

IPO NA PRÁTICA

Lições aprendidas por empresários que passaram pelo processo

ARTICA

Insper

Instituto
de Ensino
e Pesquisa

[B]³

INTRODUÇÃO

A oferta pública inicial (IPO, sigla em inglês de *Initial Public Offering*) é o processo no qual uma empresa passa a ter ações negociadas em bolsas de valores. É um evento transformacional, que impacta diversas áreas internas da companhia, bem como sua forma de se relacionar com os stakeholders externos: bancos, fornecedores, clientes, acionistas, entre outros.

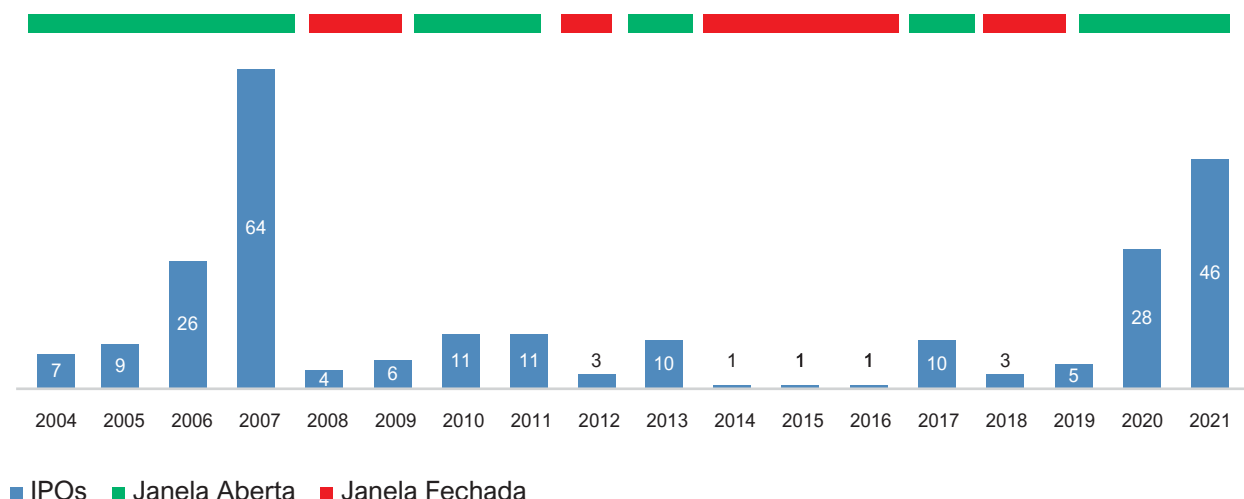
O IPO permite que a Companhia levante recursos para fazer frente às suas necessidades de investimento, e também que seus acionistas vendam suas ações ao mercado. Um benefício adicional é que empresas abertas geralmente possuem maior acesso a fontes de recursos financeiros do que empresas fechadas. Isso ocorre porque estas empresas são obrigadas a possuir um alto nível de profissionalização, uma estrutura de governança formalizada, além de dar transparência a seus negócios e fornecer informações financeiras padronizadas e verificadas por auditoria externa. Diversos investidores institucionais, como alguns fundos de pensão, por exemplo, possuem em seu regulamento restrições a investir em companhias que não atendam a estes pré-requisitos. Com este acesso a um maior número de investidores, a companhia tem um acesso facilitado ao capital, seja por meio de rodadas subsequentes de emissões de ações (*follow-ons*), seja por meio da emissão facilitada de instrumentos de dívida.

Adicionalmente, companhias listadas têm posições mais favoráveis em processos de fusões e aquisições, uma vez que têm como alternativa realizar o pagamento utilizando suas ações que, por serem negociadas em Bolsa, têm melhor aceitação como moeda negocial. O IPO pode também gerar maior engajamento de colaboradores por meio da criação de programa de remuneração baseado em ações e aumentar a visibilidade da companhia para aquisição e retenção de talentos, além de fortalecer a marca da empresa.

Por outro lado, companhias abertas precisam de uma estrutura de gestão robusta para fazer frente às demandas regulatórias e do mercado de capitais. Além disso, externalidades de mercado e momentos de alta volatilidade, por exemplo, podem impactar significativamente o valor das ações das companhias, independentemente de seu desempenho financeiro e/ou operacional. Seus gestores precisam saber navegar estas situações, tomando decisões de negócio com base em fundamentos e não em percepções do mercado, bem como estarem preparados para responder aos questionamentos do mercado financeiro.

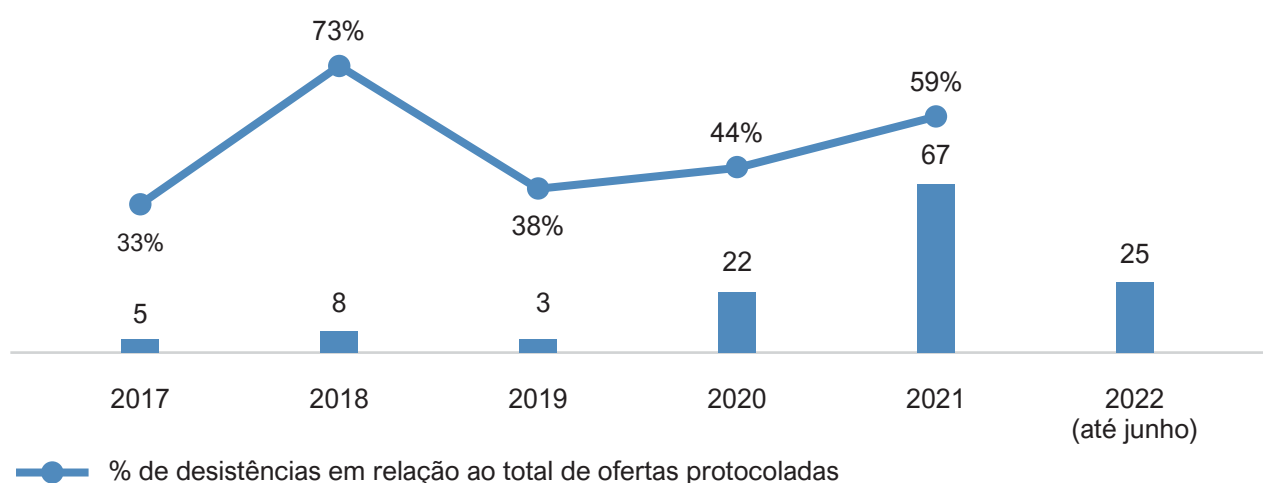
Um dos principais desafios para a realização de um IPO é o *timing*. Conforme pode ser observado na Figura 1, o mercado de ações é caracterizado por períodos (janelas) favoráveis e desfavoráveis para emissões de ações, marcados pela mudança no apetite dos investidores por ativos de renda variável. Fatores macroeconômicos, como alterações significativas na taxa de juros, perspectivas de crescimento do país, situações políticas, entre outros, determinam a abertura e fechamento dessas janelas, que podem durar de alguns meses até anos. A volatilidade e imprevisibilidade das janelas acabam inviabilizando algumas ofertas.

Figura 1 | Quantidade de IPOs concluídos entre 2004 e 2021



Um período de maior apetite dos investidores, ou seja, “uma janela aberta”¹, não garante necessariamente a conclusão de um IPO. Entre 2017 e 2021, diversas empresas que deram início a um processo de IPO não conseguiram finalizar a abertura de capital (Figura 2).

Figura 2 | Quantidade de ofertas públicas iniciais indeferidas ou com desistência registrada



Dentre as companhias que não finalizaram o processo entre 2011 e 2021, 86% não tentaram uma listagem pela segunda vez. Por outro lado, dentre as companhias que o fizeram, somente duas não obtiveram sucesso (das quais uma não tentou pela terceira vez, e a outra conseguiu se listar no único caso de três tentativas de IPO desde 2011).

A jornada de abertura de capital possui inúmeros desafios. Quando não é bem-sucedida, surgem diversos questionamentos: Por que a empresa não conseguiu abrir seu capital? Os investidores não gostaram da tese de investimento? Ficaram com receio de algum risco relevante? Não tiveram confiança no *management*? Acharam que a empresa não valia o quanto estava sendo pedido?

¹ Janela aberta no Brasil caracterizada por um ano com 7 ou mais ofertas e fechada com 6 ou menos ofertas.

Entender em que situações outras companhias tiveram dificuldades, ou até mesmo falharam, pode ser muito útil para empresas que estão considerando uma oferta. O processo possui despesas fixas que costumam ficar entre R\$ 3 milhões e R\$ 10 milhões (~1,0% do valor da oferta, de acordo com a média das ofertas realizadas entre 2004 e 2021), além do fee a ser pago aos bancos em caso de sucesso (melhor explicado posteriormente no **Guia Prático para Formação do Sindicato**).

É importante destacar que o IPO deve ser visto como um meio para acessar o mercado de capitais e obter os benefícios de uma empresa aberta, e não um fim em si mesmo. O processo começa muito antes da oferta formal, e deve continuar por muito tempo após sua realização.



Agenda

01. Sumário executivo

02. Descrição da amostra

03. Considerações estratégicas pré-IPO e motivação

04. Preparação e execução do IPO

05. Após a realização do IPO

06. Conclusão

SUMÁRIO EXECUTIVO



Este estudo compartilha informações e aprendizados de 30 empresas que já passaram pelo processo de IPO. Tem como objetivo auxiliar o empresário que deseja abrir o capital de sua empresa e ter um maior conhecimento sobre os principais desafios do processo, e, assim, poder se preparar melhor, aumentando a probabilidade de sucesso da oferta.

As questões das entrevistas foram divididas em três momentos da trajetória de abertura de capital de uma empresa: (i) considerações estratégicas pré-IPO e motivação; (ii) preparação e execução do IPO; e (iii) após a realização do IPO. As principais conclusões foram:

Considerações estratégicas pré-IPO e motivações:

67%

das companhias entrevistadas consideraram alternativas de levantamento de recursos além do IPO, a principal delas sendo captação via fundos de *private equity* (95%);





70%

das companhias entrevistadas realizaram algum movimento estratégico pré-IPO. O mais comum deles foi o investimento por fundos de *private equity*;








As motivações mais citadas para a realização de um IPO foram captação de recursos para financiamento de uma estratégia de expansão (93%) e garantia de liquidez para acionistas (40%).

Preparação e execução do IPO:

-  O Sindicato dos Bancos foi considerado como importante ou muito importante no processo por 77% dos entrevistados;
-  Os critérios para a escolha de bancos do Sindicato que tiveram as maiores notas² foram: a experiência do banco em *deals* de *equity* como um todo (nota 2,5) e em *deals* do setor (nota 2,3), superando o relacionamento prévio com a empresa enquanto credores (nota 2,1);
-  A maior dificuldade enfrentada pelas empresas não investidas por fundos de *private equity* em relação à preparação da documentação necessária foi o levantamento de informações financeiras/contábeis no curto prazo (82% dos casos). Um percentual bem menor entre as empresas que haviam sido investidas por esses fundos relatou ter enfrentado essa dificuldade (23%);
-  Os desafios de governança mais citados pelos entrevistados foram melhoria dos controles internos e composição de um conselho de administração qualificado.

Após a realização do IPO:

-  Com poucas exceções, os entrevistados (92%) consideraram que o IPO foi uma decisão benéfica para a companhia;
-  Os benefícios do IPO mais citados foram acesso ao capital, força da marca e atração e retenção de talentos;
-  O ponto negativo mais comentado foi a sensibilidade do preço das ações a variações do mercado;
-  A compreensão sobre a importância da preparação prévia para o IPO foi o aprendizado com o processo citado por um maior número de empresas;
-  80% das empresas reconheceram que ter um *storytelling* bem elaborado poderia ter facilitado o processo;

77%

Quando questionados sobre o que fariam de diferente, a resposta mais comum pelos entrevistados (77%) foi que teriam demorado mais tempo para preparar a empresa e organizar o processo, seguida por uma maior administração do *timing* da janela;

80%

O principal fator citado por fundadores e empresários para a geração de valor aos acionistas no pós-IPO foi ter uma performance financeira alinhada às projeções (80%).

Além disso, foram incluídas diversas citações dos entrevistados referentes aos respectivos temas das seções no seguinte formato:



Citação

Agenda

01. Sumário executivo

02. Descrição da amostra

03. Considerações estratégicas pré-IPO e motivação

04. Preparação e execução do IPO

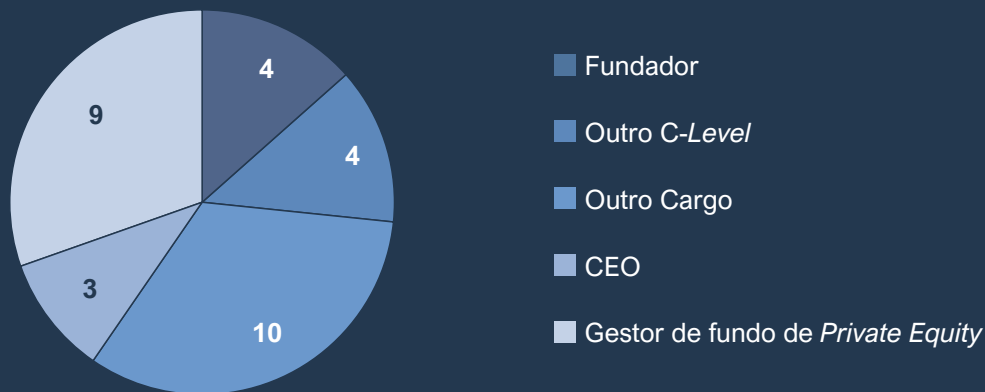
05. Após a realização do IPO

06. Conclusão

DESCRIÇÃO DA AMOSTRA

Para a elaboração deste estudo foram entrevistados 30 empresários e executivos (C-Level) de empresas que passaram pelo processo de IPO entre os anos de 2018 e 2021 (Figura 3).

Figura 3 | Perfil dos entrevistados



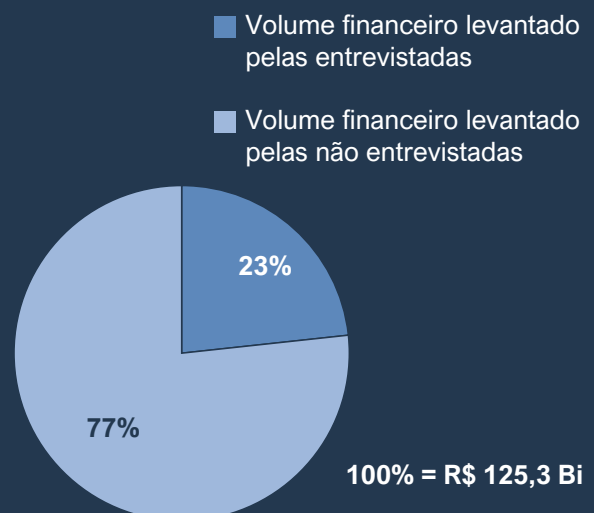
Das 30 empresas entrevistadas, 5 não concluíram o processo de IPO. Isso equivale a 16,7% da amostra, ou seja, aproximadamente metade do índice de 37,5% de empresas que registraram o processo entre 2018 e 2021 na CVM e não o concluíram (Figura 4)

Os 25 entrevistados que concluíram o processo representam 30% dos 82 IPOs que ocorreram entre 2018 e 2021, e movimentaram um total de R\$ 29,6 bilhões em suas ofertas, com valores variando entre R\$ 300 MM e R\$ 3 bilhões. Esse valor corresponde a 23% do volume financeiro levantado no período por meio de ofertas públicas iniciais (Figura 5).

Figura 4 | Tentativas de IPOs e ofertas iniciais realizadas entre 2018 e 2021



Figura 5 | Tentativas de IPOs e ofertas iniciais realizadas entre 2018 e 2021



Dentre as empresas participantes do estudo que concluíram o processo de abertura de capital, 6 tinham um valor de mercado inferior a R\$ 2 bilhões no momento do lançamento das ações (Figura 6), 50% tinham entre os acionistas fundos de *private equity* (Figura 7) e a grande maioria (92%) foi listada no Novo Mercado – segmento de listagem destinado a empresas que se comprometem com os padrões de governança corporativa mais elevados exigidos pela B3 (Figura 8).

Figura 6 | Distribuição das empresas entrevistadas por faixa de valor de mercado do *equity* no momento da oferta

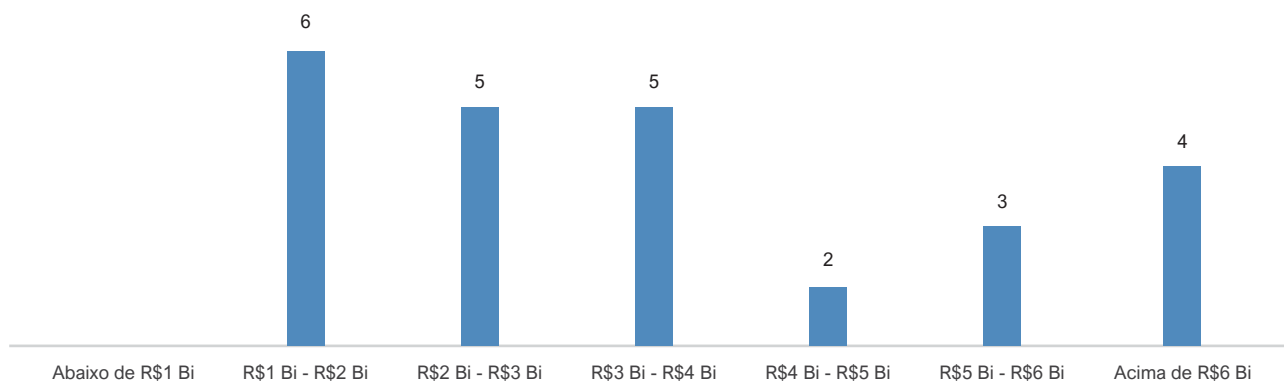


Figura 7 | Presença de fundos *private equity* nas empresas entrevistadas

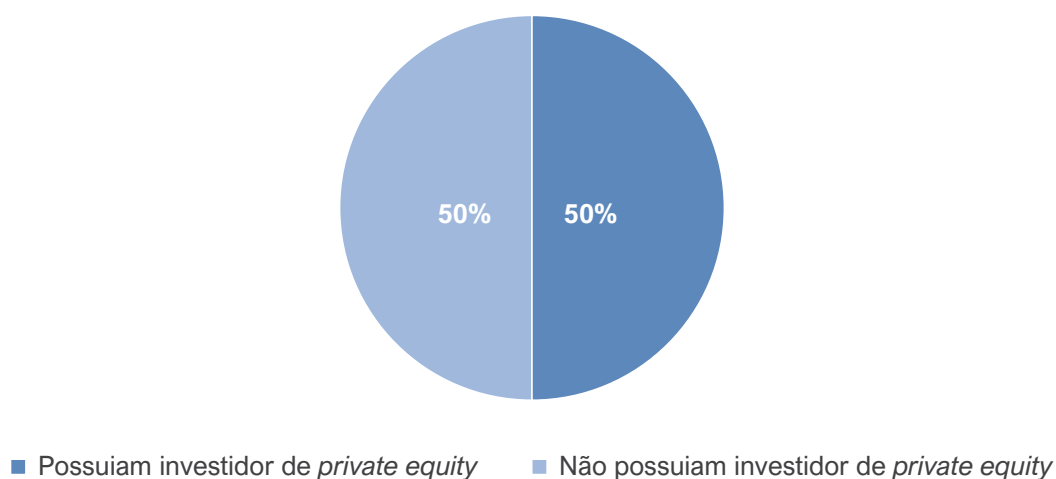
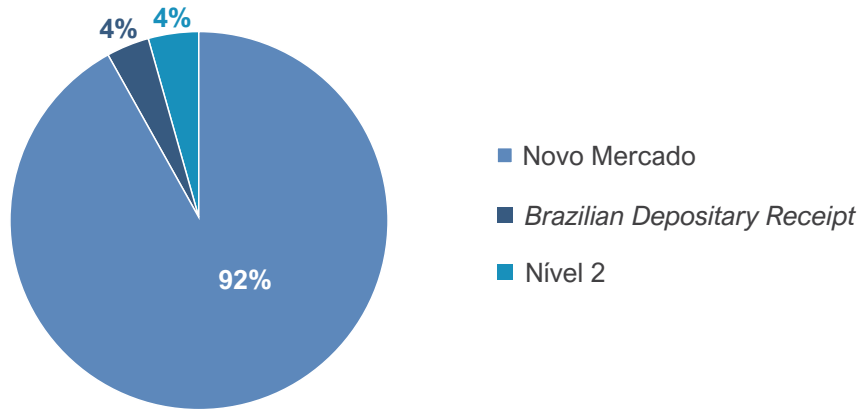
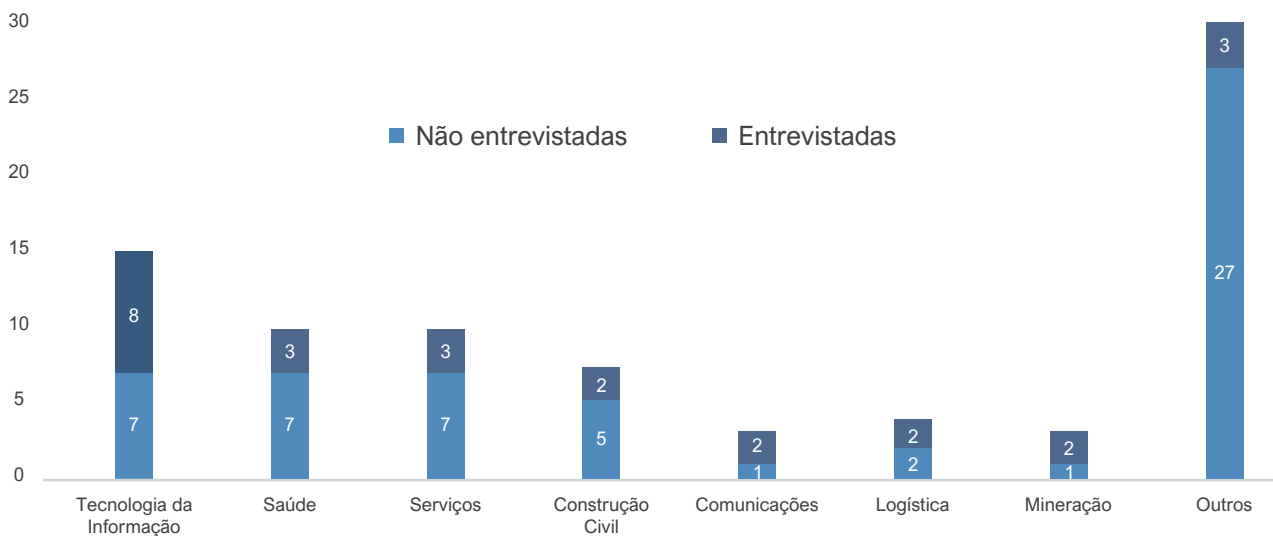


Figura 8 | Percentual das ofertas da amostra nos níveis de governança



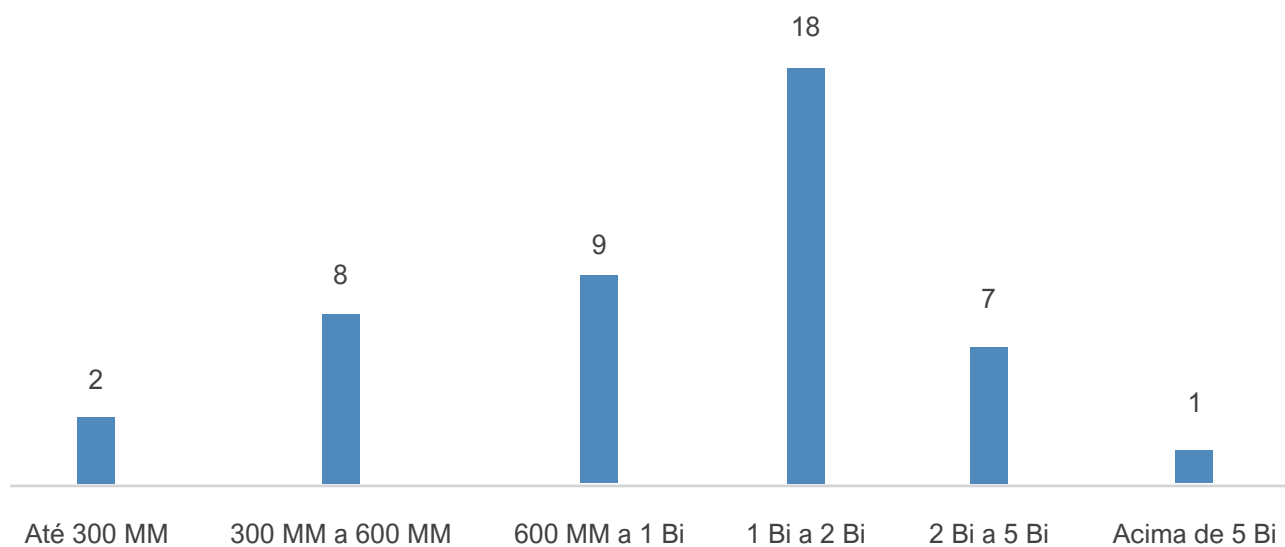
Os três setores com maior representatividade na amostra foram Tecnologia da Informação (30% das entrevistadas), Saúde (13%) e Construção Civil e Serviços (10% cada). Esses também foram os setores com maior número de IPOs registrados na CVM no mesmo período (18% de Tecnologia da Informação, 12% de Saúde e 12% de Construção Civil e Serviços. (Figura 9).

Figura 9 | Distribuição setorial das empresas que realizaram IPO entre 2018 e 2021:

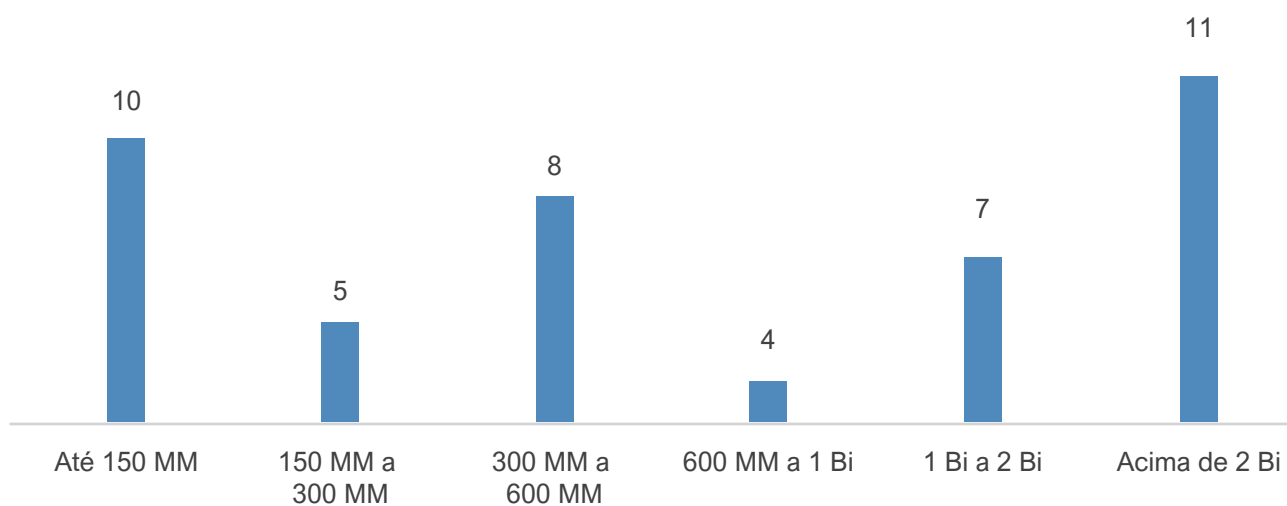


As ofertas do setor de Tecnologia da Informação tiveram tamanho médio de R\$1 bilhão, ou seja, estavam na menor faixa de tamanho. Empresas de tecnologia, em geral, projetam uma forte curva de crescimento e, portanto, os investidores são mais receptivos a ofertas menores nesse setor. A expectativa de alto crescimento e, por consequência, maior retorno do investimento, possibilitam que investidores participem de ofertas e executem compras menores do que o comum. Ofertas menores como essas são razoavelmente recentes no Brasil. Em 2021, por volta de 20% dos IPOs realizados no Brasil foram ofertas menores do que R\$ 600 milhões e, aproximadamente, um terço das empresas que realizaram a listagem possuía receita líquida inferior a R\$ 300 milhões.

de IPOs por tamanho da oferta em 2021



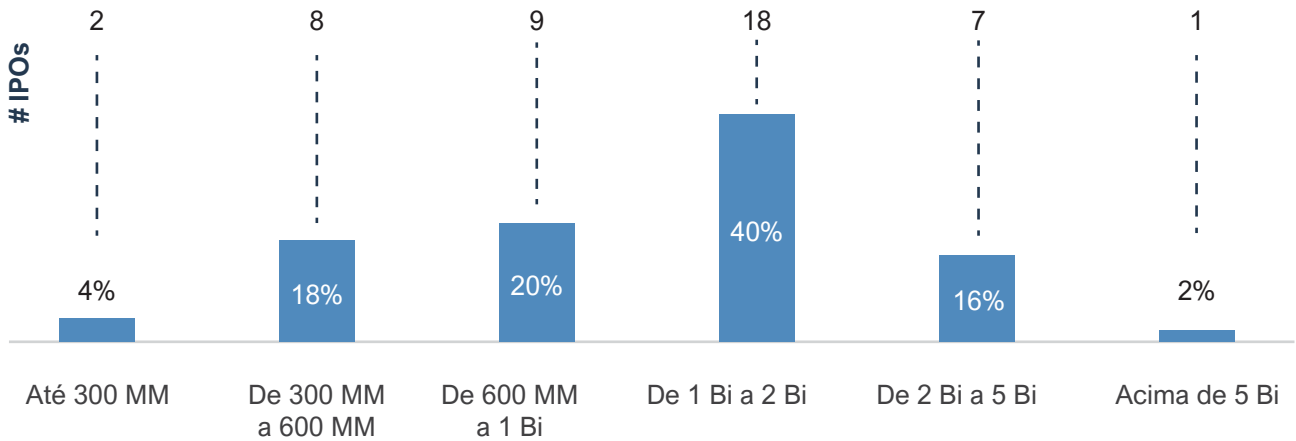
Receita líquida das empresas



Diversidade de tamanhos de Empresas e de Ofertas - IPOs 2021

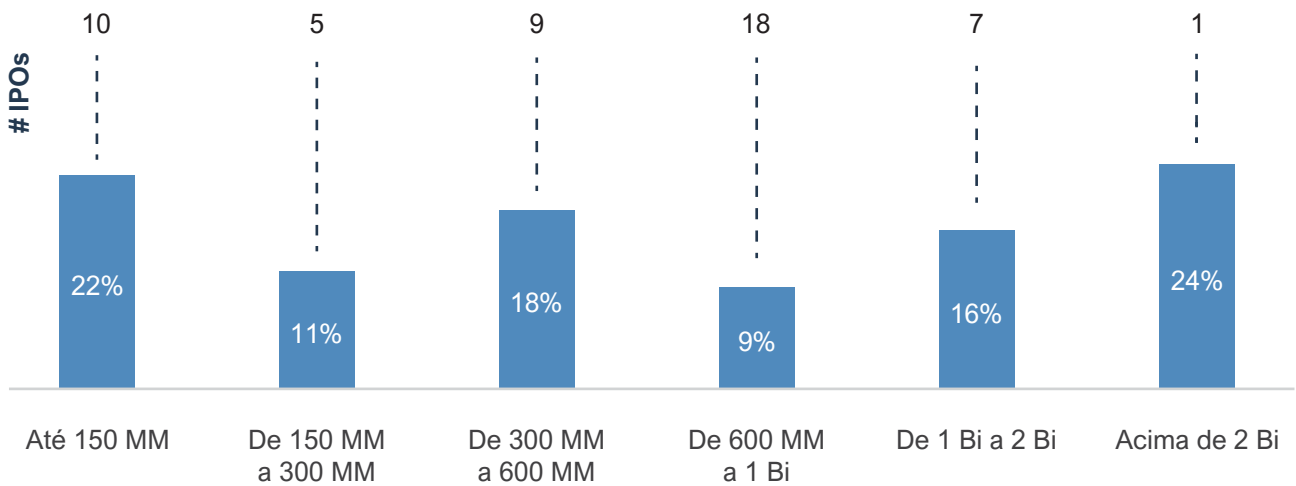
Tamanho médio dos IPOs - valor de oferta (R\$) - 2021

42% dos IPOs do período foram captações abaixo de R\$ 1 Bilhão



Tamanho médio dos IPOs - valor de oferta (R\$)² - 2021

60% das companhias que abrem capital tinham receita líquida anual abaixo de R\$ 1 Bi



² Receita líquida dos 4 trimestres anteriores à oferta

Agenda

01. Sumário executivo
02. Descrição da amostra
- 03. Considerações estratégicas pré-IPO e motivação**
04. Preparação e execução do IPO
05. Após a realização do IPO
06. Conclusão

CONSIDERAÇÕES ESTRATÉGICAS PRÉ-IPO E MOTIVAÇÃO



Alternativas Estratégicas ao IPO

Um registro de oferta malsucedido, ou seja, que não resulta numa listagem, pode ter como consequência, além do desgaste do processo, um aumento considerável em custos atrelados à estrutura de governança e auditoria. A empresa também irá tornar públicas informações sobre sua operação e estratégia sem obter o benefício de acessar o mercado de capitais.

Por esses motivos, a dúvida de iniciar ou não o processo de IPO é algo que permeia a vida de muitas companhias. Por mais que existam inúmeros benefícios de ter suas ações negociadas em bolsa, os desafios atrelados a isso também são consideráveis. Porém, caso a companhia não esteja confortável com a decisão da abertura de capital, existem outras opções alternativas para financiar seu crescimento ou endereçar os interesses de seus acionistas.



“O maior desafio de todo o processo foi ter certeza de que a listagem era o caminho correto.”

Como as janelas de IPOs são muito voláteis, é difícil prever se o mercado de capitais estará favorável no momento exato da precificação de um IPO. Por isso, pode ser recomendável ter um plano B para acessar outras fontes de capital. Para manter essa opcionalidade, muitas empresas perseguem um processo *dual* ou multitrack (exemplo: enquanto a empresa executa seu IPO, continua discutindo alternativas de financiamento com dívidas e/ou fundos de *private equity* e/ou venda para estratégicos simultaneamente). O Quadro 1 compara as alternativas de obtenção de recursos e liquidez para os acionistas.

Dentre os entrevistados, 67% cogitaram alternativas de captação de recursos alternativas ao IPO, sendo a mais citada uma rodada de captação com fundos de *private equity* (95%), seguida por uma

venda (parcial ou total) para estratégicos (60%), captação de dívida com bancos (40%), e emissão em mercado de capitais (30%).

Um terço dos entrevistados (33%) não considerou alternativas ao IPO (Figura 10). Quando se segmenta as empresas por tamanho, percebe-se que esse percentual é maior dentre empresas de maior porte (mais de R\$ 2 bilhões de capitalização de mercado – *market cap*). Dentre as empresas de maior porte, 38% não avaliaram nenhuma outra estratégia versus 20% entre empresas de menor porte.

Figura 10 | Empresa que avaliariam alternativas ao IPO

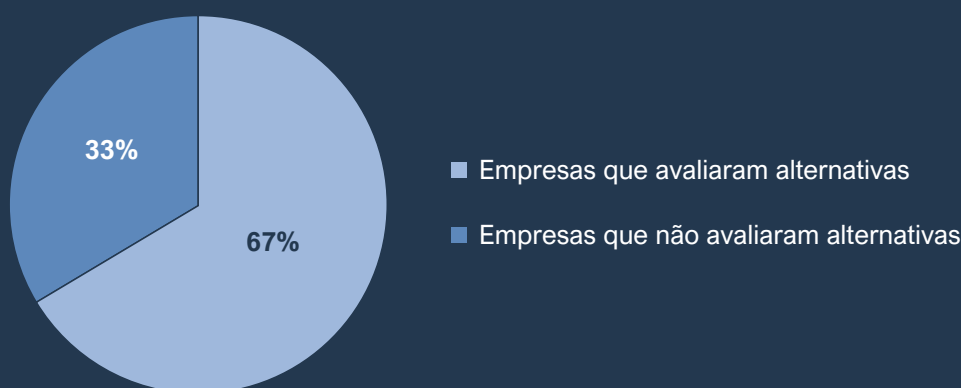
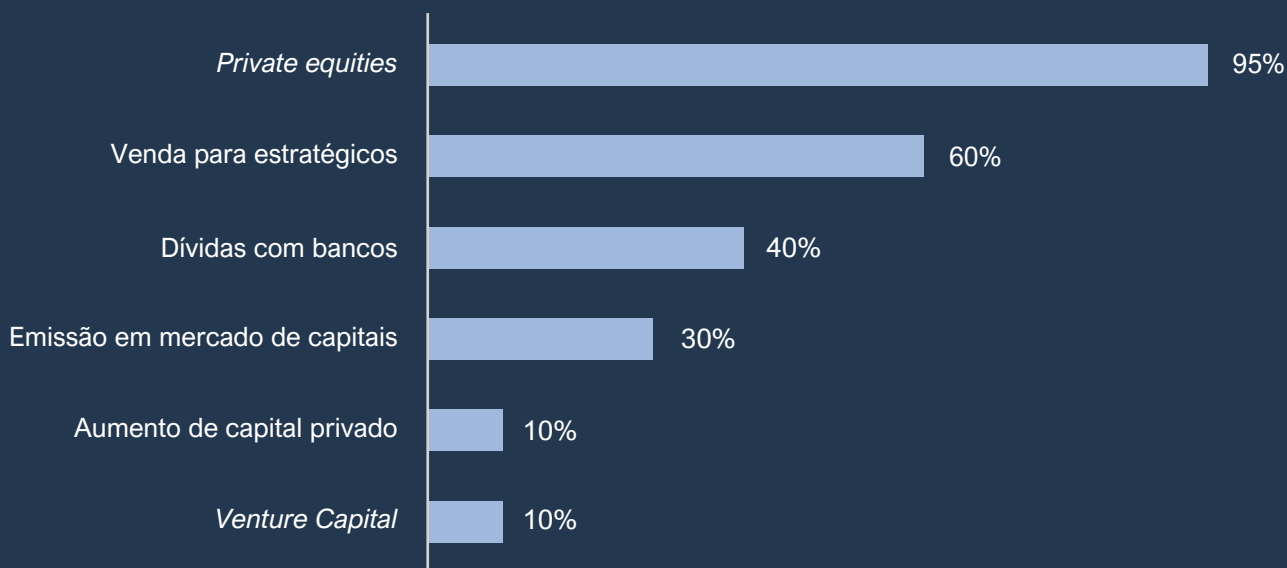


Figura 11 | Alternativas a IPO citadas pelas empresas entrevistadas que avaliaram outras estratégias



“Começamos o processo como um Dual Track. O IPO já era a primeira opção, porém, a venda de participação da companhia para fundo ou investidor estratégico era uma opção.”

Quadro 1 – Prós e contras de alternativas de obtenção de recursos e liquidez para os acionistas

Privado		
	Prós	Contras
<p>Venda para Investidor Financeiro (private equity/family office/ venture capital)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Pode ser um passo intermediário para um IPO; • De maneira geral, processo é ágil e a tomada de decisão para assuntos do dia a dia tende a ser rápida; • Investidor pode ser “<i>smart money</i>” aportando conhecimento, aplicando boas práticas de gestão e governança e auxiliando na contratação de executivos-chave e conselheiros; • Alto alinhamento na geração de valor; • Pode reduzir alavancagem financeira ao financiar crescimento com emissão de novas ações; • Estrutura de investimento pode incluir componente de venda secundária, dando liquidez parcial aos fundadores; • Está disponível em momentos de alta volatilidade ou “janelas fechadas” do mercado de capitais. 	<ul style="list-style-type: none"> • Investidor pode não conhecer detalhes do setor de operação da companhia, levando um tempo mínimo de aprendizagem; • Investidor financeiro usualmente busca vender sua participação em 5 e 7 anos e, potencialmente, pode forçar venda total da companhia; • Gestão compartilhada com potenciais divergências na definição de estratégias da companhia. Exemplo: foco na geração de valor no horizonte de investimento do fundo <i>versus</i> longo prazo; • Potencial mudança de executivos chave dos investidores (Exemplo: mudança de <i>C-Level</i> indicados) e de conselheiros.

	Prós	Contras
Venda para estratégico	<ul style="list-style-type: none"> • Em geral, existem sinergias, portanto, o <i>valuation</i> pode ser superior quando comparado a um investidor financeiro. As sinergias podem ter diversas naturezas, por exemplo: comerciais (penetração em novos mercados), redução de custos (verticalização na produção, escala na área de suprimentos), etc; • O estratégico pode comprar 100% ou parcela majoritária com opção para adquirir 100% após um período pré-definido; • O investidor possui grande conhecimento no setor de atuação da companhia; • Menos dependente de janelas de mercado. 	<ul style="list-style-type: none"> • Tomada de decisão pode ser mais lenta quando comparada a investidor financeiro; • Perda de controle parcial ou total sobre a companhia; • Mudanças de executivos da compradora; • Incerteza sobre estratégia de médio prazo; • Risco de não aprovação ou exigência de modificação de termos da transação pelo CADE.
Captação de dívida	<ul style="list-style-type: none"> • Não há discussão de <i>valuation</i>; • Não há diluição dos sócios da companhia; • Processo mais rápido que demais alternativas; • Benefício fiscal (a despesa financeira deduz a base de impostos e contribuições a pagar); • Disciplina no uso de caixa imposta pelo pagamento de juros e amortização; • Custo da dívida menor que o custo de capital. 	<ul style="list-style-type: none"> • Necessidade de manutenção e negociação de indicadores financeiros (<i>covenants</i>) e garantias; • Aumento da alavancagem da companhia, podendo impactar <i>ratings</i> de crédito e taxas para captação de novas dívidas; • Níveis elevados de alavancagem financeira podem dificultar a captação de novas dívidas.

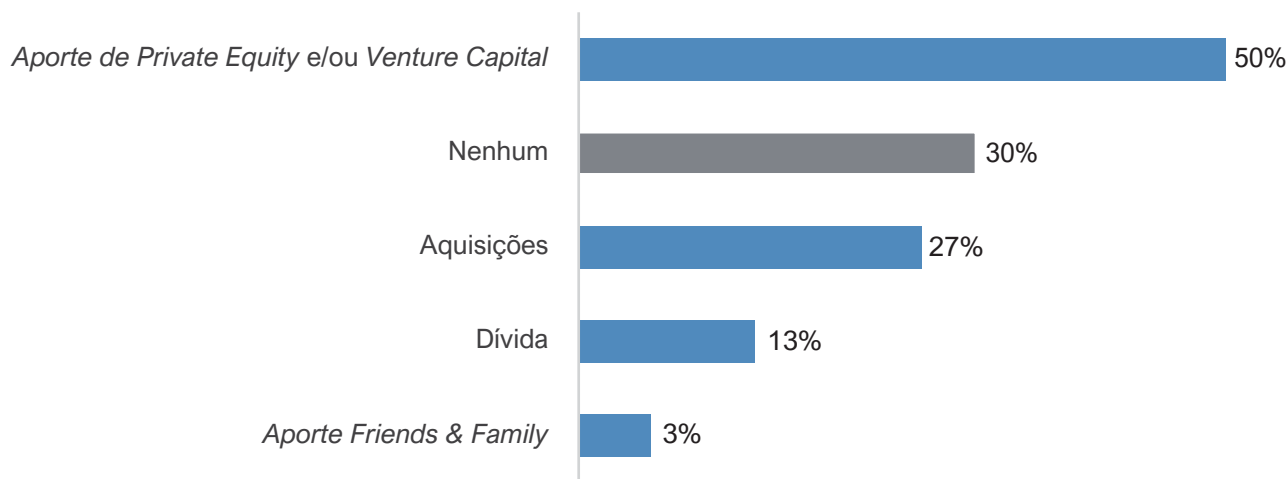
	Prós	Contras
IPO	<ul style="list-style-type: none">• Maior independência dos sócios na gestão pós-<i>deal</i>;• Maior facilidade de acesso a captações de recursos posteriores (<i>follow-on</i>, entre outros);• Facilitação em processos de M&A (ações como moeda de troca);• Negociação de ações na bolsa a qualquer momento;• Aumento no reconhecimento e visibilidade da companhia perante o mercado e clientes;• Melhoria nos níveis de governança e boas práticas;• Perenidade do negócio.	<ul style="list-style-type: none">• Empresa precisa ter estrutura profissional e governança para lidar com as exigências regulatórias para companhias abertas;• Necessidade de informações e divulgação pós-<i>deal</i>, que antes eram mantidas como confidenciais;• Ponto de atenção: é importante que a gestão mantenha o foco no longo prazo e lide com pressões. Isso porque o preço das ações se torna mais sensível ao humor do mercado e a eventos macroeconômicos;• Necessidade de ajustar divulgação de informações aos padrões de mercado, bem como contratação de auditoria contínua.

Fonte: Elaborado pelos autores

Das companhias entrevistadas, 70% captaram recursos financeiros e/ou deram liquidez parcial para acionistas por meio de um desses caminhos estratégicos antes da realização do IPO. Em torno de metade das empresas (50%) recebeu investimentos de *private equity* ou *venture capital*, e 13% contraíram dívidas (Figura 12).



Figura 12 | Houve algum movimento estratégico durante a preparação para o IPO?



Fonte: Empresas entrevistadas para o estudo

Definição do uso dos recursos captados

Uma oferta de ações pode ser primária, na qual ocorre a emissão de novas ações, e o dinheiro obtido vai para o caixa da empresa, ou secundária, na qual os acionistas correntes vendem suas ações para os novos, e o dinheiro circula entre os sócios, promovendo liquidez.

Dentre os R\$ 29,6 bilhões levantados entre as empresas entrevistadas, 58% corresponderam a capital primário e 42% a secundário. Houve 10 casos de oferta exclusivamente primária e somente um caso de oferta exclusivamente secundária entre os entrevistados (Figura 13).

Figura 13 | Distribuição de volume financeiro captado pelas empresas entrevistadas entre primário e secundário



Todas as empresas entrevistadas citaram a captação de recursos primários para crescimento como um dos principais motivadores para o IPO. Liquidez para acionistas – oferta secundária – foi citada por 40% das companhias.

Um percentual menor de entrevistados declarou ter como motivação os benefícios indiretos gerados pelo IPO: aumento de credibilidade / visibilidade (13%), facilidade de acesso ao capital (10%) e programas de incentivo (10%). O aproveitamento da abertura da janela de mercado foi uma motivação bastante citada por 23% dos entrevistados (Figura 14).

Figura 14 | Qual foi a motivação para a realização do IPO?



Fonte: Empresas entrevistadas para o estudo

Go no-Go

Após considerar todas as alternativas, caso o IPO seja de fato viável e visto como a melhor opção pelos acionistas, a empresa deve começar sua preparação para o processo.

Agenda

01. Sumário executivo
02. Descrição da amostra
03. Considerações estratégicas pré-IPO e motivação
- 04. Preparação e execução do IPO**
05. Após a realização do IPO
06. Conclusão

PREPARAÇÃO E EXECUÇÃO DO IPO



A jornada de empresa privada para entidade listada muitas vezes envolve uma grande mudança em processos, cultura e, em alguns casos, até mesmo nas estruturas organizacionais e pessoais das companhias. Companhias que se prepararam de forma antecipada às necessidades de mercado e regulatórias de empresas abertas tendem a conquistar mais autonomia e flexibilidade para decidir o momento de entrada no mercado e ter um processo mais suave em sua abertura de capital, seja em momentos de janelas “largas” de mercado ou janelas mais “apertadas”.

O Processo de Preparação



“Se soubesse que tínhamos que preencher tantos documentos teria me preparado antes.”

O processo de IPO típico pode levar até dois anos (variando de acordo com o nível de preparação da companhia e o momento de mercado), separados nas seguintes fases:

Fase	Descrição
Preparação de um <i>equity story</i>	<i>Equity story</i> é o conjunto de fatores que compõe a tese de investimento da companhia e dita como ela se posiciona no mercado perante a seus clientes e potenciais competidores. Estrutura, também, sua história, seus números, suas fortalezas e diferenciais, seu <i>management</i> em conjunto com a estrutura corporativa e suas oportunidades e planos para o futuro. É importante que a companhia tenha esses fatores bem claros antes de iniciar o processo de IPO. Além disso, é válido que a companhia destaque a motivação para buscar seu IPO.

Fase	Descrição
<i>Non deal roadshow</i>	Antes ou depois da escolha de assessores financeiros, a companhia pode fazer uma primeira rodada de reuniões com potenciais investidores, ainda sem uma oferta oficial, para, primeiro, testar o interesse do mercado e refinar o <i>equity story</i> e, depois, ir ao mercado oficialmente.
Escolha dos assessores	Seleção do time de assessores, incluindo bancos, advogados, auditores e outros <i>advisors</i> .
Definição do <i>timing</i> da oferta e uso dos recursos	Definição de janela de precificação e prazos e datas limites do processo considerando seus principais marcos regulatórios. Além disso, caso a oferta possua componente primário, é importante que a companhia prepare um plano detalhado de uso dos recursos a serem captados e esteja pronta para justificar ao mercado como aplicará este capital extra e como ele gerará retorno ao negócio.
Adequação a exigências contábeis	Auditoria dos últimos três anos e criação dos mecanismos contábeis para perpetuação deste processo de auditoria em bases trimestrais a partir da listagem.
Adequação a exigências de governança	Preparação da documentação da oferta para obtenção de registro no regulador e listagem na bolsa de valores, criação de área de RI, composição de conselho de administração e comitês necessários, estrutura de reporte de números (tanto internos quanto para o mercado), etc.
Execução do <i>marketing</i> da oferta	Confecção de materiais de <i>marketing</i> (modelo financeiro e apresentações), e realização de reuniões com fundos de investimento (<i>roadshow</i>).
Precificação da oferta	Escolha do preço por ação a ser utilizado na oferta e alocação das ações ofertadas entre os fundos de investimento que tiveram demanda.

Construção de um *equity story* e de um plano de negócios



“Tínhamos uma empresa organizada, mas fazíamos as coisas do nosso jeito. Para o IPO, temos que falar a “linguagem” do mercado, acompanhar os indicadores que eles acompanham e tudo mais.”

Para um IPO ter demanda suficiente para seguir adiante, a companhia deve despertar o desejo dos investidores e passar segurança de que o capital alocado contribuirá para o crescimento da empresa e, conseqüentemente, proporcionar ganhos com o investimento. É importante que seja apresentada uma tese de investimento aos interessados na oferta. Essa tese é comumente descrita no mercado financeiro como *equity story*.

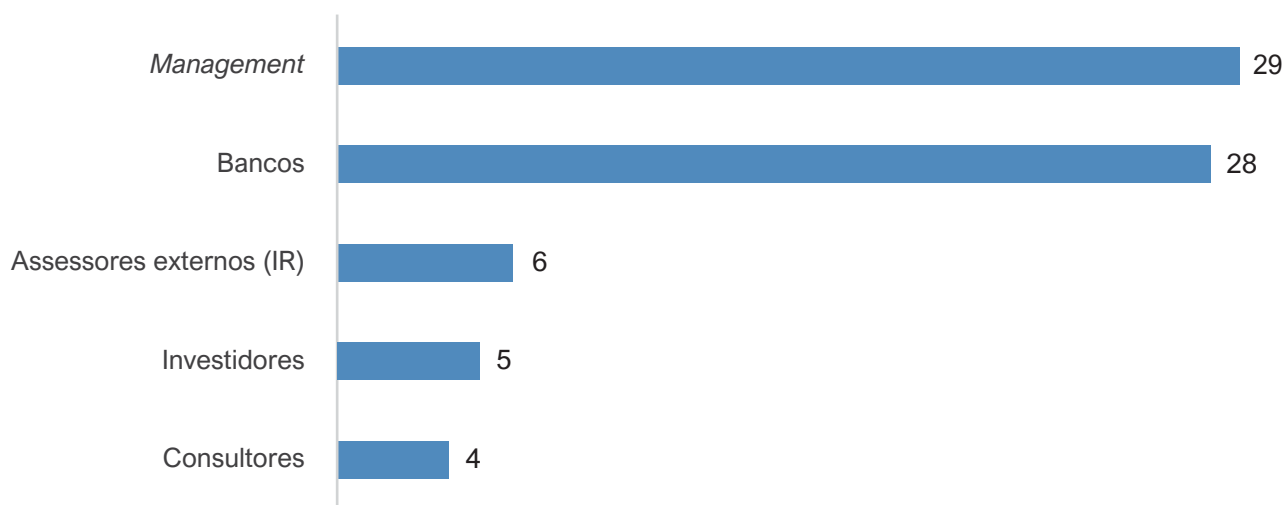
O *equity story* conta a história da companhia destacando seus pontos fortes, vantagens competitivas, principais realizações em sua trajetória, qualificações do time executivo e acionistas, principais avenidas de crescimento, oportunidades mapeadas, entre diversos outros temas.

Ele é contado não só em apresentações escritas e reuniões com investidores, mas também suportado pelas projeções financeiras da companhia. É importante salientar a necessidade de ter cautela ao divulgá-las (inclusive evitando a inclusão dessas projeções em materiais distribuídos ao mercado), que devem sempre estar muito bem embasadas, uma vez que podem ancorar as expectativas do mercado sobre a sua performance. O IPO geralmente é uma alavanca para financiar crescimento, então, é importante alinhar a necessidade de capital do plano de negócios com os recursos provenientes da oferta. O investidor precisa entender como o dinheiro captado será alocado e qual o resultado esperado desse investimento em detalhes.

Esses materiais de *marketing* são, normalmente, elaborados e defendidos aos investidores pelos executivos da companhia, em conjunto com seus acionistas e assessores financeiros. Esses últimos, geralmente, são compostos apenas pelos bancos contratados como coordenadores da oferta. É comum, porém, haver a participação de assessores externos ao Sindicato para auxiliar a empresa com uma visão de fora do processo.



Figura 15 | Quais dos agentes envolvidos no processo de IPO auxiliaram na elaboração dos materiais de *marketing* (apresentações e *business plan*)?



Escolha dos Assessores

Para realizar uma oferta de ações é necessário envolver diversos agentes, entre eles, os bancos de investimento, escritórios de advocacia nacionais e internacionais, auditores, B3 ou bolsas de valores internacionais (em caso de ofertas internacionais), CVM, entre outros.

Sindicato de Bancos de Investimento

Auxiliam na preparação de materiais de *marketing* que comunicam ao mercado o *equity story* e o *business plan* da companhia da melhor forma possível.

Estruturam a oferta e executam *marketing* e distribuição dos ativos, bem como agendam e gerenciam as reuniões de *roadshow* com investidores.

Consultores Jurídicos

Assessoram, em aspectos regulatórios e de riscos, a divulgação de materiais publicitários. Na maioria dos casos, é necessária a contratação de quatro escritórios de advocacia (um nacional e um internacional para a companhia, e um nacional e um internacional para os bancos do Sindicato).

Preparam os documentos exigidos para a oferta.

Auditor Contábil Auditam todas as informações históricas da companhia para os documentos da oferta, respeitando a legislação e melhores práticas contábeis.

Assessores Atuam em todas as fases do IPO, auxiliando, principalmente, na Financeiros preparação da empresa. Externos

Participam da confecção dos materiais de *marketing* e desenvolvem o modelo financeiro detalhado com profundo conhecimento do negócio baseados por premissas dos principais executivos e acionistas da empresa – o modelo financeiro inclui todas as iniciativas estratégicas que a companhia irá implementar após seu IPO.

Além disso, exercem um papel de assessoria independente para os acionistas e executivos da empresa.

Assessores externos não são mandatórios para o IPO, mas podem ter grande valor para a companhia e seus acionistas.

Além dos consultores listados acima, ainda pode ser relevante contar com as seguintes assessorias:

- Assessor contábil para matérias específicas (IFRS, BRGAAP, questões tributárias, etc.)
- Consultorias estratégicas para análise de KPIs da indústria e comparações com *benchmarks* de mercado, análise de riscos da operação e construção de uma comunicação do *equity story* convincente.

Toda oferta pública deve ser conduzida por uma instituição financeira autorizada a atuar na distribuição de valores mobiliários. Geralmente, o banco coordenador líder trabalha em conjunto com outras instituições de forma a compor um sindicato escolhido pela companhia, com divisão de tarefas bem definida entre as instituições.

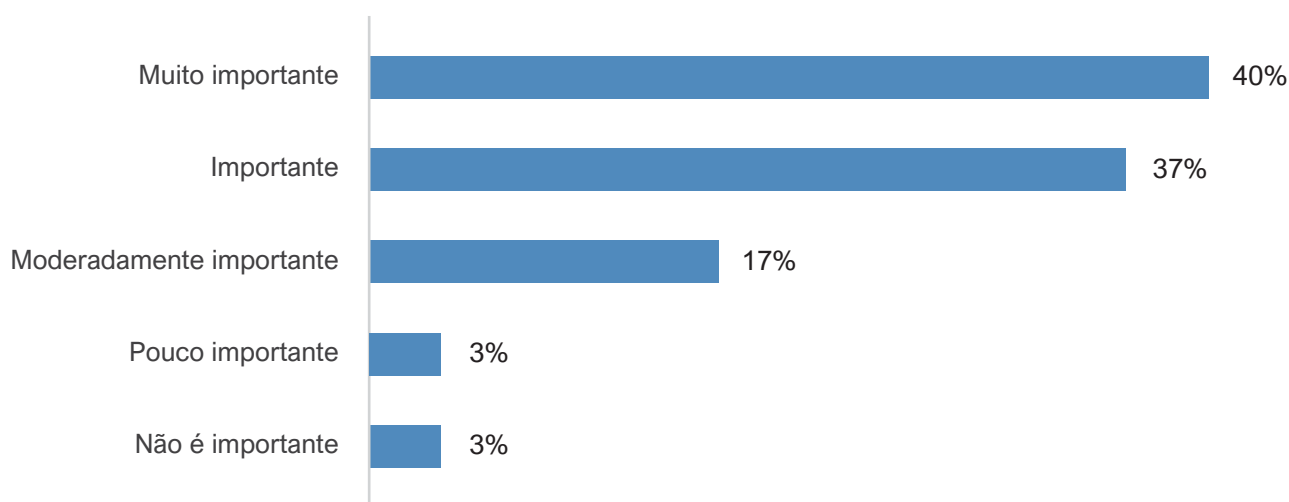
O Sindicato de Bancos é fundamental para a conclusão e realização do IPO. Além de conduzir o andamento da oferta e a intermediação dos agentes anteriormente citados, é responsável por determinar, em conjunto com a companhia, as características do IPO. Essas definições incluem o volume de captação de recursos, a composição da oferta entre primária e secundária, a determinação do momento adequado para sair a mercado, a avaliação da companhia junto à definição da faixa de preço para a ação, a criação do *marketing* da oferta, acesso e abordagem aos investidores para realização do *bookbuilding* (livro de ordens), precificação e alocação das ações entre os investidores interessados, distribuição, entre outros.

Na alocação, é importante destacar também o papel do banco de evidenciar os perfis dos fundos aos acionistas, indicando quais são investidores de curto prazo (*hedge funds*, importantes para que a ação possua liquidez) e de longo prazo (*long-onlys*, investidores alinhados à estratégia da companhia e menos propensos a vender o papel rapidamente). Não surpreende, portanto, que 40% dos entrevistados tenham dado nota máxima à importância do Sindicato para o sucesso da transação (Figura 16).



“Sentimos uma falha de suporte e orientação do Sindicato, não sabíamos todos os passos da oferta e backups dos documentos foram solicitados pouco antes da data limite do arquivamento.”

Figura 16 | **Frequência de notas atribuídas à importância do Sindicato em uma oferta pelas empresas entrevistadas**



Fonte: Empresas entrevistadas para o estudo

A composição do Sindicato é fundamental para que o processo de IPO seja bem estruturado e alinhado aos interesses da companhia. Os sindicatos são formados, em média, por três ou quatro bancos, porém, não é difícil vermos Sindicatos compostos por até sete instituições.



“Ouvimos mais de 10 bancos para definir o Sindicato e não tínhamos um número certo de bancos que fariam parte. Se fizesse sentido e pudesse contribuir de forma diferente aos demais, a gente poderia considerar colocar na oferta.”

A escolha dos bancos que farão parte do Sindicato inclui diversos fatores, como o relacionamento prévio da companhia com o banco, presença de instrumento financeiro vigente no banco, relacionamento do acionista com o *banker*, experiência do banco no setor de atuação da companhia e seu posicionamento no mercado de *equities* no Brasil e internacionalmente, capacidade de distribuição da oferta dentro e fora do país, entre outros. Todos esses fatores tiveram citação significativa pelos entrevistados (Figura 17).



“O nosso principal critério para escolha do Sindicato foi comercial. Demos preferência para bancos que eram parceiros antigos, principalmente, relacionados à exposição de crédito com a companhia e que tivessem apoiado nosso crescimento ao longo dos anos. Olhando para o perfil, queríamos apenas três bancos no Sindicato e acabamos optando por um banco forte em varejo, um banco institucional e um banco internacional para auxiliar na distribuição fora do Brasil.”

Alguns dos entrevistados definiram a experiência da área de *Equity Research* da instituição sobre o setor e a companhia em questão como um critério de extrema importância para a escolha dos bancos.

Figura 17 | **Importância média dada aos critérios de escolha dos bancos do Sindicato, sendo 1 pouco importante, e 5 muito importante**





Guia Prático para Formação do Sindicato

Ao considerarmos todos os pontos mencionados pelos entrevistados, podemos listar as principais perguntas que a companhia deve se fazer durante o processo de escolha do Sindicato. Elas devem anteceder a decisão de contratação das instituições financeiras que serão responsáveis pela execução da oferta.

A seguir, o Guia Prático para Formação do Sindicato:

Entre 2004 e 2021, os IPOs respeitaram o seguinte padrão:

Quantos bancos
devem compor o
Sindicato?
(Fonte: B3 e CVM)

Tamanho da oferta	Quantidade de bancos no Sindicato ³	Número de ofertas
Até R\$ 1,0 bi	Média de 3 bancos	167
Entre R\$ 1,0 bi e R\$ 2,0 bi	Média de 4 bancos	44
Entre R\$ 2,0 bi e R\$ 3,0 bi	Média de 5 bancos	13
Entre R\$ 3 bi e R\$ 10 bi	Média de 6 bancos	17
Acima de R\$ 10 bi	Média de 7 bancos	3

³ Desde 2004, houve 30 IPOs com apenas um banco em seu Sindicato. Nestes casos, os bancos atuaram como líderes e estabilizadores da oferta.

Quais os diferentes papéis dos bancos no Sindicato?

- **Coordenador líder (*lead bookrunner*):** via de regra é o papel dado a um dos bancos do Sindicato. Ele é o responsável por liderar o processo junto à companhia, liderar o Sindicato de Bancos e auxiliar na coordenação dos demais assessores, bem como definir as características da oferta (volume, mix entre primária e secundária, cronograma, etc.), realizar a interface com os órgãos reguladores e a bolsa, proporcionar celeridade ao processo, coordenar o *bookbuilding*, etc;

- **Coordenadores da oferta (*bookrunner*):** são os demais bancos que compõem o Sindicato junto com o coordenador líder. Entre suas principais funções estão o auxílio na preparação dos materiais de marketing da oferta e, principalmente, na execução do *roadshow* com os potenciais investidores, contribuindo para a força de venda e estratégia de distribuição;

- **Agente estabilizador:** sua função é realizar operações de estabilização de preço das ações da companhia emitidas no mercado. Ou seja, o agente estabilizador deve elaborar operações de compra e venda de ações para estabilizar o preço após o início das suas negociações secundárias. O objetivo é evitar uma alta volatilidade do papel e manter o preço acima da precificação do IPO por um período de 30 dias, aproximadamente. Para realizar a operação de estabilização da oferta, o banco faz um contrato de empréstimo privado de ações com os acionistas da companhia. Além disso, deve-se ressaltar que o agente estabilizador pode exercer a opção de ações suplementares⁴ de forma total ou parcial durante esse período. Pode ou não ser o banco coordenador líder do IPO.

Em quantas operações de *equity* os bancos estão trabalhando de forma concomitante?

É fundamental que o processo de IPO que a companhia deseja executar seja de interesse do banco e relevante para ele.

Bancos que trabalham em muitas ofertas ao mesmo tempo podem não conseguir dar a devida atenção ao IPO em questão.

⁴ Conhecido também como *greenshoe*, o lote suplementar de ações é uma opção que permite à companhia aumentar em até 15% a quantidade total de ações ofertadas. O *greenshoe* acontecerá quando a demanda for maior que oferta inicial e pode ser utilizado também como forma de estabilização do preço da ação após o início da sua negociação, em caso de variações bruscas positivas no preço. Já o lote adicional é uma opção que permite à companhia aumentar a oferta em até 25%, anteriormente a precificação, caso o IPO também apresente mais demanda do que o previsto e a companhia decida captar mais com a oferta.

O banco possui papel fundamental na oferta, durante e após o IPO.

Abaixo, algumas das principais áreas que exigem o conhecimento profundo no setor em que a companhia está inserida, tanto da instituição quanto de seus profissionais.

Qual experiência prévia do banco em *deals* no setor?

O time de *investment banking* tem, entre suas funções, a preparação e estruturação do *equity story*. Esse material deve ser vendedor e capaz de transmitir, de maneira fiel e precisa, os planos da companhia, seu histórico, momento atual, ambiente e possíveis alavancas macroeconômicas/setoriais.

O time de sales/distribuição, em conjunto com os *bankers* do *investment banking*, são responsáveis por transmitir o *equity story* aos investidores e devem estar capacitados para responder perguntas e questionamentos de potenciais investidores.

A equipe de *equity research* do banco será responsável por fazer a cobertura da ação após a oferta. Ela fornecerá ao mercado recomendações de compra e venda e responderá constantemente às perguntas dos investidores sobre as análises e relatórios emitidos sobre a companhia.

Qual a experiência prévia do banco em *deals* de *equity*?

O IPO é algo de difícil execução. Possui prazos bem definidos, normas a serem seguidas e exigências a serem cumpridas. Além disso, depende do relacionamento dos bancos com os investidores financeiros, que serão alvo do *roadshow*.

O IPO é dinâmico, e cada oferta possui peculiaridades. A alta exposição das instituições financeiras escolhidas sobre esse dinamismo contribuirá para rápida adaptação da oferta à medida que for necessário.

Qual é o momento atual do banco?

O histórico de transações realizadas no passado pode não refletir no presente momento do banco. Alguns bancos mudam o foco de atuação com o passar do tempo e o setor é marcado por alta rotatividade de profissionais.



O banco está realizando concomitantemente *deals* do mesmo setor ou, de alguma forma, concorrentes?

Durante a escolha do Sindicato, é importante saber se os bancos desejados para compô-lo estão mandatados para realizarem ofertas conflitantes com a companhia ou de mesmo setor.

Investidores a serem abordados podem optar por uma companhia frente à outra, diminuindo o recebimento de potenciais ordens.

Como forma de remuneração aos bancos, é atrelada uma comissão sobre o valor ofertado. É imprescindível que esse número seja suficiente para manter o Sindicato motivado durante todo o processo de IPO, inclusive quando comparado à remuneração de outras ofertas.

Normalmente, o fee de assessoria dos bancos, usualmente chamado de *economics* da oferta, possui duas componentes (i) fee de sucesso e (ii) fee discricionário:

Quanto esforço o banco vai dedicar na oferta?

- **Fee de sucesso:** dividido entre todos os bancos do Sindicato de forma igualitária ou não. Comumente, o banco coordenador líder recebe uma parcela superior aos demais. Entre 2004 e 2021, a média desse componente, como percentual do valor total da oferta, ficou em 3,7%.

- **Fee discricionário:** funciona como fator motivacional para dedicação extra dos bancos e compensação por *performance* diferenciada positivamente na execução da oferta. O fee discricionário é pago pela companhia (no caso de oferta primária) ou por seus acionistas (no caso de oferta secundária) da maneira que eles bem entenderem, sendo dividido no Sindicato inteiro, para parte dele ou apenas para um banco. Usualmente, varia entre 0,5% e 1,5% do valor total da oferta adicionalmente ao fee de sucesso.

Como adequar o Sindicato para uma melhor distribuição da oferta?

Historicamente, a composição do Sindicato no Brasil é marcada pela inclusão de bancos nacionais, com foco em varejo e/ou atacado, e internacionais. Isso ocorre pois é relevante para oferta ter a maior adesão possível de interessados, ao preço indicado. Para isso, é necessário abordar uma vasta quantidade de investidores, e bancos com perfis diferentes, que possuem relacionamentos com grupos de investidores diferentes.

Grande parte dos IPOs no Brasil possuem parcela relevante de capital internacional e, muitas vezes, bancos internacionais contribuem para esse ponto.

Alocação dos esforços das ofertas entre 2011 e 2021

	% da oferta de capital estrangeiro	% da oferta de capital nacional
Bancos nacionais como líderes	42,7%	57,3%
Bancos internacionais como líderes	65,7%	34,3%
Média de todas as ofertas	53,5%	46,5%

Grupo de trabalho unido e dedicado

Garantir que exista um bom relacionamento entre os diferentes assessores para garantir o bom andamento do processo.

Engajamento na oferta e na tese

A percepção de engajamento do banco na oferta e na tese é fundamental para que o serviço prestado seja feito com a qualidade devida. É primordial que o banco acredite na oferta e que a realização do IPO seja, de fato, possível. Entender essa motivação é um ponto essencial para a contratação.

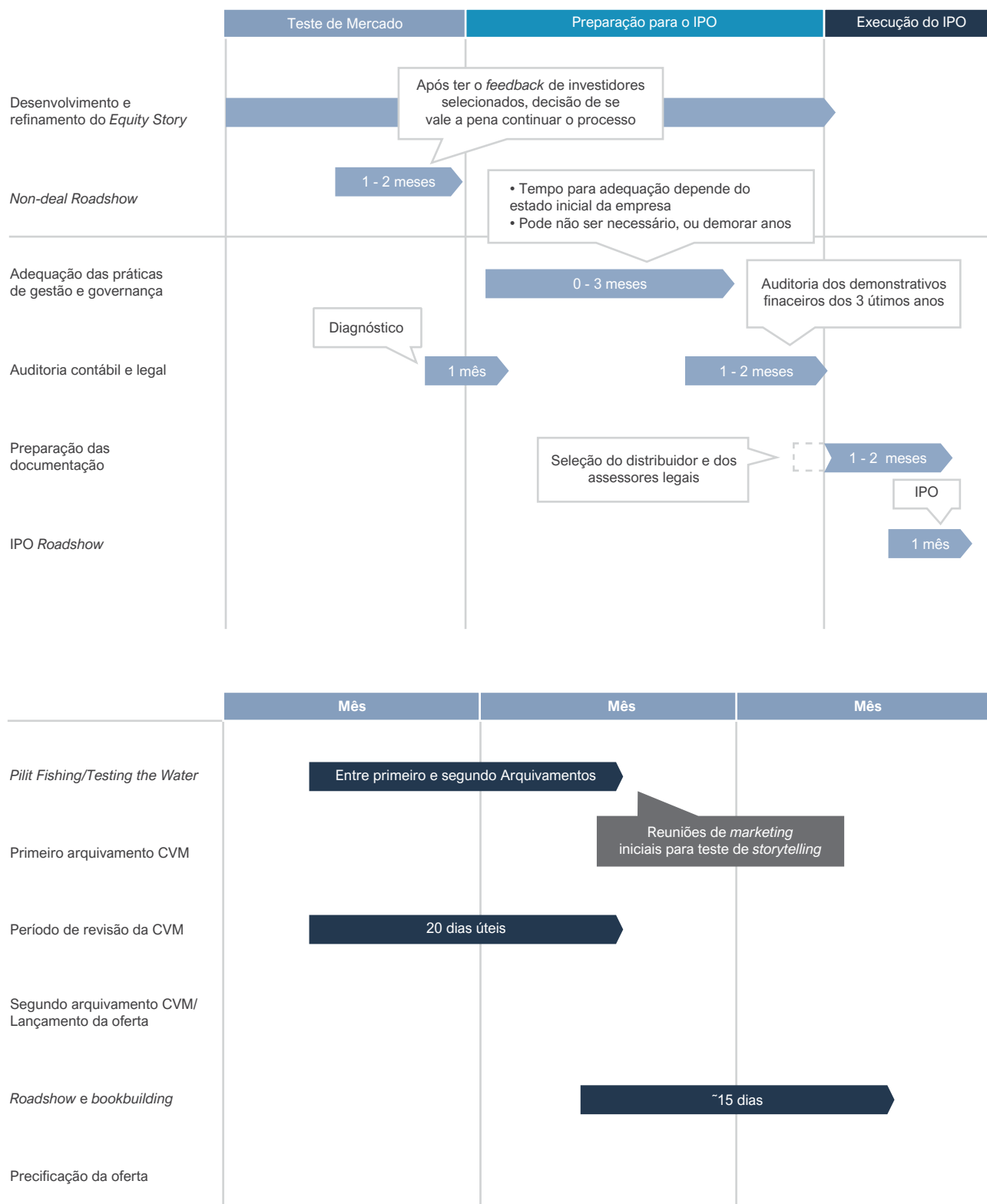
Timing da Oferta



“Atrasamos uma janela porque demoramos muito com documentação interna. No trimestre seguinte, a janela fechou e não conseguimos completar a oferta.”

O IPO é um processo extremamente regulado, com fase e prazos bem definidos e regulamentados por CVM e B3. A Figura 18 exibe um exemplo de cronograma padrão de um IPO no Brasil, de acordo com a Instrução CVM 160.

Figura 18 | **Timetable com prazos médios do processo geral e timetable da fase de execução da oferta**



Os três principais marcos são:

- i. Primeiro arquivamento junto à CVM: para a efetivação da oferta, é necessário realizar o arquivamento de alguns documentos junto à CVM, tornando a oferta pública. Entre eles, os principais são o Formulário de Referência e o Prospecto da Companhia. A CVM, então, revisa os documentos e estipula um prazo para um segundo arquivamento. Após a realização do segundo arquivamento, a companhia recebe novos comentários da CVM e realiza um terceiro e último arquivamento com a precificação da oferta;
- ii. Período de *Roadshow* e *Bookbuilding*: após o segundo arquivamento junto à CVM, a companhia já está autorizada a fazer um *marketing* direto de suas ações e coletar pedidos de compra de diversos tamanhos e preços (processo chamado “*Bookbuilding*” ou construção do livro de ofertas).
- iii. Precificação da oferta: no terceiro arquivamento com a CVM, a companhia precifica sua oferta (falaremos mais sobre esse processo ao final da seção) de acordo com recomendações dos bancos, e passa a ser uma companhia listada.

Para atender aos prazos determinados e alcançar os milestones acima, é essencial que a companhia esteja bem preparada e ciente de todas as fases do processo e suas obrigações.

Exigências dos Relatórios Contábeis



“Estar pronto com antecedência é uma vantagem gigante.”

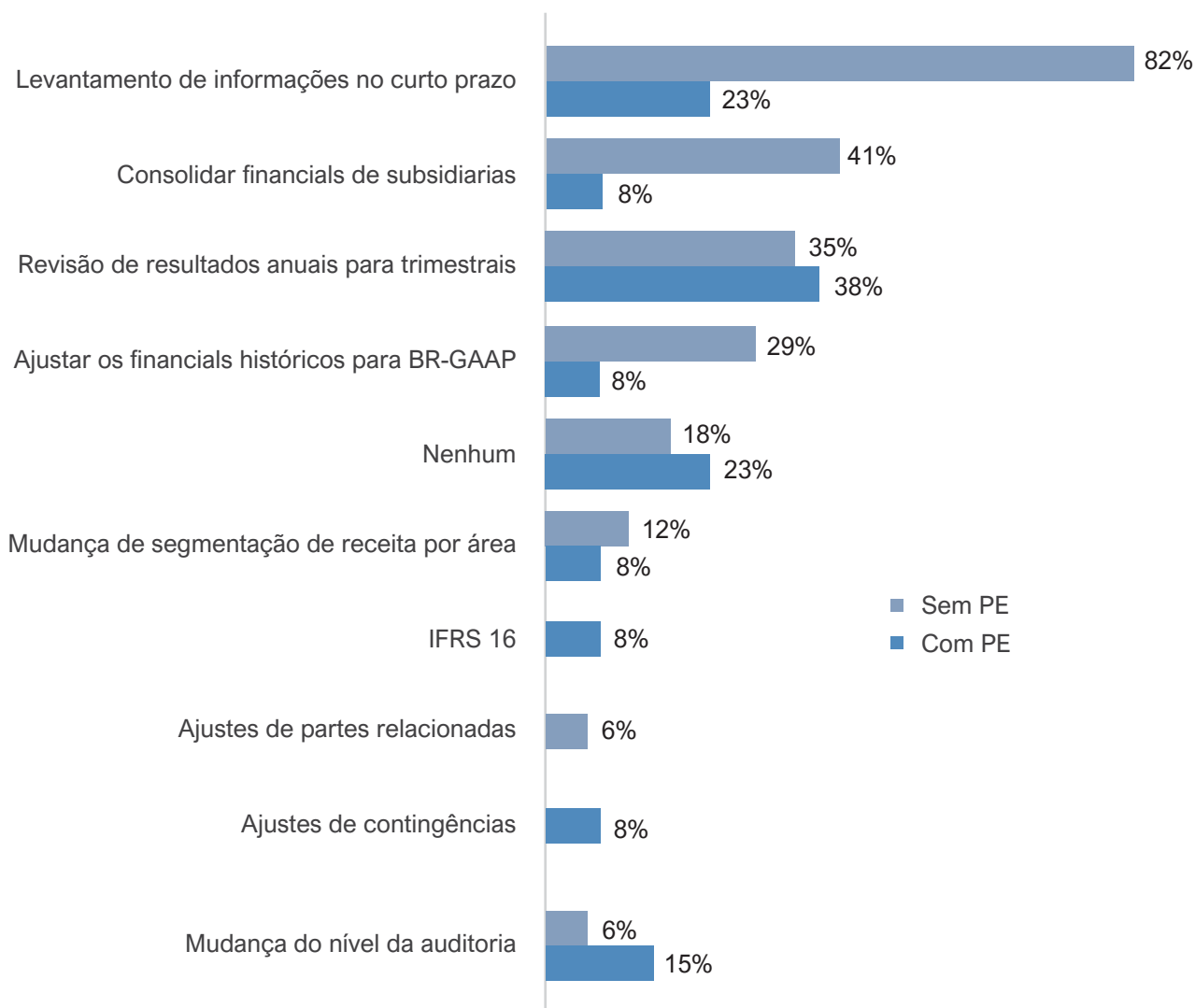
Visando preencher a documentação citada no ponto anterior e cumprir com os prazos da CVM, as empresas que buscam realizar um IPO devem apresentar demonstrações financeiras consolidadas de acordo com padrões contábeis, como *International Financial Reporting Standards* (IFRS) ou US GAAP. Além disso, a companhia deve somar três anos de demonstrações financeiras auditadas por auditor independente registrado na CVM. Em caso de empresas com menos de três anos, as demonstrações financeiras auditáveis devem compreender todo o período desde o início da operação da companhia.

Vale ressaltar que o nível de exigência e escrutínio das demonstrações financeiras aumenta com a empresa aberta. Não são poucas as empresas já auditadas e surpreendidas por discussões contábeis que atrasaram o processo de IPO e, em alguns casos, até perderam uma janela de oportunidade.

Nesse sentido, é recomendado à companhia que deseja iniciar o processo de IPO e já é auditada, que solicite uma carta conforto de um auditor independente registrado na CVM (idealmente uma Big4: PWC, KPMG, Deloitte ou Ernst Young). Dessa forma, será possível antecipar discussões e prever eventuais adequações contábeis.

Empresas que haviam recebido aporte de fundos de *private equity* (PE) antes do processo de IPO, já estavam mais habituadas a várias dessas exigências de relatórios, fator que refletiu em um percentual menor de empresas com dificuldades. O maior desafio relatado por empresas não investidas por fundos de PE foi no levantamento de informações no curto prazo, seguido pela consolidação das informações financeiras de subsidiárias e da revisão de resultados anuais para trimestrais (essa última também sendo relatada como dificuldade por 38% das investidas de PE da amostra) (Figura 19).

Figura 19 | Dificuldades contábeis enfrentadas e segmentadas entre empresas que receberam investimentos de PE pré-IPO vs. Empresas que não receberam investimentos de PE pré-IPO



Deve-se ressaltar que a qualidade, preparação e cumprimento das obrigações relacionadas às demonstrações financeiras não só servem como pré-requisito para abertura de capital, mas também como sustentação da imagem da empresa perante o mercado. Consequentemente, contribuem para o sucesso de seu IPO.



“Já teve investidor que, após o non-deal roadshow, ligou para perguntar se poderia confiar na auditoria.”

A preparação prévia das demonstrações financeiras e, se possível, até sua auditoria prévia ao engajamento no processo foi considerada por diversas empresas entrevistadas como um fator essencial e um grande facilitador ao processo de IPO.



“O processo de auditoria foi tranquilo. Já tínhamos os números organizados dentro de casa e o trabalho para aprovação/validação deles foi rápido. Reconhecemos que, se fosse necessário fazer tudo do zero, teria sido mais difícil e poderíamos não ter sido ágeis o suficiente para aproveitar a janela de mercado.”



“A preparação do formulário de referência é algo que leva muito tempo e, com certeza, um dos pontos mais difíceis e trabalhosos do processo de IPO no que tange às divulgações de resultados históricos. Sem uma preparação prévia esse processo seria ainda mais doloroso.”

Além disso, após a listagem, a companhia terá por obrigação a divulgação de demonstrações financeiras trimestrais, o que aumenta ainda mais a importância de uma boa auditoria e processos bem estruturados, visando publicar DFs de qualidade e dentro dos prazos estabelecidos.

Exigências de Governança

Além das exigências contábeis, para que a empresa obtenha a condição de companhia aberta e realize um IPO, é necessário que sejam cumpridas as determinações legais e institucionais disciplinadas pela Lei das S.A., bem como registrar na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e aderir a um dos segmentos de listagem da B3⁵.

⁵ Maiores informações sobre os diferentes níveis de governança corporativa da B3 podem ser encontradas no link: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/

Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo o relacionamento entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle, e demais partes interessadas.

O IPO estabelece uma transformação cultural na organização da empresa. Após a oferta, é necessário continuar atendendo as obrigações relacionadas à governança corporativa, o que pode exigir o aperfeiçoamento dos controles internos que visam reduzir a assimetria informacional da companhia perante aos acionistas e mercado. Além disso, as companhias abertas, por definição, possuem maior visibilidade frente aos públicos com os quais se relacionam, dado o volume de informações divulgadas ao mercado. Nesse sentido, a governança corporativa auxiliará a companhia na transmissão de sua imagem diante dos investidores e veículos de informação, com a devida transparência.

Alguns exemplos de obrigações de transparência ao mercado:

Divulgações de demonstrações financeiras trimestrais e anuais	<p>O desempenho da companhia deve ser divulgado até 45 dias após o fechamento do trimestre para o 1T, 2T e 3T e, as anuais, em conjunto com o 4T, em até 90 dias.</p> <p>São divulgadas por meio de boletins informativos para os acionistas. A demonstração de resultados empre é realizada através de formulários, sendo o ITR para informações trimestrais, e a DFP para os anuais.</p>
Fatos relevantes	<p>Um fato relevante é uma informação importante apresentada pelas companhias abertas e, portanto, devem ser divulgados ao mercado. É caracterizado por influenciar na cotação dos valores mobiliários.</p> <p>Cabe à diretoria de relação com investidores divulgar e comunicar à CVM esse tipo de fato. O mesmo deve ser divulgado antes da abertura ou após o fechamento do mercado.</p> <p>Devem ser divulgados por meio de jornais de grande circulação utilizados pela companhia ou por, pelo menos, um portal de notícias com página na rede e acesso gratuito à informação em sua integralidade.</p>
Comunicados ao mercado	<p>Os comunicados ao mercado têm características mais flexíveis e, via de regra, não devem influenciar o valor da ação.</p>

Comunicados
ao mercado

Alguns dos assuntos abordados por comunicados ao mercado são: *marketshare*, introdução de nova linha de produto, detalhes sobre a operação da companhia, mudanças na administração e aumento na participação de acionistas relevantes, dentre outros.

É válido que as companhias apresentem informações consolidadas, embora não exista nenhuma instrução na CVM que acentue isso.

Figura 20 | **Quais foram os principais desafios em termos de governança na adequação da companhia para o IPO?**



Fonte: Empresas entrevistadas para o estudo

Da mesma maneira que ter uma contabilidade já organizada, estar com os padrões de governança alinhados com as exigências previamente estabelecidas é fundamental para que o processo de abertura de capital corra bem.

É costume dos investidores perguntarem sobre a gestão da companhia durante o *roadshow*. Organizações com alto nível de profissionalismo costumam passar segurança. Levando esse ponto em consideração, entre os entrevistados, foi comum escutar que a presença prévia de um investidor financeiro na companhia contribui muito para essa mensagem.



“Em relação ao processo de estruturação da governança, ter o fundo de private equity por trás ajudou muito na criação de uma estrutura de remuneração do management, além da criação de comitês e sugestões para composição do conselho.”

Adicionalmente, ao falar de governança em um processo de IPO, é necessário comentar sobre a necessidade de criação de uma área de Relações com Investidores (RI).

As opiniões divergem sobre o *timing* de criação do RI. Muitos comentaram que o RI deve ser constituído com antecedência, enquanto outros indicaram que essa despesa antecipada é desnecessária, dado que o RI só se mostra indispensável para a companhia quando ela se torna listada.

Independente do momento em que será constituída a área de Relações com Investidores, a maioria indicou esse ponto como uma dificuldade no processo.



“Foi um desafio compor e reter o time de RI... é difícil encontrar profissionais que entendam seu negócio no detalhe, por esse motivo a criação prévia da área pode possibilitar um melhor atendimento aos investidores/ mercado após a abertura de capital... se você deixar para montar uma área apenas quando abrir o capital, muito provavelmente você terá um time de RI despreparado nos primeiros meses pós-IPO.”

Precificação e Realização da Oferta



“Trabalho prévio de abrir canal de comunicação com investidores (Non-Deal Roadshow) foi relevante para que a companhia já fosse conhecida no IPO.”

Após cumprir todas as exigências citadas e passar pelo processo de *roadshow* com os potenciais interessados, a Companhia deve ter uma noção sobre o interesse e demanda dos investidores a diferentes níveis de avaliações. A partir das percepções extraídas dessas reuniões e, em conjunto

com a recomendação de seus assessores, a empresa irá decidir por seguir ou não para o processo de *bookbuilding*.

Optando em avançar no processo, a companhia determinará a faixa de preço por ação ofertada ao mercado. O *bookbuilding* é a etapa de recebimento das ordens dos investidores para aquisições de diferentes volumes de ações a diferentes preços, desde que respeitando o intervalo determinado pela companhia (usualmente chamado de *price range*). Após receber todas as ordens, a empresa decidirá se irá precificar ou não a ação e, conseqüentemente, ir a mercado com o preço determinado.

A decisão de precificação (*pricing*) nem sempre é intuitiva. O senso comum aponta para escolha do maior preço possível para a realização da oferta, mas essa decisão pode impactar preço e volume de negociação da ação no pós-oferta, refletindo diretamente em mensagem positiva ou negativa para o mercado.

Algumas situações podem acontecer. Caso a ação seja precificada no topo da faixa e o livro garanta próximo de apenas uma vez o volume de ações ofertadas, a ação pode não desempenhar positivamente no dia seguinte da oferta. Isso indica que ela foi lançada pelo preço máximo que o mercado estaria disposto a pagar por aquela ação, em conjunto com o fato de haver uma demanda limitada.

Esse mesmo exemplo de precificação (no topo da faixa indicativa), mas com uma demanda muito superior à quantidade de ações ofertadas (por exemplo, três vezes ou mais) poderia indicar que a companhia foi subavaliada. Nesse caso, é mais esperado que a ação suba no dia seguinte.

O último exemplo, porém, nem sempre garante que a companhia e/ou os acionistas fizeram a melhor oferta. Nessa situação, muito provavelmente, a companhia e/ou os acionistas estariam deixando de obter o maior volume financeiro pelas ações alienadas.

Importante mencionar que, independentemente da demanda para a oferta, a precificação deve levar em consideração os interesses da companhia para o perfil de sua base acionária. Os investidores que terão essas ações negociadas em bolsa devem ser balanceados de modo que a ação, idealmente, não tenha muita volatilidade e, ao mesmo tempo, tenha um volume negociado relevante. Dessa forma, garante-se liquidez e estabilidade para a ação pós-IPO. Além da questão técnica da formação da base de investidores, é válido garantir o alinhamento com a tese a longo prazo. Investidores que realmente estejam do lado da companhia poderão suportá-la em momentos mais difíceis e dialogar com os gestores para ajudar na estratégia ao longo do tempo.

Agenda

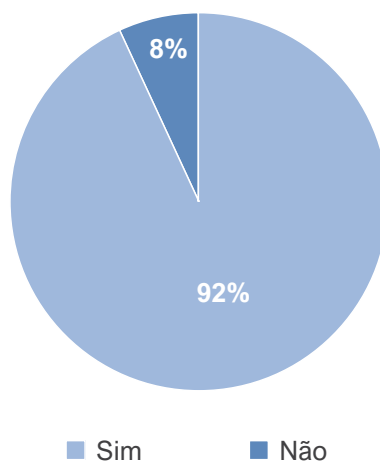
01. Sumário executivo
02. Descrição da amostra
03. Considerações estratégicas pré-IPO e motivação
04. Preparação e execução do IPO
- 05. Após a realização do IPO**
06. Conclusão

APÓS A REALIZAÇÃO DO IPO



Após a precificação da oferta, as ações passam a ser negociadas na bolsa de valores, e pode-se dizer que o processo de IPO foi encerrado. Porém, conforme apontado nas seções anteriores, as exigências e necessidades de transparências ao mercado passam a ser parte do dia a dia da companhia. Com isso, é natural que existam pontos positivos e negativos em ser uma companhia listada. De maneira resumida, 92% dos entrevistados concluíram que os benefícios superaram os pontos negativos em ser uma empresa com tais obrigações, reconhecendo que o IPO, em geral, foi positivo para a companhia (Figura 21).

Figura 21 | O IPO foi benéfico para a companhia?



Pontos Positivos

No que tange aos principais pontos positivos levantados, pode-se colocar como a principal vantagem do IPO o acesso ao capital, no qual 70% dos entrevistados citaram esse quesito.

O segundo ponto mencionado foi a relação de fortalecimento da marca de uma empresa listada, com 60%. Outros benefícios bastante mencionados foram a atração e retenção de talentos e o acesso a melhores termos para captação de dívida (Figura 22).



“O processo de listagem, mesmo incompleto, melhorou muito nosso acesso a linhas de crédito.”



“O conselho profissionalizado tem contribuído muito para o negócio mesmo sem o IPO.”

Figura 22 | Quais os principais pontos positivos de ser uma companhia aberta?



Fonte: Empresas entrevistadas para o estudo

De maneira contraintuitiva, um ponto positivo mencionado foi a pressão exercida pelos novos acionistas e gestores de grandes fundos de ações, quando presentes na estrutura acionária da companhia. 23% dos empresários mencionaram como o contato com esses gestores do mercado financeiro, atrelado aos questionamentos e *insights* trazidos por eles, pode contribuir para o desenvolvimento da organização, seja com recomendações e visões diferentes da diretoria ou simplesmente cobrando resultados e entregas.



“Empresa é “movidada” pelas cobranças externas. A cobrança externa pode ter mais poder que o próprio fundador... Os fundos muitas vezes possuem uma visão externa e macro não óbvia para a companhia.”

Pontos Negativos

Ao se tornarem abertas e/ou listadas, as empresas passam a atuar sob o olhar atento do mercado, e essa vivência nem sempre é positiva. Os efeitos resultantes dessa fiscalização estão por trás dos pontos negativos mais citados pelas entrevistadas, conforme mostra a Figura 23.

Figura 23 | Quais os principais pontos negativos de ser uma companhia aberta?



Fonte: Empresas entrevistadas para o estudo

O Brasil é um país de incertezas, no qual a volatilidade macroeconômica pode ser muito alta, e muitas das ações das empresas envolvidas no período deste estudo têm sofrido constantemente desde a sua abertura com a variação dos preços. Algumas tiveram o valor de mercado (*market cap*) desvalorizado em torno de 70% desde o IPO, e outras experienciam baixa liquidez na ação, com o volume negociado em bolsa sendo reduzido drasticamente. Nesse contexto, 77% dos entrevistados apresentaram a sensibilidade do preço das ações como um dos principais pontos negativos ao abrir capital.

A pressão pela entrega de resultados trimestrais e a prestação de contas recorrentes ao mercado são os pontos mais frequentes nas falas das companhias. Um dos executivos afirmou:



“O mercado é curto-prazista, nem sempre está preparado para receber empresas de ciclo longo.”



“A pressão trimestral por resultados pode ser uma dificuldade para a execução da estratégia de longo prazo da companhia.”

Além disso, a menor confidencialidade das informações estratégicas e os custos de uma governança que atenda aos padrões exigidos do segmento de listagem da companhia foram citados por aproximadamente 60% dos entrevistados. Outros pontos considerados negativos por mais da metade dos entrevistados foram a necessidade de ajuste da comunicação com investidores e a complexidade de auditoria financeira.

Principais Aprendizados e Recomendações

Após realizado o IPO, é possível fazer uma análise retrospectiva e identificar quais foram os maiores aprendizados. Para a esmagadora maioria dos executivos, o que se destacou foi a preparação prévia. O processo de IPO é longo e demandante, com documentos, adequações, estruturas de governança, e todas as outras exigências feitas pelos órgãos reguladores que comprometem horas dos times das companhias. Quem já passou pelo processo recomenda preparação prévia, para que ocorra da maneira mais leve possível.

Figura 24 | Quais foram os principais aprendizados do IPO?



Fonte: Empresas entrevistadas para o estudo



“Enxergo que seria positivo para as empresas ter dois anos de experiência como S.A.”

Por conta da volatilidade do mercado de capitais brasileiro, foi reconhecido em muitas das entrevistas que é crucial entender a abertura das janelas para IPO. As ações de muitas das companhias entrevistadas estão sofrendo, e boa parte dos executivos atribui isso ao momento no qual realizaram o IPO.



“A preparação prévia para conseguir aproveitar uma janela boa quando ela aparecer.”

Além de preparação e *timing* de mercado, outra parte relevante do processo do IPO é a escolha dos assessores financeiros da companhia. Grande parte dos executivos afirma que os assessores podem impactar de forma relevante no resultado e que, para maximizar a chance de sucesso, é preciso escolher agentes que, acima de tudo, conheçam bem a empresa e saibam vendê-la ao mercado.

Um quarto ponto que apareceu com menor frequência, mas de forma bastante contundente, foi o cuidado na escolha de alocação da oferta entre os fundos de investimento. É importante ter em mente que diferentes fundos podem ter diferentes perfis. Alguns tendem a segurar a posição na ação por mais tempo, o que acaba não pressionando o preço para baixo, e não contribui para a liquidez do papel. Outros, miram ganhos de curto prazo, gerando liquidez, mas, muitas vezes, causando pressão negativa no valor. Alguns empresários citaram a importância de equilibrar bem esses perfis, formando uma base acionária diversificada e atrelada aos interesses da companhia.



Figura 25 | Quais fatores você considera mais importantes para um empresário que pretende fazer o IPO em sua preparação?

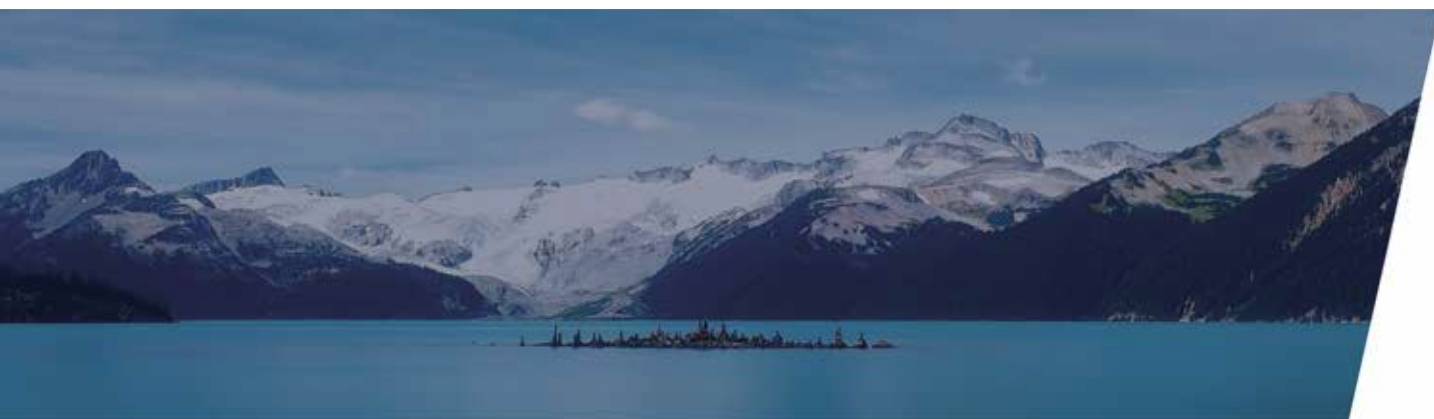


Fonte: Empresas entrevistadas para o estudo

Em um processo longo como o da abertura de capital, é comum haver pontos sobre os quais o *management* da companhia teria agido de forma diferente. Entre eles, o mais notado dentre os executivos foi realizar um processo mais demorado e organizado. 30% dos entrevistados mencionaram esse ponto (Figura 26).

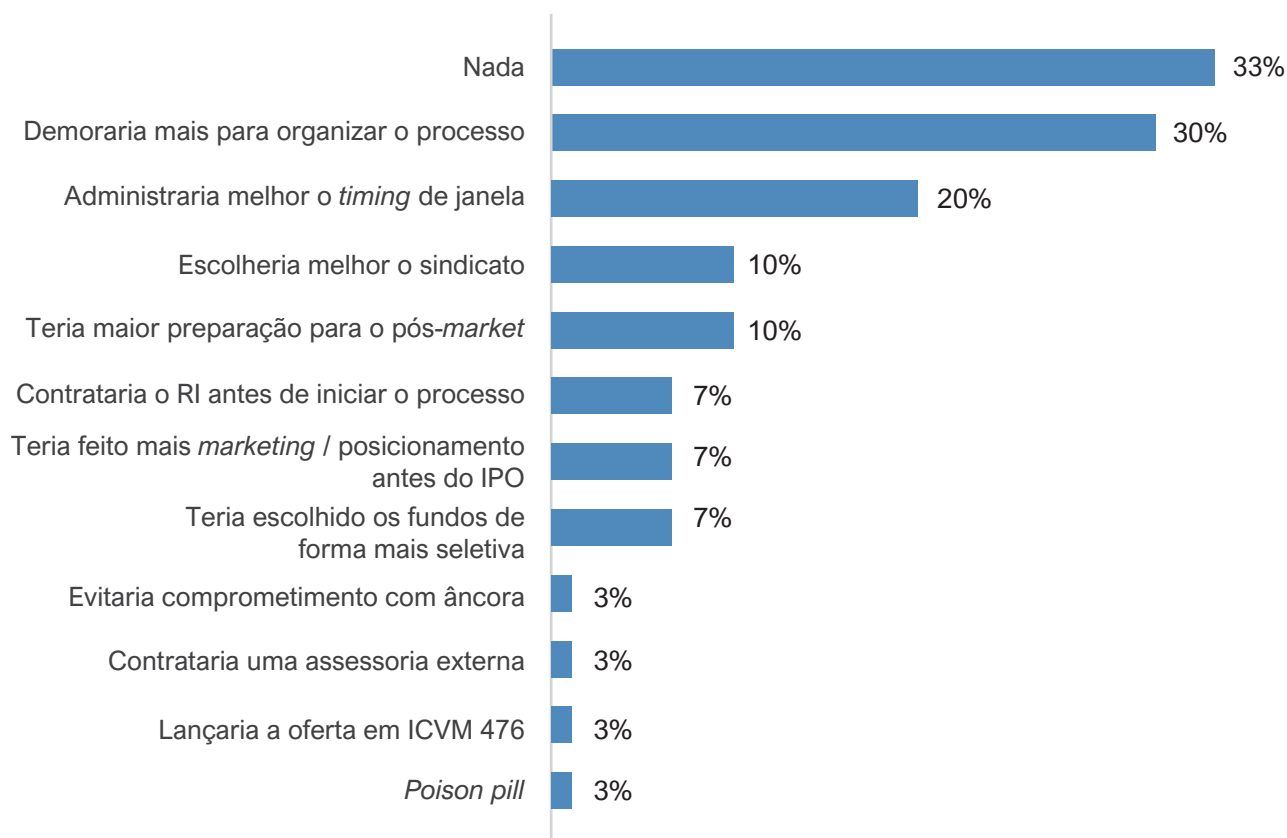


“Hoje, eu consideraria até mesmo realizar uma 476 para ter a diligência mais curta e gerenciar melhor o timing da oferta.”⁶



⁶ Oferta com esforços restritos

Figura 26 | O que você faria diferente no processo de IPO em retrospecto?



Fonte: Empresas entrevistadas para o estudo

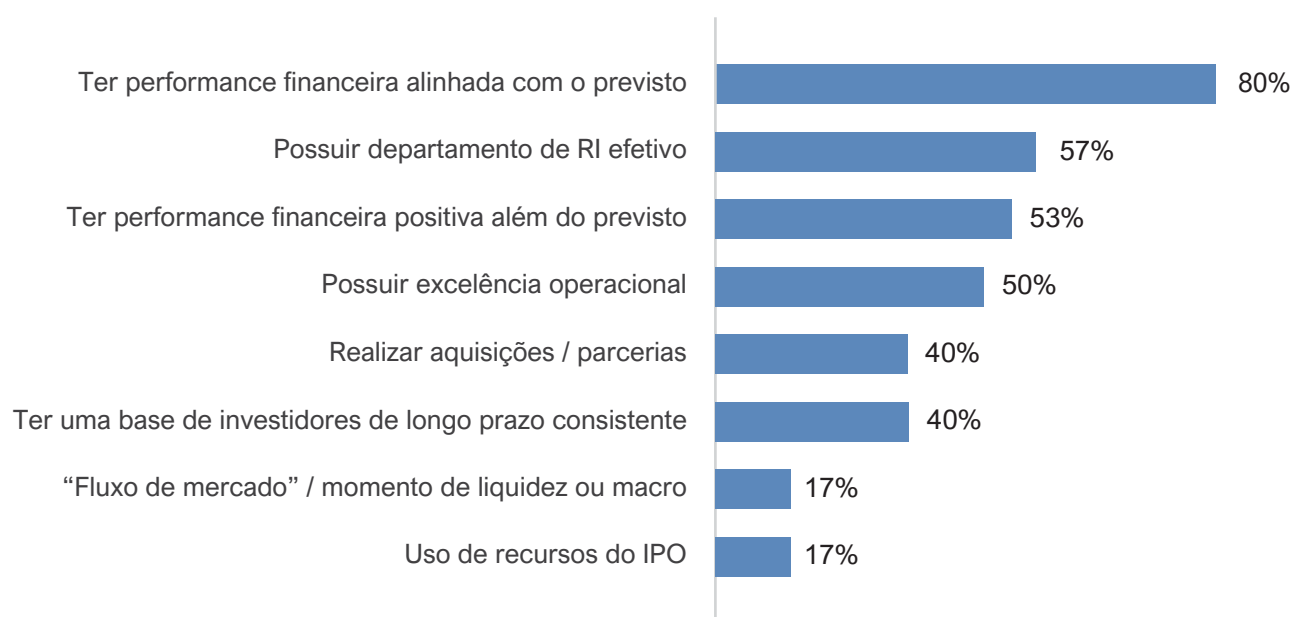
Ao olhar para os pontos elencados sobre o que poderia ter sido feito diferente no processo, o aspecto de ter tido mais tempo para se organizar está relacionado aos pontos mencionados sobre preparação e o *timing* da janela mencionados entre os aprendizados. Muitas vezes o processo de IPO é apressado e realizado de maneira estressante devido à falta de preparação prévia por parte das empresas, combinado à necessidade de aproveitar uma eventual janela de mercado.

Definitivamente, a maior diferença para as companhias no *post-market* é saber lidar com os novos acionistas, que variam entre gestores de fundos, gestores de patrimônio e indivíduos que investem no mercado de ações. É claro que os acionistas que não possuem participação relevante em relação ao todo da companhia terão menos influência sobre a empresa, porém, ao gerar valor para um acionista, a empresa gera valor para todos. Ao serem questionados sobre qual o principal fator na construção de valor, a maioria dos executivos respondeu: “Simples, entregue o que você prometeu” (Figura 27).



“O mais importante é entregar o combinado, ou seja, aquilo que foi prometido durante o IPO.”

Figura 27 | Qual é o principal fator responsável pela construção de valor aos acionistas no pós-IPO?



Fonte: Empresas entrevistadas para o estudo

Além de entregar o prometido, outro ponto muito enfatizado foi efetuar interações constantes e efetivas com o mercado. Esse comentário tangencia dois aspectos. O primeiro deles é a transparência da empresa, sendo que a maioria dos executivos acredita ser necessário obter uma forte relação de confiança entre empresa e mercado, ou seja, dividir planos futuros e números operacionais e financeiros com investidores, além de se colocar à disposição para dialogar com eles.

O segundo aspecto, já mencionado anteriormente, é encarar as interações com gestores de fundos como algo proveitoso: os entrevistados acreditam ter muito a ganhar ouvindo as provocações de seus investidores que, muitas vezes, trazem *insights* interessantes para a companhia.

Agenda

01. Sumário executivo
02. Descrição da amostra
03. Considerações estratégicas pré-IPO e motivação
04. Preparação e execução do IPO
05. Após a realização do IPO
- 06. Conclusão**

CONCLUSÃO



“Por meio do IPO, cria-se um ciclo virtuoso de compromisso de gerar valor para a sociedade e crescimento”

O IPO, no final do dia, é algo benéfico para a companhia que almeja tal feito, de acordo com as respostas de 92% dos entrevistados.

Além do acesso ao capital, a listagem em bolsa de valores aumenta o acesso a outras fontes de financiamento e possibilita ganhos intangíveis e, muitas vezes, difíceis de serem mensurados, como é o caso do fortalecimento do nome da empresa/marca perante o mercado, impactando, por exemplo, na atração e retenção de talentos.

Entretanto, um processo de IPO é conhecido por ter prazos rígidos, ser custoso e possuir diversas exigências. A compreensão sobre a importância de preparação prévia foi citada por, aproximadamente, 77% dos entrevistados como principal aprendizado do processo. Se pudessem voltar atrás, cerca de um terço das empresas declararam que teriam investido mais tempo com a organização do processo. Com isso, é possível concluir que para o processo fluir bem e ser menos desgastante, a preparação prévia é fundamental.

As entrevistas indicam que empresas que trouxeram sócios financeiros, como fundos de *private equity*, antes do processo de IPO, passaram pelo processo de “organização da casa” mais cedo. Consequentemente, essas companhias apresentaram menores dificuldades durante a preparação do processo, facilitando de maneira geral a oferta.

Vale ressaltar, porém, que para o sucesso do processo não é imprescindível ter um fundo na estrutura societária da Companhia. A construção de um *equity story* bem elaborado somada ao fato de a companhia estar pronta (ou seja, com auditoria feita, conselho e controles internos já existentes, entre outros fatores), têm se mostrado peças importantes para conclusão de uma oferta atrativa aos investidores e bem-sucedida para a companhia e seus acionistas.



“Tudo que você faz em cima da hora sai mais caro, é o preço da urgência”

Após o IPO, é necessário que as companhias saibam lidar com os novos acionistas. O ponto mais relevante para a empresa agradar e ter a confiança dos novos investidores é ter performance financeira alinhada com o previsto. Por isso, um storytelling bem elaborado e condizente com o que a empresa conseguirá entregar como companhia aberta é fundamental para usufruir das vantagens de ter suas ações negociadas em bolsa.



Escritório independente de assessoria financeira em fusões & aquisições, captação de recursos e IPOs. Auxilia investidores e empresários a tomar decisões e executar transações como: venda de participação societária, aquisição de empresas, fusões, *joint ventures* e captação de recursos junto a fundos de investimento, fundos soberanos e instituições de fomento. Tem extensa experiência em transações internacionais e operações de alta complexidade, nos mais variados setores da economia.

Em 2023, o Ártica foi nomeado pelo ranking *Leaders League* na categoria “Líder” das melhores empresas de M&A do Brasil.

Para mais informações, visite: www.articainvest.com.br

Érico Nikaido - Sócio – Ártica
erico.nikaido@articainvest.com.br



O Insper é uma instituição de ensino superior e de pesquisa sem fins lucrativos que reverte todo o resultado operacional para a realização de sua missão. A instituição visa o desenvolvimento de líderes e profissionais inovadores, da graduação às demais etapas de suas vidas, por meio de um forte engajamento do corpo docente e discente no processo de ensino e aprendizagem, habilitando-os a lidar com complexidades do ambiente em que atuarem.

Para mais informações, visite: www.insper.edu.br

Andrea Maria A. F. Minardi - Centro de finanças – Insper
minardi@insper.edu.br



A B3 S.A. (B3SA3) é uma das principais empresas de infraestrutura de mercado financeiro do mundo e uma das maiores em valor de mercado, entre as líderes globais do setor de bolsas. Conecta, desenvolve e viabiliza o mercado financeiro e de capitais e, junto com os clientes e a sociedade, potencializa o crescimento do Brasil.

Atua nos ambientes de bolsa e de balcão, além de oferecer produtos e serviços para a cadeia de financiamento. Com sede em São Paulo e escritórios em Chicago, Londres, Singapura e Xangai, desempenha funções importantes no mercado pela promoção de melhores práticas em governança corporativa, gestão de riscos e sustentabilidade.

Para mais informações, visite: www.b3.com.br

Ellen Dante - IPOs, Listagens e Mercado de Capitais – B3
ellen.dante@b3.com.br



ARTICA
articainvest.com.br