

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E
ATUÁRIA

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

Arthur Siqueira Nicolino

Abertura de capital de empresas brasileiras nas bolsas de valores dos Estados
Unidos

SÃO PAULO

2024

Monografia apresentada à banca examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de BACHAREL em Ciências Econômicas, sob a orientação do(a) prof.(a), dr.(a) – Mariana Ribeiro Jansen Ferreira.

São Paulo

2024

Nicolino, Arthur Siqueira
Abertura de capital de empresas brasileiras nas bolsas de
valores dos Estados Unidos. / Arthur Siqueira Nicolino. --
São Paulo: [s.n.], 2024.
60p. il. ; 21x29 cm.

Orientadora: Mariana Ribeiro Jansen Ferreira.
Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) -- Pontifícia
Universidade Católica de São Paulo, Graduação em Ciências
Econômicas, 2024.

1. Bolsas de Valores. 2. IPO. 3. Abertura de capital. I.
Ferreira, Mariana Ribeiro Jansen. II. Pontifícia
Universidade Católica de São Paulo, Trabalho de Conclusão de
Curso para Graduação em Ciências Econômicas. III. Título.

CDD

Banca Examinadora

À Comunidade da Pontifícia
Universidade Católica de São Paulo pelo
apoio permanente.

RESUMO

NICOLINO, Arthur S. **Abertura de capital de empresas brasileiras nas bolsas de valores dos Estados Unidos.**

Este estudo analisa o processo de listagem de empresas brasileiras nas bolsas de valores dos Estados Unidos, com foco nas decisões estratégicas e nos resultados financeiros obtidos. O objetivo principal é investigar as razões por trás da escolha de abrir capital no exterior em vez de optar pela B3, a bolsa brasileira, além de examinar os impactos dessa decisão sobre o desempenho financeiro e a expansão das empresas no mercado global. A análise é fundamentada em revisões acadêmicas do curso de economia, crise de 2015-2016 no Brasil e em dados financeiros fornecidos pelas próprias empresas. Os resultados revelam que a abertura de capital nos EUA oferece às empresas brasileiras acesso a uma base diversificada de investidores, maior visibilidade nos mercados globais e um ambiente regulatório potencialmente mais favorável. Conclui-se que a agilidade e a inovação são elementos essenciais para o sucesso das empresas no setor financeiro global.

Palavras-chave: Crise 2015-2016, Abertura de Capital (IPO), B3, NYSE, NASDAQ, Regulação.

ABSTRACT

NICOLINO, Arthur S. **Public offering of Brazilian companies on the United States stock exchanges**

This study analyzes the process of Brazilian companies listing on the stock exchanges in the United States, focusing on strategic decisions and the financial results obtained. The main objective is to investigate the reasons behind the choice to go public abroad instead of opting for B3, the Brazilian stock exchange, as well as to examine the impacts of this decision on financial performance and the expansion of companies in the global market. The analysis is grounded in academic reviews from the economics course, the 2015-2016 crisis in Brazil, and financial data provided by the companies themselves. The results reveal that going public in the US provides Brazilian companies with access to a diversified investor base, greater visibility in global markets, and potentially a more favorable regulatory environment. It is concluded that agility and innovation are essential elements for the success of companies in the global financial sector.

Keywords: 2015-2016 Crisis, Initial Public Offering (IPO), B3 (Brazilian Stock Exchange), NYSE, NASDAQ, Regulation.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1 — Índice Nacional De Preços ao Consumidor Amplo de 2014 a 2017 ...	18
Gráfico 2 — Taxa de desocupação, Jan-fev-mar 2012 - maio-jun-jul 2023	19
Quadro 1 — Comparativo das principais regras entre os segmentos	23
Quadro 2 — Requisitos financeiros	25
Quadro 3 — Requisitos de Liquidez	26
Quadro 4 — Normas de listagem original da NYSE	27
Quadro 5 — Métricas de distribuição aplicáveis estabelecidas pela NYSE	28
Quadro 6 — Normas de listagem original da NYSE para emissores privados estrangeiros	28
Gráfico 3 — Comparativo entre B3, Nasdaq e S&P500	34
Quadro 7 — Lista de empresas brasileiras nas bolsas dos Estados unidos	37

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CI&T	Collaborate, Innovate, Transform
CMPF	Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFP	Demonstrações Financeiras Padronizadas
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EGC	Emerging Growth Company
EUA	Estados Unidos da América
IBGE	Instituto Nacional de Geografia e Estatística
IPO	Initial Public Offering
ITR	Formulário de Informações Trimestrais
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NYSE	New York Stock Exchange
PIB	Produto Interno Bruto
SEC	Security Exchange Commission
TCU	Tribunal de Contas da União

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	12
1. Contexto histórico econômico no período de 2015 e 2016	14
1.1 Pré-crise	14
1.2 Anos de 2015 e 2016	15
2. Regulamentações das bolsas de valores	21
2.1 Regulamentação das bolsas dos Estados Unidos.....	24
2.1.1 NASDAQ.....	25
2.1.2 NYSE	27
2.2 Teoria do Ciclo de vida de uma empresa e Teoria do <i>Market Timing</i> ..	30
2.3 Teorema de Modigliani	31
2.4 Liquidez das bolsas de valores Americanas e B3.....	32
3. Experiências específica de três empresas brasileiras: estudo de caso.....	36
3.1 Análise XP INC	38
3.1.1 História da empresa	38
3.1.2 Decisão da XP no contexto histórico-econômico	38
3.1.3 Dados da XP Inc. - Receita e Lucro:	39
3.2 Análise da Vitru	41
3.2.1 História Virtu	41
3.2.2 Crescimento Econômico	41
3.2.3 Dados da Vitru Limited:	42

3.2.4 Perspectivas Futuras	44
3.2.5 Saída da Nasdaq para B3:	44
3.3 CI&T	45
3.3.1 História da empresa	45
3.3.2 Crescimento Econômico	45
3.3.3 Dados da empresa.....	46
3.3.4 IPO na Nasdaq	47
3.3.5 Perspectivas Futuras	48
CONSIDERAÇÕES E ANÁLISE GERAL:	49
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	56

INTRODUÇÃO

A abertura de capital de empresas brasileiras nas bolsas de valores dos Estados Unidos tem despertado considerável interesse nos últimos anos, refletindo uma série de motivos e dinâmicas do mercado. Este fenômeno levanta questões cruciais sobre as estratégias de financiamento e expansão adotadas por empresas em um contexto globalizado e competitivo. Entre os principais fatores que têm impulsionado essa tendência, destacam-se a crise econômica enfrentada pelo Brasil nos anos de 2015 e 2016, as regulações rigorosas estabelecidas pela *Securities and Exchange Commission* (SEC) e pelas bolsas norte-americanas como *Nasdaq* e *New York Stock Exchange* (NYSE), bem como a comparação entre a liquidez dos mercados de capitais dos EUA e da B3, a bolsa de valores brasileira. Este estudo busca investigar os motivos subjacentes a essa escolha estratégica por parte das empresas brasileiras, explorando os impactos financeiros, regulatórios e estratégicos associados à abertura de capital em um mercado estrangeiro.

Considerando a relevância do tema, esta monografia tem como objetivo analisar de forma abrangente os motivos que impulsionaram a abertura de capital de empresas brasileiras nas bolsas dos Estados Unidos, bem como os desafios e oportunidades associados a essa decisão estratégica. Para alcançar esse objetivo, os objetivos específicos incluem: investigar os impactos da crise econômica de 2015 e 2016 no mercado de capitais brasileiro; examinar as regulações da *Securities and Exchange Commission* (SEC) e das bolsas norte-americanas (Nasdaq e NYSE) em relação à atratividade para empresas brasileiras; comparar a liquidez e eficiência dos mercados de capitais dos EUA e da B3; e analisar estudos de caso de empresas brasileiras que optaram por abrir seu capital nos EUA. A metodologia adotada consistirá em uma revisão bibliográfica, análise de dados financeiros e regulatórios, bem como estudos de caso para embasar as conclusões. A hipótese central desta monografia é que a abertura de capital de empresas brasileiras nas bolsas dos Estados Unidos é impulsionada por uma combinação de fatores, incluindo a crise econômica doméstica, as regulações mais rigorosas nos EUA e a busca por maior liquidez e acesso a investidores internacionais.

Esta monografia é formada por essa breve introdução, três capítulos: 1º Contexto histórico econômico no período de 2015 e 2016, 2ª Regulamentações das bolsas do Brasil e dos Estados Unidos, 3ª Análise de casos e conclusões finais.

No primeiro capítulo, o contexto histórico econômico nos anos de 2015 e 2016 é examinado, destacando-se os principais eventos e fatores que podem influenciar o mercado de capitais brasileiro durante esse período. A crise econômica enfrentada pelo Brasil, juntamente com suas ramificações nos mercados financeiros, é abordada, fornecendo uma compreensão do ambiente no qual as empresas brasileiras consideraram a abertura de capital nas bolsas dos Estados Unidos como uma alternativa estratégica.

No segundo capítulo, são analisadas as regulamentações das bolsas de valores tanto do Brasil quanto dos Estados Unidos, com foco em especificidade de cada bolsa de valores e em como essas regulações podem afetar as decisões das empresas brasileiras em relação à abertura de capital. A *Securities and Exchange Commission* (SEC) e, também, a bolsa brasileira (B3) e as bolsas norte-americanas (Nasdaq e NYSE), é examinada para entender o impacto regulatório sobre as estratégias de financiamento das empresas.

No terceiro capítulo, realiza-se uma análise de casos de três empresas brasileiras que optaram por abrir seu capital nas bolsas dos Estados Unidos, investigando os motivos por trás dessa escolha, os desafios enfrentados e os resultados alcançados. Essa análise proporciona *insights* valiosos sobre os diferentes caminhos tomados pelas empresas, demonstrando números e as estratégias adotadas, culminando em conclusões finais que sintetizam os principais achados da pesquisa e delineiam possíveis direções futuras para estudos e práticas relacionadas.

1. Contexto histórico econômico no período de 2015 e 2016

O capítulo de contexto histórico econômico é fundamental para essa monografia, pois fornecerá o pano de fundo necessário para entender os eventos, tendências e mudanças que moldaram o ambiente histórico econômico que ocorreram no Brasil no período de 2015 e 2016. Além disso, ao contextualizar economicamente o cenário em questão, o capítulo permite uma análise mais aprofundada das interações entre as decisões estratégicas tomadas pelas empresas brasileiras em relação à abertura de seu capital nas bolsas dos Estados Unidos. Para isso, é crucial, a divisão do contexto histórico econômico em duas partes sendo elas a pré-crise e anos de 2015 e 2016.

1.1 Pré-crise

De acordo com a obra “Para além da Política Econômica” (Carneiro, 2018), em seu primeiro capítulo escrito por Carneiro, o ensaio desenvolvimentista durante o período de Dilma Rousseff no Brasil buscou reorientar o modelo de crescimento econômico. Inicialmente bem-sucedido em promover o crescimento com inclusão social entre 2003 e 2010, esse ciclo começou a perder dinamismo progressivamente. A reorientação incluiu a reconfiguração de preços relativos macroeconômicos, como taxas de juros e câmbio, para estimular o investimento privado. Além disso, medidas setoriais, como o investimento da Petrobras e o apoio dos bancos públicos, particularmente do BNDES, foram empregadas para diversificar a indústria e expandir a infraestrutura, com foco no investimento autônomo, público e privado.

Segundo Carneiro (2018), o investimento privado e público em 2014, apesar de uma desaceleração econômica, continuou a aumentar em relação ao governo anterior, indo de 19,3% do PIB para 20,3% do PIB. O investimento público também aumentou ligeiramente, contribuindo para um efeito positivo sobre o investimento privado. Na questão de políticas macroeconômicas o governo Dilma, adotou políticas para reduzir custos e melhorar a rentabilidade das empresas, incluindo a redução do custo de energia, juros mais baixos e desonerações fiscais.

Durante o período de 2004 a 2013, de acordo com o artigo “Crises e perspectivas para a economia brasileira” de Luiz Fernando de Paula e Manoel Pires (2017), a economia brasileira experimentou um crescimento médio de 4,0% ao ano, acompanhado de melhorias na distribuição de renda e redução da pobreza. No entanto,

a partir de 2014, a economia contraiu de forma abrupta, enfrentando uma recessão significativa em 2015-2016, com uma taxa média de crescimento do PIB de -3,7% e piora em vários indicadores sociais. A discussão sobre as causas dessa desaceleração e recessão são diversas, abrangendo interpretações que atribuem a crise a políticas intervencionistas implementadas recentemente, bem como interpretações que a associam a políticas contracionistas adotadas em 2015/2016.

Segundo esse mesmo artigo, é inegável que o espaço para adoção de políticas econômicas autônomas no Brasil foi reduzido devido a fatores como aceleração inflacionária, piora nos prêmios de risco, desvalorização cambial e deterioração fiscal. O objetivo do artigo é analisar o ciclo de expansão e desaceleração da economia brasileira no período de 2003 a 2016, discutindo alternativas de política econômica para superar a crise.

Apesar do déficit primário de 0,57% do PIB registrado em 2014, o governo federal anunciou um programa de consolidação fiscal com metas de superávit primário de 1,2% do PIB para 2015 e 2% do PIB para 2016, com o objetivo de estabilizar a dívida pública. No entanto, à medida que a situação econômica se deteriorava e as receitas não atingiam as expectativas, o governo precisou reduzir ainda mais as despesas para cumprir a legislação fiscal. Em julho, houve uma revisão da meta fiscal que se mostrou insuficiente para acomodar a queda adicional de receitas, levando a revisões sucessivas das metas fiscais. Como resultado, o déficit primário piorou para -1,9% do PIB em 2015, e o resultado fiscal nominal se deteriorou drasticamente para -10,2% do PIB, devido ao aumento do déficit primário e dos gastos com juros da dívida.

1.2 Anos de 2015 e 2016

Conforme os autores ressaltaram no artigo “Crises e perspectivas para a economia brasileira”, a economia brasileira historicamente apresenta um padrão de crescimento *stop-and-go*, com pequenos ciclos de crescimento seguidos por desacelerações econômicas. Esse padrão se repetiu ao longo dos anos 2000, com momentos de forte crescimento seguidos por desacelerações. Em 2015-2016, a economia enfrentou uma recessão prolongada, com queda média do PIB de -3,7% ao ano, influenciada negativamente tanto pelo setor de serviços quanto pelo setor industrial.

Em 2015, após a reeleição de Dilma Rousseff, houve uma mudança na condução econômica do governo, com o objetivo de implementar políticas mais ortodoxas. O foco principal era realizar um ajuste fiscal, especialmente por meio da redução dos gastos públicos, visando restabelecer a confiança dos agentes econômicos e impulsionar a recuperação econômica. Para isso, o governo estabeleceu uma meta de superávit primário de 1,2% do PIB e adotou uma série de medidas para cortar os gastos públicos, incluindo contingenciamento de recursos. Além disso, o Banco Central, que já vinha adotando uma política monetária restritiva desde abril de 2013, aumentou ainda mais a taxa de juros Selic devido ao aumento da inflação, conforme descrito no artigo.

Em 2015 e 2016, a taxa Selic permaneceu historicamente baixa, com taxas reais nos mínimos históricos, devido a fatores como o aumento do risco-país e a crescente inflação a partir de 2014. No entanto, a redução das taxas de juros do crédito bancário foi apenas parcialmente bem-sucedida, devido ao poder dos bancos privados. A política de juros do governo Dilma foi criticada por manter taxas artificialmente baixas, mas análises mostram que a taxa Selic respeitou a equação da paridade descoberta da taxa de juros, permanecendo acima da taxa real dos títulos soberanos brasileiros equivalentes em dólar.

No campo da política cambial, medidas de regulação dos fluxos de capitais foram adotadas para conter a volatilidade da taxa de câmbio. Isso foi bem-sucedido em reduzir a volatilidade e reverter a apreciação do real, embora as teses neodesenvolvimentistas tenham argumentado que a desvalorização não foi suficiente para redefinir os preços relativos.

Outro aspecto da política econômica de Dilma foi a desoneração parcial da folha de pagamento, visando reduzir o custo salarial e aumentar a lucratividade das empresas. No entanto, essa política teve custos significativos e impactos mistos sobre o emprego.

Além disso, o governo de Dilma buscava programas estratégicos, como a reindustrialização, expansão da infraestrutura e desenvolvimento do setor de petróleo e gás. O BNDES desempenhou um papel fundamental no financiamento desses programas, que incluíam investimentos substanciais em infraestrutura, energia e petróleo.

A taxa risco do país, registrou uma sensível elevação ao longo do ano de 2015 chegando a valores no primeiro semestre do ano de 250 até 380 e no segundo semestre valores acima de 450 pontos, devido ao aumento de racionalização de energia, descompasso entre a arrecadação de recursos e as despesas públicas, essa queda contribuiu com alguns fatores com a deterioração de contas públicas e aumento de endividamento público conforme foi analisado no Relatório de Desempenho da economia Brasileira realizado pelo TCU (2016).

Ainda no ano de 2015, o PIB brasileiro totalizou R\$ 5.996,00 bilhões, tendo uma variação negativa de 3.5%, em termos reais em relação ao PIB do ano 2014, conforme dados coletados pelo IBGE. A taxa de investimento (capital fixo-formação bruta) também foi menor que a do ano anterior (2014) ficando com 18,5% já em 2014 era de 20,2%. Conforme dados analisados das Contas Nacionais Trimestrais Indicadores de Volume e Valores Correntes do IBGE.

Nesse período, a meta da inflação estabelecida pelo CMN (Conselho Monetário Nacional) foi de 4,5% a. a., possuindo uma margem de 2% para mais ou para menos. No entanto, a taxa de inflação acumulada medida pelo IPCA foi superior ao esperado ficando 10,67%, muito acima a do ano anterior que foi de 6,41% a. a. e acima do esperado pela meta de inflação com a margem de 2% a mais que chegaria a 6,5% a. a. Como pudemos observar no gráfico 1 realizado pelo IBGE.

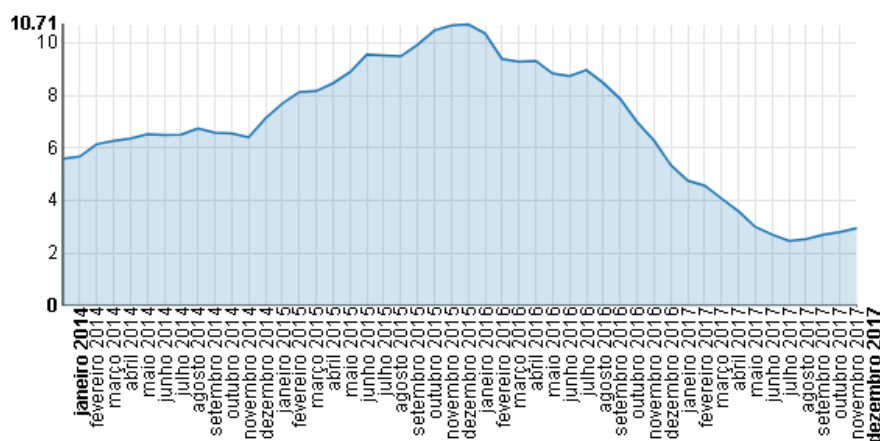
A dívida bruta, que é um indicador aceito internacionalmente aceito, esse indicador é utilizado para aferir a saúde financeira de um país, no decorrer do ano de 2015 chegou ao patamar de 68% do PIB com um crescimento de mais de 8% em apenas um ano, cujo resultado foi deficitário em meio trilhão de reais, de acordo com dados levantados pelo Tribunal de Contas da União (2016).

A política fiscal contracionista adotada em 2015, combinada com diversos choques na atividade econômica, um ambiente político conturbado e incertezas em relação ao equacionamento da situação fiscal, resultou em um aumento nos prêmios de risco e contaminação das expectativas no setor privado. O ajuste fiscal, que tinha como objetivo a revisão de políticas, acabou gerando uma forte contração no crescimento econômico.

O governo de Dilma Rousseff implementou uma série de políticas econômicas visando a reorientação do modelo de crescimento. Enquanto algumas medidas tiveram sucesso, outras enfrentaram desafios e críticas. O período de 2015 e 2016 foi marcado por desafios econômicos, incluindo a elevação das taxas de juros e o aumento das tarifas de energia elétrica, que contribuíram para a complexidade do cenário econômico brasileiro nesse período.

No ano de 2016, a taxa de inflação foi de 6,29% ficando acima do centro da meta que era de 4,5% e um pouco abaixo do limite superior que era de 6,5%. Comparativamente com o ano de 2015 a taxa de inflação obteve uma forte queda.

Gráfico 1: Índice Nacional De Preços ao Consumidor Amplo de 2014 a 2017

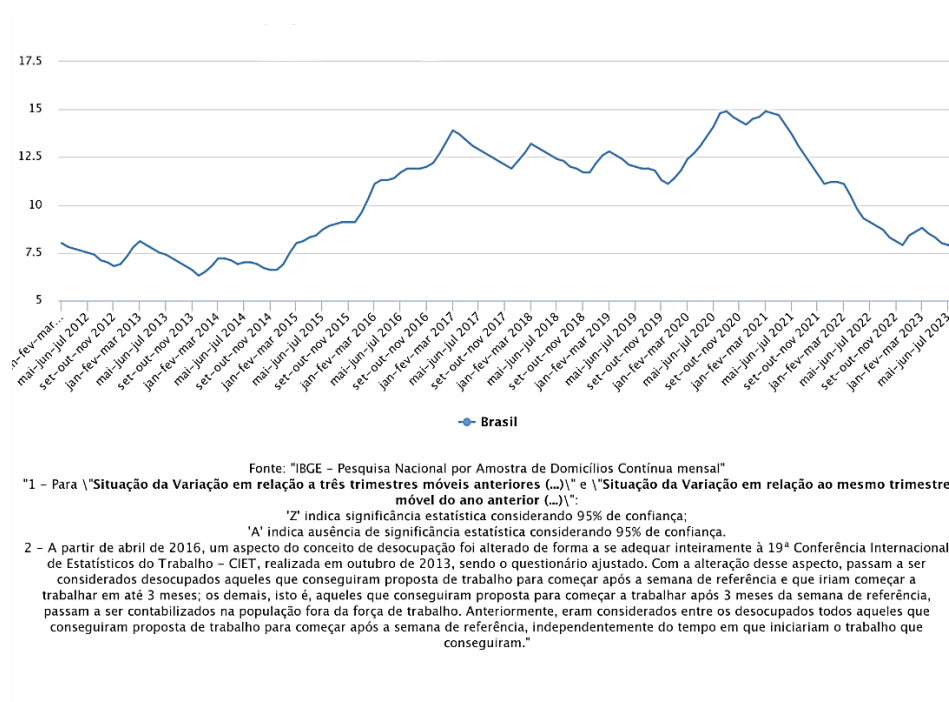


Fonte: IBGE - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

Fonte: IBGE- Índice Nacional de Preços ao consumidor Amplo

A taxa de desocupação mensal no ano de 2016, foi de 9,5% no início do ano e finalizando com 12% após uma estabilização a partir do mês de agosto. A taxa de desocupação foi uma das maiores comparando com os anos anteriores, conforme mostrado no gráfico 2.

Gráfico 2: Taxa de desocupação, Jan-fev-mar 2012 - maio-jun-jul 2023



Fonte: IBGE- Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua mensal

De acordo com o Carneiro (2018), as margens de lucro das empresas não foram apenas afetadas pelo custo salarial, mas também por outros fatores, como encargos financeiros. A redução das taxas de juros teve um impacto substancial nas margens de lucro das empresas financeirizadas. Por sua vez, a desvalorização do real, especialmente em 2015, afetou o custo das dívidas das empresas, incluindo aquelas que não eram exportadoras. Isso levou a um aumento na alavancagem e nas despesas financeiras das empresas.

No início de 2016, o novo Ministro da Fazenda, Nelson Barbosa, anunciou sua agenda de medidas para o ano, que incluía estabelecer um limite para o crescimento dos gastos públicos, recriar a Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF), desvincular parte das receitas fiscais, simplificar o sistema tributário e reformar a previdência. No entanto, devido à propagação da crise política ao longo de 2016, as ações do governo foram praticamente paralisadas, e nenhuma agenda de política econômica foi efetivamente implementada.

Em sua conclusão, o artigo de Luiz Fernando de Paula e Manoel Pires, revelou problemas de coordenação na política macroeconômica, o que limitou a eficácia das políticas anticíclicas entre 2011 e 2014, bem como dificuldades relacionadas a choques exógenos, como a piora nos termos de troca e a crise hídrica.

Este artigo analisou a performance da economia brasileira no período 2003-2016, focando em particular na desaceleração econômica recente e recessão que a seguiu. Nossa análise mostra que houve alguns problemas tanto de coordenação na política macroeconômica que tornou políticas anticíclicas pouco eficazes no período 2011-2014, como no que se refere a políticas contracionistas em 2015, quanto a problemas relacionados a choques exógenos, como piora nos termos de troca e crise hídrica. As causas da desaceleração econômica recente ainda requerem estudos mais aprofundados, vindo a merecer análises para além do calor do debate político. O mesmo vale para a discussão sobre políticas e medidas econômicas que contribuam para a superação da crise econômica. Este artigo, ainda que modestamente, procurou dar alguma contribuição nesse sentido. (PAULA e PIRES, 2017, p.125)

Assim, enquanto o capítulo anterior delineou as complexidades do contexto econômico brasileiro nos anos de 2015 e 2016, este segundo capítulo mergulha nas intrincadas regulamentações das bolsas de valores, lançando luz sobre as decisões estratégicas das empresas brasileiras diante desse cenário desafiador.

2. Regulamentações das bolsas de valores

Considerando os efeitos da crise econômica de 2015-2016 sobre a economia brasileira e, especialmente sobre as empresas de tecnologia, é essencial compreender a tomada de decisão de tais empresas de abrirem capital fora do país, enquanto forma de se financiarem em um contexto macroeconômico e diante de marcos regulatórios mais simples e de menor custo.

A escolha de empresas brasileiras em abrir capital nas bolsas dos Estados Unidos, em vez de optar pela B3, a bolsa brasileira, podem envolver uma série de considerações fundamentais, que justificam a utilização das regulamentações da SEC (Comissão de Valores Mobiliários dos EUA), o guia da B3, o guia da NYSE (Bolsa de Valores de Nova York) e o guia da NASDAQ (Bolsa de Valores NASDAQ), com uma abordagem profunda.

Primeiramente, a regulamentação rigorosa da SEC estabelece padrões elevados de transparência e governança corporativa. Para empresas que optam por abrir capital nos EUA, cumprir essas regulamentações não apenas aumenta a confiança dos investidores, mas também demonstra um compromisso sólido com a prestação de informações financeiras precisas e completas.

As bolsas dos EUA, em particular a NYSE e a NASDAQ, são reconhecidas internacionalmente como alguns dos maiores e mais líquidos mercados de capitais do mundo. Isso proporciona às empresas brasileiras um acesso significativamente ampliado a uma base diversificada de investidores, incluindo investidores institucionais e estrangeiros que buscam oportunidades globais de investimento.

A exposição a investidores internacionais, um ambiente de negociação altamente líquido e uma governança corporativa transparente podem resultar em maior interesse dos investidores e uma avaliação mais favorável das ações da empresa. Isso pode ser especialmente atraente para empresas brasileiras que buscam capital para financiar expansões, inovações ou projetos de grande escala.

Abrir capital nos Estados Unidos pode reduzir a dependência das condições econômicas e políticas do Brasil, diversificando o acesso a capital e minimizando riscos associados a flutuações locais de mercado.

In particular, they mention that it lowers their cost of capital, gives them access to foreign capital markets, increases their ability to raise equity, increases their shareholder base, makes their stock more liquid, and adds visibility, exposure, and prestige (Mittoo, 1992; Fanto and Karmel, 1997 apud Doidge, C., Karolyi, G. A., & Stulz, R. M. (2007).

Em seu guia do IPO (2022, p. 5), no módulo II, a B3 faz uma listagem de requerimentos para a abertura de capital, nela a B3 demonstra que para uma empresa que deseja abrir seu capital no Brasil deve estar em conformidade com as exigências legais e institucionais disciplinadas pela “Lei das S.A.” nº 6404/76. Sendo os principais requerimentos para se abrir o capital na B3: Ser uma sociedade constituída sob a forma de S.A; Ter três anos de demonstrações financeiras auditadas por auditor independente registrado na CVM (ou auditado desde o início para caso de empresas com menos de 3 anos); Designar diretor de RI estatutário; Possuir Conselho de Administração; Identificar eventual segmento de listagem e fazer o pedido de listagem e de admissão à negociação na B3; Realizar oferta pública de distribuição de valores mobiliários registrada ou dispensada de registro pela CVM; Devem ser observados também os requerimentos específicos dos segmentos de listagem escolhido.

De acordo com o Guia do IPO da B3, a companhia que deseja abrir seu capital deve optar por um segmento de governança corporativa. Essas governanças possuem normas próprias a serem seguidas.

Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas. (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2015, p. 20)

Foram estabelecidas, pela B3, 5 segmentos de autorregulação de governança corporativa: Bovespa mais, Bovespa mais nível 2, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, dentro delas a opção Novo Mercado é a de maior grau de condições estabelecidas e de acordo com o Guia do IPO da B3 essa opção é a que tem sido mais demanda pelas companhias e pelos investidores, pelo fato dos seus padrões superarem os exigidos pela legislação brasileira. A ilustração retirada do Guia do IPO resume a distinção entre elas:

Quadro 1: Comparativo das principais regras entre os segmentos

BOVESPA MAIS BOVESPA MAIS NÍVEL 2	NÍVEL 1	NÍVEL 2	NOVO MERCADO
• Ações On e PN (para N2) • Até 7 anos para atingir Free Float de 25% • Tag Along: 100% • Composição do CA: Mínimo de 3 membros • Permitida a acumulação de cargos entre CEO e Presidente do CA	• Ações On e PN • Free Float mínima: 25% • Tag Along: 80% • Composição do CA: Mínimo de 3 membros • Vedada: a acumulação de cargos entre CEO e Presidente do CA (carência de 3 anos)	• Ações On e PN • Free Float mínima: 25% • Tag Along: 100% • Composição do CA: Mínimo de 5 membros • Vedada: a acumulação de cargos entre CEO e Presidente do CA (carência de 3 anos)	• Somente ações ON • Free Float mínima: 25% ou 15%, caso oferta > R\$ 3 Bi • Tag Along: 100% • Composição do CA: Mínimo de 3 membros, sendo 2 ou 20% (o que for maior) independentes • Vedada: a acumulação de cargos entre CEO e Presidente do CA • Controles internos: Comitê de Auditoria, área de auditoria interna e funções de compliance • Políticas diferenciadas

Fonte: Guia do IPO na B3

De acordo com as orientações do guia da B3, o processo de registro como emissor inicia-se com a elaboração de diversos documentos e informações a serem apresentados à CVM e à B3, podendo a B3 comentar e solicitar alterações que devem ser atendidas para obtenção do registro. Os principais documentos são: formulário de referência, que descreve de forma detalhada as informações relevantes sobre a companhia, suas atividades, condições financeiras, etc.; o Estatuto Social, que deve ser elaborado ou alterado de forma a observar todas as regras de companhia aberta e do segmento de listagem escolhido; acordo de acionistas; formulário cadastral; demonstrações financeiras auditadas juntamente do Formulário de Informações Trimestrais (ITR) e Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) do último exercício social.

Após todos os documentos serem enviados e aprovados pela CVM e B3, o guia da B3, descreve, deve se iniciar o processo de registro da oferta pública, que também exige alguns documentos como: prospecto, que é o principal documento de divulgação da oferta; contrato de distribuição, que formaliza a relação entre a companhia e os coordenadores da oferta; anúncios e avisos aplicáveis, uma vez que a divulgação de anúncios e avisos com o intuito de manter um fluxo de informação simétrica a todos os investidores. Aqui são requeridos: Aviso ao Mercado, Anúncio de Início e Anúncio de Encerramento; e demais contratos, como contratos de empréstimo de ações, de estabilização, de *Look-up Agreements* e contrato de formador de mercado.

Após a conclusão do processo de abertura de capital e a empresa sendo oficialmente estabelecida como uma empresa de capital aberto, é crucial cumprir principalmente os requisitos de divulgação estipulados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Essas obrigações são classificadas em obrigações periódicas e eventuais. De acordo com a B3 (2022), destacam-se as seguintes informações periódicas, entre outras: Formulário de Cadastro; Formulário de Referência; Demonstrações Financeiras; Informações Trimestrais; Edital de Convocação da Assembleia Geral Ordinária; Ata da Assembleia Geral Ordinária; Calendário de Eventos Corporativos.

2.1 Regulamentação das bolsas dos Estados Unidos

Nos Estados Unidos, a regulação relacionada à abertura de empresas na bolsa de valores é fundamentada em duas leis principais (SEC, 2022). Essas leis são o *Securities Act* de 1933, que estabelece as diretrizes para a oferta pública de ativos ao público em geral, e o *Securities Exchange Act* de 1934, que é responsável pela criação da Comissão de Valores Mobiliários (SEC) e pela definição das normas de conduta para a negociação de ativos no mercado secundário, bem como pelas obrigações contínuas de divulgação.

De acordo com a SEC, no artigo *Updated Investor Bulletin: Investing in an IPO*, para registrar uma oferta, a companhia deve apresentar uma declaração de registro à SEC, geralmente usando o Formulário S-1. Algumas ofertas podem envolver outros formulários de declaração de registro. Uma parte importante dessa declaração de registro é o "prospecto" que será utilizado pela empresa para solicitar investidores. O prospecto é o documento de oferta que descreve a empresa, os termos do IPO e outras informações que um investidor pode utilizar ao decidir se irá investir. No prospecto, a empresa deve descrever claramente informações importantes sobre suas operações comerciais, condição financeira, resultados operacionais, fatores de risco e gestão. O prospecto também deve incluir demonstrações financeiras auditadas. No Formulário S-1 possui também uma segunda parte que contém informações adicionais e anexos que a empresa não precisa entregar aos investidores, mas deve apresentar à SEC.

Além das exigências básicas da SEC, as empresas emissoras também devem cumprir os requisitos mais específicos estabelecidos pelas bolsas de valores, como NASDAQ e NYSE, para garantir a listagem e a negociação de suas ações.

2.1.1 NASDAQ

A NASDAQ fornece diretrizes em seu guia *"Nasdaq Initial Listing Guide"*, indicando que as empresas emissoras devem escolher um dos três segmentos de listagem, cada um com diferentes critérios financeiros e de volume de negociação para admissão. O segmento mais rigoroso é o *"Nasdaq Global Select Market"*. Para serem incluídas nesse grupo, as empresas devem atender integralmente a um dos quatro testes financeiros possíveis, que são baseados em indicadores como lucros, capitalização e fluxo de caixa, capitalização e receita, ou ativos e patrimônio. Conforme demonstra as tabelas a seguir retiradas do guia da Nasdaq:

Quadro 2: Requisitos Financeiros

Requisitos Financeiros	Padrão 1: Lucro	Padrão 2: Capitalização com fluxo de caixa	Padrão 3: Capitalização com receita	Padrão 4: Ativos com patrimônio líquido
Regras de listagem	5315(e) and 5315(f)(3)(A)	5315(3) and 5315(f)(3)(B)	5315(3) and 5315(f)(3)(C)	5315(3) and 5315(f)(3)(D)
Lucros pré-impostos (renda de operações contínuas antes de impostos sobre a renda)	Soma dos três exercícios fiscais anuais anteriores $\geq$ \$11 milhões e cada um dos três exercícios fiscais anteriores $\geq$ \$0 e cada um dos dois exercícios mais recentes $\geq$ \$2.2 milhões	-	-	-
Fluxo de caixa		Soma dos três exercícios fiscais anteriores $\geq$ \$2.7 milhões e cada um dos três exercícios fiscais anteriores $\geq$ \$0		
Capitalização de mercado		Média $\geq$ \$550 milhões nos últimos 12 meses	Média $\geq$ \$850 milhões nos últimos 12 meses	\$160 milhões
Receita		Ano fiscal anterior $\geq$ \$110 milhões	Ano fiscal anterior $\geq$ \$90 milhões	
Ativos totais				\$80 milhões
Patrimônio líquido dos acionistas				\$55 milhões
Preço da oferta	\$4	\$4	\$4	\$4

Fonte: *Nasdaq Initial Listing Guide* - Elaboração própria

Quadro 3: Requisitos de Liquidez

Requisitos de liquidez	Oferta Pública inicial e empresas derivadas	Listagem direta com captação de capital ou empresas consolidadas: Atualmente negociando ações comuns ou equivalentes	Listagem direta	Empresas afiliadas	Regra de listagem
Acionistas de lote padrão irrestritos** ou Total de acionistas ou Total de acionistas e volume médio mensal de negociações nos últimos 12 meses	450 ou 2,200	450 ou 2,200 ou 550 ou 1,1 milhão	450 ou 2,200 ou 550 ou 1,1 milhão	450 ou 2,200 ou 550 ou 1,1 milhão	5315(f)(1)1,2
Ações públicas irrestritas	1,250,000	1,250,000	1,250,000	1,250,000	5315(f)(2)
Valor de mercado de ações públicas irrestritas ou valor de mercado de ações públicas irrestritas e patrimônio líquido	\$45 milhões	\$110 milhões ou \$100 milhões e \$110 milhões	\$110 milhões ou \$100 milhões e \$110 milhões	\$45 milhões	5315(f)(2)
Valuation por um terceiro independente ***			\$250 milhões valor de mercado das ações em circulação		IM-5315-1

Fonte: *Nasdaq Initial Listing Guide* – Elaboração Própria

O teste de liquidez demonstrado no quadro 3, exige que haja pelo menos 1,25 milhões de ações negociadas no mercado secundário, com uma capitalização combinada de pelo menos US\$ 45 milhões. Por fim, todas as ações oferecidas devem ter um preço mínimo de venda de US\$ 4. Os segmentos "*Nasdaq Global Market*" e "*Nasdaq Equity Market*" possuem requisitos semelhantes, porém menos exigentes em comparação ao "*Nasdaq Global Select Market*", de acordo com o guia "*Nasdaq Initial Listing Guide*".

Apesar das diferenças nos requisitos financeiros mínimos, todos os segmentos de listagem da NASDAQ estão sujeitos às mesmas exigências de governança corporativa para as empresas, que incluem: Divulgação de relatórios anuais; Maioria de diretores independentes no conselho da empresa; Criação de um comitê de auditoria independente; Realização obrigatória de assembleias anuais após o encerramento do

exercício financeiro; Solicitação de Procurações; Quórum (Presença Mínima para Deliberações); Conflito de Interesses; Aprovação dos Acionistas; Direitos de Voto; Código de Conduta; Diversidade no Conselho de Administração; Indicação de Diretores; Remuneração dos Executivos.

2.1.2 NYSE

A NYSE, por sua vez, em seu guia de IPO “*NYSE IPO GUIDE*” define dois conjuntos de requisitos básicos relacionados ao tamanho de mercado para aprovar listagens. Esses requisitos se encontram no quadro 4

Quadro 4: Normas de listagem original da NYSE

Requisitos de Distribuição Mínima e Valor de Mercado (todos devem ser atendidos):	A empresa emissora de um IPO deve ter pelo menos 400 investidores com 100 ou mais ações e um total de 1,1 milhão de ações detidas publicamente. O valor de mercado total das ações detidas publicamente deve ser de pelo menos US\$ 60 milhões para empresas em IPO
CrITÉrios Financeiros (pelo menos um deve ser atendido):	- Teste de Lucro - A empresa deve ter registrado um lucro total de pelo menos US\$ 100 milhões antes dos impostos nos últimos três anos fiscais, com um mínimo de US\$ 25 milhões em cada um dos dois anos mais recentes. - Teste de <i>Valuation</i> e Receita - A empresa deve ter uma capitalização de mercado global de pelo menos US\$ 500 milhões, receita mínima de US\$ 100 milhões nos últimos 12 meses, fluxo de caixa agregado de pelo menos US\$ 100 milhões nos últimos três anos fiscais, e fluxo de caixa agregado de pelo menos US\$ 25 milhões em cada um dos dois anos mais recentes. Alternativamente, a empresa deve ter uma capitalização de mercado global de pelo menos US\$ 750 milhões e receita mínima de US\$ 75 milhões no ano fiscal mais recente.

Fonte: NYSE IPO Guide – elaboração própria

As tabelas abaixo, retiradas do guia da Nyse ilustra alguns desses requisitos descritos no quadro 4.

Quadro 5: Métricas de distribuição aplicáveis estabelecidas pela NYSE

	IPO, derivados, carve-out	Listagem direta	Transferência (deve atender aos requisitos de um dos três abaixo)		
Seção do manual da empresa listada	102.01A-B	102.01A-B	102.01A-B	102.01A-B	102.01A-B
Número de acionistas	400 lote padrão	400 lote padrão	400 lote padrão	2.200 total	500 total
Ações detidas pelo público	1.1 milhão	1.1 milhão	1.1 milhão	1.1 milhão	1.1 milhão
Valor de mercado das ações em circulação	\$40 milhões Apenas fundo de investimento fechados: \$20 milhões Apenas empresa de esenvolvi-mento empresarial	\$100 milhões ou \$250 milhões (olhar 102.01B)	\$40 milhões Apenas fundo de investi- mento fechados: \$20 milhões Apenas empresa de desenvol- vimento empresarial: \$ 60 milhões	\$40 milhões Apenas fundo de investi-mento fechados: \$20 milhões Apenas empresa de desenvol- vimento empresarial: \$ 60 milhões	\$40 milhões Apenas fundo de investimento fechados: \$20 milhões Apenas empresa de desenvolvi- mento empresarial: \$ 60 milhões
Preço da ação	\$4,00	\$4,00	\$4,00	\$4,00	\$4,00
Volume médio mensal de negociação de ações	N/A	N/A	N/A	100.000	1 milhão

Fonte: NYSE IPO GUIDE - Elaboração Própria

Quadro 6: Normas de listagem original da NYSE para emissores privados estrangeiros

	Teste de ganhos	Teste de valuation/receita com fluxo de caixa	Teste puro de valuation/receita	Teste de empresa afiliada
Seção do manual da empresa listada	103.01b(I)	103.01b(II)(a)	103.01b(II)(b)	103.01b(III)
Renda pré- imposto ajustada	Nos últimos 3 anos fiscais, pelo menos 100 milhões no total, com pelo menos 25 milhões em cada um dos dois anos fiscais mais recentes. Exclusivamente para EGC's (Empresa em crescimento)			

	emergente): pelo menos \$100 milhões nos últimos dois anos fiscais, com pelo menos \$25 milhões em cada ano			
Fluxo de caixa ajustado		Nos últimos 3 anos fiscais, pelo menos 100 milhões no total, com pelo menos 25 milhões em cada um dos dois anos fiscais mais recentes. Exclusivamente para EGC's (Empresa em crescimento emergente): pelo menos \$100 milhões nos últimos dois anos fiscais, com pelo menos \$25 milhões em cada ano		
Capitalização do mercado Global		\$500 milhões	\$750 milhões	\$500 milhões
Receita		\$100 milhões no período de 12 meses mais recente	\$75 milhões no ano fiscal mais recente	
Histórico operacional				12 meses

Fonte: NYSE IPO GUIDE - Elaboração Própria

De acordo com o guia de IPOs da NYSE, não há um valor mínimo pré-determinado que as empresas devem definir para o preço de suas ações ao abrir seu capital. O preço de emissão é determinado durante as negociações entre a empresa emissora, seus assessores financeiros e potenciais investidores, levando em consideração fatores como o desempenho da empresa, o mercado e a demanda dos investidores.

No entanto, após a listagem na NYSE, o guia de IPO demonstra que as empresas são obrigadas a manter um preço mínimo de venda para suas ações. O guia menciona que a NYSE exige que todas as ações ofertadas tenham um preço mínimo de venda de US\$ 4.

Portanto, embora não haja um valor mínimo estabelecido para o preço de emissão durante o IPO, é essencial que as empresas garantam que o preço seja atrativo para os investidores e que atendam aos requisitos de preço mínimo estabelecidos pela NYSE após a listagem.

Por fim, as exigências de governança corporativa na NYSE são similares às estabelecidas pela NASDAQ, e enfatizam a importância da comunicação transparente e contínua com os investidores. Isso inclui diversos requisitos mencionados anteriormente. O objetivo é garantir que as companhias forneçam informações precisas e oportunas aos investidores, promovendo a transparência e a confiança no mercado de capitais.

2.2 Teoria do Ciclo de vida de uma empresa e Teoria do *Market Timing*

Antes de decidir em qual bolsa de valores ou país listar suas ações, é comum que as empresas que consideram a transição para uma entidade de capital aberto tomem decisões importantes. As razões que levam as empresas a optar por levantar capital no mercado de capitais por meio de um IPO (Oferta pública inicial) são variadas e são estudadas por várias abordagens teóricas. Duas delas são a Teoria do Ciclo de Vida e Teoria o *Market Timing*.

De acordo com a Teoria do Ciclo de Vida (Steffen e Zanini, 2012), as empresas escolhem abrir o capital em momentos específicos de seu ciclo de crescimento. Zingales (1995) destaca que ter capital aberto facilita a identificação de uma empresa como alvo de aquisição, tornando-a mais visível para potenciais compradores. Além disso, os empreendedores percebem que podem influenciar a aquisição de suas empresas se tiverem acesso a investidores estrangeiros. O IPO também permite que os empreendedores vendam suas empresas por um valor mais alto do que conseguiriam em uma venda direta. No entanto, Black e Gilson (1998) argumentam que os investidores de capital de risco muitas vezes perdem o controle nas IPOs devido à pulverização da propriedade entre muitos acionistas. Chemmanur e Fulghieri (1999) confirmam que o IPO dispersa a propriedade, reduzindo o controle dos investidores de risco e aumentando o controle dos administradores. Maksimovic e Pichler (2001) sugerem que abrir o capital pode conferir vantagem competitiva e prestígio à empresa, aumentando seu valor de mercado e fortalecendo a confiança de investidores, clientes e credores.

A Teoria de Market Timing (apud Steffen e Zanini, 2012) se concentra na ideia de que as empresas realizam IPOs com base nas condições econômicas e de mercado para maximizar o valor de mercado. Choe, Masulis e Nanda (1993) argumentam que as empresas evitam IPOs quando poucas outras empresas de qualidade estão lançando ações. Loughran e Ritter (1995) observam que os IPOs ocorrem durante "janelas de oportunidade" em que o mercado está aquecido e oferece maiores oportunidades de retornos favoráveis. Ritter e Welch (2002) indicam que, sem assimetria de informações, o preço das ações pode ser influenciado por sentimentos irracionais, levando os empresários a vender ações após o aumento do valor de mercado. Brau, Ryan e DeGraw (2006) destacam que as empresas podem adiar o IPO se perceberem que estão sendo subvalorizadas pelo mercado, esperando por momentos mais propícios para obter preços melhores.

Essas duas teorias, juntamente com outras mencionadas no texto acima, como as de Modigliani e Miller (1963), Myers e Majluf (1984), Mello e Parsons (1998), Bradley, Jordan e Ritter (2003) e Brau, Ryan e DeGraw (2006), fornecem uma compreensão abrangente das motivações por trás dos IPOs que incluem minimização de custos de capital, venda de ações por pessoas bem-informadas, aquisições, mudanças estratégicas e a busca por oportunidades de mercado favoráveis.

2.3 Teorema de Modigliani

O teorema de Modigliani e Miller (1958 apud Pagano, 2005) é um marco fundamental no desenvolvimento das teorias modernas de finanças corporativas. Este modelo estabeleceu duas proposições centrais. A primeira, como afirmado por Pagano (2005), diz respeito à invariância do valor da empresa em relação à sua estrutura de capital, ou seja, não existe uma composição ideal entre dívida e patrimônio líquido, e o nível de alavancagem não influencia diretamente o valor da empresa. A segunda proposição, também uma afirmação de irrelevância, estabelece que a política de dividendos (a taxa de distribuição de lucros acumulados) também não afeta o valor da empresa. De acordo com os autores, o determinante real do valor da empresa é o seu nível de investimento, independentemente da fonte de recursos, como captação no mercado de capitais, emissão de ações ou títulos de dívida, empréstimos bancários ou retenção de lucros. O valor de mercado é estabelecido com base no valor presente dos fluxos de caixa futuros da empresa, descontados pela taxa de risco requerida para empresas da mesma classe de risco.

No entanto, o modelo de Modigliani-Miller é baseado em premissas simplificadas que não refletem totalmente a realidade. Pagano (2005) agrupa essas premissas em três pontos principais:

- Ausência de impostos.
- Falência não incorre em custos reais de liquidação para a empresa ou custos de reputação para seus diretores.
- Os mercados financeiros são perfeitos, competitivos, sem atritos e assimetrias de informação.

Os próprios autores reconhecem, em trabalhos subsequentes, a necessidade de revisar e relaxar algumas dessas premissas para aplicar o teorema à realidade. Por exemplo, eles consideram os benefícios fiscais associados à captação de dívida, que tornam a dívida uma escolha mais vantajosa na estrutura de capital de empresas com maior alavancagem. No entanto, esse benefício é compensado pelo aumento do risco de falência e dos custos associados a compromissos com credores.

Além disso, a literatura subsequente em finanças corporativas tem se concentrado em relaxar a terceira premissa, relacionada à existência de mercados financeiros eficientes, considerando assimetrias de informação que podem levar a riscos morais e conflitos de interesse entre gestores e financiadores das empresas. Portanto, o modelo de Modigliani-Miller serve como uma base importante, mas suas premissas simplificadas precisam ser ajustadas para lidar com a complexidade da realidade financeira das empresas.

2.4 Liquidez das bolsas de valores Americanas e B3

Ao ponderar sobre a decisão entre abrir capital na bolsa de valores nacional (B3) ou internacional (Nasdaq e/ou Nyse), é crucial considerar não apenas os aspectos financeiros, mas também a volatilidade e a influência do cenário político sobre a liquidez do mercado. Essa análise permite às empresas tomar decisões estratégicas que melhor se alinhem com seus objetivos de crescimento e suas necessidades de capitalização.

Uma economia capitalista constitui um sistema de balanços interrelacionados, onde o financiamento cumpre papel decisivo para o processo de geração de riqueza e, conseqüentemente, para a determinação dos níveis de renda e do emprego. Os mercados financeiros são, pois, imprescindíveis, seja porque concorrem para

atender a liquidez demandada pelo empresário para a realização de investimentos, seja porque permitem a compatibilização dos prazos entre os ativos e passivos detidos pelas empresas (Minsky, 1986; Keynes, 1936; 1937 apud Wolf, Contorno de Oliveira e Palludeto, 2018).

O investidor precisa estar atento a vários pontos na hora de escolher um investimento. Um deles, que não pode ficar de fora e deve ser avaliado com atenção, é a liquidez, que pode ser definida como a facilidade de transformar o ativo em dinheiro na conta corrente.

A abertura de capital, como destacado por Investidor em Valor (2021), oferece a vantagem da liquidez patrimonial. Isso significa que os empreendedores e sócios da empresa têm a oportunidade de converter parte ou a totalidade de suas ações em dinheiro. Ao se tornar uma empresa de capital aberto, a organização cria um mercado para suas ações, o que permite que os acionistas vendam suas participações quando desejarem.

Essa capacidade de transformar sua participação em dinheiro é especialmente relevante à medida que a empresa cresce. Os principais acionistas podem querer realizar lucros ou diversificar seus investimentos. A abertura de capital oferece a eles a flexibilidade de vender suas ações no mercado de ações, proporcionando liquidez imediata.

Isso é respaldado pelo entendimento geral no campo de finanças corporativas. A abertura de capital de fato cria uma oportunidade para os acionistas realizarem seus investimentos. Conforme a empresa cresce e suas ações se tornam mais atrativas, essa liquidez patrimonial torna-se uma vantagem valiosa para os investidores, permitindo-lhes realizar ganhos financeiros e adaptar sua estratégia de investimento conforme necessário.

De acordo com o gráfico 3, pode-se notar que em 2014 a bolsa de valores brasileira estava melhor que a Nasdaq e S&P500 de acordo com *trading economics*, porém em 2015 já foi caindo e em 2016 já estava abaixo da Nasdaq e S&P500, demonstrando que a liquidez da bolsa de valores brasileira é mais volátil, e demonstra o cenário político influencia na bolsa, dependendo da confiança dos investidores. Para uma empresa, que deseja abrir seu capital, isso pode afetar a decisão entre abrir capital na bolsa de valores nacional (B3) ou internacional (Nasdaq e; ou Nyse).

Gráfico 3: Comparativo entre B3, Nasdaq e S&P500



Fonte: Trading Economics

As teorias do Ciclo de Vida da Empresa e do Market Timing explicam as motivações por trás das decisões das empresas de abrir seu capital através de um IPO. Elas mostram como as empresas escolhem momentos específicos, baseadas em condições econômicas e de mercado, para maximizar o valor de mercado. Essas teorias são relevantes no contexto das regulamentações das bolsas de valores, pois as empresas devem atender a critérios específicos para listar suas ações, como os requisitos financeiros estabelecidos pela NASDAQ e pela NYSE, conforme descrito no item 2.1.

A Teoria de Modigliani-Miller, por sua vez, destaca a invariância do valor da empresa em relação à sua estrutura de capital, independentemente da fonte de recursos utilizada. Isso implica que as empresas podem escolher entre financiamento via dívida ou capital próprio sem afetar diretamente seu valor de mercado. Essa teoria também está relacionada às regulamentações das bolsas de valores, pois as empresas devem considerar sua estrutura de capital ao cumprir os requisitos estabelecidos para listar suas ações.

Por fim, a liquidez das bolsas de valores, abordada nesse item 2.4, é crucial para as empresas que decidem abrir seu capital. A liquidez patrimonial oferecida pela

listagem em bolsas de valores proporciona aos acionistas a capacidade de converter suas participações em dinheiro quando necessário. A compreensão da importância da liquidez das bolsas de valores, especialmente no contexto das decisões de abertura de capital, é essencial para as empresas ao escolherem entre listar suas ações em bolsas nacionais ou internacionais.

3. Experiências específica de três empresas brasileiras: estudo de caso

Muitas empresas brasileiras de tecnologia, financeiro e produtos de consumo têm seguido outras instituições e com isso abrem seu capital nas bolsas dos Estados Unidos que atraem essas empresas de tecnologia de modo global.

De acordo com testes feitos no estudo *“The colors of investors’ money: The role of institutional investors around the world”* (2008) mostram que as empresas detidas por instituições estrangeiras e independentes têm avaliações mais elevadas; não há provas semelhantes de propriedade por parte de instituições nacionais e cinzentas. Também foi documentado que as instituições estrangeiras e independentes estão associadas a um melhor desempenho operacional e a menores despesas de capital. Estes resultados são robustos em vários aspectos, incluindo a potencial endogeneidade da propriedade institucional. Este efeito positivo no desempenho é indicativo de uma forma de reputação que decorre da associação de empresas com empresas grandes e independentes investidores institucionais.

De acordo com o jornal Valor (2023), somente 4 empresas tem tido liquidez diária nas bolsas americanas, sendo elas, a XP, Nubank, PagBank e Stone. Outras 14 empresas não atingem US\$ 4 milhões em volume diário de negócios, sendo que 10 têm menos de US\$ 1 milhão, o que as coloca fora do radar dos fundos de investimentos. Estas empresas ilíquidas são apelidadas de “ações órfãs” porque têm visibilidade mínima, resultando em liquidez reduzida e capitalização de mercado baixa. Outra característica que influencia a liquidez é a cobertura dos analistas, fator essencial para atrair investidores. As empresas mais líquidas são cobertas por mais analistas, enquanto muitas outras só recebem cobertura de analistas locais. Mesmo no caso da XP, monitorada por 12 analistas, apenas um é global, segundo dados do site de relações com investidores dessas empresas.

Quadro 7: Lista de empresas brasileiras nas bolsas dos Estados unidos

Empresas	Ticker	Nº de funcionários	Ano de acesso	Bolsa listada	Ramo da empresa	Lucro
Banco Inter	INTR	1.200	2022	Nasdaq	Financeiro	R\$5 Bi (2022)
PagSeguro	PAGS	7.000	2018	Nyse	Financeiro	R\$ 1,5 Bi (2022)
XP Inc	XP	6.146	2019	Nasdaq	Financeiro	R\$3,6 Bi (2022)
NUBANK	NU	+7.000	2021	Nasdaq	Financeiro	R\$ 9,3 Bi (2023)
Arco Platform	ARCE	2.746	2018	Nasdaq	Produtos de Consumo Discricionário	US\$ 7,48 Mi (2022)
Pátria Investments Limited	Pax	715	2021	Nasdaq	Financeiro	US\$ 68,94 Mi (2023)
Stone.Co Ltda	STNE	+ 15.000	2018	Nasdaq	Tecnologia	US\$ -99,70 Mi (2022)
Vitru Limited	VRTU	6.174	2020	Nasdaq	Produtos de Consumo	US\$17,68 Mi (2022)
Vinci Partners	VINP	201-500	2021	Nasdaq	Financeiro	US\$ 41,56 Mi (2022)
Afya Limited	AFYA	5.001-10.000	2019	Nasdaq	Produtos de Consumo	US\$ 74,39 Mi (2022)
Zenvia	ZENV	1.000 – 5.000	2021	Nasdaq	Tecnologia	US\$ -46,03 Mi (2022)
VTEX	VTEX	1.339	2021	NYSE	Tecnologia	US\$ -52,42 Mi (2022)
Vasta Platform Limited	VSTA	1.96	2020	Nasdaq	Produtos de Consumo	US\$ -10,34 Mi (2022)
CI&T	CINT	6.200	2021	NYSE	Tecnologia	US\$ 23,85 Mi (2022)

Fonte: Gorila Blog – Elaboração própria

De 2017 até 2023 foram listadas 14 empresas brasileiras nas bolsas de valores dos Estados Unidos.

Esse item terá como base analisar as demonstrações de resultados de empresas brasileiras que fizeram sua listagem na Bolsa de valores dos EUA em conjunto com revisões acadêmicas do curso de economia.

3.1 Análise XP INC

3.1.1 História da empresa

Durante as últimas duas décadas, a XP Inc. trouxe uma revolução ao cenário de investimentos no Brasil. Em um contexto em que a concentração bancária dominava, limitando a democratização e a educação financeira dos investidores locais, a empresa surgiu em 2001 como um escritório de agentes autônomos. Naquela época, o acesso a produtos financeiros mais sofisticados era reservado a poucos com alto poder aquisitivo, frequentemente vinculados aos departamentos de mais alto nível dos cinco grandes bancos nacionais, de acordo com o site da empresa.

Ao conectar investidores que buscavam alternativas aos produtos bancários convencionais com corretoras do mercado de capitais, a XP Inc. se consolidou ao longo de duas décadas. Hoje, é um conglomerado que não só atua como sua própria corretora, mas também almeja se tornar uma instituição bancária. Além disso, possui uma extensa rede de escritórios de agentes autônomos em todo o Brasil.

A ênfase em tecnologia foi crucial para a transformação: permitiu a criação de plataformas que democratizaram o acesso a produtos financeiros estruturados, facilitando a educação financeira para o público em geral. Esse movimento foi um catalisador do crescimento da instituição em um mercado por muito tempo negligenciado.

Um marco interessante foi o aporte substancial recebido em 2017 de um dos principais concorrentes da XP na missão de revolucionar o mercado de investimentos no Brasil: o Itaú, o maior banco da América Latina. O Itaú adquiriu 49% do capital da XP Inc. de acordo com o g1 do globo (2017)

3.1.2 Decisão da XP no contexto histórico-econômico

O contexto econômico do Brasil entre 2015 e 2016, como visto no capítulo 1, foi marcado por desafios significativos, incluindo uma recessão prolongada, queda no PIB, ajustes fiscais e volatilidade nos indicadores financeiros. Enquanto o país enfrentava essas turbulências, algumas empresas procuravam alternativas para expandir seus negócios ou obter recursos para enfrentar a crise.

Nesse período, a XP Investimentos, uma corretora de valores brasileira, optou por uma decisão estratégica: abrir seu capital no exterior. Essa decisão foi tomada em meio a um cenário de incertezas econômicas no país. A abertura de capital no exterior permitiu à XP captar recursos financeiros de investidores estrangeiros por meio da oferta pública inicial (IPO - Initial Public Offering), listando suas ações em bolsas internacionais, como a Nasdaq nos Estados Unidos.

A abertura de capital no exterior permitiu à XP uma diversificação das fontes de financiamento. Ao acessar investidores internacionais, a empresa obteve uma oportunidade de capitalização e, ao mesmo tempo, reduziu sua dependência do mercado financeiro nacional, que enfrentava turbulências devido à recessão e às incertezas políticas e econômicas.

A XP aproveitou a abertura de capital no exterior para expandir suas operações, investir em tecnologia e ampliar sua base de clientes, consolidando sua posição no mercado financeiro brasileiro. Esse movimento estratégico não apenas permitiu à XP captar fundos para crescer, mas também ofereceu maior visibilidade internacional, o que poderia ajudar a empresa a atrair investimentos e parcerias estratégicas no futuro.

A abertura de capital no exterior da XP refletiu não apenas uma estratégia de expansão e captação de recursos, mas também uma resposta às condições econômicas desafiadoras no Brasil naquela época. Essa decisão destacou a busca por alternativas e oportunidades fora do mercado nacional em um momento de incertezas econômicas e políticas no país.

3.1.3 Dados da XP Inc. - Receita e Lucro:

De acordo com a matéria do Infomoney (2023), no segundo trimestre de 2023 (2T23), a XP Inc. apresentou um lucro líquido de R\$ 977 milhões, representando um aumento de 23% em relação ao primeiro trimestre (1T23) e um crescimento de 7% em comparação ao mesmo período do ano anterior (2T22).

O lucro antes de impostos (EBT) atingiu R\$ 968 milhões, marcando um aumento de 12% em relação ao ano anterior e um crescimento de 19% em comparação aos primeiros três meses de 2023.

Com isso, a margem de lucro antes de impostos (EBT) alcançou 27,3% no segundo trimestre, refletindo um aumento de 2 pontos percentuais em relação ao ano anterior e um incremento de 1,23 ponto percentual em comparação com o período entre janeiro e março de 2023. Essa performance está em conformidade com a projeção entre 26% e 32% anuais, conforme o *guidance* (orientação) para o período de 2023 a 2025, conforme os dados da matéria do Infomoney.

Enquanto a receita líquida cresceu 13% em comparação trimestral e 3% em base anual, alcançando R\$ 3,55 bilhões no segundo trimestre, a receita bruta totalizou R\$ 3,728 bilhões, um aumento de 12% em relação ao primeiro trimestre e de 3% em comparação com o 2T22.

O destaque desse desempenho foi o segmento varejista, que gerou cerca de R\$ 2,89 bilhões, representando aproximadamente 78% da receita bruta total. Esse setor registrou um aumento de 8% em comparação anual e de 13% em base trimestral.

Dois segmentos específicos dentro do varejo se destacaram. Por um lado, as novas verticais de receita atingiram um patamar recorde. Cartões, previdência, crédito e seguros apresentaram um crescimento conjunto de 9% trimestralmente e 54% em base anual, contribuindo com quase R\$ 400 milhões na receita bruta do segundo trimestre, segundo dados do Infomoney.

Apenas no segmento de cartões, a receita dobrou em relação ao ano anterior, atingindo R\$ 232 milhões no 2T23. Já a vertical de seguros cresceu 57% no mesmo período, totalizando R\$ 36 milhões em receita.

3.1.4 Clientes e Ativos sob Gestão:

De acordo com documentos divulgados pela XP, a XP Inc. tem aumentado sua base de clientes e ativos sob gestão consistentemente, beneficiando-se da crescente cultura de investimento no Brasil. Ao final do trimestre, a empresa registrou uma base de mais de 4 milhões de clientes ativos, evidenciando um aumento de 11% em comparação ao mesmo período do ano anterior, porém com uma taxa de crescimento mais moderada de 1% em relação ao primeiro trimestre de 2023. Adicionalmente, a empresa continuou expandindo sua rede de assessores de investimentos, atingindo a

marca de 14,1 mil, um crescimento de 25% em comparação com o segundo trimestre de 2022.

3.2 Análise da Vitru

3.2.1 História Virtu

A Vitru Educação teve sua origem em 2014, estabelecendo sua sede na cidade de Florianópolis. Surgiu como uma holding que abriga sua principal marca, a Uniasselvi, reconhecida pelo seu modelo de Educação à Distância (EAD), atuante desde 1999. O mercado de EAD experimentou um crescimento significativo, expandindo-se a uma taxa de 21% ao ano, no período de 2016 a 2020, antes mesmo da chegada da pandemia.

O IPO na NASDAQ, em setembro de 2020, desempenhou um papel crucial no processo de consolidação da Vitru Educação. Parte dos recursos captados, totalizando U\$ 96 milhões, foi direcionada para a aquisição da Unicesumar em 2021, avaliada em R\$ 3,2 bilhões. Essa aquisição fundiu duas instituições educacionais líderes nos segmentos de EAD e cursos de medicina, sendo aprovada pelo CADE em maio de 2022.

A avaliação de mercado da Vitru Educação foi estabelecida em aproximadamente U\$ 369 milhões no IPO de 2020, aumentando para quase U\$ 402,87 milhões em 2023. Esse valor cresceu com a conclusão da integração dos ativos da Unicesumar. Em sua nova configuração, a empresa detém uma fatia de mercado de educação a distância estimada em 20% no ano de 2022.

3.2.2 Crescimento Econômico

O período de 2015 e 2016 no Brasil foi marcado por uma recessão prolongada, caracterizada por uma queda média no Produto Interno Bruto (PIB) de -3,7% ao ano, influenciada negativamente pelos setores de serviços e indústria. Nesse contexto de desaceleração econômica, diversos desafios foram enfrentados, incluindo ajustes fiscais, aumento das taxas de juros, medidas para redução de gastos públicos e instabilidades políticas, impactando a economia e as margens de lucro das empresas.

Em meio a esse cenário de adversidades econômicas, a Vitru, empresa do setor educacional com ênfase em Educação à Distância (EAD), decidiu abrir seu capital no exterior, adotando uma estratégia de listagem na Nasdaq. Tal decisão, tomada em um

ambiente de recessão econômica no país, pode ter sido motivada por diversos fatores: crescimento; diversificação de investidores e mercado setorial.

Primeiro, em termos de crescimento, a possibilidade de ingressar no mercado internacional por meio da listagem na Nasdaq poderia representar uma oportunidade para a Vitru expandir suas operações, aumentando sua presença global e potencialmente impulsionando seu crescimento, apesar do cenário adverso no mercado nacional. Segundo, ao abrir capital no exterior, a empresa pode ter buscado diversificar sua base de investidores, reduzindo sua dependência do mercado interno e proporcionando acesso a uma gama mais ampla de investidores institucionais e individuais. Considerando a situação econômica desafiadora enfrentada no Brasil durante os anos de 2015 e 2016, a decisão da Vitru em abrir seu capital no exterior pode ter sido uma estratégia para superar as limitações e desafios do mercado interno, buscando novas oportunidades de crescimento e financiamento em um contexto global mais amplo. Por último, o mercado de educação, especialmente o segmento de Educação à Distância (EAD), viu um crescimento significativo devido à necessidade de alternativas educacionais durante a pandemia. As aulas de ensino a distância ajudaram a Vitru a ampliar sua base de clientes para quase 900 mil estudantes, de acordo com dados do formulário 6k.

3.2.3 Dados da Vitru Limited:

De acordo com o form. 6k da Vitru para seus investidores, no terceiro trimestre de 2023 (3T23), a empresa refletiu, pela primeira vez, uma performance completamente comparável entre os trimestres de anos consecutivos, desde que começou a consolidar a Unicesumar em 20 de maio de 2022. Neste período, a base digital de estudantes expandiu-se em 15,6% em comparação com o mesmo período do ano passado, alcançando um total de 837,6 mil estudantes matriculados em cursos de Educação Digital até 30 de setembro de 2023. Além disso, houve um aumento combinado na admissão de 35% durante o 3T23 em comparação com o mesmo período de 2022, enquanto a admissão para o segundo semestre em ambas as empresas ainda está em andamento. Esse crescimento pode ser atribuído aos esforços de marketing robustos, ao aprimoramento contínuo da oferta de cursos e à confiança e engajamento dos estudantes.

A Receita Líquida totalizou R\$488,0 milhões no trimestre, um aumento de 21,8% em comparação com o mesmo período de 2022. O EBITDA Ajustado da Vitru no 3T23 aumentou 29,4% em relação ao 3T22, atingindo R\$185,7 milhões, com um aumento de 2,2 pontos percentuais na margem de EBITDA Ajustado (38,1%) em comparação com o mesmo período do ano passado. Esse crescimento reflete a capacidade de gerenciar a integração com a Unicesumar e entregar as sinergias esperadas, posicionando a empresa como líder de mercado no Brasil, conforme o Form 6k.

A empresa também anunciou recentemente sua terceira emissão de debêntures não garantidas em um montante principal de até R\$600 milhões (R\$500 milhões mais um valor adicional de R\$100 milhões que podem ser emitidos). Os recursos dessa nova emissão serão utilizados para antecipar o financiamento contratado pelos vendedores da Vitru em conexão com a combinação de negócios com a Unicesumar.

Em seu formulário 6k a Vitru demonstra o mais recente relatório do Censo do INEP destaca a Vitru como a principal empresa em Educação Digital no Brasil. Até o final do terceiro trimestre de 2023, a empresa registrou 860,7 mil estudantes, revelando um aumento significativo de 15,6% nos estudantes matriculados na graduação em Educação Digital.

Além disso, houve um aumento notável no ticket médio no segmento de Graduação em Educação Digital, elevando-se em 13,1% durante o 3T23 em comparação com o mesmo período do ano anterior. Esse aumento confirma a disciplina de preços e a diferenciação de produtos da Vitru, de acordo com o form. 6k.

No que diz respeito à receita, observou-se um crescimento expressivo na Receita Líquida do segmento central de Graduação em Educação Digital, atingindo um aumento de 20,1% no 3T23 em comparação com o 3T22. Isso contribuiu para um aumento geral na Receita Líquida Consolidada, que subiu 21,8%.

Enquanto o EBITDA Ajustado aumentou consideravelmente em 29,4% no 3T23 em comparação com o 3T22, a Margem de EBITDA Ajustada também teve um incremento de 2,3 pontos percentuais, atingindo 38,1% no 3T23 em comparação com o mesmo período do ano anterior. No entanto, apesar desses ganhos positivos, houve uma queda de 41,2% no Lucro Líquido Ajustado no 3T23 em comparação com o 3T22, totalizando R\$38,6 milhões.

Por outro lado, o Fluxo de Caixa Ajustado das Operações registrou um crescimento notável, aumentando em 76,3% para R\$259,9 milhões no 3T23 em comparação com o 3T22. A Conversão de Fluxo de Caixa Ajustada das Operações também aumentou significativamente, atingindo 169,2% em comparação com 109,8% no 3T22.

3.2.4 Perspectivas Futuras

Olhando para o futuro, de acordo com o último formulário 6k, a empresa está confiante nas perspectivas da Vitru. Acredita-se que o mercado de educação digital no Brasil continuará experimentando um crescimento sustentado, impulsionado por avanços em novas tecnologias, incluindo A.I. Além disso, o surgimento de metodologias ativas está emergindo como uma estratégia pedagógica poderosa. Ser a principal empresa de educação digital no Brasil coloca a empresa em uma excelente posição para aproveitar essas oportunidades.

3.2.5 Saída da Nasdaq para B3:

De acordo com reportagens da Bloomberg (ano) e do Valor Econômico (ano), é apontado a possibilidade de a Vitru liderar um movimento de retorno ao mercado nacional, destacando uma reversão de tendência observada em algumas empresas. Esse movimento é impulsionado, em parte, pelos benefícios que empresas brasileiras encontraram em um ambiente de juros baixos no exterior e avaliações atrativas durante o IPO. A concorrência intensa entre ações globalmente levou à negligência de empresas menores, gerando baixa liquidez e falta de cobertura analítica, exceto para empresas do setor financeiro (Nubank, PagSeguro, Stone e XP). Estas empresas ilíquidas são apelidadas de “ações órfãs” porque têm visibilidade mínima, resultando em liquidez reduzida e capitalização de mercado baixa. Outra característica que influencia a liquidez é a cobertura dos analistas, fator essencial para atrair investidores. As empresas mais líquidas são cobertas por mais analistas, enquanto muitas outras só recebem cobertura de analistas locais. Mesmo no caso da XP, monitorada por 12 analistas, apenas um é global, segundo dados do site de relações com investidores dessas empresas.

3.3 CI&T

3.3.1 História da empresa

Fundada em 1995 na cidade de Campinas como uma empresa de software, a CI&T atualmente se destaca como uma consultoria estratégica, apoiando grandes empresas e startups em sua jornada de transformação digital. Seu portfólio de clientes inclui nomes reconhecidos como Coca-Cola, Itaú e AB InBev. A empresa possui uma base de receita diversificada, com 45% proveniente de contratos com empresas americanas, 40% de origem de empresas da América latina 10% do mercado europeu e o restante proveniente do mercado asiático.

Os recursos captados no IPO, realizado na NYSE em novembro de 2021, estão direcionados para a expansão global da empresa, visando aquisições nos EUA e o aumento das operações na Europa. A oferta inicial arrecadou U\$ 166 milhões, elevando a avaliação total da empresa para aproximadamente U\$ 2 bilhões. Apesar do preço por ação estabelecido no patamar mais baixo da faixa indicativa, no primeiro dia de negociação, as ações subiram 21%, alcançando o valor proposto inicialmente como teto.

3.3.2 Crescimento Econômico

CI&T é uma empresa brasileira de tecnologia da informação e serviços de software. Ela optou por abrir seu capital no exterior, em um movimento que reflete o contexto econômico do período e os desafios enfrentados pelas empresas no Brasil durante os anos de 2015 e 2016 ilustrados no capítulo 1. Naquele período, a economia brasileira estava passando por uma recessão prolongada, com quedas significativas no PIB, aumento do desemprego, instabilidade política e incerteza econômica. As políticas governamentais estavam focadas em ajustes fiscais, redução de gastos públicos e tentativas de restabelecer a confiança dos investidores e agentes econômicos.

Para muitas empresas, especialmente aquelas que atuavam no setor de tecnologia e inovação, expandir-se no mercado interno tornou-se mais desafiador devido à desaceleração econômica e à redução dos investimentos. Abrir o capital no exterior pode ter sido uma estratégia adotada pela CI&T para buscar novas fontes de financiamento, acesso a mercados mais amplos e maior visibilidade internacional.

Ao optar por uma oferta pública inicial (IPO, na sigla em inglês) no exterior, a CI&T pode ter buscado capital adicional para financiar suas operações, investir em inovação, expansão e desenvolvimento de novos produtos ou serviços. Além disso, a abertura de capital no exterior poderia proporcionar à empresa uma maior liquidez, facilitando potenciais fusões e aquisições, parcerias estratégicas ou até mesmo fortalecimento da marca globalmente.

A decisão de abrir o capital no exterior reflete a busca por alternativas de crescimento e a capacidade de se adaptar a um ambiente econômico desafiador no Brasil. É uma estratégia que muitas empresas adotam para enfrentar condições adversas no mercado doméstico, aproveitar oportunidades de investimento e se posicionar de forma mais competitiva no cenário internacional.

3.3.3 Dados da empresa

De acordo com o form 6k da CI&T divulgado em agosto de 2023, a Receita Líquida foi de R\$571,8 milhões, um aumento de 8,9% em relação ao 2T22 ou um crescimento de 9,2% em moeda constante. O Lucro Líquido foi de R\$47,8 milhões em comparação com R\$26,0 milhões no 2T22, um aumento de 84,0% ano a ano. A distribuição geográfica da receita para o segundo trimestre de 2023 foi de 45% da América do Norte, 40% da América Latina, 10% da Europa e 5% da Ásia-Pacífico. O custo dos serviços prestados no 2T23 foi de R\$374,2 milhões, um aumento de 9,6% em comparação com o 2T22, e o lucro bruto foi de R\$197,6 milhões. O Lucro Bruto Ajustado no 2T23 foi de R\$211,4 milhões, 9,3% maior em comparação com o 2T22, e a margem de Lucro Bruto Ajustado foi de 37,0%, um aumento de 0,2 pontos percentuais em relação ao 2T22.

No 2T23, despesas de venda, gerais e administrativas (SG&A) e outras despesas operacionais foram de R\$120,0 milhões, 1,6% menores do que no 2T22, principalmente atribuídas a despesas não recorrentes de M&A em 2022. As despesas de depreciação e amortização totalizaram R\$23,1 milhões no 2T23, uma redução de 4,7%, explicada pela redução dos contratos de arrendamento de imóveis. A amortização de ativos intangíveis de empresas adquiridas foi de R\$11,3 milhões no 2T23, praticamente estável ano a ano conforme o formulário 6k.

No 2T23, o EBITDA Ajustado foi de R\$114,2 milhões, 13,8% superior ao do 2T22. A margem de EBITDA Ajustado foi de 20% no trimestre, um aumento de 0,9 ponto percentual em comparação com o 2T22, principalmente devido a despesas SG&A mais baixas como porcentagem da receita.

Despesas financeiras líquidas no 2T23 foram de R\$18,5 milhões, 5,4% superiores ao 2T22, principalmente impulsionadas por uma posição de dívida mais alta e taxas de juros, combinadas com uma variação cambial negativa no período comparável. No 2T23, o prejuízo líquido FX foi de R\$6,2 milhões, enquanto no 2T22 foi um ganho líquido FX de R\$13,3 milhões.

No 2T23, o imposto de renda foi de R\$11,3 milhões, uma redução de 37,3% em comparação com o 2T22, principalmente devido à amortização do ágio para fins fiscais. O imposto de renda pago (efeito em dinheiro) foi de R\$11,9 milhões, equivalente a uma alíquota fiscal de caixa de 20,1%.

O lucro líquido foi de R\$47,8 milhões no 2T23, 84% superior ao do 2T22. O Lucro Líquido Ajustado foi de R\$63,1 milhões, um aumento de 20,8% em comparação com o 2T22. A margem de Lucro Líquido Ajustado aumentou 1,0 ponto percentual, de 10,0% no 2T22 para 11,0% no 2T23, principalmente devido à diluição das despesas SG&A e menor despesa fiscal, em conformidade com o formulário 6k.

3.3.4 IPO na Nasdaq

Em sua carta de prospecto, a CI&T estimou-se que as ações de Classe A seriam vendidas em seu IPO por US\$ 15 e os recursos líquidos provenientes desta oferta seriam aproximadamente de US\$153,4 milhões após a dedução dos descontos estimados de subscrição, comissões e despesas estimadas da oferta a serem pagos pela empresa. A CI&T iria utilizar os recursos líquidos dessa oferta para financiar o capital de giro, financiar despesas de capital e realizar futuras aquisições estratégicas ou investimentos em outros negócios ou tecnologias que complementem suas estratégias de expansão e negócios atuais. Quaisquer recursos líquidos remanescentes iriam ser direcionados para fins corporativos gerais. No dia do IPO as ações da empresa subiram 20,80% de acordo com itforum sendo negociados por US\$ 18,12 e captando US\$ 195 milhões.

3.3.5 Perspectivas Futuras

Estratégias de Crescimento e expectativas de Mercado: Esperam que a receita líquida no terceiro trimestre de 2023 seja de pelo menos R\$545 milhões em moeda constante (R\$525 milhões em termos reportados), uma queda de 2% em comparação com o 3T22, de acordo com o formulário 6k divulgado.

Para o ano inteiro de 2023, estão atualizando a perspectiva de negócios. Esperam que o crescimento de receita líquida fique na faixa de 4,0% a 8,0% ano a ano, assumindo uma perspectiva de moeda constante (taxa de câmbio média de 5,17 BRL/USD em 2022). Além disso, estimam que a margem de EBITDA Ajustado seja de pelo menos 19% para o ano inteiro de 2023.

CONSIDERAÇÕES E ANÁLISE GERAL:

A escolha de empresas brasileiras em abrir capital nas bolsas dos Estados Unidos, em vez de optar pela B3, a bolsa brasileira, pode envolver uma série de considerações fundamentais, que justificam a utilização das regulamentações da SEC (Comissão de Valores Mobiliários dos EUA), o guia da B3, o guia da NYSE (Bolsa de Valores de Nova York) e o guia da NASDAQ (Bolsa de Valores NASDAQ), com uma abordagem profunda. A exposição a investidores internacionais, um ambiente de negociação altamente líquido e uma governança corporativa transparente podem resultar em maior interesse dos investidores e uma avaliação mais favorável das ações da empresa. Isso pode ser especialmente atraente para empresas brasileiras que buscam capital para financiar expansões, inovações ou projetos de grande escala. Abrir capital nos Estados Unidos pode reduzir a dependência das condições econômicas e políticas do Brasil, diversificando o acesso a capital e minimizando riscos associados a flutuações locais de mercado.

Considerando os efeitos da crise econômica de 2015-2016 sobre a economia brasileira e, especialmente sobre as empresas do setor financeiro, é essencial compreender a tomada de decisão de tais empresas de abrirem capital fora do país, enquanto forma de se financiarem em um contexto macroeconômico e diante de marcos regulatórios mais simples e de menor custo. A escolha de empresas brasileiras em abrir capital nas bolsas dos Estados Unidos, em vez de optar pela B3, a bolsa brasileira, pode envolver, como mencionado acima uma série de considerações fundamentais, que justificam uma abordagem profunda.

Em relação a XP Inc. ela emergiu no cenário financeiro brasileiro como um agente de transformação, buscando democratizar o acesso a produtos financeiros. Seu crescimento ao longo das últimas duas décadas foi impulsionado pela ênfase em tecnologia, conectando investidores a alternativas aos produtos bancários tradicionais. A abertura de capital na NASDAQ em 2019 foi um marco significativo, permitindo à XP captar recursos e consolidar seu valor no mercado internacional.

No entanto, durante o período de 2015 e 2016, o Brasil enfrentou uma recessão prolongada e desafios econômicos. A XP, por sua vez, optou por uma estratégia de expansão e captação de recursos ao abrir seu capital no exterior. Essa decisão permitiu

à XP diversificar suas fontes de financiamento, reduzindo a dependência do mercado financeiro nacional em meio à turbulência econômica.

Ao analisar os dados financeiros mais recentes da XP Inc., observa-se um crescimento consistente em sua receita e lucro, especialmente no segundo trimestre de 2023. A empresa demonstrou resiliência ao apresentar aumentos trimestrais e anuais em seus resultados, refletindo sua capacidade de inovação e adaptação ao mercado.

A XP Inc. também expandiu sua base de clientes e ativos sob gestão, aproveitando a crescente cultura de investimento no Brasil. Embora o crescimento da base de clientes tenha desacelerado em comparação ao trimestre anterior, a empresa continua a fortalecer sua presença, destacando-se principalmente no segmento varejista.

No contexto histórico-econômico de 2015 e 2016, o Brasil enfrentou uma recessão significativa, políticas contracionistas e desafios políticos. A XP, ao optar por abrir seu capital no exterior nesse período, mostrou agilidade em buscar alternativas e oportunidades fora do mercado nacional, contribuindo para sua resiliência e expansão nos anos subsequentes.

Em relação a regulamentação rigorosa da SEC estabelece padrões elevados de transparência e governança corporativa. Para empresas que optam por abrir capital nos EUA, cumprir essas regulamentações não apenas aumenta a confiança dos investidores, mas também demonstra um compromisso sólido com a prestação de informações financeiras precisas e completas. Além disso, as bolsas dos EUA, em particular a NYSE e a NASDAQ, são reconhecidas internacionalmente como alguns dos maiores e mais líquidos mercados de capitais do mundo. Isso proporciona às empresas brasileiras um acesso significativamente ampliado a uma base diversificada de investidores, incluindo investidores institucionais e estrangeiros que buscam oportunidades globais de investimento. A exposição a investidores internacionais, um ambiente de negociação altamente líquido e uma governança corporativa transparente podem resultar em maior interesse dos investidores e uma avaliação mais favorável das ações da empresa. Isso pode ser especialmente atraente para empresas brasileiras que buscam capital para financiar expansões, inovações ou projetos de grande escala.

Abrir capital nos Estados Unidos pode reduzir a dependência das condições econômicas e políticas do Brasil, diversificando o acesso a capital e minimizando riscos associados a flutuações locais de mercado.

Em seu guia do IPO (2022, p. 5), a B3 faz uma listagem de requerimentos para a abertura de capital, nela a B3 demonstra que para uma empresa que deseja abrir seu capital no Brasil deve estar em conformidade com as exigências legais e institucionais disciplinadas pela “Lei das S.A.” nº 6404/76. Sendo os principais requerimentos para se abrir o capital na B3: Ser uma sociedade constituída sob a forma de S.A; Ter três anos de demonstrações financeiras auditadas por auditor independente registrado na CVM (ou auditado desde o início para caso de empresas com menos de 3 anos); Designar diretor de RI estatutário; Possuir Conselho de Administração; Identificar eventual segmento de listagem e fazer o pedido de listagem e de admissão à negociação na B3; Realizar oferta pública de distribuição de valores mobiliários registrada ou dispensada de registro pela CVM; Devem ser observados também os requerimentos específicos dos segmentos de listagem escolhido.

De acordo com o Guia do IPO da B3, a companhia que deseja abrir seu capital deve optar por um segmento de governança corporativa. Essas governanças possuem normas próprias a serem seguidas. Foram estabelecidas, pela B3, 5 segmentos de autorregulação de governança corporativa: Bovespa mais, Bovespa mais nível 2, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, dentro delas a opção Novo Mercado é a de maior grau de condições estabelecidas e de acordo com o Guia do IPO da B3 essa opção é a que tem sido mais demanda pelas companhias e pelos investidores, pelo fato dos seus padrões superarem os exigidos pela legislação brasileira. A ilustração retirada do Guia do IPO resume a distinção entre elas.

De acordo com as orientações do guia da B3, o processo de registro como emissor inicia-se com a elaboração de diversos documentos e informações a serem apresentados à CVM e à B3, podendo a B3 comentar e solicitar alterações que devem ser atendidas para obtenção do registro. Os principais documentos são: formulário de referência, que descreve de forma detalhada as informações relevantes sobre a companhia, suas atividades, condições financeiras, etc.; o Estatuto Social, que deve ser elaborado ou alterado de forma a observar todas as regras de companhia aberta e do segmento de listagem escolhido; acordo de acionistas; formulário cadastral; demonstrações financeiras auditadas juntamente do Formulário de Informações

Trimestrais (ITR) e Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) do último exercício social. Após todos os documentos serem enviados e aprovados pela CVM e B3, o guia da B3 descreve que deve se iniciar o processo de registro da oferta pública, que também exige alguns documentos como: prospecto, que é o principal documento de divulgação da oferta; contrato de distribuição, que formaliza a relação entre a companhia e os coordenadores da oferta; anúncios e avisos aplicáveis, uma vez que a divulgação de anúncios de oferta pública tem requisitos específicos, que variam conforme a etapa da oferta; termo de adesão ao contrato de participação em sistema eletrônico, que deve ser entregue à B3.

Os requisitos para listar na NYSE incluem, entre outros, a apresentação de demonstrações financeiras auditadas por um auditor independente registrado na SEC e a manutenção de um conselho de administração independente. Da mesma forma, a NASDAQ possui padrões de listagem que incluem exigências de governança corporativa e requisitos de transparência financeira. Em ambos os casos, as empresas estrangeiras devem seguir as regras estabelecidas pelas bolsas e pela SEC para garantir a conformidade com as práticas contábeis e de divulgação.

Portanto, a decisão da empresa brasileira XP em abrir capital nos Estados Unidos, em vez de optar pela B3, pode ser motivada por uma combinação de fatores, incluindo a busca por um ambiente regulatório mais favorável, acesso a uma base diversificada de investidores e maior visibilidade nos mercados globais. A XP Inc. se destaca como uma empresa que soube se adaptar a diferentes cenários econômicos, utilizando estratégias inovadoras, como a abertura de capital no exterior, para enfrentar desafios e consolidar seu papel no mercado financeiro brasileiro. O contraste entre sua trajetória de sucesso e o contexto econômico brasileiro nos anos de 2015 e 2016 ressalta a importância da agilidade e inovação no mundo dos investimentos.

Integrando os aspectos mencionados no início desse capítulo, com a análise da decisão estratégica da Vitru Educação, é possível destacar a relevância desses pontos na escolha da empresa de listar suas ações na Nasdaq em 2020. A empresa enfrentou um contexto econômico adverso no Brasil durante a crise de 2015-2016, tornando a busca por financiamento e oportunidades de crescimento uma prioridade. Ao optar por ingressar na Nasdaq, a Vitru não apenas acessou um mercado internacional mais líquido e diversificado, mas também reforçou seu compromisso com a transparência e a governança corporativa, cumprindo as exigências rigorosas da SEC.

No Brasil, o período de 2015 e 2016 foi marcado por uma recessão prolongada, com quedas acentuadas no PIB e uma série de desafios fiscais e políticos. O governo de Dilma Rousseff implementou medidas ortodoxas, como ajustes fiscais e aumento das taxas de juros, na tentativa de estabilizar a economia. No entanto, essas políticas enfrentaram críticas e desafios de implementação, resultando em uma contração econômica significativa.

Por outro lado, a Vitru Educação, uma empresa do setor educacional com foco em Educação à Distância (EAD), optou por uma estratégia de expansão global durante esse período desafiador. Ao abrir seu capital na Nasdaq em 2020, a empresa buscou oportunidades de crescimento além das fronteiras nacionais, aproveitando o crescimento do mercado de EAD e buscando diversificar sua base de investidores.

A decisão da Vitru de listar suas ações na Nasdaq pode ser vista como uma estratégia para contornar as dificuldades enfrentadas no mercado interno brasileiro, buscando novas fontes de financiamento e expansão em um contexto global mais favorável. A empresa capitalizou o crescimento do mercado de EAD, especialmente durante a pandemia, expandindo sua base de clientes e consolidando sua posição como líder do setor no Brasil.

Essa entrada na Nasdaq pode ser vista como uma estratégia para aproveitar o crescimento do mercado internacional, diversificar sua base de investidores e acessar um ambiente de financiamento mais favorável. Ao listar suas ações em uma das principais bolsas dos EUA, a empresa buscou aumentar sua visibilidade global, expandir suas operações e potencialmente impulsionar seu crescimento, mesmo diante do cenário econômico adverso no Brasil.

Além disso, a Vitru aproveitou a oportunidade de captar recursos por meio do IPO na Nasdaq, direcionando parte desses recursos para a aquisição estratégica da Unicesumar em 2021. Essa aquisição permitiu à empresa consolidar sua posição como líder nos segmentos de EAD e cursos de medicina no Brasil, demonstrando sua capacidade de expansão e consolidação no mercado educacional.

Apesar do sucesso inicial na Nasdaq e do crescimento contínuo da empresa, a Vitru pode estar considerando uma possível saída do mercado internacional e retorno ao mercado brasileiro, como indicado por relatórios da Bloomberg e do Valor

Econômico. Essa decisão pode ser influenciada por uma série de fatores, incluindo a concorrência intensa entre as ações globais, a falta de cobertura analítica e a baixa liquidez das empresas brasileiras listadas no exterior. A empresa pode estar buscando aproveitar as avaliações atrativas e o ambiente de juros baixos no mercado brasileiro, além de melhorar sua visibilidade e liquidez entre os investidores locais.

A transição da Vitru da Nasdaq para a B3 pode representar uma estratégia para aumentar sua presença e liquidez no mercado brasileiro, aproveitando as oportunidades de financiamento e crescimento oferecidas pelo ambiente doméstico. Essa movimentação também pode refletir uma estratégia de longo prazo para fortalecer suas operações no Brasil e solidificar sua posição como líder do setor de EAD.

Em suma, a análise comparativa entre o contexto econômico brasileiro nos anos de 2015 e 2016 e a trajetória da Vitru Educação destaca a importância da adaptação e da busca por oportunidades em meio a desafios econômicos. As empresas que conseguem identificar e capitalizar tendências de mercado, além de implementar estratégias eficazes de crescimento, estão bem-posicionadas para enfrentar as adversidades e alcançar o sucesso a longo prazo.

Levando em conta os dados mencionados acima a decisão da CI&T de abrir seu capital no exterior, mais especificamente na NYSE, em novembro de 2021, foi influenciada por uma série de fatores econômicos e estratégicos. Ao analisar o contexto histórico econômico do Brasil nos anos de 2015 e 2016, percebe-se que o país enfrentou uma grave crise, com uma recessão prolongada, instabilidade política e incerteza econômica. Esses desafios podem ter levado a CI&T a buscar novas fontes de financiamento e oportunidades de expansão internacional, tornando o IPO uma estratégia atraente.

Durante o período de crise, as empresas brasileiras enfrentaram dificuldades para expandir no mercado interno devido à desaceleração econômica e à redução dos investimentos. Nesse contexto, a CI&T optou por abrir seu capital no exterior, buscando acesso a mercados mais amplos e maior visibilidade internacional. A abertura de capital na NYSE proporcionou à empresa não apenas capital adicional para financiar suas operações, mas também maior liquidez, facilitando potenciais fusões e aquisições, além de parcerias estratégicas.

Os dados financeiros da CI&T, conforme divulgados no form. 6k em agosto de 2023, destacam o crescimento da empresa e sua diversificação geográfica, com uma base sólida de clientes em diferentes regiões do mundo. A receita líquida e o lucro líquido apresentaram aumentos significativos em relação ao ano anterior, demonstrando a saúde financeira da empresa. Além disso, a distribuição geográfica da receita mostra uma presença forte nos mercados americano e latino-americano, o que pode ter influenciado a decisão de abrir o capital na NYSE.

Ao considerar as perspectivas futuras da CI&T, a empresa projeta um crescimento contínuo da receita e da margem de EBITDA ajustado para o ano de 2023. Essas projeções positivas indicam a confiança da empresa em sua capacidade de expandir suas operações e continuar gerando valor para os acionistas. No entanto, é importante notar que a empresa enfrenta desafios, como a queda esperada na receita líquida no terceiro trimestre de 2023, o que ressalta a necessidade de uma gestão eficaz e adaptação às condições do mercado.

Comparando o contexto histórico econômico do Brasil nos anos de 2015 e 2016 com a decisão da CI&T de abrir seu capital no exterior, é possível perceber que a empresa buscou alternativas de crescimento em um momento de desafios econômicos e incerteza. A abertura de capital na NYSE ofereceu à CI&T a oportunidade de diversificar suas fontes de financiamento, acessar mercados internacionais e fortalecer sua posição competitiva globalmente.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AÇÕES Bovespa e BM&F. **Status Invest**, 2024. Disponível em: <<https://statusinvest.com.br/>>. Acesso em 12 fev 2024.

ARQUIVOS SEC - Vitru IR. **Vitru Education**, 2023. Disponível em: <<https://investors.vitru.com.br/pt-br/informacoes-financeiras/arquivos-sec/>>. Acesso em: 05 out. 2023.

BACARIM, D. P. **Abertura de capital no Brasil como instrumento de expansão de crédito**. 2007. 140f. Dissertação (Pós-Graduação em Administração), Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2007. Disponível em: <<https://sapientia.pucsp.br/bitstream/handle/1194/1/Danilo%20Papin%20Bacarim.pdf>>. Acesso em:

BRASILEIRA Vitru, de ensino à distância, pode captar US\$ 310 mi em IPO na Nasdaq: Empresa definiu a faixa de preço entre US\$ 22 e US\$ 24 por ação e se juntaria a outros três brasileiras de educação listadas nos EUA. **CNN Brasil**, 08 set. 2020. Disponível em: <<https://www.cnnbrasil.com.br/economia/brasileira-vitru-de-ensino-a-distancia-pode-captar-us-310-mi-em-ipo-na-nasdaq/>>. Acesso em: 09 out. 2023.

CARNEIRO, R.; BALTAR, P.; SARTI, F. **Para além da política econômica**. 1. ed. São Paulo. Editora Unesp. 2018. 367p.

CONTAS Nacionais Trimestrais: Indicadores de Volume e Valores Correntes. *In*: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. **Indicadores IBGE**. Disponível em: <https://ftp.ibge.gov.br/Contas_Nacionais/Contas_Nacionais_Trimestrais/Fasciculo_Indicadores_IBGE/2015/pib-vol-val_201504caderno.pdf>. Acesso em: 30 abr. 2023

DOCUMENTOS SEC. **XP Inc. RI**, 2023. Disponível em: <<https://investors.xpinc.com/informacoes-financeiras/documentos-sec/>>. Acesso em: 05 set. 2023.

DOIDGE C.; KAROLYI A.; STULZ R. M. Why are foreign firms listed in the U.S. worth more?. **Journal of Financial Economics**. v.71, p. 205-238. Out. 2002. Disponível em: <<https://bpb-us-w2.wpmucdn.com/u.osu.edu/dist/0/30211/files/2016/05/US-worth-more-2ia5kne.pdf>>. Acesso em: 10 mar. 2023

EUFORIA com IPO nos EUA esfria e cria 'órfãs' da América Latina: Em alguns casos, as ações negociam até mesmo com desconto em relação a pares negociadas nas bolsas domésticas. **Valor Econômico**, 11 set. 2023. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/coluna/euforia-com-ipo-nos-eua-esfria-e-cria-orfas-da-america-latina.ghtml>>. Acesso em: 27 nov. 2023.

FERREIRA M. A.; MATOS P. The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. **Journal of Financial Economics**. V.88, p. 499-533. Mar. 2008. Disponível em: <<https://www.darden.virginia.edu/sites/default/files/inline-files/ferreiramatoscorsinvestorsjfejun08.pdf>>. Acesso em: 10 mar. 2023

GUIA do IPO na B3: Etapas e conceitos importantes, da tomada de decisão à vida de companhia aberta. Disponível em: <<https://www.b3.com.br/data/files/8E/A3/51/BB/06AD2810AA8B5C28AC094EA8/B3%20-%20Guia%20do%20IPO.pdf>>. Acesso em: 05 mai. 2023

GUIMARÃES, FERNANDA. Brazilian NY-listed companies reverse courses, now target B3: Of 18 companies that have gone public on the New York stock exchanges since 2017, only four have more daily liquidity. **Valor International**, São Paulo, 22 set. 2023. Disponível em: <<https://valorinternational.globo.com/markets/news/2023/09/22/brazilian-ny-listed-companies-reverse-paths-now-target-b3.ghtml>>. Acesso em: 09 nov. 2023.

IPO da XP: ações fecham com alta de 27% em sua estreia na Nasdaq: Ativos tiveram forte alta durante todo o pregão; volume negociado dos ativos na bolsa americana foi de US\$ 33,598 milhões. InfoMoney, 11 dez 2019. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/mercados/xp-estreia-na-nasdaq/>>. Acesso em: 03 mar 2024.

KENY, D. **Ações no exterior: 14 empresas que abriram capital fora: Maturidade das bolsas americanas e exposição aos investidores globais levam companhias brasileiras a negociar ações no exterior.** Gorila Blog, 2022. Disponível em: <<https://gorila.com.br/blog/acoes-no-exterior>>. Acesso em: 09 jul 2023.

KUNTZE, B. L. **Abertura de capital em bolsas de valores estadunidenses por empresas brasileiras de tecnologia: um estudo de caso de IPO's internacionais entre 2017 e 2021.** 2022. 112f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Relações Internacionais) - Centro Socioeconômico, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2022. Disponível em: <<https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/243165/Monografia%20Final.pdf?sequence=3&isAllowed=y>>. Acesso em: 08 fev. 2023

MELLO, G.; ROSSI, P. Do industrialismo à austeridade: a política macro dos governos Dilma. Campinas: Unicamp, 2017. Disponível em: <<https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/3538/TD309.pdf>>. Acesso em: 23 fev. 2023

MESQUITA, M. **A política econômica do governo Dilma: a volta do experimentalismo.** Insper: Coletânea de Capítulos "Sob a Luz do Sol, uma agenda para o Brasil", 2014. Disponível em: <https://pucsp-my.sharepoint.com/:b:/g/personal/mrferreira_pucsp_br/Ed8PTv1fVZ1lj3z0eKjdbTQB73c7bRlX9CE_EVERq29fOg?e=yKKSaC>. Acesso em: 17 fev. 2023

NASDAQ. Initial Guide Listing. Disponível em: <<https://listingcenter.nasdaq.com/assets/initialguide.pdf>>. Acesso em: 05 mai. 2023

NYSE. Ipo guide. Disponível em: <https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/listing/nyse_ipo_guide.pdf>. Acesso em: 08 mai. 2023

PIB cai 3,5% em 2015 e registra R\$6 trilhões. **Agência de Notícias IBGE**, 09 nov 2017. Disponível em: <<https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-sala-de-imprensa/2013->

agencia-de-noticias/releases/17902-pib-cai-3-5-em-2015-e-registra-r-6-trilhoes>. Acesso em: 30 abr. 2023.

PROSPECTUS 13,043,478 Class A Common Shares. **CI&T Inc.** Disponível em: <<https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0001868995/f43ee4cc-1261-4b07-81c1-9d78f5a43a4a.pdf>>. Acesso em: 12 out. 2023

QUANTO custa para fazer um IPO na bolsa e como as empresas se preparam. **B3 Bora Investir**, 03 ago. 2023. Disponível em: <<https://borainvestir.b3.com.br/noticias/empresas/quanto-custa-para-fazer-um-ipo-na-bolsa-e-como-as-empresas-se-preparam>>. Acesso em: 05 out. 2023.

REIS, Y. R. **IPO nos EUA: motivação por trás da abertura de capital de empresas brasileiras nas bolsas americanas de 2018-2022**. 2022. 31f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Atuariais) - Escola Paulista de Política, Economia e Negócios, Universidade Federal de São Paulo, Osasco, 2022. Disponível em: <<https://repositorio.unifesp.br/bitstream/handle/11600/66885/TCC%20-%20Yasmin%20Reis%20-%20v3.pdf?sequence=5&isAllowed=y>>. Acesso em: 08 fev.2023

REPORT of Foreign Private Issuer Pursuant to Rule 13A-16 Under the Securities Exchange Act of 1934. **United States Securities and Exchange Comissions**. Disponível em: <<https://investors.ciandt.com/investors-info/financials/sec-filings/sec-filings-details/default.aspx?FilingId=16874152>>. Acesso em: 12 out. 2023

RIZÉRIO, Lara. XP (XPBR31) lucra R\$ 977 mi no 2º trimestre, melhora margens e cresce 100% na receita de cartões: Margem de lucro antes de impostos (Ebt) subiu na comparação trimestral e anual, alcançando 27,3%. **InfoMoney**, 14 out. 2023. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/mercados/xp-xpbr31-resultados-segundo-trimestre-2023/>>. Acesso em: 02 out. 2023.

SOARES, Rebeca. Mais rentáveis em Wall St? Por que brasileiras fazem IPO nos EUA: Ao todo, as 11 empresas listadas somam mais de US\$ 8,3 bilhões de valor arrecadado em captação. **Estadão**, 18 out. 2021. Disponível em: <<https://einvestidor.estadao.com.br/mercado/ipo-empresas-brasileiras-eua-wall-street/>>. Acesso em: 20 nov. 2023.

SPECHT, M. L. **Evidenciação das vantagens de abertura de capital em empresas brasileiras**. 2021. 23f. (Bacharelado em Ciências Contábeis), Universidade de Caxias do Sul, Caxias do Sul, 2021. Disponível em: <<https://repositorio.ucs.br/xmlui/bitstream/handle/11338/10673/TCC%20Mainardi%20Luis%20Specht.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em: 05 jun. 2023.

STEFFEN H. C.; ZANINI F. A. M. Abertura de Capital no Brasil: Percepções de executivos financeiros. 2012. Disponível em: <<https://www.scielo.br/j/rcf/a/jFB7RSctSRTbyjzft3Fwwth/?format=pdf&lang=pt>>. Acesso em: 16 ago. 2023.

TCU. Relatório: Contas da Presidente da República. Disponível em: <<file:///C:/Users/Samsung/Downloads/Ac%C3%B3rd%C3%A3o%202523%20de%202016%20Plen%C3%A1rio.pdf>>. Acesso em: 17 nov 2023.

TREVIZAN, K. Itaú Unibanco acerta compra de participação de 49,9% da XP Investimentos: Banco informou ainda que pode adquirir a totalidade da empresa de investimentos no futuro. O negócio ainda está sujeito à análise do Cade. **G1**, 11 mai 2017. Disponível em: < <https://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/itau-unibanco-acerta-compra-de-participacao-de-499-da-xp-investimentos.ghtml>>. Acesso em: 18 out 2023.

TUDO sobre as stocks: ações dos EUA. **Status Invest**, 2023. Disponível em: <<https://statusinvest.com.br/acoes/eua/>>. Acesso em: 15 out. 2023.

UNITED States Securities and Exchange Comission.Vitru Limited announces third quartel 2023: Financial Results. Washington D.C. Disponível em: <<https://s3.amazonaws.com/sec.irpass.cc/2806/0001558370-23-018913.htm>> Acesso em: 09 set. 2023.

UPDATED Investor Bulletin: Investing in an IPO. U.S. **Securities and Exchange Comission**, 2023. Disponível em: <<https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/updated-investor-bulletin-investing-ipo>> Acesso em: 08 jun. 2023.

VANTAGENS e Desvantagens de uma Empresa ser de Capital Aberto. **Investidor em Valor**, 2018. Disponível em: <<https://investidoremvalor.com/empresa-de-capital-aberto/>> Acesso em: 30 maio 2023.

VARIAÇÃO anual (R\$/US\$). **Estatísticas de Índices**, 2024. Disponível em: <<https://sistemaswebb3listados.b3.com.br/indexStatisticsPage/variation/IBOVESPA?language=pt-br>>. Acesso em: 30 ago. 2023.

VITRU. Vitru Limited: Common Shares. Disponível em: <<https://s3.amazonaws.com/sec.irpass.cc/2806/0000950103-23-014028.htm>>. Acesso em: 23 set. 2023

WHAT is a Registration Statement?. **U.S. Securities and Exchange Comission**, 14 out. 2023. Disponível em: <<https://www.sec.gov/education/smallbusiness/goingpublic/registrationstatement>>. Acesso em: 08 fev. 2023.

XP Inc (XP): Resultado Corporativo - 2T23. **Avenue Blog**, 16 ago. 2023. Disponível em: <<https://avenue.us/resultados-trimestrais/xp-inc-resultado-2t23/>>. Acesso em: 12 set. 2023.

XP Inc. (XP) Statistics & Valuation. **Stock Analysis**, 2024. Disponível em: <<https://stockanalysis.com/stocks/xp/statistics/>>. Acesso em: 16 set. 2023.

XP Inc. é eleita a empresa de serviços financeiros mais inovadora do Brasil: A XP participa da pesquisa desde 2020, quando ficou na 5ª posição em Serviços Financeiros. Já em 2021, passou para o segundo lugar na mesma categoria. **InfoMoney**, 26 jul. 2022. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/negocios/xp-inc-e-eleita-a-empresa-de-servicos-financeiros-mais-inovadora-do-brasil/>>. Acesso em: 25 set. 2023.

XP Intrinsic Valuation and Fundamental Analysis. **Alpha Spread**, 2023. Disponível em: <<https://www.alphaspread.com/security/nasdaq/xp/summary#fundamental-analysis>>. Acesso em: 20 set. 2023.

XP, R. XP Investimentos, há 18 anos transformando o mercado financeiro do país: XP Investimentos, uma das maiores empresas financeiras do Brasil, quer melhorar a vida financeira dos brasileiros. **Expert XP**, 2020. Disponível em: <<https://conteudos.xpi.com.br/aprenda-a-investir/relatorios/xp-investimentos/>>. Acesso em: 25 fev 2024.

XP: XP Inc., cotação, dividendos e indicadores. **Status Invest**, 2023. Disponível em: <<https://statusinvest.com.br/acoes/eua/xp>>. Acesso em: 15 set. 2023.