

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO CARLOS
CAMPUS SOROCABA
CENTRO DE CIÊNCIAS EM GESTÃO E TECNOLOGIA
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

PEDRO AFFONSO RACHAS CASTAGNO

MERCADO DE *IPOs*: UMA COMPARAÇÃO ENTRE PERÍODOS DE CRISE

Sorocaba
2024

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO CARLOS
CAMPUS SOROCABA
CENTRO DE CIÊNCIAS EM GESTÃO E TECNOLOGIA
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

PEDRO AFFONSO RACHAS CASTAGNO

MERCADO DE *IPOs*: UMA COMPARAÇÃO ENTRE PERÍODOS DE CRISE

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Centro de Ciências em Gestão e Tecnologia da Universidade Federal de São Carlos, *campus* Sorocaba, para obtenção do título/grau de bacharel em Ciências Econômicas.

Orientação: Profa. Dra. Aniela Fagundes Carrara

Sorocaba
2024

Castagno, Pedro Affonso Rachas

Mercado de IPOs: : Uma comparação entre períodos de crise / Pedro Affonso Rachas Castagno -- 2024.
54f.

TCC (Graduação) - Universidade Federal de São Carlos,
campus Sorocaba, Sorocaba

Orientador (a): Aniela Fagundes Carrara

Banca Examinadora: Andreza Aparecida Palma, Flávio
Leonel de Carvalho

Bibliografia

1. IPO. 2. Mercado de capitais. 3. Ações. I. Castagno,
Pedro Affonso Rachas. II. Título.

Ficha catalográfica desenvolvida pela Secretaria Geral de Informática
(SIn)

DADOS FORNECIDOS PELO AUTOR

Bibliotecário responsável: Maria Aparecida de Lourdes Mariano -
CRB/8 6979

Pedro Affonso Rachas Castagno

MERCADO DE IPO: UMA COMPARAÇÃO ENTRE PERÍODOS DE CRISE

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Centro de Ciências em Gestão e Tecnologia da Universidade Federal de São Carlos, *campus* Sorocaba, para obtenção do título/grau de bacharel em Ciências Econômicas.
Universidade Federal de São Carlos.

Sorocaba, 29 de agosto de 2024

Documento assinado digitalmente
 ANIELA FAGUNDES CARRARA
Data: 29/08/2024 11:24:53-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Profa. Dra. Aniela Fagundes Carrara
Orientador(a)

Documento assinado digitalmente
 ANDREZA APARECIDA PALMA
Data: 29/08/2024 11:39:17-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Profa. Dra. Andreza Aparecida Palma
Examinador(a)

Documento assinado digitalmente
 FLAVIO LEONEL DE CARVALHO
Data: 29/08/2024 17:12:19-0300
Verifique em <https://validar.iti.gov.br>

Prof. Dr. Flávio Leonel de Carvalho
Examinador(a)

AGRADECIMENTO

À Deus, por continuar me guiando e dando forças, mesmo nos momentos mais difíceis.

À minha família, por todo o suporte ao longo de toda minha formação, principalmente nas enormes dificuldades. Por me fornecerem uma visão de mundo ampla, me permitindo sonhar com o mundo.

À Professora Doutora Anieli Fagundes Carrara, por toda a orientação e paciência, aceitando um tema que bastante me interessava e promovendo importantes e enriquecedoras discussões ao longo de sua produção.

Aos meus amigos, que estiveram ao meu lado durante todos os momentos, me apoiando e dando forças para seguir.

Aos meus companheiros de equipe e mentores durante o estágio, pessoas extremamente dedicadas e talentosas em que me inspiro, tanto na minha carreira, quanto na vida pessoal. Muita gratidão por todos os aprendizados e carinho.

RESUMO

CASTAGNO, Pedro Affonso Rachas. *Mercado de IPOs: Uma comparação entre períodos de crise 2024*. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Econômicas) – Centro de Ciências em Gestão e Tecnologia, Universidade Federal de São Carlos, Sorocaba, 2024.

Durante as mais relevantes crises globais do período recente – Crise do *Subprime* entre 2007-2008 e a Pandemia da Covid-19 entre 2020-2021 - o Brasil observou os maiores volumes de *IPOs* (oferta pública de ação) em sua história. Nesse sentido, este trabalho tem por objetivo discutir o que motivou esse grande número de ofertas, mesmo em tempos difíceis e avaliar como as variáveis macroeconômicas se relacionam e influenciam a atividade de *IPOs*. Para isso, o método de estudo utilizado envolveu a revisão bibliográfica e análise descritiva de dados. O período avaliado foi entre o quarto trimestre de 2004 e o quarto trimestre de 2023, período que abrange os dois momentos de crise em questão e ainda proporciona uma comparação com momentos anteriores e posteriores. Como resultado, obteve-se que a taxa Selic apresentou relação significativa e inversamente proporcional aos *IPOs*. A inflação, embora não tenha uma relação direta imediata com *IPOs*, influencia a taxa Selic, afetando indiretamente o mercado de *IPOs*. O PIB mostrou correlação positiva com o número de *IPOs*. Já a taxa de câmbio, embora com flutuações significativas, apresenta uma fraca relação com *IPOs*, refletindo mais a saída de capital estrangeiro do que a emissão de ações.

Palavras-chave: IPO. Mercado de Capitais. Ações.

ABSTRACT

During the most significant global crises of recent times – the Subprime Crisis between 2007-2008 and the COVID-19 Pandemic between 2020-2021 – Brazil observed the highest volumes of IPOs (initial public offerings) in its history. In this context, this paper aims to discuss what motivated this large number of offerings, even in challenging times, and to assess how macroeconomic variables relate to and influence IPO activity. To this end, the study method involved a literature review and descriptive data analysis. The period evaluated was from the fourth quarter of 2004 to the fourth quarter of 2023, covering the two crisis moments in question and also providing a comparison with previous and subsequent periods. As a result, it was found that the Selic rate had a significant and inversely proportional relationship with IPOs. Inflation, although not having an immediate direct relationship with IPOs, influences the Selic rate, indirectly affecting the IPO market. GDP showed a positive correlation with the number of IPOs. The exchange rate, despite significant fluctuations, shows a weak relationship with IPOs, reflecting more the outflow of foreign capital than the issuance of shares.

Keywords: IPO. Capital Markets. Stocks

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Evolução do Ibovespa desde 2005.....	11
Figura 2 – Volume médio diário de ações negociado no mercado à vista (R\$ bilhões)	16
Figura 3 – Volume de emissões no mercado de ações brasileiro (R\$ bilhões)	17
Figura 4 - Procedimentos para a Realização de um IPO	18
Figura 5 - Evolução do Desempenho do PIB Entre 2005 e 2009 das Maiores Economias do Mundo, em %	25
Figura 6 - Evolução das Expectativas de Desempenho do PIB do Brasil Para o Ano de	29
Figura 7 - Evolução das Taxas de Juros Selic e Real Entre 2017 e 2021.....	30
Figura 8 – Número de <i>IPOs</i> realizados no Brasil trimestralmente desde o terceiro trimestre de 2004 até o quarto trimestre de 2023	36
Figura 9 - Evolução da Taxa Selic (%) e número de <i>IPOs</i> entre o terceiro trimestre de 2004 e o quarto trimestre de 2023	39
Figura 10 - Variações mensais do IPCA (%) e <i>IPOs</i> entre o terceiro trimestre de 2004 e o quarto trimestre de 2023	41
Figura 11 - Variação real trimestral sobre mesmo trimestre do ano anterior do PIB a preços de mercado (%) e do número de <i>IPOs</i> entre o primeiro trimestre de 2006 e o quarto trimestre de 2023	42
Figura 12 - Evolução da taxa de câmbio (R\$/U\$) e número de <i>IPOs</i> entre o terceiro trimestre de 2004 e o quarto trimestre de 2023	44

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Variáveis utilizadas.....	34
Quadro 2 - <i>IPOs</i> no Brasil por Setor Econômico.....	37

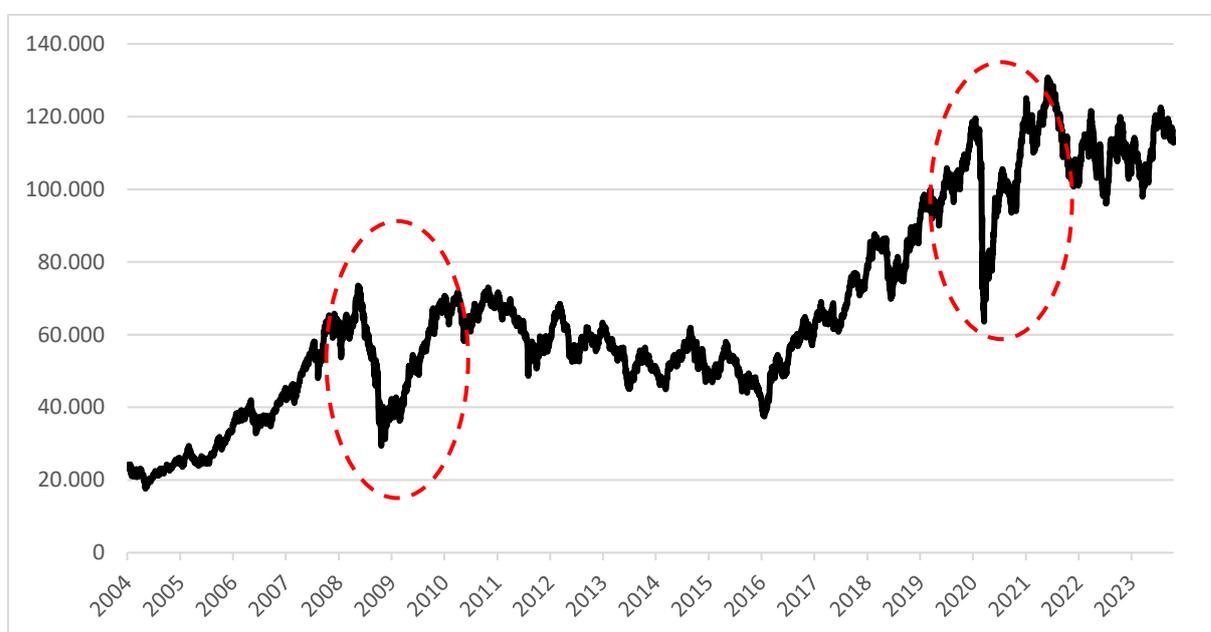
SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	11
2 REVISÃO DE LITERATURA SOBRE MERCADO DE CAPITAIS E <i>IPOs</i>	14
2.1 Mercado de capitais	14
2.2 Oferta pública inicial de ações (IPO)	17
2.2.1 O Processo de <i>IPO</i>	17
2.2.2 Motivações para abertura de capital	21
3 CONTEXTOS DE CRISE: A crise do <i>subprime</i> e a crise provocada pela pandemia da Covid-19	23
3.1 Anos 2007-2008: Crise do <i>subprime</i>	23
3.2 Anos 2020-2021 - Pandemia da Covid-19	27
4 METODOLOGIA E DADOS UTILIZADOS.....	33
4.1 Metodologia utilizada	33
4.2 Dados utilizados	34
5 RESULTADOS E DISCUSSÕES.....	36
5.1 - Análise descritiva das informações	36
5.2 – Análise da evolução das variáveis macroeconômicas e dos <i>IPOs</i>	39
CONSIDERAÇÕES FINAIS	48
REFERÊNCIAS	50

1 INTRODUÇÃO

Nas décadas de 2000 e 2010, o mundo testemunhou uma série de crises que exerceram um impacto significativo nas vidas das pessoas em todo o globo. Em termos de efeitos econômicos, porém, duas emergiram como notáveis no século XXI, tanto em relação a sua gravidade quanto de sua escala global: a Crise Financeira de 2007-2008 e a Pandemia da Covid-19, que teve o início do seu impacto global em 2020. Em meio a um panorama global tumultuado, o mercado financeiro exibiu, em certos momentos, durante essas crises, períodos de valorização do Ibovespa¹, como exibido pela Figura 1.

Figura 1 - Evolução do Ibovespa desde 2004



Fonte: B3

Na Figura 1, além da significativa valorização do índice ao longo dos anos, saltando de um patamar de 20.000 pontos para cerca de 120.000 em 2023, é possível observar que as quedas expressivas apresentadas nos períodos analisados foram sucedidas por rápidas recuperações, com retornos aos níveis pré-crise em poucos meses. Em 2008, o Ibovespa chegou a perder 59% do seu valor entre junho e outubro, voltando ao mesmo patamar de 70.000 pontos em janeiro de 2010. Similarmente, o início do período pandêmico observou-se uma queda de cerca de 32%

¹ O Índice Bovespa constitui o principal parâmetro para avaliar o desempenho médio das cotações do mercado de ações no Brasil, uma vez que reflete o comportamento dos principais papéis negociados na Bovespa. O Ibovespa é, essencialmente, a soma dos pesos das ações que compõem sua carteira teórica, sendo esses pesos calculados pela multiplicação da quantidade teórica de cada ação pelo seu último preço.

do índice apenas no mês de março, mas também uma recuperação mais rápida – desta vez, o Ibovespa retornou ao mesmo nível de 100.000 pontos em torno de apenas três meses. O que indica que o mercado de negociações de ações não sofreu por muito tempo com os efeitos das crises acima citadas.

Com o progresso e desenvolvimento econômico das empresas, é natural que, a partir de certo ponto da evolução do negócio, os gestores estejam inclinados a expandir suas operações e, por conseguinte, precisem acessar mais fontes de financiamento. Além das opções tradicionais, como a obtenção de empréstimos, algumas empresas consideram a possibilidade de se tornarem empresas de capital aberto, com o objetivo de angariar recursos para a organização. Isso pode ser feito com a intenção de realizar investimentos ou pagar dívidas existentes (Sprenger e Oliveira, 2021).

Porém, além do estágio da companhia, a oportunidade de mercado é um outro fator relevante na tomada de decisão dos gestores. E isso pode, de fato, ser observado em determinados períodos de crise. Frente à maior propensão ao risco dos investidores de ações, diversas empresas aproveitaram a oportunidade para ingressar à Bolsa de Valores (Borges, 2019). Durante as mais relevantes crises globais do período recente – Crise do *Subprime* entre 2007-2008 e a Pandemia da Covid-19 entre 2020-2021 - o Brasil observou os maiores volumes de *IPOs* em sua história.

Portanto, para entender os padrões que geraram o ambiente propício às emissões de ações, chamados de *IPOs*, é essencial a comparação entre os diferentes períodos, a fim de identificar paralelos nos cenários de crises globais, capturar as nuances distintas de cada momento e estabelecer pontos de referência que possam guiar futuras análises, conforme Borges (2019).

Nesse sentido, o presente estudo tem por objetivo discutir o que motivou o grande número de ofertas de ações no Brasil, no período da crise do *Subprime* (2007-2008) e da Covid-19 (2020 -2021) e avaliar como as variáveis macroeconômicas se relacionam e influenciam a atividade de *IPOs*. Tem-se como hipótese inicial que dentre as principais variáveis macroeconômicas, o patamar da taxa Selic pode auxiliar no entendimento dos *IPOs*.

Como objetivos específicos, busca-se realizar uma revisão sobre os principais aspectos teóricos do mercado de capitais, descrever as principais motivações e abordar de forma detalhada o processo de uma oferta inicial de ações no Brasil, além de revisitar os contextos de cada crise abordada, descrevendo as principais causas e efeitos.

Vale ressaltar que a literatura sobre o processo e o mercado de Ofertas Públicas Iniciais (*IPOs*) não é tão vasta, especialmente no contexto brasileiro. Algumas perspectivas adotadas

envolvem o desempenho econômico-financeiro pré e pós ofertas, conforme analisado por Oliveira e Sprenger (2021), bem como o melhor momento para a abertura de capital, como faz Soares (2011). Isso indica uma lacuna que pode ser preenchida por novos estudos e abordagens, como a proposta do presente estudo, que também adquire uma dimensão inédita ao examinar o tema sob a perspectiva das crises globais, comparando os padrões de comportamento, sobre um tema ainda pouco explorado pelo mundo acadêmico, principalmente para períodos tão recentes.

Assim, o presente estudo está dividido em mais cinco capítulos além da presente introdução, sendo que o capítulo de número dois traz uma revisão de literatura sobre o mercado de capitais e o processo de *IPOs*, o de número três apresenta uma contextualização dos dois períodos de crise de interesse do trabalho – crise do *subprime* e Pandemia da Covid-19. Já o capítulo quatro traz a metodologia e os dados utilizados, o de número cinco apresenta os resultados e as discussões e, por fim, o último capítulo traz as conclusões do estudo.

2 REVISÃO DE LITERATURA SOBRE MERCADO DE CAPITAIS E *IPOs*

O presente capítulo trará aspectos do conceito e funcionamento do mercado de capitais, apresentando detalhadamente as possíveis motivações e os principais processos para a realização de um *IPO*.

2.1 Mercado de capitais

O mercado de valores mobiliários, também conhecido como mercado de capital, faz parte do Sistema Financeiro Nacional, que intermedia negociações entre investidores e companhias que desejam captar recursos para projetos em investimentos ou amortização de dívidas (Sprenger e Oliveira, 2021).

Conforme afirmado por Pereira (2013), a denominação do mercado de valores mobiliários é estabelecida pela negociação de títulos de valores mobiliários, que são ativos que podem ser transferidos entre investidores, sendo as ações um dos principais exemplos destes valores mobiliários.

A oferta de ações no mercado primário é efetuada por instituições financeiras, podendo ser um banco de investimento, um banco de desenvolvimento, uma sociedade corretora ou mediante a constituição de um consórcio (Assaf Neto, 2014). Para isso, entretanto, devem possuir o registro de coordenadores de ofertas públicas, previsto na Resolução CVM 161, de 13 de julho de 2022.

Segundo Assaf Neto (2014), as ações representam a porção menos significativa do capital social de uma empresa de capital aberto. Elas são típicos ativos passíveis de negociação e são distribuídos aos investidores (acionistas) de acordo com o montante de dinheiro que eles investiram. As ações podem ser de diferentes espécies, sendo elas:

- **Ações Ordinárias (ON):** possuem como traço fundamental o privilégio de participar nas votações, permitindo, portanto, que esse tipo de investidor tenha o potencial de influenciar nas variadas resoluções de uma organização. Os detentores de ações ordinárias desempenham um papel ativo na tomada de decisões empresariais, onde têm a responsabilidade de analisar e aprovar os registros financeiros da empresa, determinar a alocação dos lucros, eleger a administração da empresa e têm a capacidade de realizar modificações nos documentos estatutários, bem como deliberar sobre outras questões relevantes para a companhia. No que diz respeito à distribuição de dividendos, a alocação aos acionistas comuns geralmente

segue o dividendo obrigatório estipulado por regulamentações legais ou com base na porcentagem estipulada no estatuto da empresa, caso seja superior ao mínimo exigido por lei.

- **Ação Preferencial (PN):** As ações preferenciais ostentam diversas prerrogativas e benefícios distintivos. Primeiramente, ostentam prioridade no que concerne à distribuição de dividendos, devendo receber seus proventos prioritariamente em relação aos acionistas ordinários, ressalvada a existência de lucros disponíveis. Adicionalmente, tais ações podem ser associadas a um dividendo mínimo obrigatório ou fixo, embora esta característica seja consideravelmente incomum nas empresas do cenário brasileiro. De igual forma, as ações preferenciais asseguram prioridade no reembolso de capital no caso de liquidação da sociedade, conferindo-lhes preferência na liquidação em comparação com as ações ordinárias. Essas vantagens e preferências são passíveis de acumulação, proporcionando aos detentores de ações preferenciais um conjunto de benefícios específicos.

Para regular esse mercado no Brasil, atua a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), cujas atribuições compreendem a promoção da expansão e do funcionamento correto, eficiente e regular do mercado de ações, o estímulo das aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas, sob o controle de capitais privados nacionais, a proteção dos titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra emissões irregulares de valores mobiliários, a segurança ao acesso a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido, entre outros (CVM, 2019).

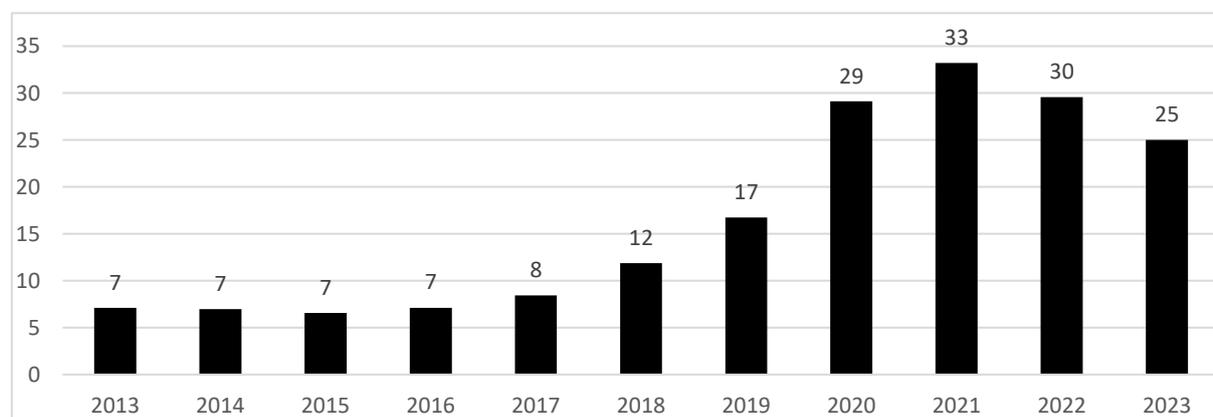
Dentre a variedade de instituições financeiras ativas nesse mercado, aquela que atua na emissão ações é o banco de investimento. Esses bancos têm natureza privada e são estruturados como sociedades por ações, sendo obrigatório o uso da expressão "Banco de Investimento" em suas denominações sociais. Ao contrário dos bancos tradicionais, eles não mantêm contas correntes, e sua captação de recursos ocorre através de depósitos a prazo, repasses de recursos internos e externos, bem como pela venda de cotas de fundos de investimento que administram (CVM, 2019).

Segundo Pereira (2013), o mercado acionário se encontra e está embutido dentro do mercado de capitais, fundamental para o desenvolvimento das negociações de ações das companhias abertas. Desta forma, o mercado acionário está dividido em dois grupos:

- **Mercado primário:** onde as ações da empresa são impulsionadas no mercado pela primeira vez. Todas as captações dessas ações voltam para a empresa como rendimentos (SOARES, 2011).
- **Mercado secundário:** onde as ações da empresa já estão retidas por acionistas e investidores, porém passam a serem compradas, vendidas e distribuídas, havendo uma troca de proprietário das ações. Todo o volume financeiro proveniente desta troca é destinado ao acionista vendedor (Pereira, 2013).

No Brasil, o mercado acionário apresentou um grande crescimento entre 2013 e 2023. Como ilustrado pela Figura 2, o volume médio diário de negociação de ações na B3 em 2023 atingiu cerca de R\$ 25 bilhões. Na comparação com o patamar de 2013, observa-se uma taxa de crescimento anual composta de 12,1%. Segundo Nischiguti, Kubayashi e Macedo (2021), diversos elementos podem ter influenciado esse aumento, como a diminuição da taxa Selic, a simplificação dos processos de investimento no mercado financeiro, a redução dos custos de transação, a divulgação de conteúdos educativos por influenciadores digitais e as oportunidades surgidas com a queda no valor das ações, entre outros.

Figura 2 – Volume médio diário de ações negociado no mercado à vista (R\$ bilhões)



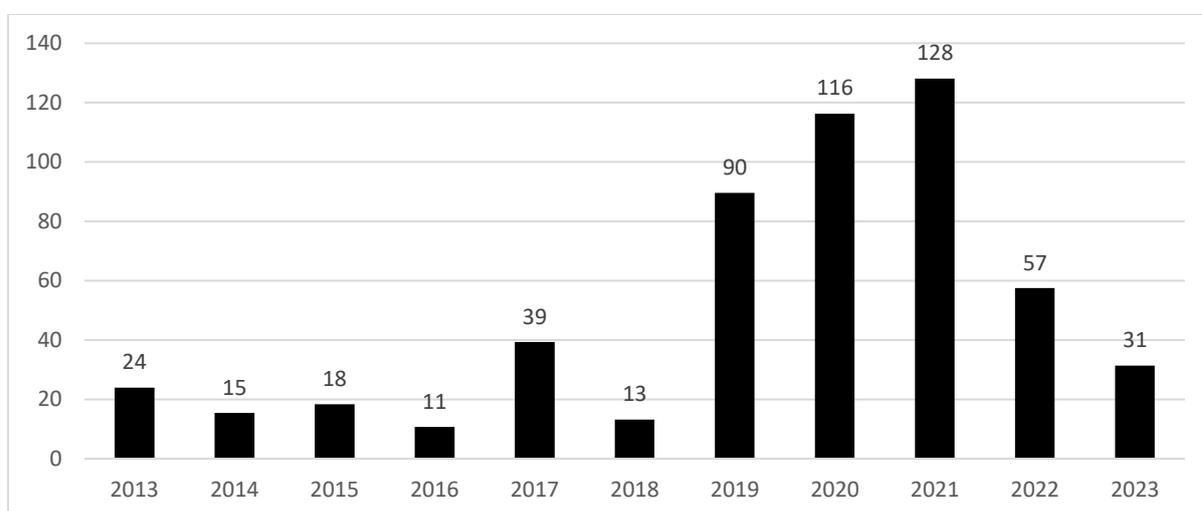
Fonte: B3.

Nesse sentido, diversas empresas acompanharam o crescimento desse mercado, refletindo também no aumento do volume de emissões de ações, como demonstrado pela Figura 3. O Brasil chegou a observar R\$ 128 bilhões emitidos em 2021, após uma média de R\$ 20 bilhões emitidos entre 2013 e 2018. Utilizando a mesma perspectiva da taxa de crescimento anual composta, observou-se um crescimento entre 2013-2021 de 20,5%, impulsionado principalmente pelos volumes a partir de 2019, sendo um dos grandes propulsores a queda na

taxa de juros real e nominal da economia, impactando de forma direta a decisão de alocação dos investidores em busca de maior rentabilidade, o nível de poupança dos agentes econômicos e a propensão ao risco nos investimentos, além de exercer grande influência nos cálculos de custo de capital próprio das empresas (Lima, 2023).

Esse bom momento, porém, não foi observado nos anos de 2022 e 2023, período em que a inflação e as taxas de juros ao redor do mundo aumentaram, reduzindo a atratividade do investimento em ações, o que acabou por se refletir no volume das emissões, conforme pode ser observado na figura 3.

Figura 3 – Volume de emissões no mercado de ações brasileiro (R\$ bilhões)



Fonte: ANBIMA.

Assim, o mercado de emissões de ações mostra-se, portanto, de grande relevância para a saúde financeira, desenvolvimento e crescimento das empresas, cada vez mais em evidência no contexto brasileiro.

2.2 Oferta pública inicial de ações (IPO)

Nesta subseção apresenta-se a revisão do processo de oferta pública inicial de ações, abordando os principais procedimentos que a envolvem e suas mais comuns motivações.

2.2.1 O Processo de IPO

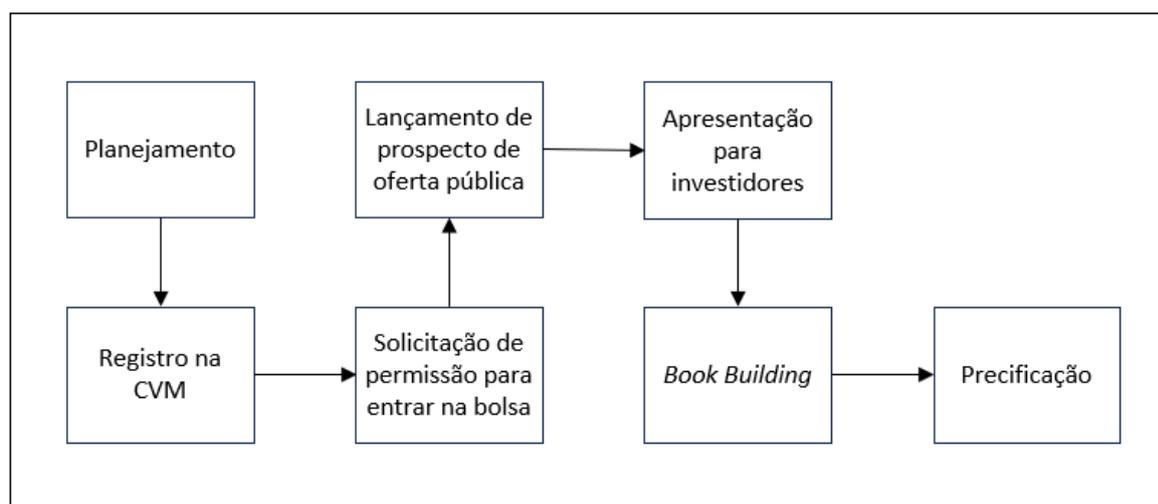
Segundo Kalil e Benedicto (2018), a empresa que lança novas ações no mercado o faz por meio de uma oferta pública inicial de ações, ou um *IPO* (sigla derivada do termo em inglês *Initial Public Offering*), em que encarrega um ou mais bancos de investimento para a

coordenação e a colocação dos títulos no mercado. O *IPO* é um processo pelo qual uma empresa inicia sua participação no mercado acionário e passa a ser cotada em uma bolsa de valores (Fortuna, 2008 e Pinheiro, 2007).

Como Sprenger e Oliveira (2021) mencionam, a oportunidade de tornar-se uma empresa de capital aberto através da oferta primária de ações no mercado é um momento singular para qualquer empresa. A iniciativa de abrir o capital indica que a empresa está preparada para captar mais recursos e projetar expansão dos negócios, estando estruturada o suficiente para cumprir com obrigações regulatórias, que serão apresentadas abaixo, e prestar contas aos diversos novos acionistas anônimos.

No entanto, a realização de um *IPO* requer a adesão a procedimentos meticulosamente planejados e organizados, de modo a evitar desafios ou dificuldades futuras para a empresa, além de oferecer maior credibilidade, atratividade e segurança aos investidores. A figura 4 explora, de forma resumida, os passos a serem seguidos na realização de uma oferta.

Figura 4 - Procedimentos para a Realização de um IPO



Fonte: Elaborado pelo autor, com base em Sprenger e Oliveira (2021) e Ellis, Michaely, O'hara, (1999).

Conforme a figura 4, a fase de planejamento e análise da condução da empresa no curto e longo prazo é, indubitavelmente, uma das etapas mais cruciais de todo o processo, visto que requer o delineamento e a projeção das perspectivas e desempenho da empresa (Sprenger e Oliveira, 2021).

Conforme mencionado por Bona (2020), o passo principal envolve a formulação das metas da empresa para o uso dos recursos levantados e das responsabilidades necessárias para atingir esses objetivos, como garantir transparência nos resultados e governança, além

da divulgação de informações relevantes. O autor também enfatiza a importância de considerar fatores fundamentais para desenvolver um plano eficaz, incluindo uma compreensão sólida do fluxo de caixa e da dívida, análises do contexto de mercado, o modelo de negócios e a avaliação dos riscos da indústria em que a empresa está inserida.

Adicionalmente, é nessa fase que ocorre a seleção de um ou mais bancos de investimento para aconselhar a companhia e realizar funções de subscrição relacionadas à emissão. O processo de seleção baseia-se na reputação geral e na expertise do banco de investimento, bem como na qualidade de sua cobertura de *research*² na indústria específica da empresa. A escolha também depende se o emissor prefere que seus títulos sejam detidos mais por investidores de varejo ou por investidores institucionais (ou seja, na expertise de distribuição do banco de investimento). Relacionamentos bancários anteriores que o emissor e membros de seu conselho têm com empresas específicas na comunidade de bancos de investimento, também influenciam o resultado da seleção (Ellis, Michaely, O'hara, 1999).

Seguindo a figura 4, outro passo importante de uma oferta é seu registro diante o regulador. No Brasil, o ofertante, em parceria com o coordenador principal da distribuição, deve solicitar o registro da oferta pública de distribuição à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Os documentos necessários para a solicitação e a concessão do registro da oferta são submetidos à CVM, sendo discriminados de acordo com o procedimento de registro adotado. Entre os documentos geralmente analisados estão a lâmina da oferta e o prospecto da oferta (CVM, 2022).

Nesse sentido, ao submeter o prospecto da oferta à revisão da CVM, a companhia torna pública a intenção de fazer o *IPO*. Nele, é possível encontrar todo o contrato de coordenação, que é definido abordando a “qualificação do emissor, do coordenador líder e, se houver, dos demais coordenadores e das demais instituições intermediárias signatárias do contrato de distribuição, com a indicação expressa da respectiva qualidade em que cada um desses agentes figura no contrato” (CVM, 2022, p. 131).

A primeira versão submetida, ainda sem as informações finais da oferta, como preço e volume, e eventuais comentários da CVM, denomina-se prospecto preliminar. Após a conclusão da oferta, recebe o nome de prospecto definitivo (CVM, 2022).

² Área independente de um banco de investimento, responsável por acompanhar a performance e notícias de uma lista de empresas listadas na bolsa de valores, fornecendo relatórios regulares de pesquisa, contendo uma recomendação de compra e um preço-alvo. Como parte desse processo, o analista geralmente construirá modelos para projetar os resultados financeiros da empresa, além de interagir com clientes, fornecedores, concorrentes e outras fontes com conhecimento na indústria (SIMPSON, 2023).

No intuito de divulgar a oferta e educar os investidores em relação à companhia, a empresa e o subscritor promovem-na através de uma série de apresentações. Nesse processo, também conhecido como *roadshow*, os executivos da empresa realizam diversas apresentações, principalmente para investidores institucionais. Um *roadshow* padrão dura entre três e quatro semanas e envolve duas ou mais reuniões diárias, tanto com profissionais de varejo quanto com investidores institucionais (Ellis, Michaely, O'hara, 1999).

Simultaneamente, o preço da ação é definido pelo processo de *bookbuilding*, no qual são coletadas as informações e intenções de preço dos investidores após a análise dos documentos disponibilizados e interações com o time de gestão da empresa (Soares, 2011).

A data da precificação do *IPO*, dia no qual encerra-se o processo de coleta de intenções de investimento e define-se o preço final, é pré-definida pela companhia listada, os bancos de investimento coordenadores e a Bolsa de Valores, no Brasil atualmente denominada B3 (Sprenger, Oliveira, 2021).

É importante ressaltar que o processo de *IPO* no Brasil é bastante similar aos realizados nos principais mercados. Nos Estados Unidos, por exemplo, a transação segue os mesmos passos apresentados anteriormente na Figura 4. Porém, a principal diferença é a maior gama de tipos de registros e classificações das companhias listadas, dado o tamanho de seu mercado. Por exemplo - o registro inicial feito por empresas domiciliadas no país é denominado S-1. Por outro lado, caso a empresa seja domiciliada no exterior, o mesmo documento é denominado F-1, contendo também detalhes específicos que são importantes para os investidores dos EUA, sobre o país de origem da empresa e como as leis e regulamentações podem afetar seus investimentos (e.g., tributação em uma jurisdição estrangeira, tratamento de questões legais) (Pitts, 2020).

O Brasil também se utiliza de diferentes tipos de registros e classificações de empresas, apesar de não tão segmentadas. Não existe, tal como nos Estados Unidos, uma diferenciação para as empresas estrangeiras. Os registros objetivam, mais especificamente, em determinar os padrões de documentação e marketing das ofertas, com base nos investidores que elas planejam alcançar. No caso de *IPOs*, conforme CVM (2022), determina-se duas possibilidades:

- **Registro automático com análise via convênio:** o registro é analisado previamente por uma entidade autorreguladora que mantenha convênio com a CVM, não contando com uma análise da CVM após a análise prévia a ser realizada pela entidade autorreguladora.

- **Registro ordinário:** o registro é analisado diretamente pela CVM, a qual informará sobre a suficiência dos documentos protocolados, indicando eventualmente informações e documentos faltantes.

2.2.2 Motivações para abertura de capital

Ao realizar o *IPO*, a empresa reforça sua credibilidade no ambiente empresarial e amplia suas oportunidades de obter financiamento. No entanto, indubitavelmente, a razão mais significativa para ingressar no mercado de ações é a injeção substancial de capital na empresa (Deeds et al., 1997).

Outra importante motivação para a realização de um *IPO* é o favorecimento de aquisições de outras empresas (Hovakimian, Hutton, 2010). Além de se beneficiarem dos recursos levantados na oferta, também obtém a capacidade de fazer pagamentos com ações. Títulos esses que, após públicos, dão também a opcionalidade ao adquirido de fazer a liquidação através da Bolsa.

Ademais, o mercado de capitais brasileiro tem se tornado cada vez mais atrativo para negociações de papéis. Isso foi condicionado pela transparência, com a criação do Novo Mercado, além dos mercados Nível 1 e Nível 2 da Bovespa pela CVM, (Saturnino, Odilon et al., 2012) assim como pela divulgação do Código de Ofertas Públicas pela ANBIMA, que objetivaram no aprimoramento e simplificação da sua redação em relação aos códigos vigentes anteriormente, além de aprimorar os mecanismos de autorregulação (ANBIMA, 2022).

A criação dos níveis de listagem da Bovespa (Níveis 1, 2 e Novo Mercado), ocorrida em 2000, objetivou estabelecer padrões de transparência e governança para as companhias listadas. Para isso, cada nível estabeleceu regras graduais - no Nível 1, as empresas encontram requisitos mínimos de governança, como a obrigatoriedade de realizar reuniões públicas anuais e publicação de calendários de eventos corporativos, mas exigindo que a empresa possua ao menos 20% de suas ações em circulação. Já o Nível 2 proporciona um passo adiante, mantendo um foco significativo na governança corporativa, exigindo o *tag along*³, no qual o investidor tem o direito de vender suas ações e embolsar 100% do preço por papel recebido pelo controlador no momento de venda, como na ocorrência de uma

³ A expressão refere-se ao processo em que o acionista minoritário avalia, em conjunto com o vendedor, o valor de suas ações dentro dos limites legais estabelecidos, ao receber uma oferta pública de aquisição para uma empresa de capital aberto (JÚNIOR, 2004).

Oferta Pública de Aquisição. Por fim, o Novo Mercado representa o padrão mais elevado em termos de governança, exigindo a criação de uma área de *compliance*, de comitês de auditoria externa e interna, visando garantir maior transparência aos investidores, além de só poderem emitir ações ordinárias (B3, 2024).

Em relação aos benefícios que tais segmentos trouxeram às companhias, Procianoy e Verdi (2009) constataram que as empresas que fizeram essa transição para os novos mercados apresentam níveis mais elevados de liquidez em comparação com aquelas transacionadas no mercado tradicional da BOVESPA⁴. Além disso, as empresas que aderiram ao Nível 2 e ao Novo Mercado (mercados que impõem requisitos mais rigorosos de divulgação e governança) experimentaram um aumento na liquidez em relação aos níveis anteriores à adesão.

A conjuntura macroeconômica também é um condicionador importante para companhias a acessarem o mercado acionário. Matsuo e Junior (2004) investigaram a influência de fatores macroeconômicos nas emissões primárias de ações e debêntures no Brasil, abrangendo o período de outubro de 1994 a junho de 2003. Os resultados indicaram que a razão dívida pública total/PIB, ingresso de Investimento Estrangeiro Direto (IED) e a taxa de juros real eram estatisticamente significativos tanto para as emissões de ações quanto de debêntures. Por fim, as pequenas empresas, que geralmente são mais endividadas e sensíveis às oscilações econômicas, identificam nas fases de otimismo do mercado oportunidades para obter financiamento através do *IPOs*. Isso resulta em uma maior entrada de empresas ao mercado de capitais, que visam obter recursos de maneira mais conveniente para suportar tanto seus ativos permanentes quanto suas necessidades de capital de giro (Saturnino, Odilon et al., 2012).

Nesta seção, portanto, foi possível observar a importância do mercado de capitais como parte integrante do Sistema Financeiro Nacional, como o processo de oferta pública inicial de ações (*IPO*) representa um marco para as empresas e as motivações para sua realização, desempenhando um papel crucial no desenvolvimento econômico.

⁴ Nome que era dado a bolsa de ações brasileira, antes de fundir com a BM&F, passando a ser chamada de BM&FBOVESPA e posteriormente de B3.

3 CONTEXTOS DE CRISE: A crise do *subprime* e a crise provocada pela pandemia da Covid-19

O presente capítulo objetiva contextualizar os períodos foco do presente trabalho - a Crise Financeira de 2007-2008 e a Pandemia da Covid-19 – explicitando os principais fatores motivadores, os mais notórios eventos ocorridos e suas consequências para o mercado financeiro. É importante ressaltar que seu foco não é comparar o impacto de tais períodos em nenhuma esfera social ou econômica, mas apenas apresentar os cenários em que as atividades de *IPOs*, foco da análise do presente trabalho, se desenvolveram.

3.1 Anos 2007-2008: Crise do *subprime*

A crise financeira global, que teve início por volta de 2007 no mercado de hipotecas de alto risco nos Estados Unidos (conhecidas como *subprime*), cresceu até se tornar uma crise sistêmica após a falência do banco de investimento Lehman Brothers. Tais hipotecas tinham os próprios imóveis como garantia e passaram a lastrear títulos (derivativos) oferecidos como investimentos de risco elevado (*subprime*) e enquanto o mercado imobiliário estava aquecido tal sistemática funcionava bem, pois em última instância o imóvel que era garantia da hipoteca era vendido e as obrigações eram saldadas (Bresser-Pereira, 2009).

O *boom* imobiliário nos Estados Unidos começou a perder força no terceiro trimestre de 2005, mas levou algum tempo para que isso fosse amplamente reconhecido. À medida que os preços das casas atingiam níveis que tornavam a compra inacessível para a maioria das famílias, mesmo com taxas de juros atrativas e sem a necessidade de pagamento inicial, as vendas começaram a diminuir. No final do segundo trimestre de 2006, porém, a fraqueza do mercado começou a se tornar evidente gradualmente. Os preços começaram a cair, inicialmente de forma lenta e depois com uma velocidade crescente. Mesmo que as quedas nos preços das casas tenham sido lentas no início, elas foram suficientes para minar os fundamentos subjacentes ao *boom* dos empréstimos *subprime* (Krugman, 2009).

Quando os mutuários se tornam inadimplentes, os investidores que adquiriram títulos lastreados nessas hipotecas percebiam que não obteriam o retorno esperado. Como resultado, tentavam vender esses títulos no mercado, mas encontravam poucos compradores, o que os expunha ao risco de liquidez. A pressão para se desfazer desses títulos fez com que seus valores diminuíssem rapidamente (Santos, 2012).

Em 2008, a crise financeira nos Estados Unidos se intensificou significativamente, a partir de meados de setembro. O Banco Central americano agiu para evitar o colapso,

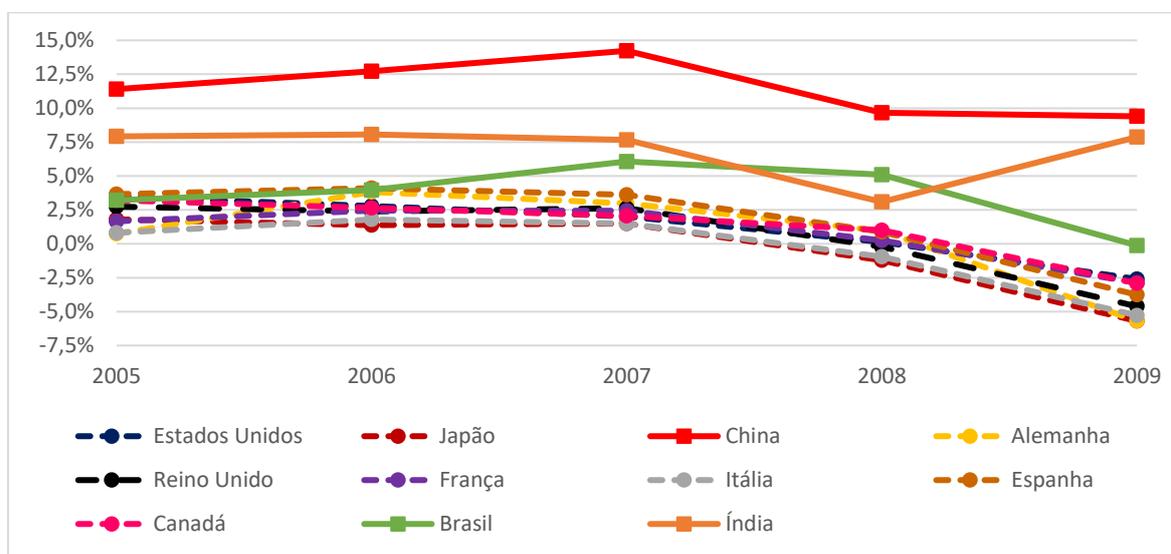
concedendo um crédito de US\$ 30 bilhões ao *JP Morgan Chase* para adquirir o *Bear Stearns*, que negociava títulos *subprime*, demonstrando uma mudança regulatória importante. No entanto, o otimismo inicial foi abalado quando problemas de liquidez afetaram as agências *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, responsáveis por ofertarem hipotecas ao público em geral, e estas receberam um pacote de ajuda de US\$ 200 bilhões do Tesouro americano. Em setembro, o *Lehman Brothers* enfrentou dificuldades e acabou entrando em concordata, já que o governo se recusou a fornecer apoio financeiro. Essa decisão agravou a crise, gerando pânico nos mercados globais e dificultando a obtenção de recursos para bancos e empresas. Diante da falência iminente da *American International Group*, popularmente conhecida como *AIG*, o governo mudou de postura, concedendo um empréstimo de US\$ 85 bilhões para evitar um impacto sistêmico ainda maior no sistema financeiro (Borça Junior, Torres Filho, 2008).

Visando socorrer o sistema, o governo dos Estados Unidos implementou um plano de resgate para as empresas conhecido como *TARP (Troubled Asset Relief Program)*, no qual deixou de comprar títulos do governo e passou a adquirir ativos líquidos, que estavam contribuindo para os passivos dos bancos. Isso resultou em um aumento de quase 100% nos ativos do Federal Reserve (Fed) que é o Banco Central Norte Americano, aumentando de US\$ 890 bilhões para US\$ 1,6 trilhão (Santos, 2012).

Os efeitos da crise financeira nos Estados Unidos se refletiram na redução da produção, no aumento do desemprego e na desconfiança em vários setores financeiros. Dada a significativa influência dos Estados Unidos na economia globalizada atual, os impactos da crise se espalharam rapidamente pelo mundo, resultando em uma crise global em pouco tempo (Santos, 2012).

Mesmo com os estímulos fiscais e monetários, grande parte do mundo, com exceção de China e Índia, sofreu uma desaceleração econômica. O Brasil vinha apresentando crescimento em 2007, mas também não conseguiu manter essa trajetória de alta nos dois anos seguintes. Além destes três países, as demais principais economias de 2007 em termos de PIB (Estados Unidos, Japão, Alemanha, Reino Unido, França, Itália, Espanha e Canadá, respectivamente) tiveram resultados muito parecidos, diminuindo o ritmo de crescimento em 2008 e observando quedas, de fato, em 2009, conforme é possível observar na Figura 5.

Figura 5 - Evolução do Desempenho do PIB Entre 2005 e 2009 das Maiores Economias do Mundo, em %



Fonte: Banco Mundial

No Brasil, a crise financeira internacional acima explicitada, impactou a economia em um momento de crescimento contínuo, marcado por oito trimestres consecutivos de expansão. Entre o 3º trimestre de 2006 e o 3º trimestre de 2008, o Brasil saiu de um crescimento trimestral de 3,3% para 6,5%, respectivamente (IBGE, 2024). Nesse período, as empresas estavam em uma fase próspera, aumentando a produção e planejando novos investimentos. Como resultado, o crédito bancário desempenhava um papel crucial (Lima, Deus, 2013).

Entre 2004 e 2008, houve um aumento de 44,8% na taxa de investimento, acompanhado pelo crescimento das exportações de bens e serviços. Esse período foi caracterizado por uma abundância de fluxos de capitais, influenciado pelo ciclo de liquidez voltado para os países emergentes entre 2003 e 2007, e por resultados favoráveis nas transações comerciais e correntes (Prates, Cunha, Lélis, 2011). Ademais, o Brasil beneficiava-se de um ciclo de redução das taxas de juros. A Taxa Selic saiu de 19,75% em setembro de 2005 para 11,25% em 2008 (BACEN, 2024).

No entanto, com a eclosão da crise, o Brasil sentiu inicialmente a escassez de crédito internacional, dado que, para compensar as perdas em seus países de origem, os investidores estrangeiros começaram a vender suas participações no mercado de capitais internacionais, além de ocorrer uma piora de custo e prazo nas captações internacionais. Dado o papel fundamental das expectativas dos agentes econômicos, o setor bancário reagiu com cautela, reduzindo significativamente o crédito na economia brasileira. Segundo o Instituto de

Estudos para o Desenvolvimento Industrial (2009), em 2008, o saldo negativo nas modalidades "Ações no país" e "Renda fixa no exterior", totalizando US\$ 16 bilhões, amenizou a saída líquida de recursos do Brasil, atingindo US\$ 7,5 bilhões. Os "Outros investimentos estrangeiros" apresentaram um déficit de US\$ 18,186 milhões devido à paralisação no mercado financeiro internacional. Além disso, os "Empréstimos e financiamentos – demais setores de curto prazo" registraram um déficit de US\$ 14,25 bilhões no quarto trimestre de 2008, enquanto o "Crédito comercial, fornecedores de curto prazo" tornou-se deficitário em dezembro, atingindo um saldo negativo de US\$ 4,8 bilhões, devido ao congelamento do mercado internacional de crédito. Isso levou as empresas a reverem seus planos de produção e investimento.

A acentuada redução na oferta de crédito bancário, tanto no mercado doméstico, quanto na interrupção das linhas externas, foi suficiente para causar uma queda na demanda geral interna e ancorar as expectativas de inflação. Isso resultou em uma forte desaceleração da atividade econômica nos últimos três meses de 2008, saindo de um crescimento de 6,5% no 3º trimestre, para 5,1% no 4º trimestre, conforme observado por Freitas (2009).

Além do impacto na oferta de crédito, o Brasil foi fortemente afetado no preço de sua moeda nacional e nos fluxos de capitais que circulavam no país. Segundo Lima e Deus (2013), o real vinha de um período de valorização, mesmo após o início da crise nos Estados Unidos. Entre julho de 2007 e julho de 2008, houve uma valorização de 17% da moeda brasileira em relação ao dólar, saindo de R\$/US\$ 1,87 para R\$/US\$ 1,56. No entanto, a partir de agosto de 2008, com a falência do Lehman Brothers, a crise financeira internacional se aprofundou, resultando em uma aversão significativa ao risco. Isso desencadeou um amplo movimento de fuga de capitais e uma forte desvalorização das moedas das economias periféricas, incluindo o Brasil.

A desvalorização rápida e descontrolada da moeda causou uma significativa desestabilização na economia brasileira. Muitas empresas sofreram grandes prejuízos devido à queda no valor do real, que deixou o patamar de R\$/US\$ 1,63 no começo de agosto, para R\$/US\$ 2,33 em dezembro, uma desvalorização de 61% (Lima e Deus, 2013).

Dentre as principais medidas adotadas pelo Brasil, tem-se as medidas de expansão da liquidez, políticas macroeconômicas expansionistas e controle indireto do câmbio foram adotadas como resposta às condições adversas provocadas pela crise, incluindo leilões de dólares, redução total da alíquota do IOF (Imposto sobre Operações Financeiras) em operações de câmbio e ações com o Federal Reserve, que ofereceu uma conta em dólares para o Brasil para assegurar um nível mínimo de liquidez no mercado cambial. No que diz

respeito à expansão da liquidez, ocorreu um aumento na disponibilidade de recursos de empréstimos para agentes financeiros, empresas exportadoras e construtoras. Isso envolveu principalmente a flexibilização do redesconto, a redução dos depósitos compulsórios, a ampliação do crédito para o agronegócio e o aumento do financiamento para o setor exportador em geral (Lima, Deus, 2013).

Segundo D'Agostini (2008), a intenção dessas medidas era prover liquidez para pequenos e médios bancos, destravar o crédito interbancário para a sociedade em geral e aprimorar o mecanismo do redesconto, facilidade pela qual o Banco Central é prestador de última instância.

No âmbito da política fiscal e creditícia, o governo adotou medidas para socorrer os setores mais impactados pela crise, como construção civil, agricultura, automóveis e móveis e eletrodomésticos. Por exemplo, diante da acentuada queda na produção de insumos da construção civil entre outubro de 2008 e fevereiro de 2009, o governo ampliou o limite de empréstimos para a compra de materiais de construção e aumentou a disponibilidade de crédito para esse setor (Lima, Deus, 2013).

Para concluir esta seção, é relevante ressaltar que a crise financeira global, desencadeada pelo estouro do mercado de hipotecas *subprime* teve efeitos significativos também na economia brasileira, gerando escassez de crédito internacional, a desvalorização abrupta da moeda nacional, a saída de capital estrangeiro e a desaceleração econômica. Assim, faz-se necessária também a contextualização da Pandemia da Covid-19 para compararmos o mercado de *IPOs* de cada período.

3.2 Anos 2020-2021 - Pandemia da Covid-19

Em dezembro de 2019, houve a identificação do vírus da Covid-19 na China, denominado popularmente como “Coronavírus”. A partir de março de 2020, a doença tornou-se pandêmica, afetando significativamente o setor da saúde, o social e o econômico (Távora, 2020).

Entre fevereiro e março de 2020, observaram-se os primeiros impactos nas relações de oferta e demanda mundialmente, por conta das medidas necessárias de distanciamento social. Houve uma desaceleração na economia chinesa, onde a doença teve origem, seguida por uma ocorrência semelhante na Europa (COMEXSTAT, 2020).

Os governos tomaram medidas de isolamento social, quarentena e restrições de fronteiras, incluindo bloqueios comerciais, para conter a disseminação da Covid-19 e evitar sobrecarregar os sistemas de saúde de cada país. Tais ações tiveram impactos não apenas no

transporte e no turismo, mas também no comércio global. Uma consequência foi o preço negativo do petróleo WTI, impulsionado pela redução na demanda global devido à paralisação econômica provocada pelas medidas de combate à pandemia, juntamente com altos níveis de estoque, resultando em navios petroleiros incapazes de descarregar seus carregamentos (NETO, 2020). Segundo a New York Mercantile Exchange (NYMEX) (2024), o preço do contrato futuro petróleo WTI no dia 20/04/2020 atingiu o patamar de US\$ -37,63.

Em março, com a declaração da pandemia pela Organização Mundial da Saúde (OMS) e o primeiro registro de morte por COVID-19 no Brasil, os governos implementaram medidas de distanciamento social para conter a propagação do novo coronavírus. Isso resultou na interrupção de negócios e serviços considerados não essenciais, levando a uma drástica redução na demanda. Conforme Lima Neto (2022) descreveu, tanto investimentos quanto o consumo de bens e serviços foram adiados ou cancelados à medida que a incerteza sobre o cenário econômico se intensificava, tanto a nível nacional quanto internacional, dada a diminuição da atividade econômica em outros países, o que provocou a redução tanto em volume, quanto em preços das exportações brasileiras.

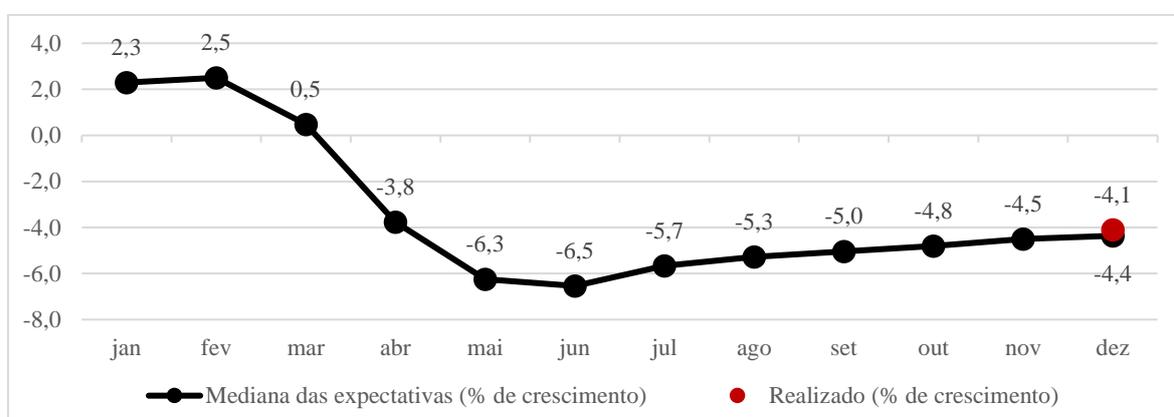
Nesse sentido, as micro e pequenas empresas foram especialmente afetadas, dada a maior dificuldade que encontram em sua gestão de caixa. Diante disso, os setores mais afetados foram aqueles que dependem diretamente de atividades físicas fora do domicílio, sendo eles os de alimentação fora de casa, turismo e transporte (Ministério da Economia, 2020).

Segundo a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua do IBGE (PNAD - Contínua) publicada em maio de 2020, o número de desempregados aumentou para 12,8 milhões (ou 12,6% da população economicamente ativa) no trimestre encerrado em abril de 2020, representando um acréscimo de 898 mil em relação ao trimestre anterior. Além disso, o levantamento indicou um recorde no Brasil, com 5 milhões de desalentados, que são pessoas que desistiram de procurar trabalho (Lima Neto, 2022).

Antes da pandemia de coronavírus, as expectativas para a economia brasileira em 2020 eram de continuidade do crescimento, uma vez que o país vinha se recuperando desde 2017, após a recessão ocorrida entre 2014 e 2016. No entanto, o cenário mudou drasticamente, e em vez de um crescimento positivo do Produto Interno Bruto (PIB), houve uma forte recessão. O Fundo Monetário Internacional (FMI) chegou a prever um recuo de 9,1% na atividade econômica para 2020 (Balassiano, 2020). As expectativas do mercado nunca foram tão pessimistas quanto as do FMI, e a maior queda prevista pelo Boletim Focus

foi de 6,5% do PIB para 2020, que começou estimando crescimento até março, mas após a consolidação da pandemia no país, passou a esperar uma queda, com o pico do pessimismo sendo atingido em junho. Ambas as expectativas, porém, ficaram distantes do desempenho realizado, de -4,1%, conforme aponta a Figura 6, motivado pelas recuperações da indústria e serviços no terceiro e quarto trimestres de 2020, além do aumento do consumo das famílias e gastos do governo, motivado pelo provimento do auxílio emergencial.

Figura 6 - Evolução da Mediana das Expectativas de Desempenho do PIB do Brasil Para o Ano de 2020



Fonte: Boletim Focus / BCB.

Ademais, deve-se reforçar que dentre as medidas adotadas para mitigar os impactos da redução da atividade econômica durante a pandemia, destacam-se a redução da jornada de trabalho e dos salários, a implementação do trabalho *home office* e a prestação de serviços por meio da internet (Sindicato da Micro e Pequena Indústria do Estado de São Paulo - SIMPI, 2020).

No intuito de auxiliar o setor empresarial, diversas instituições financeiras ampliaram sua oferta de crédito. O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), por exemplo, expandiu a oferta de capital de giro, disponibilizando R\$ 5 bilhões para as Micro, Pequenas e Médias Empresas (MPMEs), com os benefícios de taxas de juros menores e prazos de pagamento maiores. Além disso, cerca de R\$ 40 bilhões foram disponibilizados para financiar o pagamento de folha de pequenas e médias empresas por um período de 2 meses. (BNDES, 2020).

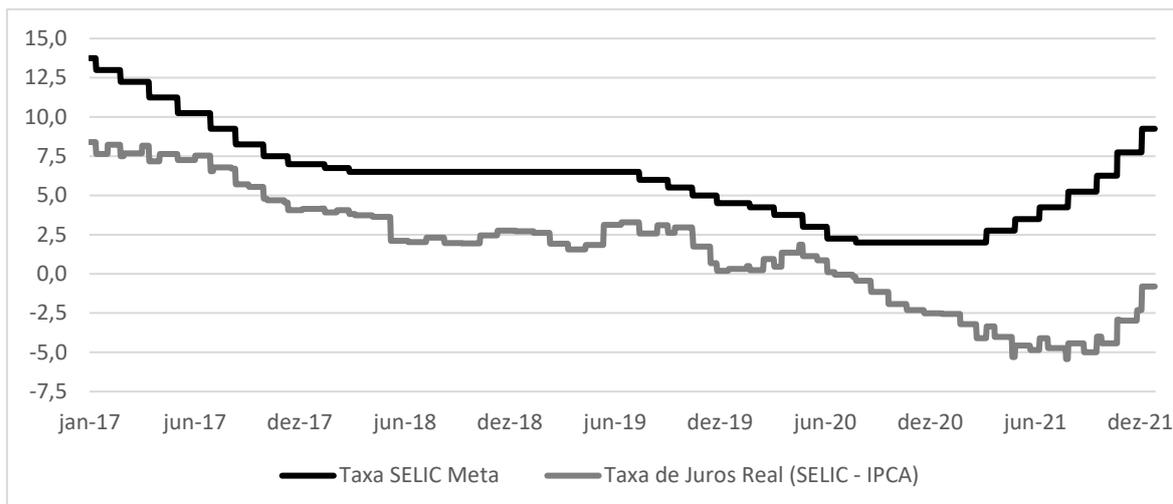
Outro caso ocorrido foi o da SEBRAE e a Caixa Econômica Federal, que organizaram uma linha especial de crédito de R\$ 12 bilhões para microempreendedores individuais (MEI), microempresas, empresas de pequeno porte (SEBRAE, 2020).

Já em relação às políticas de renda, a principal adotada pelo governo foi o Auxílio Emergencial, destinado a trabalhadores informais, microempreendedores individuais (MEI), autônomos e desempregados (BECKER, 2020). Ao todo, a Caixa Econômica Federal pagou 16 parcelas do auxílio emergencial ao longo de 2020 e 2021. Inicialmente criado em abril de 2020 para auxiliar a população vulnerável afetada pela pandemia de Covid-19, o auxílio consistia em cinco parcelas de R\$ 600 (ou R\$ 1.200 para mães solo). De setembro a dezembro de 2020, o programa foi estendido, pagando mais quatro parcelas correspondentes a metade do valor anterior: R\$ 300 (ou R\$ 600 para mães solo) (Agência Brasil, 2021).

A política monetária também foi mais uma ferramenta utilizada para amenizar os impactos da pandemia, devido à diminuição da demanda e à baixa pressão inflacionária. Diante deste cenário, a redução na taxa básica de juros se tornou uma ferramenta de estímulo à economia e promoção do consumo, tornando o crédito mais acessível (De Lima, Freitas, 2020).

O movimento de redução da taxa básica de juros (Selic), iniciado em 2016, foi interrompido em março de 2021, quando o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) atingiu 6,10% em 12 meses, valor superior ao limite máximo da meta (3,75%, com um teto de 5,25%) estabelecida para 2021. O Banco Central reduziu a Selic de 14,15% ao ano em agosto de 2016 para 1,94% ao ano em agosto de 2020 até fevereiro de 2021, principalmente devido à quase estagnação da economia. No entanto, essa redução, como ilustrado na Figura 7, resultou em uma taxa de juros real negativa em 2020 (Feijó, Araújo, Bresser-Pereira, 2022).

Figura 7 - Evolução das Taxas de Juros Selic e Real Entre 2017 e 2021



Fonte: BCB.

A partir do início de 2020, o cenário da pandemia também impactou os preços internacionais e causou uma elevada desvalorização do real ao longo de 2020 e 2021, com a relação reais por dólares atingindo o patamar de R\$5,89 no dia 12/05/2020. Apesar disso, observou-se inicialmente uma desaceleração dos preços, com o IPCA de abril/2020 sendo registrado em -0,31%. Porém, a partir daí a inflação voltou a uma trajetória de alta – o IPCA registrado em dezembro/2020 foi de 1,35%, e o índice acumulado para o ano de 2020 foi registrado em 4,52%, acima da meta de 4%, mas ainda dentro do teto estabelecido de 5,5% para o ano. Essa tendência se manteve em 2021, que registrou um IPCA acumulado de 10,06%, muito acima do limite superior de 5,25% definido para tal ano. (Feijó, Araújo, Bresser-Pereira, 2022).

Cerca de três meses após o início da implementação de medidas de isolamento, a maioria das unidades da federação começou a flexibilizar as regras ou, pelo menos, a elaborar planos para a retomada gradual das atividades econômicas, ao mesmo tempo em que mantém medidas de isolamento social (Agência Brasil, 2021).

Entre agosto de 2020 e 2021, observou-se uma retomada da atividade econômica. Apesar do estado de calamidade pública, que suspendia a obrigação de cumprimento das metas fiscais até o final de 2020, cerca de R\$ 640 bilhões foram destinados ao combate à pandemia entre 2020 e 2021, em torno de 7% do PIB brasileiro em 2021, uma proporção comparável aos pacotes adotados em diversas economias desenvolvidas. Em comparação, nos EUA, foram implementados pacotes de estímulo econômico totalizando US\$ 2 trilhões (equivalente a 10% do PIB dos EUA), incluindo pagamentos diretos aos trabalhadores, além

de US\$ 19 bilhões destinados a apoio à agricultura por meio de pagamentos diretos e compras governamentais (Távora, 2020).

Em síntese, a pandemia da Covid-19 desencadeou uma série de impactos profundos na economia global, com efeitos particularmente marcantes no Brasil. Desde os primeiros meses de 2020, as medidas de distanciamento social e restrições impostas pelos governos para conter a propagação do vírus resultaram em uma desaceleração econômica significativa, afetando diversos setores, especialmente os que dependiam de atividades presenciais. Contudo, frente a tal cenário desafiador, foram adotadas medidas tanto pelo governo quanto por instituições financeiras para mitigar os impactos, incluindo programas de auxílio emergencial, expansão do crédito e políticas monetárias expansionistas. Apesar das adversidades, observou-se ao longo de 2021 uma gradual retomada da atividade econômica.

4 METODOLOGIA E DADOS UTILIZADOS

No presente capítulo será apresentada a metodologia utilizada na pesquisa, bem como os dados utilizados.

4.1 Metodologia utilizada

Inicialmente, a fim de contextualizar os conceitos que permeiam a atividade de *IPOs*, realizou-se uma revisão bibliográfica da literatura, buscando rever desde o sistema financeiro e o mercado de capitais, até o funcionamento do processo de *IPOs* em si.

A revisão da literatura é crucial como etapa inicial em qualquer investigação científica (Webster & Watson, 2002). Este método, baseado em fontes como livros, artigos e teses previamente elaborados, é exploratório por natureza, permitindo uma melhor compreensão do problema, refinamento de ideias e descoberta de *insights* adicionais, conforme ressalta Gil (2007). Realizar essa revisão de forma sistemática e meticulosa é fundamental para estabelecer uma base sólida de conhecimento, facilitando o avanço teórico em áreas com pesquisa estabelecida e identificando novas oportunidades de investigação (Webster & Watson, 2002).

É imprescindível dedicar atenção e rigor à revisão bibliográfica, segundo Walsham, (2006) e Levy e Ellis (2006). Esse cuidado não apenas aumenta a confiabilidade dos resultados, permitindo seu uso por outros pesquisadores com segurança, mas também economiza tempo e recursos ao reutilizar estudos anteriores, concentrando-se apenas na questão específica em estudo. Além disso, uma revisão criteriosa revela lacunas teóricas que podem ser exploradas por futuras pesquisas, muitas vezes negligenciadas por revisões menos meticolosas e superficiais (Conforto, Amaral, Silva, 2011).

Em seguida, o trabalho se utiliza da análise descritiva de variáveis macroeconômicas para abordar o comportamento da atividade de *IPOs* frente as variáveis macroeconômicas e a própria movimentação das ofertas de ações, sendo uma análise exploratória e não indicando causalidade. A Estatística descritiva se fundamenta em um conjunto de dados, abrangendo os métodos empregados para coletá-los, organizá-los, descrevê-los e interpretá-los (Silvestre, 2007). Ferramentas como gráficos, tabelas e medidas resumidas, como porcentagens, médias, desvio-padrão, valores máximos e valores mínimos são empregadas para alcançar esses objetivos (Reis, Reis, 2002).

Através dessas técnicas, não apenas se organiza a informação coletada, mas também se busca identificar movimentações atípicas e discrepâncias que possam influenciar a

interpretação dos resultados obtidos. Estes movimentos que destoam da média podem resultar de erros de registro ou de dados que se desviam da tendência geral do conjunto analisado, destacando-se como pontos cruciais para uma análise aprofundada (Reis, Reis, 2002).

4.2 Dados utilizados

O Quadro 1 apresenta as variáveis analisadas ao longo do capítulo de resultados. O horizonte de tempo utilizado, em todos os casos, inicia-se no terceiro trimestre de 2004, devido à disponibilidade de informações encontrada na base de dados de “Ofertas Públicas e IPOs” da B3, e encerra-se no final do ano de 2023. A análise de um período mais amplo do que apenas o correspondente as crises do *Subprime* (2007 - 2008) e Pandemia da Covid-19 (2020 - 2021) permite a comparação da atividade de *IPOs* entre diferentes cenários: pré crises, entre crises e pós-crisis.

Quadro 1 - Variáveis utilizadas

Variáveis	Descrição	Fonte
IPOs	Base de dados “Ofertas Públicas e IPOs”, contendo IPOs e Follow-ons	B3
Taxa de juros	Taxa Selic <i>overnight</i> (% a.a.) diária	Banco Central do Brasil
Inflação	Índice nacional de preços ao consumidor amplo (IPCA) geral (% a.m.)	IBGE
PIB	PIB brasileiro a preços de mercado - variação real trimestral sobre mesmo trimestre do ano anterior - (%)	IBGE
Taxa de câmbio	Taxa de câmbio comercial para venda: real (R\$) / dólar americano (US\$) – média	IPEADATA

Fonte: Elaboração do autor

A base de dados de *IPOs*, conforme Quadro 1, contendo a lista de ofertas desde abril de 2004 e a classificação setorial, foi construída com base nos dados disponibilizados pela B3. Dada que a primeira oferta inicial de ações apresentada por essa fonte ocorreu no dia 24 de maio de 2004, decidiu-se iniciar a amostra a partir do terceiro trimestre do mesmo ano (1 de julho de 2004), gerando maior confiabilidade aos dados. Entre essa data e o final de 2023, ocorreram 231 *IPOs*, considerando apenas listagens primárias brasileiras (ou seja, excluindo ofertas de *Brazilian Depositary Receipts* (BDRs)).

Em relação às variáveis macroeconômicas, uma das principais a serem observadas ao se discutir *IPOs* é a taxa de juros. Quanto mais elevadas, espera-se que os volumes a serem emitidos sejam menores. Isso se deve ao fato de que taxas de juros mais altas reduzem os fluxos de caixa futuros descontados, resultando em uma diminuição do valor presente da empresa e tornando a emissão menos atrativa. Além disso, a taxa de juros pode ser interpretada como um indicador do custo de oportunidade de investir em renda variável comparado a investimentos em renda fixa. Dessa forma, taxas de juros mais altas tendem a reduzir a demanda por ações e, conseqüentemente, resultam em menores volumes de emissão, como mencionado anteriormente (Portelada, 2012). Nesse sentido, a taxa utilizada nesse trabalho foi a Selic Overnight, considerada a taxa básica da economia brasileira.

A inflação brasileira também foi utilizada na análise, através do Índice nacional de preços ao consumidor amplo (IPCA). A taxa de inflação indica custos de produção mais elevados, o que resulta na redução do lucro líquido da empresa, bem como também representa a perda de poder de compra da população (Sadkowski, 2018).

Outra importante variável analisada foi o PIB brasileiro. À medida que o PIB aumenta, os impactos na demanda econômica tendem a ser ampliados, o que conseqüentemente tende a aumentar a procura por recursos destinados ao financiamento de projetos (Angelini, Foglia, 2018).

Por fim, de acordo com Gianellies e Papadopoulos (2011), o mercado de câmbio estrangeiro mantém uma relação interligada com os mercados monetário, real e de ações. Quando ocorre uma desvalorização da taxa de câmbio, há um aumento no endividamento denominado em moeda estrangeira. Em tais circunstâncias, a emissão de ações pode ser uma opção viável para financiar o déficit da empresa. Contudo, a volatilidade cambial introduz incertezas em relação ao preço de oferta das ações, podendo desencorajar a realização de um IPO (Shimizu, 2022).

Assim, tem-se que as variáveis que fizeram parte da análise e estão compiladas no Quadro 1, foram escolhidas devido a sua relevância em relação ao tema principal que o estudo visa investigar que são os *IPOs* e por serem entendidas como as principais variáveis macroeconômicas de qualquer economia.

No capítulo seguinte, serão apresentadas as análises descritivas das variáveis mencionadas, bem como as interpretações sobre os impactos dessas na atividade de *IPOs* brasileira, com foco nos períodos de crise descritos no capítulo anterior.

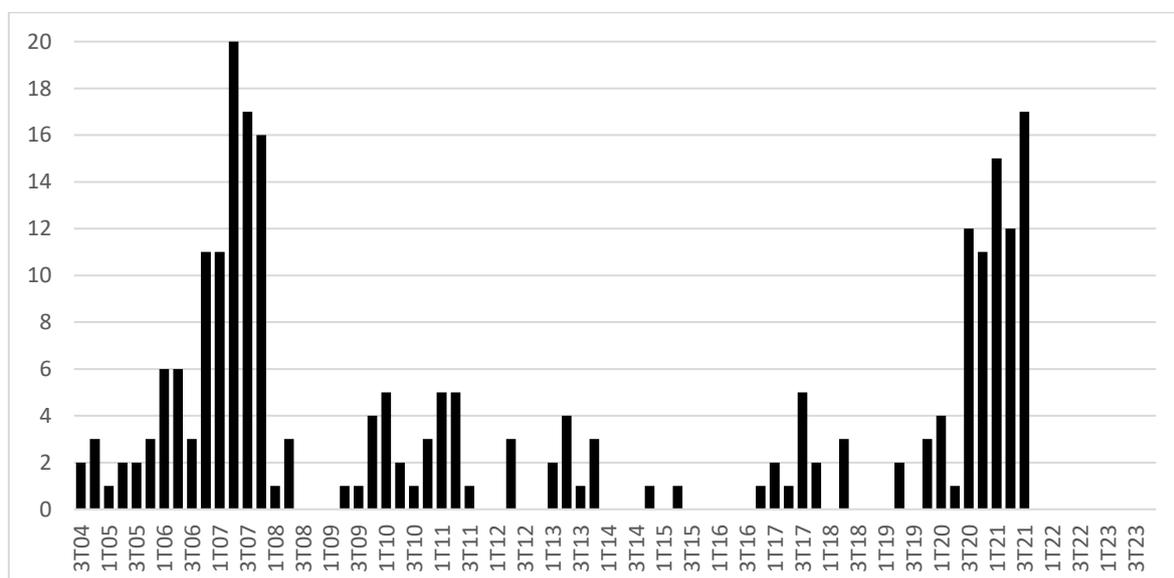
5 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Neste capítulo, como forma de cumprir o objetivo proposto, apresenta-se o desenvolvimento das análises referentes aos *IPOs* realizados no Brasil, durante o período da Crise do *Subprime* e da Pandemia da Covid-19, período estes que foram apresentados no capítulo anterior. Inicialmente será realizada uma breve apresentação das séries de informações que serão utilizadas e em seguida, serão realizadas as comparações dos indicadores macroeconômicos e performances pós-oferta das ações que foram lançadas nesses períodos.

5.1 - Análise descritiva das informações

Inicialmente, faz-se necessária a observação do volume de *IPOs* ao longo das últimas duas décadas, compreendendo assim a superioridade ocorrida nos períodos de interesse para o estudo. A Figura 8 abaixo apresenta a frequência das ofertas desde o 3º trimestre de 2004.

Figura 8 – Número de *IPOs* realizados no Brasil trimestralmente desde o terceiro trimestre de 2004 até o quarto trimestre de 2023



Fonte: B3

Na Figura 8, é possível observar que 68 ofertas ocorreram entre 2007-2008, enquanto 72 ofertas ocorreram entre 2020-2021, totalizando 140 *IPOs*. Apenas nesses 4 anos, observou-se um volume de emissões 39% maior que em todos os outros anos exibidos (140 ao todo, ante 101 nos demais 15 anos da amostra). Além disso, nota-se que, nos trimestres precedentes ao período da Pandemia da Covid-19, o volume de emissões foi menos

frequente, assim como a partir do quarto trimestre de 2021 até o final de 2023 quando não ocorreram *IPOs*.

Com a finalidade de se comparar as ofertas realizadas nesse período, o Quadro 2 apresenta o volume de ofertas nos períodos de interesse do estudo, ou seja 2007-2008 e 2020-2021, e para os demais períodos a título de comparação, segregados por setores econômicos (segundo a classificação utilizada pela B3):

Quadro 2 - *IPOs* no Brasil por Setor Econômico

Setores Econômicos	2004-2006	2007-2008	2009-2019	2020-2021	+/- 2007-2008 vs 2020-2021
Bens Industriais	6	5	6	7	2
Comunicações	1	1	1	3	2
Consumo Cíclico	8	22	18	17	-5
Consumo não cíclico	4	9	3	5	-4
Financeiro	5	21	13	6	-15
Materiais Básicos	1	4	0	4	0
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	1	1	3	4	3
Saúde	4	3	10	8	5
Tecnologia da Informação	4	1	3	15	14
Utilidade Pública	5	1	5	3	2

Fonte: B3

Analisando o Quadro 2, observa-se o maior volume em 2007-2008 de ofertas nos setores Financeiro, com os pequenos e médios bancos se aproveitando do bom momento das ofertas de ações, gerando a disponibilidade de recursos de forma mais barata que as emissões de dívidas, para fortalecer seu balanço frente à crise que se desenvolvia ao redor do mundo. O setor consumo cíclico, com destaque aos segmentos de Exploração de Imóveis e Construção Civil se beneficiou da tendência de aumento de financiamentos imobiliários gerada pela redução da Taxa Selic.

Já em 2020-2021, ainda conforme quadro 2, enquanto as empresas de Consumo Cíclico continuaram predominantes, seguindo com a superioridade de ofertas em segmentos relacionados à construção, dado novamente o baixo patamar da taxa Selic, nota-se um amplo aumento do surgimento de empresas de Tecnologia da Informação - em cerca de 1400%. Somado ao natural avanço da tecnologia ocorrido desde a Crise do *Subprime*, a Pandemia da Covid-19 acelerou o desenvolvimento e a utilização de novos recursos tecnológicos e ambientes virtuais, frente à realidade de isolamento social e aumento do desemprego. Assim, em um ambiente de taxas de juros baixas globalmente, com maior disponibilidade de capital

e maior valorização das empresas (através dos modelos de Fluxo de Caixa Descontado, citados anteriormente), tornou-se atrativa a recorrência à investimentos por meio dos *IPOs*.

Outro setor econômico que se destacou entre 2020 e 2021, conforme quadro 2, foi o de saúde. Diante do aumento e diversidade de necessidades geradas pela Pandemia, as empresas do ramo aproveitaram o bom momento de ofertas de ações para captar recursos, a fim de expandir sua estrutura e realizar aquisições, diversificando seus serviços e seus locais de atuação. Observa-se que ao longo de toda a mostra, o comportamento dos demais setores é bastante similar, com o Consumo Cíclico tendo constantemente maior volume.

É evidente, porém, a excepcionalidade da Crise do *Subprime* e da Pandemia da Covid-19, nos dados do quadro 2, possuindo mais ofertas e em um menor espaço de tempo. As taxas de juros mais baixas beneficiaram ambos os períodos de interesse diretamente. Além de disponibilizar mais capital para investimentos de maior risco, as taxas de desconto utilizadas em modelos de avaliação do valor de uma companhia – também conhecido no mercado financeiro como *valuation* – são menores. Nesse processo, um dos modelos mais utilizados é o de Fluxo de Caixa Descontado - em termos simples, o processo envolve estimar os fluxos de caixa futuros que um investimento pode gerar, aplicar uma taxa de desconto que representa o risco e o custo de capital da empresa, e então trazer esses fluxos de caixa a valor presente. No cálculo desta taxa, a taxa de juros básica do país em que a empresa opera é um importante componente.

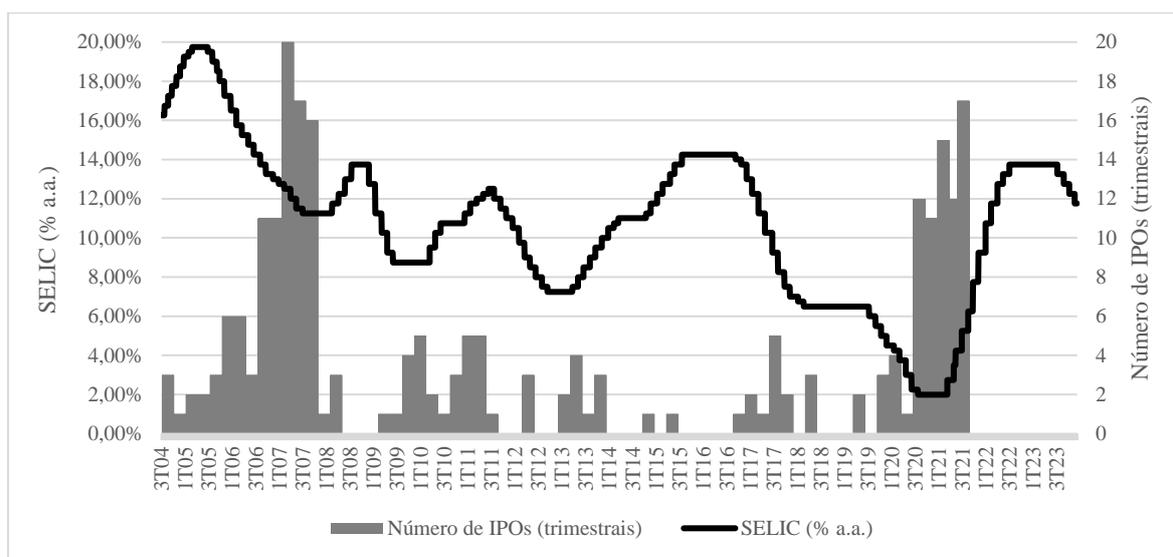
Portanto, com uma taxa de desconto menor, os fluxos de caixa descontados a valor presente são maiores, aumentando, assim, as estimativas de valor das companhias feitas pelos analistas de investimentos. Dessa forma, gera-se uma oportunidade aos emissores de venderem uma parte da companhia a valores mais altos, beneficiando eventuais projetos de expansão em desenvolvimento e até mesmo reduzindo a diluição dos atuais acionistas.

Assim, na análise do volume de *IPOs* ao longo das últimas duas décadas, nota-se a significativa ocorrência de ofertas nos períodos de 2007-2008 e 2020-2021. No Quadro 2, verifica-se que os setores Consumo Cíclico e Financeiro predominaram em 2007-2008, pois foram setores que se beneficiaram das baixas taxas de juros. Enquanto o Consumo Cíclico continuou predominante em 2020-2021, sendo que esse período também testemunhou um crescimento expressivo em *IPOs* no setor de tecnologia da informação, impulsionado pela aceleração digital durante a pandemia da Covid-19. Em seguida, faz-se necessária a análise individual de indicadores macroeconômicos brasileiros, visando entender como tais influenciaram o volume de ofertas de ações no país.

5.2 – Análise da evolução das variáveis macroeconômicas e dos *IPOs*

A taxa básica de juros no Brasil, a Taxa Selic, é considerada pelos investidores como uma das variáveis mais influentes nas tomadas de decisão e alocações de portfólio. A Figura 9 apresenta sua evolução desde 2004, juntamente com os *IPOs*:

Figura 9 - Evolução da Taxa Selic (%) e número de *IPOs* entre o terceiro trimestre de 2004 e o quarto trimestre de 2023



Fonte: Banco Central do Brasil, B3

Observa-se na Figura 9 que ambos os períodos de 2007-2008 e 2020-2021 foram precedidos por um movimento de queda da taxa de juros. No período da Crise do *Subprime*, essa redução partiu de um patamar de 19,75%, observado de maio a setembro de 2005, e chegou a vigorar em 11,25% entre setembro de 2007 e abril de 2008. A maior taxa observada entre 2007 e 2008 foi de 13,75%, sendo a média 12,25%. Paralelamente, os cortes dos juros pré-pandemia da Covid-19 começaram em agosto de 2019, partindo, desta vez, dos 6,5%, alcançando a mínima de 2% em agosto de 2020. A média observada entre 2020-2021 foi de 3,72%. Dada a proximidade ao patamar mínimo, traduz a ampla e rápida redução da taxa, influenciando o aumento do número de emissões. A taxa de juros máxima, porém, foi de 9,25% no final de 2021, período em que já se consolidava a aceleração da inflação e, simultaneamente, a contração do volume de *IPOs* no Brasil.

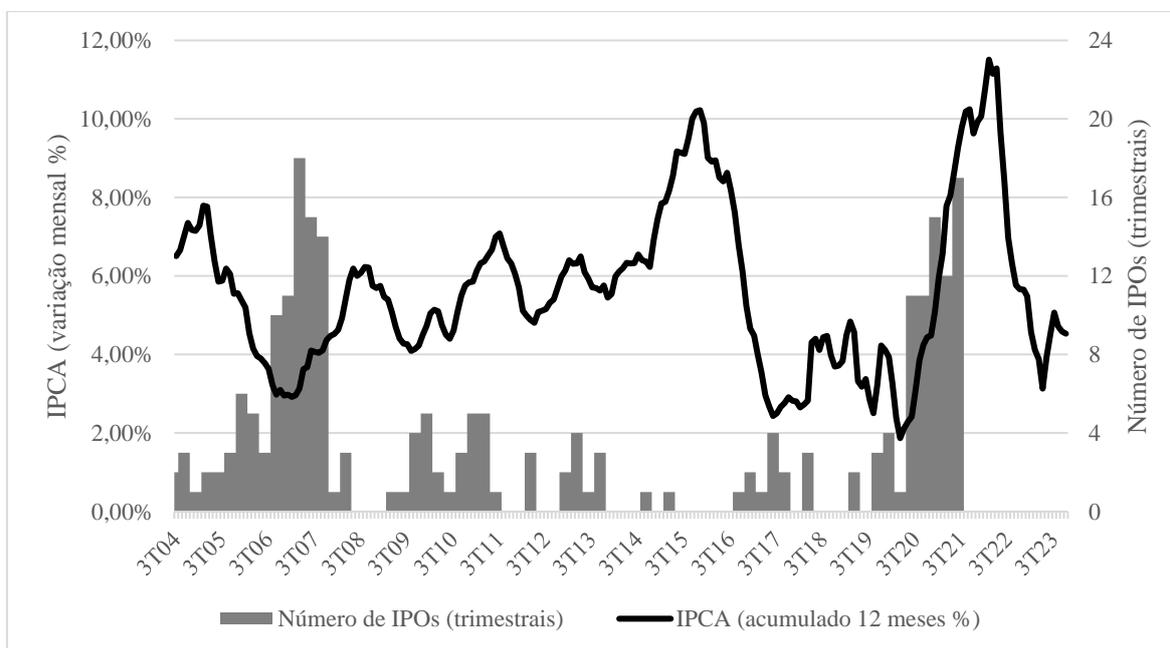
Adicionalmente, nota-se que o encerramento desses períodos de grandes emissões ocorreu simultaneamente ao aumento das taxas de juros. Na Crise do *Subprime*, essa elevação iniciou-se em abril de 2008, fechando o ciclo em 13,75% em setembro do mesmo ano. Já na Crise da Pandemia da Covid-19, esse movimento originou-se em março de 2021,

ocorrendo de forma muito mais acelerada – em junho do mesmo ano, a taxa já se encontrava em 4,25%, mais que o dobro do mínimo observado. O pico é ainda mais notório, atingindo 13,75% em agosto de 2022. Inclusive, a partir do quarto trimestre de 2021, período em que já se consolidava o ciclo de alta da taxa de juros, não ocorreram mais *IPOs* no Brasil, pelo menos até o final de 2023.

Em um ambiente de taxa de juros elevada, além de investidores buscarem rentabilidades em investimentos que remuneram a taxas de juros mais altas, as empresas também passam a atuar de forma mais cautelosa, dado que seus *valuations* seriam calculados com taxas de desconto mais altas, seguindo, de forma oposta, a relação descrita anteriormente – no modelo de Fluxo de Caixa Descontado, os fluxos de caixa futuros são trazidos à valor presente através de uma taxa de desconto, a qual representa o risco e o custo de capital da empresa analisada. Dado que a taxa de juros básica do país é utilizada em seu cálculo, quanto maior ela estiver, maiores serão os descontos realizados sobre os fluxos de caixa futuros e, assim, menor o valor da empresa. Corroborando com essa relação, o coeficiente de correlação obtido entre a taxa Selic e o número de *IPOs* ao longo de toda a amostra (terceiro trimestre de 2004 a quarto trimestre de 2023), foi de -0,23, indicando que tais informações seguem trajetórias contrárias, como já era esperado, e possuem uma relação não muito forte. Porém, a análise individualizada da correlação entre essas variáveis nos períodos de crise demonstra coeficientes ainda mais fortes -0,31 durante a Crise do *Subprime* e -0,46 na Pandemia da Covid-19. Essas estatísticas, entretanto, não necessariamente indicam causalidade.

A análise da inflação também é fundamental, dada sua influência direta no cálculo do lucro real em diversos investimentos. A Figura 10 apresenta a variação mensal do IPCA desde 2004:

Figura 10 - IPCA acumulado de 12 meses(%) e IPOs entre o terceiro trimestre de 2004 e o quarto trimestre de 2023



Fonte: IBGE, B3

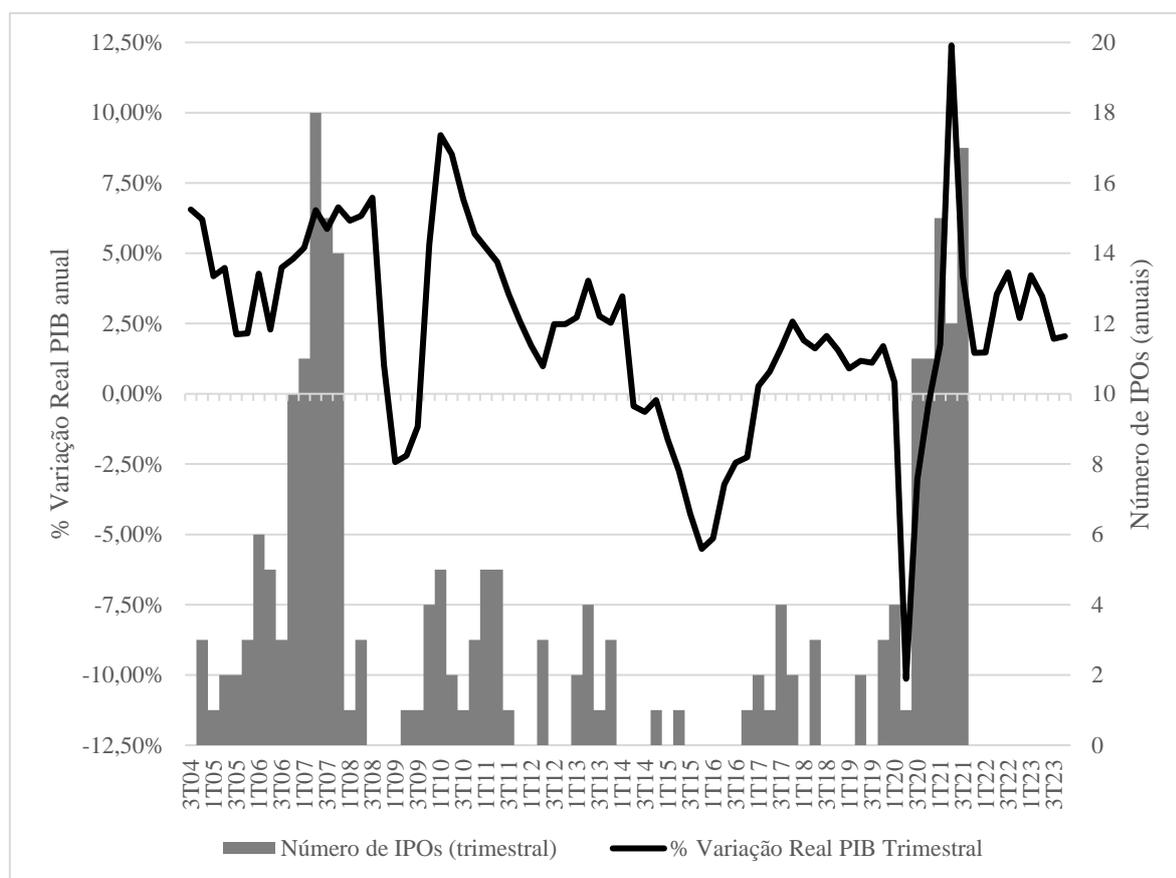
A análise da figura 10 mostra que, durante os anos 2007-2008, o IPCA apresentou crescimentos em torno do patamar de 4,55%, sendo o máximo e mínimo observados 6,23% e 2,92%, respectivamente enquanto o desvio-padrão foi de 0,012. Por outro lado, a inflação durante a Pandemia do Covid-19 mostrou-se mais heterogênea, com uma média mensal de 5,57% e desvio-padrão de 0,028 – enquanto chegou a apresentar crescimentos baixos e até mesmo deflação em variação mensal, de -0,38% observada em abril de 2020, o ritmo de crescimento observado a partir de setembro de 2020 foi bastante acelerado. Entre setembro de 2020 e dezembro de 2021, o IPCA médio observado foi de 6,96%, maior que, por exemplo, o IPCA máximo registrado entre 2007-2008, de 6,23%.

Portanto, observa-se, por meio da figura 10, que a inflação não possui uma relação direta e imediata no volume de *IPOs*. Sua relação se dá através da condução da política monetária, influenciando a taxa Selic e, assim, as ações discutidas anteriormente. Mesmo com a inflação voltando a patamares mais baixos entre o quarto trimestre de 2021 e o final de 2023, os *IPOs* não voltaram a ocorrer, dado que a taxa Selic ainda permanecia em patamar mais elevado. O coeficiente de correlação calculado, de -0,22, constata essa relação,

demonstrando uma correlação muito fraca. É importante ressaltar, novamente, que correlação não é garantia de causalidade.

Além da Taxa Selic e da inflação, é de suma importância a análise do PIB, visando comparar o nível de atividade do mercado de emissões de ações com a atividade econômica do restante do país. A Figura 11 exibe a evolução dessa variável:

Figura 11 - Variação real trimestral sobre mesmo trimestre do ano anterior do PIB a preços de mercado (%) e do número de IPOs entre o primeiro trimestre de 2006 e o quarto trimestre de 2023



Fonte: IBGE, B3

A Figura 11 demonstra que o desempenho anual do PIB e o número anual de *IPOs* possuem performances proporcionais. O coeficiente de correlação entre essas variáveis, apesar de fraco e de não representar causalidade, demonstra uma correlação positiva, além de ser o mais alto em comparação às demais análises, ficando no patamar de 0,36. Isso indica, que conforme as empresas crescem e aumentam sua produção ao redor de toda a economia, a busca por investimentos também cresce, beneficiando a procura dos recursos ofertados pelos *IPOs*.

Nos anos 2006 e 2007, nos quais os quartos trimestres registraram crescimentos de 4,80% e 6,64% sobre o mesmo trimestre do ano anterior respectivamente, o número de *IPOs* cresceu 225% e 146%, respectivamente. Em 2008, porém, mesmo apresentando um crescimento no quarto trimestre sobre o mesmo trimestre do ano anterior de 1,03%, os eventos mais notórios da Crise do *Subprime* já afetavam o mercado de *IPOs*, com uma redução observada de 94%.

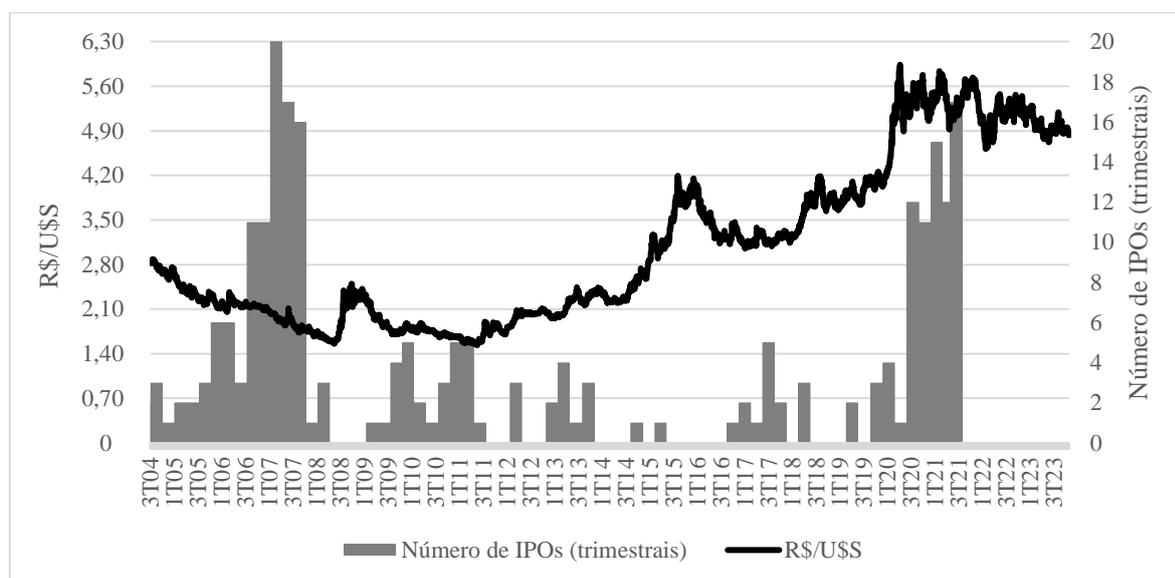
Entre 2010 e 2013, anos em que o Brasil voltava a apresentar uma média de 4,13% de crescimento trimestral do PIB (máximo de 9,21%, mínimo de 0,99% e desvio-padrão de 0,02), o número de *IPOs* voltou a aumentar, com uma média trimestral de 2 ofertas. O movimento inverso, justamente, ocorreu entre 2014 e 2016 – desaceleração média trimestral do PIB de -2,09% (máximo 3,47%, mínimo de -5,52% e desvio-padrão de 0,02%), levando a uma média de apenas 0,25 *IPO* por trimestre. Entretanto, entre 2017 e 2019, em que o PIB voltou a crescer em média 1,44% (chegando ao máximo de 2,58%, mínimo de 0,28% e desvio-padrão de 0,006), os *IPOs* voltaram a aparecer, com uma média de 1,5 por trimestre.

Apesar do alto número de ofertas durante o período pandêmico, 2020 mostrou-se uma exceção – mesmo com 460% mais ofertas que o ano anterior, o PIB decresceu -3,28% anualmente, sendo o segundo trimestre de 2020 o ponto crítico, com uma desaceleração de -10,14%. Mesmo com o forte impacto da pandemia na atividade global durante o primeiro semestre, as taxas de juros nas mínimas históricas de 2% e a recuperação da economia no segundo semestre e em 2021 (ano em que o PIB cresceu 4,99%) levaram muitas companhias a captar recursos através das ofertas de ações, em função dos fatores já citados anteriormente: i) *valuations* mais elevados (devido à influência da baixa taxa de juros no modelo de Fluxo de Caixa Descontado) e ii) maior disponibilidade de capital para investimento em ações.

Portanto, observa-se que, em geral, há uma relação positiva entre PIB e Número de *IPOs*. À medida que as empresas expandem suas operações e aumentam sua produção em toda a economia, a demanda por investimentos também aumenta, impulsionando a procura pelos recursos disponibilizados através de *IPOs*.

Por fim, o nível da taxa de câmbio também é fundamental para esta análise, dado que é uma variável influente na escolha da localização dos investimentos. Para isso, a Figura 12 apresenta a evolução da relação de reais por dólares desde 2004:

Figura 12 - Evolução da taxa de câmbio (R\$/US\$) e número de IPOs entre o terceiro trimestre de 2004 e o quarto trimestre de 2023



Fonte: Banco Central do Brasil, B3

Nota-se inicialmente, por meio da Figura 12, que a relação entre a taxa de câmbio e os IPOs se alterou significativamente ao longo do período considerado e, especialmente, entre os dois períodos analisados por esse estudo – o patamar de R\$/US\$ 2,00 observado entre 2007-2008 é distante dos R\$/US\$ 5,50 de 2020-2021. Isso se deu, principalmente, pela diferença entre os momentos econômicos que o Brasil vivia nesses dois períodos. Em 2007-2008 e nos anos anteriores, o país apresentava crescimento real relevante de 4,80% e 6,64% sobre o mesmo trimestre do ano anterior respectivamente, sendo uma das principais economias emergentes do período. Porém, ao longo da década de 2010, a má performance do PIB Real, com baixo crescimento e, principalmente, os fortes declínios em 2015 e 2016, diminuíram a atratividade de investimentos no país, promovendo a saída de capital estrangeiro e, conseqüentemente, enfraquecendo o Real.

A Pandemia da Covid-19 piorou ainda mais essa situação, frente às grandes incertezas que surgiam durante seu desenvolvimento. Nesse cenário, os investidores realocaram seus recursos rapidamente para ativos considerados mais seguros, como investimentos em economias mais desenvolvidas ou o ouro.

Em relação à volatilidade do Real nesses dois períodos, verificada na Figura 12, as flutuações observadas em cada um apresentam desvios-padrões diferentes, sendo eles R\$/US\$ 0,22 entre 2007-2008 e R\$/US\$ 0,39 entre 2020-2021, além de diferentes amplitudes – enquanto a diferença entre o máximo e o mínimo registrados na Crise do

Subprime foi de R\$/US\$ 0,9411 (máxima de R\$/US\$ 2,5004, mínima de R\$/US\$ 1,5593, média de R\$/US\$ 1,8901), na Pandemia da Covid-19 obteve-se 1,9159 (máxima de R\$/US\$ 5,9372, mínima de R\$/US\$ 4,0213, média de R\$/US\$ 5,2838).

Esses dados complementam a constatação feita anteriormente – que a maior fragilização do Real durante a pandemia da Covid-19 demonstra que os momentos econômicos vividos pelo Brasil nesses dois períodos analisados foram opostos, dado o baixo desempenho do PIB Real da economia brasileira durante a década de 2010. Porém, essa diferença de patamar da taxa de câmbio não necessariamente inibe a ocorrência de ofertas de ações, visto que 72 ofertas ocorreram entre 2020-2021, anos em que as maiores taxas de câmbio foram registradas desde a criação do Real. Apenas reflete a saída de investimento do país ao longo desses anos, movimento corroborado pela não-ocorrência de *IPOs* a partir do quarto trimestre de 2021.

Nota-se, porém, via Figura 12, que em ambos os períodos de crise se observou uma queda da taxa de câmbio – entre janeiro de 2007 e janeiro de 2008, a taxa saiu de R\$/US\$ 2,1342 para R\$/US\$ 1,7722, uma queda de 17%, causada pelo enfraquecimento do dólar globalmente, frente ao desenvolvimento da Crise do *Subprime* nos Estados Unidos. Entre maio de 2020 e setembro de 2021, similarmente, a queda foi de 11% - de R\$/US\$ 5,9372 para R\$/US\$ 5,2783. Porém, desta vez motivada pelo Real se beneficiar mais pela melhora dos termos de troca do Brasil em relação aos demais emergentes, frente ao aumento dos preços das *commodities* observado nesse período – enquanto um choque de oferta, causado pela redução da produção de ferro por grandes empresas australianas, já afetava o preço internacional, observou-se simultaneamente uma elevação da demanda, frente ao forte investimento da China em construção para recuperar a economia dos eventos da Pandemia (Monge, Lazcano, 2022).

É possível concluir, portanto, que uma taxa de câmbio mais baixa tende a favorecer o mercado de emissão de ações. Uma vez que quando investidores têm a expectativa que o Real se valorizará, maior é a atratividade de se realizar investimentos no país. Entretanto, é possível depreender que ela não seja a principal fator relacionado ao aumento de *IPOs*, dado que mesmo em períodos que a taxa se elevou durante 2007 e 2020-2021, as ofertas de ações continuaram a ser precificadas de forma elevada. Ademais, o coeficiente de correlação obtido demonstra uma correlação bem fraca, de 0,01.

Assim, tem-se que o capítulo analisa diversas variáveis macroeconômicas e sua relação para com os *IPOs* no Brasil entre 2004 e 2023. Retomando as relações:

- **Taxa Selic:** A análise da Taxa Selic confirma sua relação significativa sobre o mercado de IPOs. Em ambos os períodos de crise — a Crise do *Subprime* e a Pandemia da Covid-19 — houve uma tendência de queda da Selic antes do aumento no número de IPOs. Durante a Crise do *Subprime*, a Selic caiu de 19,75% para 11,25%, enquanto, durante a pandemia, caiu de 6,5% para 2%. Essas reduções facilitaram o acesso ao crédito e elevaram o valor presente dos fluxos de caixa, tornando os IPOs mais atraentes. O aumento subsequente da Selic, a partir do segundo trimestre de 2008 e março de 2021, coincide com a diminuição do número de IPOs, refletindo a relação inversa entre taxas de juros e oferta de ações. A correlação negativa entre a Selic e o número de IPOs confirma essa dinâmica, embora a força dessa relação varie entre -0,23 no período total e -0,46 nos períodos de crise.
- **Inflação:** A inflação não tem uma relação direta e imediata com o volume de IPOs, mas seu impacto é mediado pela política monetária, como evidenciado pela variação do IPCA durante os períodos analisados. A inflação alta e variável pode pressionar o Banco Central a ajustar a Selic, afetando assim o mercado de IPOs. Durante a Crise do *Subprime* e a Pandemia da Covid-19, as variações da inflação foram significativas, mas a relação com os IPOs se manifestou mais indiretamente através da política monetária. A correlação fraca entre inflação e número de IPOs (0,13 a 0,22) reforça a ideia de que a inflação influencia os IPOs de forma indireta, através de sua influência sobre a Selic.
- **Produto Interno Bruto (PIB):** A relação positiva entre PIB e número de IPOs foi consistente ao longo dos períodos analisados. Durante a Crise do *Subprime* e a Pandemia da Covid-19, o crescimento econômico impactou positivamente o volume de IPOs, embora o PIB não tenha sido o fator determinante principal. A correlação positiva entre PIB e IPOs (0,36) sugere que um crescimento econômico mais robusto leva a um aumento na demanda por recursos e, conseqüentemente, mais IPOs. A performance econômica robusta antes e durante esses períodos de crise contribuiu para o aumento das ofertas de ações, especialmente quando acompanhada de uma Selic baixa.
- **Taxa de Câmbio:** A taxa de câmbio demonstrou uma relação mais fraca com o número de IPOs, refletindo mais a saída de capital estrangeiro do que a emissão de ações propriamente dita. Durante a Crise do *Subprime*, a taxa de câmbio se desvalorizou, mas a relação não impediu um número significativo de IPOs. Da mesma forma, na Pandemia da Covid-19, apesar da grande volatilidade da taxa de câmbio, o número de IPOs foi elevado. A flutuação da taxa de câmbio afetou a atratividade dos investimentos

estrangeiros, mas não foi um fator primordial na determinação do volume de IPOs. A correlação fraca (0,01) entre a taxa de câmbio e o número de IPOs reforça que outros fatores, como a Selic e o PIB, tiveram maior impacto.

Em relação à análise do volume de ofertas, ambos os períodos de crise mostraram um aumento significativo nas ofertas de ações, mas os setores predominantes foram diferentes. Em 2007-2008, o setor financeiro e o consumo cíclico (principalmente no ramo da construção) se destacaram, enquanto em 2020-2021, a tecnologia da informação, consumo cíclico (novamente, com destaque à construção) e a saúde foram os mais notáveis. Esses padrões refletem como as condições econômicas e as necessidades emergentes podem moldar o perfil dos IPOs.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Para entender os padrões que geraram o ambiente propício às emissões, é essencial a comparação entre os diferentes períodos, a fim de identificar paralelos nos cenários de crises globais, capturar as nuances distintas de cada momento e estabelecer pontos de referência que possam guiar futuras análises.

Nesse sentido, o objetivo do presente estudo foi discutir o que motivou o grande número de ofertas de ações no Brasil, no período da crise do *Subprime* e da Covid-19 e avaliar como as variáveis macroeconômicas se relacionam e influenciam a atividade de *IPOs*. Tem-se como hipótese inicial que dentre as principais variáveis macroeconômicas, o patamar da taxa Selic pode auxiliar no entendimento dos *IPOs*.

O trabalho iniciou-se com uma revisão do mercado de capitais nacional e o processo de IPO brasileiro. Em seguida, contextualizou-se os dois períodos de crise em detalhe, entendendo as principais causas, consequências e eventos. Por fim, analisou-se as séries históricas de *IPOs* desde o terceiro trimestre de 2004, destacando um aumento substancial nas emissões durante os períodos de crise.

Em 2007-2008 e 2020-2021, observou-se um volume significativo de *IPOs*, sendo os setores de Consumo Cíclico e Financeiro os principais durante o primeiro período, enquanto Consumo Cíclico e Tecnologia da Informação lideraram as ofertas no segundo.

A análise macroeconômica complementa a investigação, focando na evolução da taxa Selic, inflação, PIB e taxa de câmbio. Ambos os períodos de alta atividade de *IPOs* foram precedidos por quedas na Taxa Selic, incentivando a busca por investimentos de maior retorno, como ações. O PIB mostrou correlação positiva com o número de *IPOs*, indicando que um ambiente econômico positivo, com maior produto, tende a impulsionar o mercado de emissões. Por outro lado, a inflação e a taxa de câmbio demonstraram correlações mais fracas com o volume de *IPOs*, apesar de seus impactos indiretos nas condições econômicas gerais.

Conclui-se que, embora fatores como taxas de juros mais baixas e condições macroeconômicas favoráveis possam aumentar a atratividade dos *IPOs*, outros aspectos como desenvolvimentos setoriais específicos e mudanças regulatórias, questões relevantes na predominância dos setores de Consumo Cíclico, Financeiro e Tecnologia da Informação durante os dois períodos analisados, também desempenham papéis significativos na dinâmica do mercado de capitais, durante períodos de crise e recuperação econômica.

Na literatura, diversos trabalhos indicam que essa tendência também pode ser percebida em outros países. Baig e Chen (2022) constataram que o número de IPOs foi de fato maior em 2020. Entretanto, os IPOs durante a pandemia apresentam maior incerteza informativa em comparação com os realizados antes dela. Além disso, essa maior incerteza foi impulsionada principalmente pelos IPOs dos setores de alta tecnologia e saúde, similar ao Brasil. Talbi e Halima (2019) também encontrou que, durante períodos de crise financeira, o contágio entre os Estados Unidos e outros países da América Latina é elevado. Em sua análise, as correlações entre os mercados foram particularmente significativas durante a crise do *subprime* nos Estados Unidos.

Assim, com o presente estudo gera-se uma abertura para trabalhos futuros voltados à comparação do cenário nacional com os de outros países, além de se entender como os indicadores macroeconômicos estrangeiros influenciam a atividade de *IPOs* no Brasil. Ademais, fatores financeiros, como a saúde financeira da companhia e sua capacidade de investimentos pré-oferta, fatores societários, como a realização de ofertas secundárias objetivando a saída de um investidor, e as performances das empresas pós-oferta, que não foram abordados por esse estudo, também podem ser avaliados por futuros pesquisas.

REFERÊNCIAS

- AGÊNCIA BRASIL. Caixa encerra pagamento do auxílio emergencial após sete meses. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2021-10/caixa-encerra-pagamento-do-auxilio-emergencial-apos-sete-meses>.
- AGÊNCIA BRASIL. Saiba como cada estado está retomando as atividades econômicas no país. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/saude/noticia/2020-06/saiba-como-estados-brasileiros-est%C3%A3o-retomando-a-atividade-economica>.
- ANBIMA. Nova versão do Código de Ofertas Públicas entra em vigor em 2 de janeiro de 2023 – ANBIMA. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/nova-versao-do-codigo-de-ofertas-publicas-entra-em-vigor-em-2-de-janeiro-de-2023.htm. 2022.
- ANGELINI, E.; FOGLIA, M. The Relationship Between IPO and Macroeconomics Factors: An Empirical Analysis from UK Market. *Annals of Economics and Finance*, v. 19, n. 1, p. 319–336, 2018.
- ASSAF NETO, A. Mercado Financeiro. 11 ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- B3. Segmentos de Listagem. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/. Acesso em: 10 jun. 2024.
- B3. Segmentos de listagem – Novo Mercado. B3 – Bolsa Brasil, Balcão. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/. Acesso em: 23 nov. 2023.
- BALASSIANO, Marcel. Expectativas para a Economia em 2020 Pré e Pós Coronavírus e Perspectivas para 2021. Disponível em: <https://portal.fgv.br/artigos/expectativas-economia-2020-pre-e-pos-coronavirus-e-perspectivas-2021>. 2020.
- BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL - BNDES. BNDES Crédito Pequenas Empresas. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/produto/bndes-credito-pequenasempresas>.
- BACEN, Banco Central do Brasil. Taxas de juros básicas – Histórico. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>. 2024.
- BAIG, Ahmed S.; CHEN, Mengxi. Did the COVID-19 pandemic (really) positively impact the IPO Market? An Analysis of information uncertainty. *Finance Research Letters*, v. 46, p. 102372, 2022.
- BECKER, K. L. Ampliação do programa Benefício de Prestação Continuada (BPC): essencial para amenizar a pobreza e urgente em tempos de pandemia. Disponível em: <https://www.ufsm.br/coronavirus/wp-content/uploads/sites/820/2020/05/An%C3%A1lise-deConjuntura-02.pdf>.

BORÇA JUNIOR, Gilberto Rodrigues; TORRES FILHO, Ernani Teixeira. Analisando a crise do subprime. 2008.

BRASIL. Resolução CVM nº 160, de 13 de julho de 2022 com alterações introduzidas pelas resoluções CVM nºs 173/22, 180/23 e 183/23. Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro, RJ. 2022.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos et al. A crise financeira de 2008. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 29, n. 1, p. 133-149, 2009.

CHEN, James. Rally: Definition in Markets, How They Work, and Causes. Investopedia, 2021. Disponível em: < <https://www.investopedia.com/terms/r/rally.asp>>. Acesso em 06 ago. 2023.

COMEXSTAT. Brasil: informações gerais. Disponível em: <http://comexstat.mdic.gov.br/pt/comex-vis>.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Mercado de valores mobiliários brasileiro. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019.

CONFORTO, Edivandro Carlos; AMARAL, Daniel Capaldo; SILVA, SL da. Roteiro para revisão bibliográfica sistemática: aplicação no desenvolvimento de produtos e gerenciamento de projetos. Trabalho apresentado, v. 8, p. 1-12, 2011.

DA SILVA, Mygre Lopes; DA SILVA, Rodrigo Abbade. Economia brasileira pré, durante e pós-pandemia do covid-19: impactos e reflexões. Observatório Socioeconômico da Covid-FAPERGS, 2020.

D'AGOSTINI, L. L. M. Atuação das autoridades monetárias brasileiras diante da crise financeira internacional. *R. Econ. & Tecnologia*, v. 4, n. 4. 2008.

DEEDS, D. L et al. The impact of firm-specific capabilities on the amount of capital raised in an initial public offering: evidence from the biotechnology industry. *Journal of Business Venturing*, New York, v. 12, i. 1, p. 31-46, jan. 1997. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0883902697849701>. Acesso em 06 ago. 2023.

DE LIMA, Alexandre Vasconcelos; FREITAS, Elísio de Azevedo. A pandemia e os impactos na economia brasileira. *Boletim Economia Empírica*, v. 1, n. 4, 2020.

ELLIS, Katrina; MICHAELY, Roni; O'HARA, Maureen. A guide to the initial public offering process. K. Ellis, R. Michaely and M. O'Hara, 1999.

FEIJÓ, Carmem; ARAÚJO, Eliane Cristina; BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. Política monetária no Brasil em tempos de pandemia. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 42, p. 150-171, 2022.

FORTUNA, E. Mercado financeiro: produtos e serviços. 15. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008.

FREITAS, M. C. P. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. *Estudos Avançados*, v. 23, n. 66, 2009.

GIL, A. Como elaborar projetos de pesquisa. Atlas: São Paulo, 2007.

GIANNELLIS, N.; PAPADOPOULOS, A. P. What causes exchange rate volatility? Evidence from selected EMU members and candidates for EMU membership countries. *Journal of International Money and Finance*, v. 30, n.1, p. 39–61, fev. 2011.

GRÔPPO, Gustavo de Souza. Causalidade das variáveis macroeconômicas sobre o Ibovespa. 2004. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

GULLO, Maria Carolina R. A economia na pandemia Covid-19: algumas considerações. *Rosa dos Ventos*, v. 12, n. Esp. 3, p. 1-8, 2020.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA - IBGE. Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua: população desocupada é de 14,5 milhões de pessoas. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-noticias/2019-agencia-de-noticias/noticias/30098-pnad-conti-nua-taxa-de-desocupacao-fica-em-11-9-no-trimestre-encerrado-em-novembro-de-2023>. Acesso em: 15 jul. 2024.

INTERNATIONAL MONETARY FUND - IMF. World Economic Outlook, April 2024: Managing the next downturn. Washington, April 2024.

JAVITS, E. The Initial Public Offering (IPO) Process: Why Do Companies Go Public? Nasdaq, 2021. Disponível em: <https://www.nasdaq.com/articles/the-initial-public-offering-ipo-process-why-do-companies-go-public>. Acesso em 06 ago. 2023.

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. de A. Fundamentos de metodologia científica. Atlas, São Paulo, 2003.

MACEDO, R. O papel da Comissão de Valores Mobiliários no mercado de capitais brasileiro. *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, v. 8, n. 2, p. 1-25, 2004.

MACHADO, D. R. C. A.; PAGLIARUSSI, M. S. F.; BIANCOLINO, C. A crise econômica de 2008 e a adoção de políticas antitruste pelo Brasil. *Revista de Direito Econômico e Socioambiental*, v. 11, n. 2, p. 11-37, 2020.

MAIA, A. G. C. O Poder de Compra das Mulheres na Decisão de Compra do Lar. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2007.

MARTINS, M. O. Processos de abertura de capital no Brasil: um estudo de eventos das ofertas iniciais de ações. 2013.

MATIAS-PEREIRA, J. Manual de gestão pública contemporânea. São Paulo: Atlas, 2015.

MELLAGI FILHO, A.; CHARCHAR, M. J. A.; MÜLLER, S. A importância do mercado de capitais no processo de desenvolvimento econômico do Brasil. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 8, n. 2, p. 1-25, 2004.

NATALIA, M.; CASTILHO, R. Crise econômica e financeira: um estudo sobre as causas e consequências no Brasil e no Mundo. *Revista Eletrônica Gestão & Saúde*, 2020.

NUNES, T. A.; RIBEIRO, L. C. A. Economia brasileira em tempos de pandemia: impactos e desafios. Brasília: CEPAL, 2021.

OLIVEIRA, J. L. H.; TAVARES, G. M. Inflação no Brasil: causas, consequências e medidas de controle. 2011.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT - OECD. Economic Outlook for Southeast Asia, China and India 2024: Financing for sustainable development. Disponível em: <https://www.oecd.org/southeast-asia/regional/economic-outlook/>. Acesso em: 20 jul. 2024.

PETROBRAS. Informações financeiras e operacionais. Disponível em: <https://www.investidorpetrobras.com.br/pt/>. Acesso em: 18 jul. 2024.

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

PITTS, Andrew J. et al. Direct Listings: Going Public Without an IPO. *REV. OF SEC. & COMMOD. REG.*, v. 53, p. 139, 139, 2020.

PORTELADA, Eduardo Urquiza Fernandes. Impacto das variáveis de mercado no volume de IPO's e Follow-on's no mercado brasileiro. 2012.

PRATES, Daniela Magalhães; CUNHA, André Moreira; LÉLIS, Marcos Tadeu Caputi. O Brasil e a crise financeira global: avaliando os canais de transmissão nas contas externas. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 15, p. 62-91, 2011.

PROCIANOY, Jairo Laser; VERDI, Rodrigo S. Adesão aos Novos Mercados da BOVESPA: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 Determinantes e Consequências. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 7, n. 1, p. 107-136, 2009.

REBÊLO, José Matos; CESAR, Felipe. CRISE FINANCEIRA DE 2008: A INTERVENÇÃO DO ESTADO NO DOMÍNIO ECONÔMICO-FINANCIAL CRISIS OF 2008: STATE INTERVENTION IN THE ECONOMIC DOMAIN. *Revista da SJRJ*, v. 17, n. 28, p. 69-79, 2010.

REIS, Ilka Afonso; REIS, Edna Afonso. Análise descritiva de dados. Belo Horizonte: UFMG, 2004.

SADKOWSKI, Anthony Coelho. Underpricing no Mercado Acionário Brasileiro Ocorrência e Fatores Relacionados. 2018. Tese de Doutorado. PUC-Rio.

SATURNINO, Odilon et al. Oferta Pública Inicial (IPO) de ações no Brasil: uma análise dos retornos da IPO de ações com baixo Índice Preço/Lucro (P/L). 2012.

SILVESTRE, António. Análise de dados e estatística descritiva. Escolar editora, 2007.

SIMPSON, Stephen D. Buy-Side vs. Sell-Side Analysts: What's the Difference? Investopedia, 2023. Disponível em: <https://www.investopedia.com/articles/financialcareers/11/sell-side-buy-side-analysts.asp>. Acesso em: 20 nov. 2023.

SOARES, Taiany Abreu. Qual o melhor momento para a abertura de capital? analisando o timing dos IPOs das empresas brasileiras de energia a partir da teoria de opções reais. 2011.

TALBI, Mariem; HALIMA, Amel Ben. Global Contagion of Investor Sentiment during the US Subprime Crisis: The Case of the USA and the Region of Latin America. **International Journal of Economics and Financial Issues**, v. 9, n. 3, p. 163, 2019.

TÁVORA, F. L. Impactos do novo coronavírus (Covid-19) no agronegócio brasileiro. Brasília: Núcleo de Estudos e Pesquisas/CONLEG/Senado, n. 274, 2020.

WALSHAM, G. Doing interpretive research. *European Journal of Information Systems*, v.15, pp.320-330, 2006.

WEBSTER, J.; WATSON, J.T. Analyzing the past to prepare for the future: writing a literature review. *MIS Quarterly & The Society for Information Management*, v.26, n.2, pp.13-23, 2002.

WORLD BANK. GDP (current US\$). Disponível em: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>. 2023.

WORLD BANK. World Development Indicators. Disponível em: <https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>. Acesso em: 15 jul. 2024.