation in the U.S. economy: A decomposition of firm-level balance sheets, **Journal of Post Keynesian Economics**, 39:1, 115-141, 2016. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1080/01603477.2015.1116370>. Acesso em: 14 dez. 21
- DELOITTE. **Preparação e custos para abertura de capital no Brasil**. 2020. Disponível em: <https://www2.deloitte.com/br/pt/pages/audit/articles/custos-para-abertura-de-capital.html>. Acesso em: 14 dez. 2021
- DICKINSON, V. Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. **The Accounting Review**, v. 86, n. 6, p. 1969-1994, 2011. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/41408043>. Acesso em: 14 dez. 2021

EICHNER, A. S. **The megacorp & oligopoly**: micro foundations of macro dynamics. Cambridge: Cambridge University Press, 1976.

FERREIRA, D. M. **The contagion effect of subprime crisis on Brazilian stock market. 2012.** 122 f. Dissertação (Mestrado em Economia e Gerenciamento do Agronegócio; Economia das Relações Internacionais; Economia dos Recursos) - Universidade Federal de Viçosa, Viçosa, 2012. Disponível em: <https://locus.ufv.br/handle/123456789/59>. Acesso em: 14 dez. 2021

FONSECA, M. Fuga de investidores estrangeiros da Bolsa continua e chega a R\$ 87,5 bilhões em 2020, segundo BC. **InfoMoney**. 2020. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/economia/fuga-de-investidores-estrangeiros-da-bolsa-continua-e-chega-a-r-875-bilhoes-em-2020-segundo-bc/>. Acesso em: 14 dez. 2021

GORT, M; KLEPPER, S. Time paths in the diffusion of product innovations. **The economic journal**, v. 92, n. 367, p. 630-653, 1982. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2232554>. Acesso em: 14 dez. 2021

IPEADATA. **EMBI+ Risco-Brasil**. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=40940&module=M>. Acesso em: 14 dez. 2021

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, **Journal of Financial Economics**, Volume 3, Issue 4, 1976, p. 305 – 360. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/0304-405X>. Acesso em: 14 dez. 2021

LEVINE, R. 2005. **Finance and Growth: Theory and Evidence**. Handbook of Economic Growth. In: AGHION, P.; DURLAUF, S. (ed.), Handbook of Economic Growth, edition 1, v. 1, chapter 12, pages 865-934 Elsevier, 2005

MAGNUS, R. C *et al.* **Influência do ciclo de vida empresarial na relação de dividendos e desempenho das companhias brasileiras listadas na B3 SA-Brasil Bolsa Balcão (B3)**. 2019. Trabalho de Conclusão em Graduação. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2019. Disponível em: <http://200.20.0.78/repositorios/handle/123456789/3447?show=full>. Acesso em: 20 fev. 2021.

MARTINS, N. M. *et al.* **Retrospectiva do Sistema Financeiro Brasileiro 2020**. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/348885361_Retrospectiva_do_Sistema_Financeiro_Brasileiro_2020. Acesso em: 14 dez. 2021

MARTINS, N. M. **Mercado Acionário Brasileiro: Uma Análise Qualitativa da Expansão de 2004-2008**. Trabalho de Conclusão de Curso. Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2009.

MYERS, S. C. Capital structure puzzle. **NBER Working Paper**, n. w1393, 1984. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=227147. Acesso em: 14 dez. 2021

NETO, A A. **Finanças corporativas e valor**. Atlas, 2014

PINTO JUNIOR, H. Q. Estratégias de Financiamento. *In*: KUPFER, D.; HASENCLEVER, L. **Economia Industrial: Fundamentos Teóricos e Práticas no Brasil**. Elsevier, 2013. p. 275 – 281.

REBELO, Sandra. **A Estrutura de Capital e o Ciclo de Vida das Empresas**. 2003. Tese de Doutorado. Faculdade de Economia da Universidade do Algarve, Faro, 2004. Disponível em: https://sapientia.ualg.pt/bitstream/10400.1/5138/1/Rebelo_Estrutura.pdf. Acesso em: 14 dez. 2021

SCOTT, Mel; BRUCE, Richard. Five stages of growth in small business. **Long range planning**, v. 20, n. 3, p. 45-52, 1987. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0024630187900719> Acesso em: 14 dez. 2021