

# Perspectiva sobre IPOs no Brasil

Desafios e fatores de sucesso para a realização de um IPO

Por Kai Grass e Luis Frota

Kai Grass é sócio da Bain & Company em São Paulo, líder da prática Corporate M&A e afiliado às práticas de Healthcare e Advanced Manufacturing & Services. Luis Frota é sócio da Bain & Company em São Paulo e afiliado às práticas de Corporate M&A e Educação. Colaboraram Felipe Cammarata, Associate Partner do escritório de São Paulo afiliado à prática de Corporate M&A, e Rebecca Regueira, Bernardo Santos, Henrique Veloso, Victor Ramos e Iago Amaral, consultores dos escritórios de São Paulo e Rio de Janeiro.

O mercado de capitais no Brasil vive um momento sem precedentes. O ano de 2019 foi marcado por uma onda de otimismo com a trajetória fiscal brasileira, com o Ibovespa batendo recorde nominal em reais. Em 2020, observamos um crescimento exponencial no número de investidores pessoa física na B3 e um aumento expressivo dos pedidos de IPO: no final do primeiro trimestre do ano, o número de pedidos de registro protocolados na CVM já era superior a 20. Em meados de março, no entanto, o que parecia ser um dos maiores *bull markets* do mercado brasileiro foi interrompido pela crise da Covid-19. Depois de meses de incerteza sobre a trajetória da economia global e a consequente paralisação de todos os processos de abertura de capital, foi possível observar, já no segundo semestre do ano, sinais de retomada na agenda de IPOs. Até a data de corte de nosso estudo – 30 de setembro –, 68 pedidos de abertura de capital haviam sido protocolados no ano, um número 6x superior à média histórica da última década; no período, 17 IPOs foram realizados.

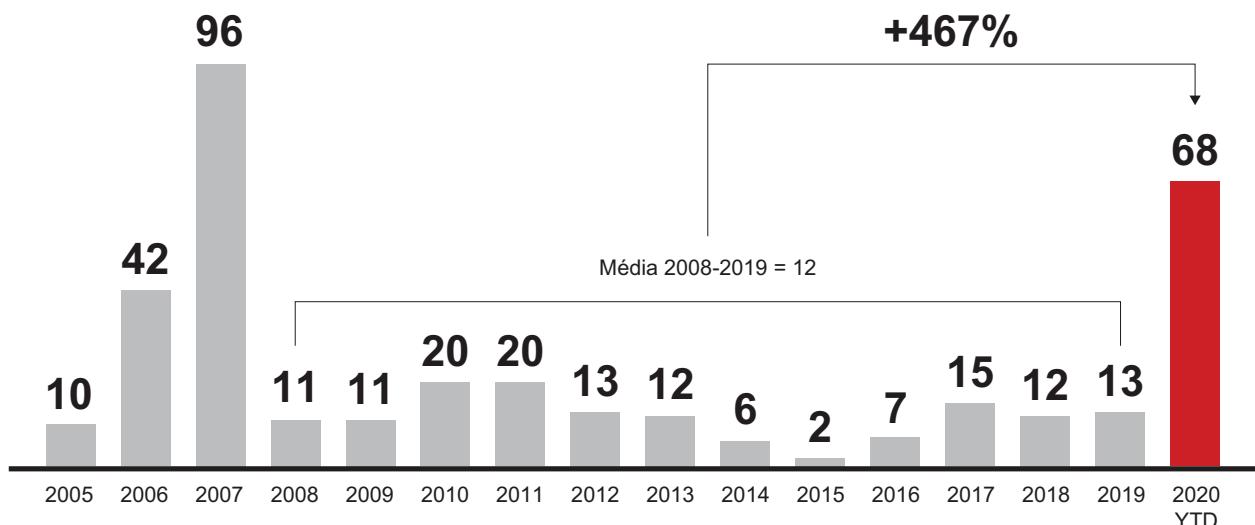
Em anos anteriores o Brasil também viveu momentos de otimismo e registrou ondas de IPOs, como podemos observar na *Figura 1*. O principal exemplo foi a onda entre os anos de 2006 e 2007, maior da história até o momento. No entanto, a onda atual apresenta alguns elementos bem distintos quando comparada a outros anos.

De partida, podemos destacar a diferença na origem dos recursos. Hoje, o movimento é capitaneado principalmente por capital nacional (institucional e pessoa física), o que pode ser explicado pelo fim do “paraíso da renda fixa” devido à redução da taxa Selic para a mínima histórica. Órfãos das altas

**Figura 1:** É possível observar agora no segundo semestre do ano sinais de retomada na agenda de IPOs

#### Pedidos de registro de oferta de ações<sup>1</sup>

(#, 2005-2020)



Nota: dados incluem pedidos de registro de oferta de ações de empresas brasileiras na B3 protocolados até 30 de setembro de 2020; inclui ofertas primárias e secundárias, bem como oferta de BDR.

Fonte: Dealogic.

taxas de juros com baixo risco, investidores e grandes alocadores nacionais vêm buscando alternativas mais arrojadas para não perder rentabilidade. Com isso, o volume financeiro diário médio anual na B3 mais do que duplicou entre 2018 e 2020; no mesmo período, o número de pessoas físicas na B3 mais do que triplicou, como vemos nas *Figuras 2 e 3*.

Também é possível observar no momento atual diferenças no que diz respeito ao destino dos recursos levantados nas ofertas. De acordo com prospectos das empresas, no período pré-covid (entre 2019 e março de 2020), uma grande parcela dos recursos seria destinada a amortizações/reestruturação de dívida. Já no período mais recente, a partir de abril de 2020, nota-se uma retomada na agenda de expansão orgânica por parte das empresas, somada a um aumento importante na parcela de recursos destinados a aquisições, como pode ser observado na *Figura 4*.

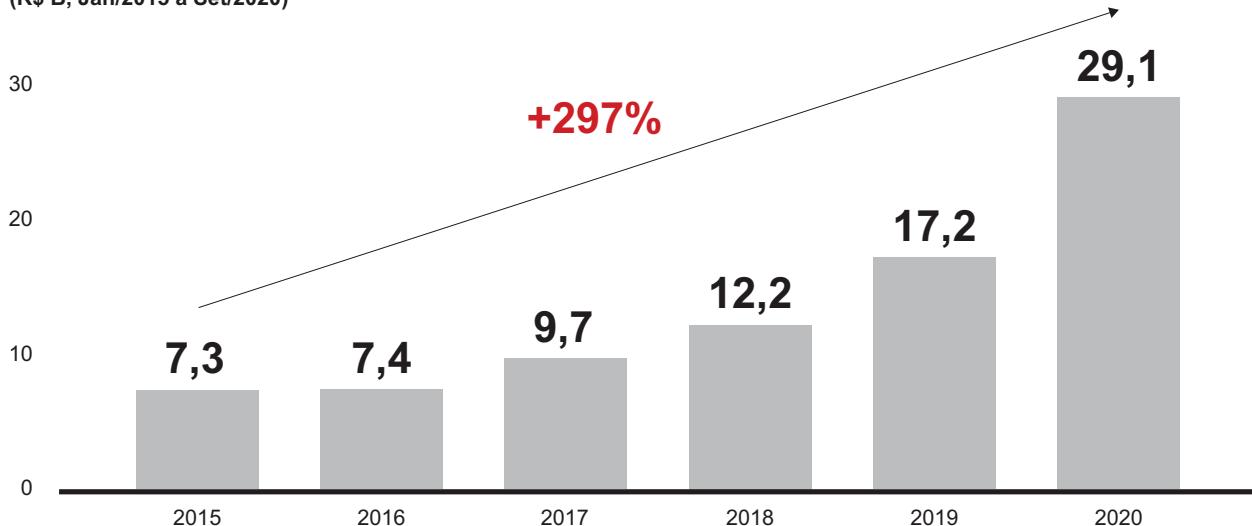
## Razões para realizar um IPO

Várias razões podem levar acionistas de uma empresa a buscar uma abertura de capital, entre elas o financiamento da expansão do negócio, a otimização da estrutura do capital e o desinvestimento no caso de ofertas secundárias.

É certo que a abertura de capital traz diversos benefícios diretos e indiretos, como maior visibilidade e confiabilidade no mercado, maior profissionalismo da empresa, facilidade para atrair talentos, transparência e reforço nos processos de gestão.

**Figura 2:** Volume diário negociado na B3 cresceu significativamente desde 2015

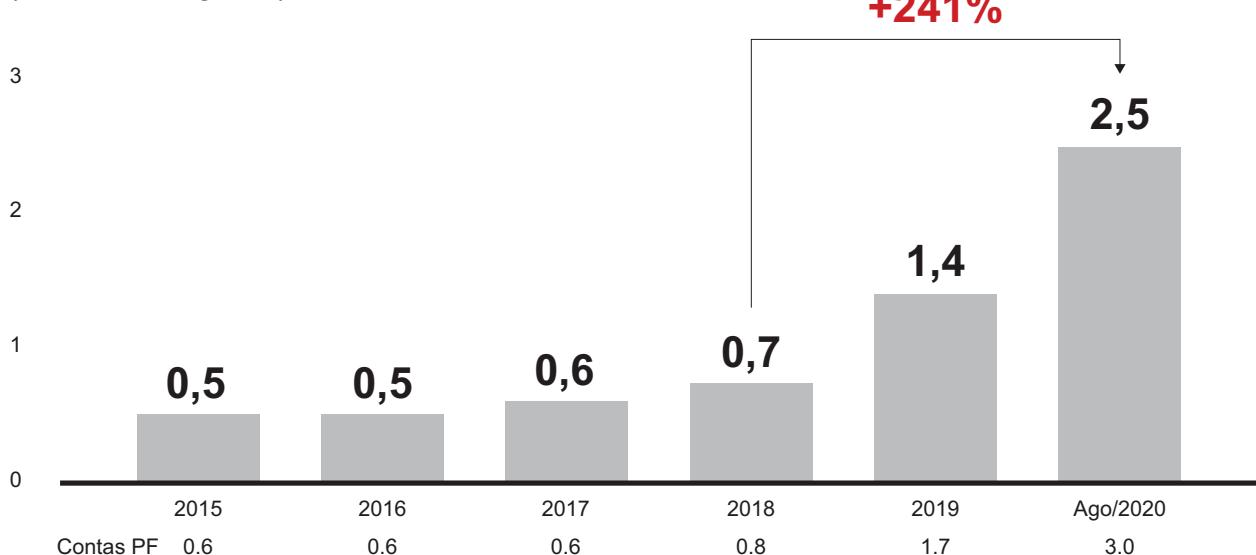
**Volume financeiro diário médio por ano na B3 – segmento de ações<sup>1</sup>**  
(R\$ B, Jan/2015 a Set/2020)



Nota: valor para 2020 considera volume negociado até 29/09/20; volume diário negociado considera apenas o segmento de ações, que contempla o mercado à vista e derivativos sobre ações, negociado na B3.  
Fonte: B3.

**Figura 3:** Número de pessoas físicas na B3 vem crescendo de forma acelerada**Evolução do número de pessoas físicas na B3<sup>1</sup>**

(Milhões, 2015 a Ago/2020)

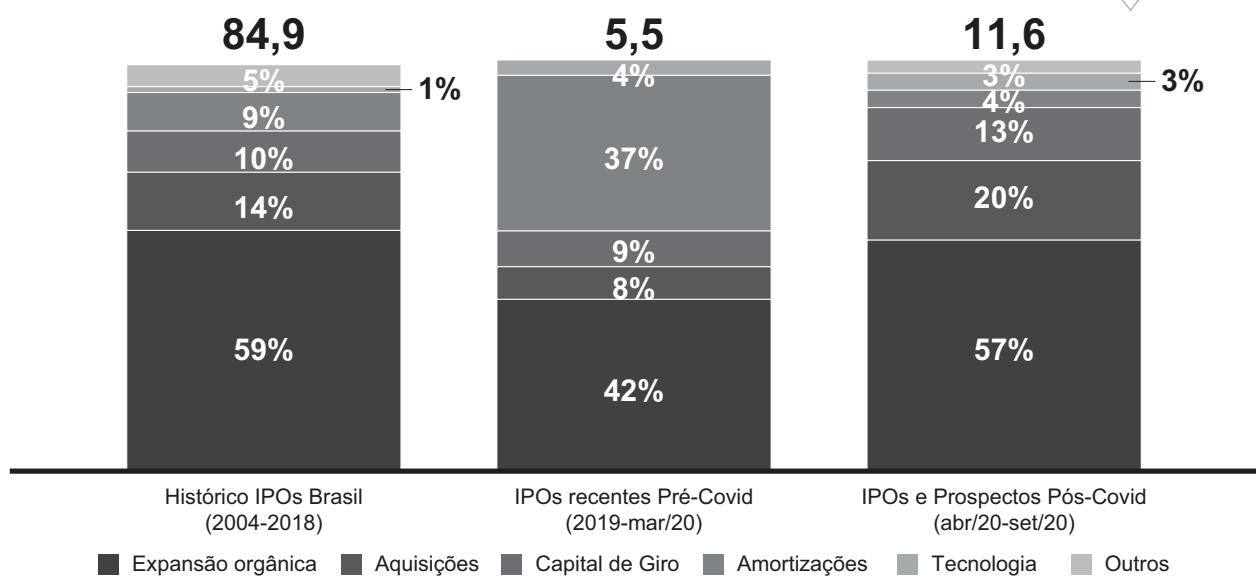


Nota: número de contas considera listagem de CPFs por corretora cadastrada na B3 e média de 1,2 conta por investidor.  
Fonte: B3, Análise Bain.

**Figura 4:** IPOs pós Covid-19 retornaram à tendência de foco em expansão orgânica e aquisições**Destino dos Recursos dos IPOs**

(R\$ B)

Apenas oferta primária  
(Valor Líquido)



Fonte: B3, Prospectos das empresas, Análise Bain.

A abertura de capital também é, muitas vezes, associada ao sucesso da empresa. De fato, cerca de metade das empresas que abriram o capital entre 2010 e 2015 apresentou um crescimento de receita médio anual real (acima da inflação) superior a 10%, conforme demonstrado na *Figura 5*.

Idealmente, a abertura de capital deve estar alinhada com a estratégia de longo prazo do negócio – já que o processo, além de árduo, traz grandes mudanças: novos acionistas e sócios, processo decisório mais complexo, governança mais rígida, menor flexibilidade para alterar planos, necessidade de prestação de contas, entre outras. Uma consequência é que muitas empresas terminam entregando, nos primeiros anos após o IPO, retornos menores a seus acionistas na comparação com pares do mesmo setor (*Figura 6*).

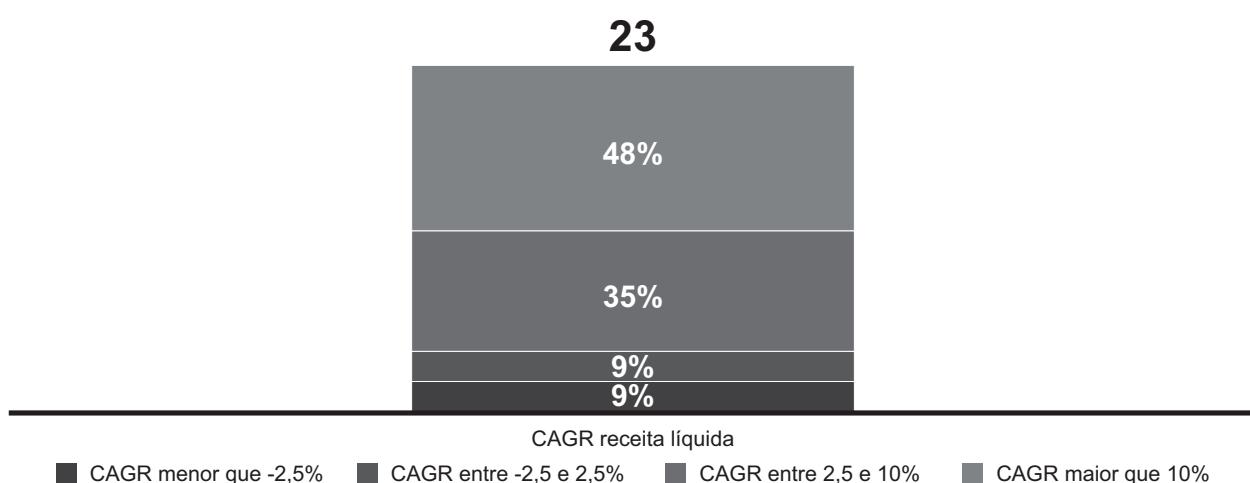
Independentemente da estratégia da empresa e dos benefícios mencionados anteriormente, o critério de decisão para realizar ou não a abertura de capital tende a ser majoritariamente financeiro, com a decisão final altamente dependente do valor estimado para a oferta.

## Taxa de conversão

Apesar do crescimento recente no mercado de ações, o Brasil segue sendo um mercado pequeno de investimentos individuais quando comparado a outros países, conforme demonstrado na *Figura 7*.

**Figura 5:** Maioria das empresas com IPO recente apresentou crescimento de receita pós-IPO

**Crescimento de receita sobre inflação no período pós-IPO<sup>1</sup>**  
(# empresas com IPO entre 2010-2015<sup>2</sup>)

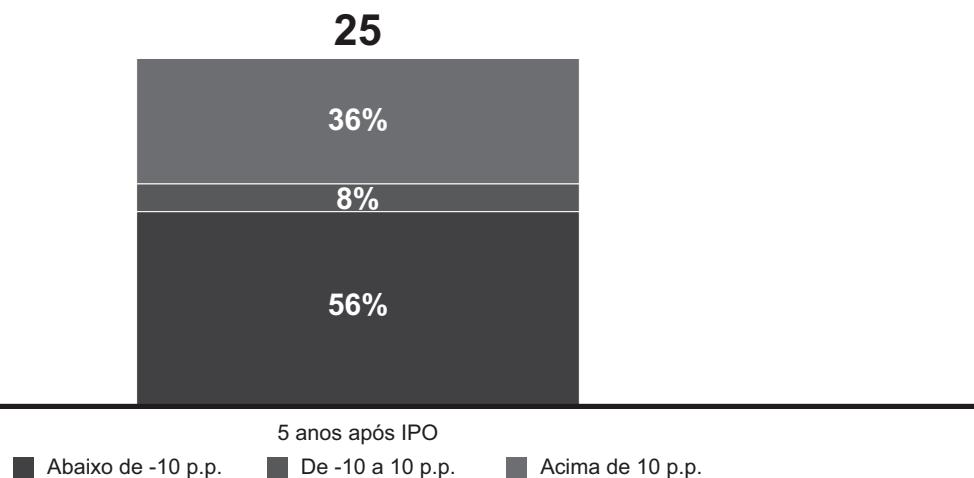


Nota: <sup>1</sup> Assume ano do IPO como ano-base e analisa crescimento das receitas ao longo dos 5 anos seguintes; <sup>2</sup> Amostra de empresas com base na disponibilidade de dados de receita; não inclui IPOs com mais de 80% dos recursos destinados a oferta secundária.

Fonte: B3, Bloomberg.

**Figura 6:** Menos da metade entregou retorno acima da média de seu setor depois de 5 anos

**Retorno acumulado ao acionista<sup>3</sup> de IPOs recentes vs. média do setor<sup>2</sup>**  
 (# empresas com IPO entre 2010-2015)

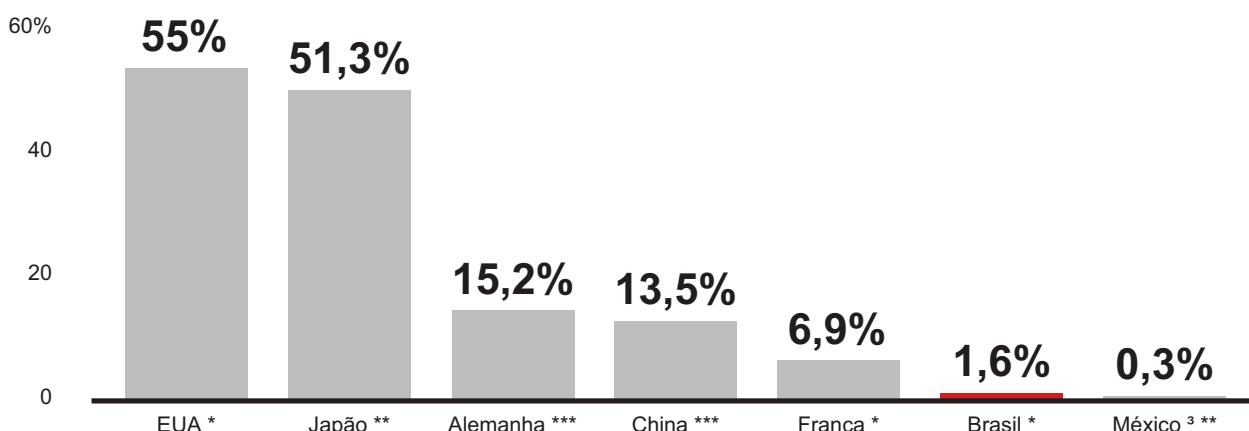


Nota: <sup>2</sup> Amostra de empresas com base na disponibilidade de dados de receita; não inclui IPOs com mais de 80% dos recursos destinados a oferta secundária; <sup>3</sup> Retorno ao acionista (ou TSR) acumulado equivale a valorização da ação mais dividendos, sendo reinvestidos na própria ação; amostra selecionada de empresas; média do setor equivale a média do TSR das empresas do mesmo setor, com mais de R\$ 500M de "Market Cap" e com capital aberto há pelo menos 5 anos.

Fonte: B3, Bloomberg.

**Figura 7:** Brasil segue sendo um mercado pequeno de penetração de investimentos individuais em ações, quando comparado a outros países

**Penetração de investimento individual<sup>1</sup> em ações**  
 (% população adulta<sup>2</sup>)



Nota: <sup>1</sup> Investimento individual considera pessoas físicas investindo em ações; <sup>2</sup> População adulta considera 15+ anos para França e Japão, 20+ anos para Alemanha e China e 18+ para demais países; <sup>3</sup> Número de investidores para o México considera número de contas individuais nas corretoras. \* Dados de 2020, sendo agosto para Brasil, março para França e EUA não especifica mês; (\*\*\*) Dados de 2019; (\*\*\*\*) Dados de 2018.

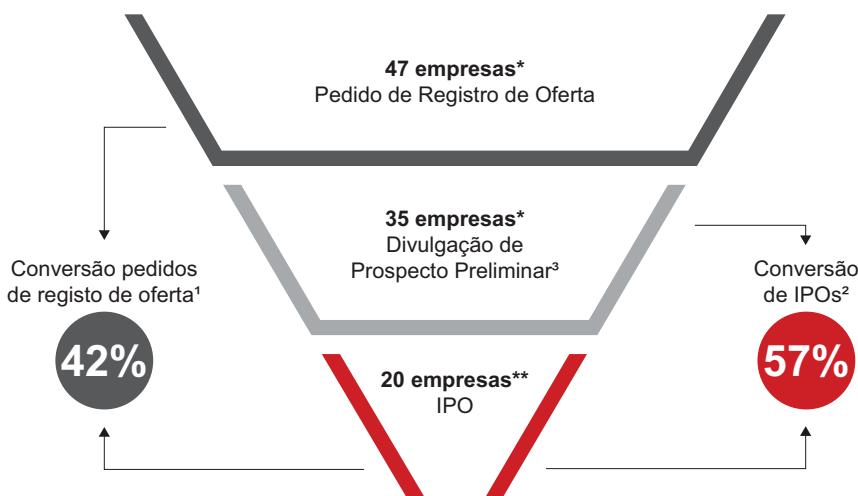
Fonte: Gallup; JPX, Statistics Bureau of Japan, Financial Times, Destatis, CSDC, National Bureau of Statistics of China, AMF, CNBV, CONAPO, B3, IBGE, análise Bain.

Devido à liquidez relativamente limitada do mercado de capitais brasileiro e à alta volatilidade causada por ruídos políticos e econômicos, o “humor do mercado” tem uma relação importante com a existência de “janelas de IPO”, momentos nos quais o mercado se mostra disposto a receber novas ofertas de ações. Raramente ocorrem aberturas de capital fora desses períodos, pois é praticamente impossível para acionistas capturar o valor esperado, independentemente da “qualidade” da oferta. Aproveitar essa janela é fundamental para o sucesso do processo.

O resultado é que o mercado brasileiro é marcado por períodos de euforia nos quais muitas empresas, algumas de modo oportunista, protocolam pedidos de abertura de capital em um curto espaço de tempo, por constatar maior liquidez no mercado e *valuations* mais atrativos. O mercado, contudo, nem sempre tem capacidade de absorver toda oferta e rapidamente pode se tornar mais seletivo, exigindo melhores múltiplos.

Com essa dinâmica, não é de surpreender que o cancelamento de pedidos registrados seja comum: apenas uma parcela das empresas que manifestam a intenção de abrir o capital conseguem de fato fazê-lo (*Figura 8*). Entre 2015 e 2019, apenas 42% das empresas protocolaram o pedido e 57% das que chegaram a divulgar um prospecto preliminar conseguiram ter suas ações listadas em bolsa. Para efeito de comparação, nos Estados Unidos 77% das empresas que divulgam um prospecto preliminar conseguem realizar o IPO. Com o balanço de 2020, é possível observar um número significativo de cancelamentos de pedidos, incluindo, como exemplo, o da Caixa.

**Figura 8:** De 47 pedidos de registro de oferta no Brasil entre 2015 e 2019, apenas 20 foram concluídos com sucesso



Nota: considera o período de 2015 a 2019; <sup>1</sup> Conversão de pedidos de registro de oferta é a razão entre o número de IPOs e o número de pedidos de registro de oferta; <sup>2</sup> Conversão de IPOs é a razão entre o número de IPOs e o número de prospectos preliminares divulgados a mercado; <sup>3</sup> EUA e Alemanha possuem confidencialidade (facultativa para os EUA) no processo pré-divulgação do prospecto preliminar aprovado, só sendo possível acompanhar o processo a partir desse ponto.

Fonte: \* Dealogic, excluindo Sadia Halal e SANEAGO; \*\* B3; Divulgação de Prospecto Preliminar consultada no RI das empresas, nas divulgações de bancos ofertantes e no Sistemas CVM.

Além dos desafios enfrentados no processo de pedido de abertura de capital, o cenário também parece ser mais desafiador no que diz respeito à precificação dessas ofertas. No caso dos IPOs realizados entre abril e novembro de 2020, ~71% das empresas tiveram o preço fixado abaixo do centro da faixa indicativa, contra ~33% das empresas no ano anterior (*Figura 9*).

## **Principais desafios e fatores de sucesso para a realização de um IPO**

Com base na experiência da Bain apoiando diversos clientes no processo de abertura de capital e em pesquisas realizadas com executivos de empresas que abriram o capital recentemente, observamos diferentes desafios e fatores de sucesso para o processo:

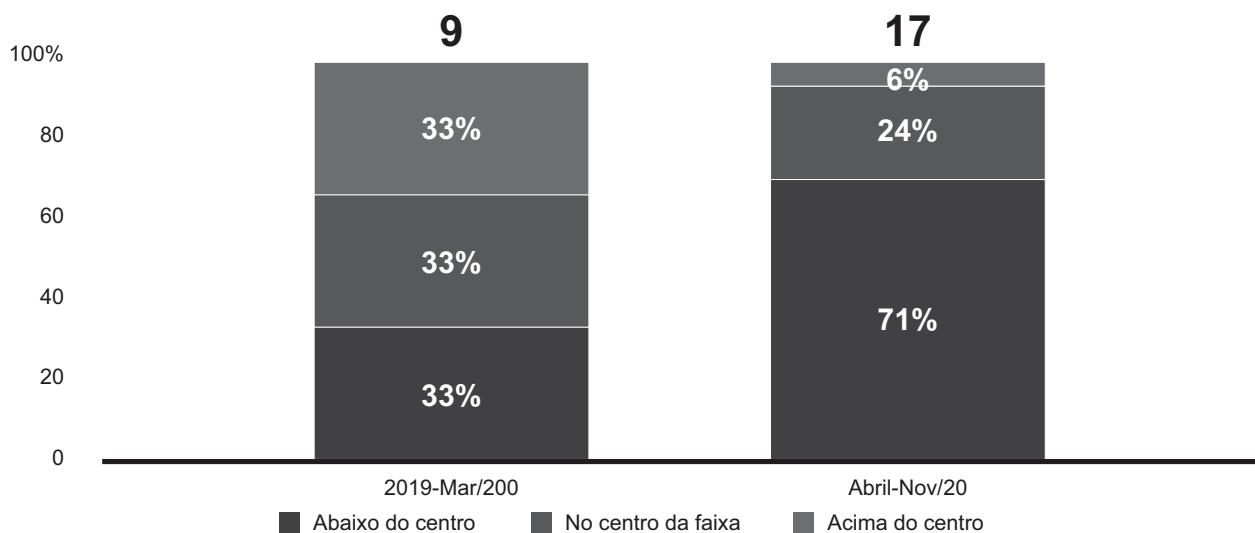
**Preparação de números, indicadores e auditoria de resultados:** o processo de auditoria costuma ser um dos principais entraves para empresas que desejam abrir o capital. Além de ser demorada, a auditoria exige um esforço conjunto de diversas áreas da empresa e costuma mobilizar boa parte da liderança. O processo precisa ser uma prioridade para a organização – levando a um *trade-off* com outros projetos, que podem acabar em segundo plano.

Certas situações podem criar desafios adicionais no âmbito da auditoria. É o caso, por exemplo, de empresas cuja estratégia prevê o crescimento inorgânico. “De uma hora para outra é necessário ter auditados os resultados de uma empresa cuja aquisição realizamos há poucos meses e que até então nem possuía as demonstrações contábeis estruturadas”, explica um dos executivos entrevistados.

**Figura 9:** Cenário brasileiro parece ser mais desafiador no que diz respeito à precificação de ofertas mais recentes

### **Preço na abertura vs. faixa indicativa<sup>1</sup>**

(#IPOs realizados em 2019 e 2020<sup>2</sup>)



Nota: <sup>1</sup> Comparação do preço fixado na abertura com o centro da faixa indicativa do prospecto preliminar; <sup>2</sup> Inclui IPOs realizados até 04/11/2020.

Fonte: B3, prospectos das empresas, CVM, análise Bain.

Além da auditoria, outra dificuldade enfrentada por empresas é estruturar os sistemas e controles para produzir os relatórios necessários. Gerar os indicadores operacionais certos para os cortes relevantes do negócio passa a ser mais importante, pois serão usados para a prestação de contas com futuros acionistas. Muitas vezes, essas mudanças exigem alterações ou parametrizações em sistemas que podem levar meses para ser concluídas – além de também exigir um esforço considerável dos times e da liderança.

Para garantir o sucesso do IPO, é fundamental que esse processo corra bem. A contratação dos parceiros corretos, como consultorias, auditorias e bancos, além da preparação e dedicação da liderança, são fatores cruciais para vencer essa etapa e não perder o *timing* do processo.

**Definição clara da estratégia, construção de um *equity story* e comunicação efetiva com investidores:** para o sucesso do IPO, a empresa deve ser capaz não só de cumprir todos os requisitos regulatórios e burocráticos, mas de atrair investidores interessados em ser sócios do negócio por meio de uma expectativa clara de geração de valor.

Para muitos executivos, esse é um grande desafio. Em um processo de abertura de capital, os investidores estão do lado negativo da assimetria de informação: até ali, não conhecem a empresa e seu *management* – por isso o trabalho de convencimento e comunicação são tão importantes para atrair novos investidores. O *equity story* precisa ser extremamente claro, conciso e convincente, para provar que, em meio a outras opções, a empresa merece a atenção e o capital do investidor. O *equity story* inclui fundamentos e dinâmica do mercado endereçável, fortalezas e capacidades da empresa para se diferenciar e vencer nesse mercado, estratégia de crescimento e/ou de geração de caixa e plano para utilização do capital levantado. É fundamental destacar os *Key Performance Indicators* (KPIs) a serem acompanhados e demonstrar que eles já fazem parte das rotinas de gestão da empresa. Por último, a entrega de resultados históricos consistentes, especialmente nos trimestres e anos próximos ao IPO, é um dos fatores que mais ajudam a sustentar o discurso a ser apresentado.

Idealmente, a estratégia a ser apresentada a investidores deveria ser a mesma que a empresa já vem seguindo internamente. Porém, essa relação muitas vezes não é tão direta. É comum a preparação para o IPO se tornar um momento importante de reflexão sobre desafios e perspectivas da empresa, o que acaba produzindo ajustes naquilo que a empresa vinha fazendo. Nesses casos, é fundamental que, uma vez tomadas, essas decisões sejam transmitidas aos funcionários e, com isso, reforçadas e internalizadas por todos.

**Estabelecimento de estrutura robusta de governança:** uma vez listada em bolsa, a empresa precisa contar com uma estrutura de controle e governança muito mais robusta e transparente do que até então. A preparação, em muitos casos, requer a reestruturação de certas áreas da empresa (a criação de uma área de Relações com Investidores, por exemplo) e a contratação de novos talentos com as capacidades necessárias para a nova fase. O novo processo de governança exige também adaptabilidade e mudanças por parte da companhia, que em alguns casos passará de um processo simplificado de decisão, envolvendo poucos gestores e acionistas, a um processo mais complexo, no qual diferentes partes precisam ser ouvidas. De acordo com executivos, as dificuldades inerentes a essa mudança trazem desafios adicionais ao processo.

**Manutenção da rotina do negócio:** além de todos os desafios específicos do processo de abertura de capital, diversos executivos citam como uma das principais dificuldades a manutenção do dia a dia da empresa em paralelo. Não é de surpreender que um processo “novo”, árduo, longo e multifuncional, envolvendo múltiplos *stakeholders* e de altíssima importância para a companhia, exija extrema dedicação dos principais executivos da empresa. “É muito mais prestigioso falar sobre um IPO do que atender um cliente do dia a dia”, mencionou um executivo, retratando o desafio vivido durante o processo. É importante, portanto, que a liderança tenha consciência desse desafio e faça todo o esforço necessário para manter o foco do negócio, sob o risco de pagar um preço alto após o IPO.

**Monitoramento das janelas de IPO:** por fim, é importante realizar um monitoramento de perto da situação do mercado no qual pretende fazer o IPO para que o movimento seja feito em momento que promova a captação de todo o capital planejado, em preço adequado e por uma nova base de acionistas alinhada com as perspectivas daquele negócio. Dadas as incertezas relativas a esse processo, é indicado que as empresas estejam preparadas para seguir caminhos alternativos – como, por exemplo, a venda de participação para fundos ou outras empresas ou o levantamento de caixa via emissão adicional de dívida.

## Suporte da Bain

A Bain & Company possui vasta experiência no suporte ao processo de abertura de capital, tendo realizado projetos no Brasil e no mundo, nos mais diversos setores.

Para ajudar nossos clientes a garantir o sucesso do IPO, a Bain auxilia em diversas etapas, desde a preparação até a execução do processo. Exemplos:

**Estratégia de *full potential*:** desenvolvimento de estratégias de *full potential* para ajudar clientes a traçar um plano detalhado para atingir o máximo potencial do negócio – plano que será posteriormente comunicado ao mercado e a futuros acionistas. Nesse tipo de projeto, são definidas as ambições para o IPO, escolha do portfólio de negócios ideal, decisões financeiras e direcionamento dos recursos e estratégia para unidades de negócios, entre outros, além de um plano detalhado com as iniciativas fundamentais para a entrega do *full potential*.

**Melhoria de performance:** identificação e captura de potenciais melhorias de custos e alavancas de curto prazo a fim de melhorar a performance financeira e operacional da empresa antes do processo de abertura de capital. Nesse tipo de projeto são analisados os principais indicadores financeiros e operacionais da empresa, identificadas, priorizadas e quantificadas as alavancas de melhoria, além de definido um plano de implementação para captura dos benefícios identificados.

**Equity story, BP e comunicação:** desenvolvimento de uma história clara e convincente para ser comunicada a investidores, com o suporte dos bancos de investimento liderando o processo do IPO. Nesse tipo de projeto, também são desenvolvidos o plano de negócios – incluindo projeções e estimativas de indicadores financeiros e KPIs operacionais –, além da estratégia e materiais de comunicação para investidores.

**PMO (Program Management Office):** criação de um escritório de projetos para dar suporte a toda a preparação e coordenar os projetos em desenvolvimento durante a preparação para o IPO (incluindo auditoria contábil, desenvolvimento do *business plan*, criação do *equity story*, preparação de materiais para comunicação com investidores, etc.). Nesse tipo de projeto, normalmente é dado todo o suporte para preparação e gestão dos projetos, direcionamento e medição do progresso, coordenação das múltiplas frentes de trabalho e mapeamento e acompanhamento de riscos.

**Carve-out & separation support:** suporte na realização do *carve-out* e separação dos negócios quando necessário para o IPO, garantindo que as duas companhias sejam totalmente operacionais e possuam a divisão adequada de estrutura, processos e talentos. Nesse tipo de projeto, é realizada a definição dos negócios e benefícios estratégicos do *carve-out*, avaliação do portfólio das futuras companhias, avaliação da viabilidade da separação e identificação de riscos, além do plano de implementação do *carve-out*.

**Suporte pré-IPO:** suporte específico em diversas iniciativas necessárias para a realização do IPO, com o objetivo principal de reduzir a elevada carga de trabalho sobre executivos da empresa e garantir um menor impacto no negócio. A Bain auxilia na coordenação geral do projeto, monitorando e coordenando os diferentes *stakeholders* e prestadores de serviços envolvidos. Além disso, o suporte com frequência inclui a assessoria em diferentes iniciativas, como redesenho organizacional, preparação do *data room*, preparação de conversas com potenciais investidores (incluindo *non-deal roadshows*) e preparação de comunicações internas e externas, entre outras.



## Ideias ousadas. Equipes ousadas. Resultados extraordinários.

Somos uma consultoria global que auxilia empresas e organizações a promover mudanças que definam o futuro dos negócios. Com 59 escritórios em 37 países, trabalhamos em conjunto com nossos clientes, como um único time, com o propósito compartilhado de obter resultados extraordinários, superar a concorrência e redefinir indústrias. Complementamos nosso conhecimento especializado integrado e personalizado com um ecossistema de inovação digital a fim de entregar melhores resultados, com maior rapidez e durabilidade. Desde nossa fundação, em 1973, medimos nosso sucesso pelo sucesso de nossos clientes, superando o mercado. Para nós, é fonte de orgulho ter o nível mais elevado de “client advocacy” do setor e clientes cujos resultados superaram em quatro vezes o do mercado acionário.



Siga a Bain Brasil no LinkedIn e fique por dentro dos nossos mais recentes estudos.



Para mais informações, visite [www.bain.com.br](http://www.bain.com.br)