



Custos para abertura
de capital no Brasil
Uma análise sobre as
ofertas entre 2005 e 2011



Um grande passo para o crescimento

A abertura de capital é o grande objetivo de muitos executivos de empresas que buscam crescimento. Porém, é necessário ponderar os custos e os benefícios relacionados ao processo de abertura de capital e de listagem em bolsa de valores.

A ida ao mercado de capitais significa para muitos executivos que a empresa conquistou um tipo especial de sucesso. Após um período de preparação, a empresa passa de uma organização de capital fechado com poucos acionistas para uma companhia com um grande número de titulares de suas ações, que podem ser compradas ou vendidas em uma bolsa de valores.

Na teoria, a conversão de companhia fechada para aberta é simples, desde que bem planejada. Uma empresa “abre o capital” quando vende suas ações ao público pela primeira vez e passa a ter suas ações negociadas em bolsa de valores. Esse processo é conhecido como “oferta pública inicial” ou “IPO” (sigla em inglês para Initial Public Offering).

As notícias que normalmente chegam após uma IPO, sobre a riqueza gerada para os acionistas iniciais da companhia e os membros da administração, podem ser sedutoras, e a perspectiva de ter capital disponível para financiar o crescimento futuro é atrativa.

Apesar disso, uma avaliação criteriosa e cuidadosa deve ser feita antes da decisão de abrir o capital. É aconselhável avaliar cuidadosamente as vantagens e desvantagens de se optar pela IPO, contando, em muitos casos, com o auxílio de consultores das mais diversas naturezas.

Ao tornar-se uma companhia aberta com ações negociadas em bolsa de valores, a empresa tem como objetivo diversificar as alternativas de captação de recursos e proporcionar liquidez patrimonial aos seus acionistas, além de buscar o fortalecimento da imagem institucional e a profissionalização da gestão. Pontuados de forma resumida, tais objetivos estão, na realidade, atrelados à avaliação de importantes aspectos, entre eles: planos de investimento; redução da dependência em relação a financiamentos bancários e, portanto, redução da alavancagem financeira; adequação da estrutura organizacional; aumento da liquidez das ações; e cultura interna em relação à convivência com um grupo muito maior de acionistas e à prestação de contas aos novos sócios investidores.

Índice

Um grande passo para o crescimento	2
Metodologia	5
Principais elementos para abertura de capital	6
No caminho da abertura	12
Pronto para o próximo passo	18



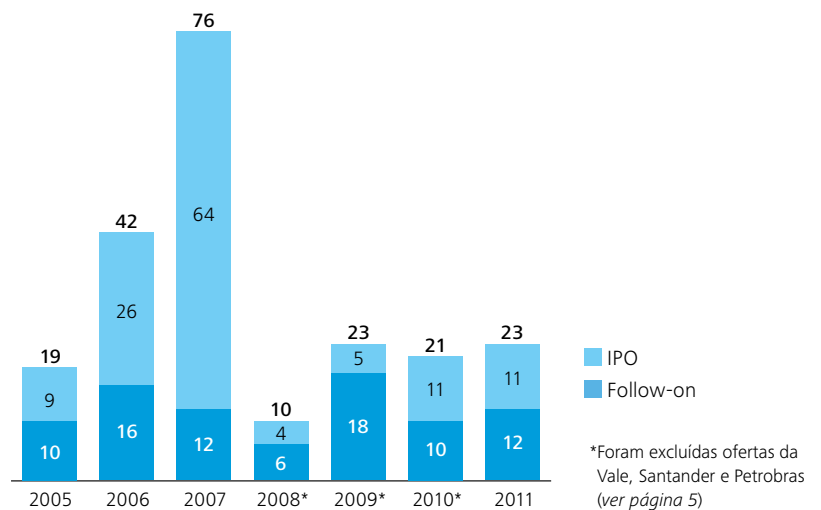
Há, assim, uma série de fatores a serem considerados para a decisão sobre a abertura de capital. Nesse contexto, um fator recorrentemente questionado na tomada dessa decisão consiste nos chamados custos relativos à abertura de capital e à manutenção da condição de companhia aberta, além da avaliação dos custos para ofertas subsequentes (*follow-on*).

Em 2006, a BM&FBOVESPA realizou um estudo sobre os custos inerentes a uma abertura de capital no Brasil em que foi possível notar que esses valores possuíam um componente variável muito expressivo, que é a comissão de estruturação, coordenação e distribuição das ações. Já os custos de manutenção da condição de companhia aberta incorridos pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA variavam fortemente em virtude da complexidade de cada empresa, bem como em virtude das práticas adotadas por cada companhia em relação ao seu relacionamento com o mercado.

Desde então, houve grandes movimentos no mercado de capitais brasileiro. Se em 2007, o mercado de capitais brasileiro viveu um momento exuberante, em que 64 empresas realizaram suas IPOs, o cenário internacional adverso atingiu diretamente o ambiente de negócios brasileiro ao final de 2008, reduzindo os fluxos financeiros internacionais e revertendo a tendência de crescimento que se esperava para a atividade econômica no mundo. Isso quer dizer que o mercado de capitais é cíclico, por isso é relevante estar com a empresa pronta para as eventuais oportunidades que venham a surgir.

Número de ofertas

Entre 2005 e 2011 foram realizadas 130 IPOs e 84 ofertas subsequentes (*follow-on*). Em apenas dois anos (2006 e 2007) foram realizados quase 70% das aberturas de capital do período.



Nesse contexto, a Deloitte preparou este estudo com o objetivo de trazer informações úteis aos participantes do mercado de capitais brasileiro, tendo como base as informações públicas das 214 empresas que realizaram suas IPOs e ofertas subsequentes entre janeiro de 2005 e dezembro de 2011. Ainda que este material não seja um estudo científico, as informações aqui compiladas podem auxiliar os administradores das empresas na difícil tarefa de planejar o futuro de suas organizações.

Boa leitura!

Além dos custos

Alguns pontos que a empresa precisa compreender para a abertura de capital:

- Quais ferramentas (sistema integrado, controles internos, equipe treinada etc) são necessárias para a empresa atender às exigências de “companhia aberta”, particularmente em áreas como *compliance*, auditoria, comunicação, governança e gestão de riscos;
- O que é preciso para desenvolver essas capacidades em termos de tempo, experiência, recursos humanos e tecnologia entre outros;
- Como desenvolver as capacidades necessárias de forma mais eficaz e eficiente;
- Quais são os benefícios decorrentes da preparação para operar no nível exigido pelos reguladores e quais são as consequências em não se preparar.

O planejamento pré-IPO adequado não deve se concentrar apenas na emissão de ações, mas também na criação e expansão das habilidades que suportarão o desenvolvimento e crescimento sustentável como uma companhia de capital aberto. Apenas com essas habilidades, uma nova companhia aberta estará preparada para operar nos níveis esperados.



Metodologia do estudo

Este estudo foi preparado com base em dados públicos disponíveis nos prospectos definitivos de ofertas públicas realizadas no Brasil, de janeiro de 2005 a dezembro de 2011, sendo ofertas iniciais (IPOs) ou subsequentes (*follow-on*). Esses prospectos estão disponíveis nos sites de cada uma das companhias, bem como nos sites da Comissão de Valores Mobiliários – CVM (www.cvm.gov.br) e da BM&FBOVESPA (www.bmfbovespa.com.br).

A população foi composta inicialmente por 217 ofertas, mas, em virtude das características e dos altos valores na distribuição, foram excluídas da população pesquisada algumas distribuições ocorridas entre 2005 e 2011, com o intuito de manter a homogeneidade da amostra analisada (veja tabela abaixo).

Ofertas excluídas da análise

Ano	Emissor	Distribuição (em R\$ mil)	Comissões (em R\$ mil)	(%)	Despesas (em R\$ mil)	(%)	Custos totais (em R\$ mil)	(%)
2008	Vale	18.450.242	179.710	1,0	10.208	0,1	189.918	1,0
2009	Santander	12.337.500	193.016	1,6	17.788	0,1	210.804	1,7
2010	Petrobras	115.052.319	228.829	0,2	254.969	0,2	483.799	0,4

É importante ressaltar que foram utilizados neste estudo, para todas as ofertas com dados disponíveis, apenas os custos e as despesas das ofertas no Brasil, com o objetivo de obter uma representação mais fidedigna do mercado local. Em alguns casos, a oferta contou com esforços para venda das ações a investidores estrangeiros qualificados, a qual nem sempre tem nos prospectos as despesas discriminadas daquelas efetivamente incorridas para os esforços de colocação no mercado brasileiro; nesses casos, a pesquisa utilizou as despesas totais, bem como o total distribuído na análise. Portanto, essa limitação deve ser levada em conta nos resultados apurados.

A amostra analisada não considerou os recursos obtidos por meio de eventuais lotes suplementares emitidos após a liquidação da oferta base, uma vez que os prospectos definitivos não são atualizados para incluírem esses dados. No entanto, como as decisões para a colocação das ofertas são tomadas pelos administradores com base nos lotes iniciais (incluindo os custos para emissão) que são divulgados nos prospectos definitivos, as análises contidas neste estudo contêm informações que podem auxiliar na avaliação da abertura de capital.

Principais elementos para abertura de capital

Em quais tipos de serviços será necessário investir

Se uma companhia decide abrir seu capital, incorre basicamente em dois tipos diferentes de custos:

- os diretamente associados à oferta, ou seja, os custos de abertura de capital;
- os associados a uma companhia aberta listada em bolsa de valores.

De acordo com a literatura já disponível sobre o assunto, esses custos são divididos em componentes diretos e indiretos. Como componentes diretos estão alocadas todas as despesas relacionadas com a decisão de listagem. Entre elas, as despesas com coordenadores, advogados e auditores. Outros componentes dos custos diretos são as taxas pagas às bolsas de valores, à publicidade legal e à imprensa, despesas para cumprir com a divulgação e regras de governança corporativa.

O componente indireto é fruto de uma discussão internacional que defende que existe um impacto do desconto sobre a avaliação econômica da companhia, ou seja, a diferença entre o preço de oferta registrado no prospecto e o preço de mercado de fechamento do primeiro dia de negociação das ações no mercado. Apesar dessa discussão, não existe exemplo prático desse desconto indireto nas ofertas realizadas no Brasil. Não é propósito deste estudo abordar ou tentar mensurar esse impacto, mas é um assunto que deve ser avaliado por empresas que almejam abrir seu capital.

Custos diretamente associados à oferta

Despesas com os coordenadores

No processo de abertura de capital, os empreendedores ou fundadores esperam realizar uma oferta bem-sucedida, que traga não apenas uma precificação adequada, mas também estabilidade ou elevação no preço das ações após a IPO.

Na busca desse objetivo, a escolha de um coordenador competente (*ver box na página ao lado*) – que, historicamente, é um banco de investimento – pode ajudar a garantir o sucesso da oferta.

Uma distribuição pública de ações deverá respeitar a Instrução Normativa nº 400 da CVM, que requer que uma oferta pública seja assessorada por uma instituição financeira para coordenar o processo (coordenador ou *underwriter*).

Esse intermediário é responsável, entre outros itens, pela modelagem da operação (avaliação da viabilidade da distribuição), solicitação do registro de distribuição devidamente instruído, formação do consórcio de distribuição, realização da diligência (*due diligence*) sobre as informações da emissora que serão utilizadas na elaboração do prospecto de emissão, coordenação dos procedimentos de registro na CVM, estruturação e determinação do período adequado (*timing*) da oferta, processo de formação de preço, organização das apresentações ao mercado (*road show*) e concepção do plano de distribuição da emissão.

Os coordenadores geralmente são familiarizados com as condições do mercado, conhecem o nível de interesse de investidores institucionais e individuais com relação a novas emissões de ações e comparam os múltiplos das ações de companhias similares que fizeram oferta ou foram negociadas em bolsa de valores.

As despesas com os coordenadores são geralmente os custos individuais mais altos da abertura de capital e são negociadas diretamente entre a companhia e o coordenador líder. Além de contemplar os serviços já prestados, essas despesas têm por objetivo compensar os coordenadores do custo de se associarem à oferta.

Custo para obtenção de capital

Custos da oferta					Custos subsequentes		
Custos diretos				Custos indiretos	Custos diretos		Custos indiretos
Comissões dos coordenadores	Honorários profissionais	Taxas de listagem	Outros custos	Desconto	Regulação, governança e honorários profissionais	Taxas anuais	Custos de transação

Fonte: Oxera – The Cost of Capital: An International Comparison (Londres, 2006)



Como escolher um coordenador

A escolha de um coordenador deverá levar em consideração vários aspectos. Veja abaixo alguns itens que as empresas devem levar em consideração para escolher o banco de investimento que coordenará sua oferta:

Reputação

Em uma oferta, a reputação dos coordenadores é de grande importância. Investidores institucionais e pessoas físicas terão mais confiança em suas ações quando identificarem o nome de um banco de investimento altamente conceituado nos prospectos da oferta. A reputação também influencia a capacidade do coordenador líder em organizar um consórcio forte com outros coordenadores para auxiliar na venda e distribuição das ações.

Capacidade de distribuição

É importante para as companhias e para os mercados que os coordenadores distribuam as ações em uma base grande e variada de investidores para gerar interesse permanente do mercado nas ações após a oferta.

Cada banco de investimento tem uma base de clientes diferente. É importante que as empresas entendam a

composição de cada uma e façam uma avaliação levando em consideração a sua estratégia.

Alguns bancos de investimento têm acesso a muitos investidores institucionais, enquanto outros possuem foco em investidores pessoas físicas. Destaca-se ainda que, das 130 IPOs ocorridas entre janeiro de 2005 e dezembro de 2011, aproximadamente 70% do volume total ofertado foi absorvido por investidores estrangeiros. É importante mencionar que uma oferta somente é efetiva por meio de coordenadores que possuam uma boa base de clientes, bem como capacidade de estruturar um consórcio forte.

Experiência

Um banco de investimento deve ter experiência na distribuição de ações de companhias do mesmo setor ou de setores similares. Isso influi na capacidade de fixar o preço das ações e dá mais credibilidade ao explicar e oferecer a companhia a potenciais investidores.

Capacidade de formar mercado

Quando uma companhia abre o capital, as suas ações são negociadas nos mercados regulados e seus

coordenadores podem se tornar os formadores de mercado para suas ações, ou seja, assumem a obrigação de colocar no mercado, diariamente, ofertas firmes de compra e de venda para uma quantidade de ativos predeterminada e conhecida por todos. Ao registrar ofertas, o formador de mercado proporciona um preço de referência para a negociação do ativo. O coordenador líder poderá atuar como formador de mercado, pois possui conhecimento prévio da empresa adquirido ao longo da estruturação da IPO. Apesar disso, o papel de formador de mercado pode ser desempenhado por corretoras, distribuidoras de valores, bancos de investimento ou bancos múltiplos com carteira de investimentos.

Analistas financeiros

A comunidade financeira normalmente enxerga o coordenador líder como a principal fonte de informações sobre a empresa. Portanto, o banco de investimento escolhido deve ter analistas experientes, respeitados pela comunidade financeira e que acompanhem de perto o setor em que a empresa atua, não somente durante o processo de IPO, como também antes e depois da IPO.

Nas ofertas realizadas no Brasil, as despesas com os coordenadores são geralmente as seguintes:

- comissão de colocação;
- comissão de coordenação;
- comissão de garantia de liquidação;
- incentivo.

Os fatores que afetam o valor das comissões pagas aos coordenadores variam em virtude das condições do mercado, do tamanho e da complexidade da operação e do regime de colocação (garantia firme ou melhores esforços), entre outros fatores.

Honorários dos advogados

Os honorários advocatícios estão basicamente relacionados com a preparação do pedido de registro, negociação do contrato de coordenação e distribuição, questões societárias e outras que surgem no decorrer do processo de oferta.

Como o pedido de registro é um documento legal, os advogados geralmente ficam encarregados de auxiliar a administração em sua elaboração. Quando eles têm dúvidas e precisam de informações, recorrem à administração da empresa. Com base nas informações coletadas, o papel dos consultores jurídicos será ajudar a companhia a decidir quais informações devem ser incluídas no pedido de registro (ou seja, quais fatos são importantes) e como devem ser incluídas. Além disso, os consultores jurídicos irão protocolar o pedido nos órgãos reguladores, coordenar e ajudar na elaboração e apresentar as respostas aos comentários desses órgãos.

Cabe também aos consultores jurídicos auxiliar a companhia nas questões societárias antes da oferta, bem como nos preparativos ao longo, ajudando a companhia a coordenar o processo de *due diligence*, negociando o contrato de coordenação e distribuição em nome da companhia, emitindo um parecer sobre a validade das ações a serem ofertadas e prestando consultoria à companhia em assuntos relacionados ao mercado de capitais.

Se os trabalhos oriundos das questões societárias forem extensos, exigindo uma reorganização complexa ou a negociação de contratos relevantes, os honorários advocatícios poderão ser significativamente elevados.

Eles também aumentarão se houver um grande número de acionistas vendedores em virtude dos trabalhos legal e administrativo relativo a cada vendedor.

Em ofertas secundárias ou mistas, algumas das despesas com honorários advocatícios ou outros honorários podem ser pagas pelos acionistas vendedores. Os acionistas e a companhia decidem sobre a alocação de despesas. No entanto, geralmente a companhia arca com a maioria das despesas.

Honorários dos auditores

Esses honorários se referem basicamente à participação de auditores independentes no auxílio da obtenção do registro de companhia aberta e na emissão das cartas de conforto aos coordenadores. Em alguns casos, podem também estar relacionados com trabalhos específicos sobre outras informações financeiras, entre elas, informações *pro forma*.

As despesas são proporcionalmente mais altas quando são necessárias auditorias separadas das demonstrações financeiras de empresas adquiridas ou a serem adquiridas, investidas ou contabilizadas pelo método de equivalência patrimonial e garantidores financeiros.

Se demonstrações financeiras intermediárias forem exigidas, os honorários dos auditores também serão elevados, já que eles terão de revisá-las, principalmente, com relação às cartas de conforto solicitadas pelos coordenadores.

As demonstrações financeiras auditadas são incluídas no prospecto, amparadas pelo relatório dos auditores independentes – que, geralmente, dão consentimento para a inclusão do relatório no prospecto. Antes de tal consentimento ser obtido, os auditores executam procedimentos até as datas de arquivamento dos documentos, entre eles um levantamento dos eventos subsequentes para determinar se as demonstrações financeiras e seu relatório ainda estão adequados.

Esse levantamento inclui averiguações sobre eventos que ocorreram ou que se tornaram conhecidos após a emissão do último relatório dos auditores independentes e que, caso tivessem sido conhecidos na ocasião, teriam sido divulgados ou refletidos nas demonstrações financeiras.

Os auditores revisam e discutem com a administração quaisquer preocupações com relação às demonstrações financeiras intermediárias. Eles também leem todo o prospecto para verificar a existência de inconsistências entre partes financeiras e não financeiras e sobre questões relevantes que não tenham sido divulgadas.

Durante o processo de oferta, os coordenadores e seus advogados se reúnem com a empresa e seus auditores independentes para discutirem as demonstrações financeiras e chegarem a um consenso com relação às cartas de conforto a serem emitidas pelos auditores independentes.

Ao solicitar essas cartas de conforto, os coordenadores estão buscando ajuda para realizar uma *due diligence* nos dados financeiros e contábeis contidos no prospecto que não são apresentados no relatório dos auditores independentes. As cartas de conforto descrevem procedimentos muito específicos realizados a pedido dos coordenadores. Os auditores independentes geralmente fornecem uma minuta preliminar aos coordenadores bem antes da primeira data de entrega, para que os coordenadores possam decidir se os procedimentos descritos na carta de conforto atendem às suas necessidades.

Os procedimentos realizados pelos auditores independentes normalmente incluem:

- verificação de dados financeiros contidos em todo o prospecto com registros contábeis ou demonstrações financeiras; e
- avaliação de resultados financeiros disponíveis após a última auditoria para determinar se houve redução nas receitas ou no patrimônio ou outras tendências que não estão adequadamente divulgadas no prospecto.



Outros custos diretos

Outras despesas com valores individuais relativamente menores (obrigatórias ou não) também devem ser consideradas nos custos para o processo de abertura do capital, como:

- as taxas de arquivamento na CVM e na bolsa de valores;
- eventuais custos relacionados com custodiantes e câmaras de liquidação;
- os custos relacionados à impressão de todos os materiais;

- os custos relacionados às viagens e aos gastos nas apresentações aos investidores (*road shows*); e
- as despesas de publicidade legal.

Além desses custos identificáveis, haverá o tempo gasto pelos executivos e pela administração que auxiliarão os coordenadores, auditores e advogados na preparação da oferta.

Custos associados a uma companhia listada

Apesar de não serem objeto deste estudo, os custos associados ao cumprimento de todas as exigências dos órgãos reguladores para as companhias abertas devem também ser levados em consideração pelas empresas que estão decidindo sobre um processo de abertura.

Alguns exemplos dos custos para manutenção do registro de companhia aberta com ações negociadas em bolsa de valores são:

- estrutura de governança (conselhos, relações com investidores, gestão de risco etc);
- auditoria independente (demonstrações financeiras trimestrais e anuais);

O tempo gasto pelos executivos e pela administração auxiliando os coordenadores, auditores e advogados deve ser considerado na preparação da oferta.



- demonstração em padrão internacional (convergência para as IFRSs);
- custos de publicação das demonstrações financeiras;
- editais para convocação de assembleias gerais ordinárias e extraordinárias, publicação das atas das assembleias e de fatos relevantes etc;
- taxa de fiscalização devida à CVM;
- anuidade paga à bolsa de valores.

Com a abertura de capital, o mercado provavelmente terá uma percepção melhor da companhia, pelas seguintes razões:

- Exigência de práticas contábeis mais formais e rigorosas, fiscalizadas pela CVM e bolsa de valores.
- Controles financeiros, sistemas de *compliance*, governança e gestão de riscos.
- Novas demandas de informação e transparência em relatórios sobre o desempenho financeiro, a remuneração, os riscos e os indicadores de desempenho.
- Novo ambiente de regulamentação e fiscal.
- Criação de canais de comunicação com os acionistas e analistas de mercado (montando uma equipe dedicada e de relação com investidores).



Atividades para elaboração de relatórios financeiros

Entre as principais atividades necessárias para a elaboração e divulgação destes relatórios financeiros, destacam-se:

- avaliar a disponibilidade e a qualidade dos dados financeiros à luz das práticas contábeis adotadas no Brasil, IFRSs e requerimentos da CVM;
- identificar os novos dados necessários, assim como sua fonte e os custos de desenvolvimento de processos para obtenção dessas informações;
- desenvolver processos e recursos de apoio para a elaboração de demonstrações financeiras e outros relatórios (IFRSs, formulário de referência etc);
- considerar as competências da equipe de relações com investidores e como resolver problemas, como baixas de pessoal ou necessidade de contratação;
- integrar relatórios financeiros com governança e gerenciamento de riscos para gerar informações que, além de atenderem às exigências de demonstrações financeiras, orientem a gestão e as melhorias nos indicadores de desempenho.

A CVM, a bolsa de valores e os investidores exigem das companhias abertas uma grande quantidade de informações financeiras e operacionais. Para atender a essas necessidades, a companhia deve avaliar a sua capacidade de gerar demonstrações financeiras e outros relatórios periódicos de acordo com os requerimentos da CVM (*veja mais no quadro acima*). Por exemplo, as demonstrações financeiras devem ser elaboradas em conformidade com as práticas contábeis adotadas no Brasil e de acordo com as IFRSs, que incluem divulgações específicas para as companhias registradas na CVM, como, por exemplo, maiores detalhes sobre instrumentos financeiros e cumprimento de outras normativas.

A maioria dos executivos concorda que os requerimentos dos relatórios financeiros para uma companhia aberta são mais formais e rigorosos do que para empresas privadas. Apesar de os gastos efetivos de cada companhia na manutenção de *status* de companhia aberta dependerem do estágio atual de desenvolvimento de cada organização, bem como do efetivo comprometimento de cada administração em atingir o “estado da arte” no atendimento ao mercado, é importante salientar que essa área geralmente requer uma atenção especial de toda a companhia e todas essas atividades consomem tempo e recursos das organizações.

No caminho da abertura

A relação entre custos e valor da oferta

Observação: para todos os dados apresentados nesta seção, as "comissões" representam custos com os coordenadores e as "despesas" representam custos com honorários advocatícios, com os auditores e os outros custos diretos da oferta

Após o entendimento da atividade e da necessidade de cada componente para abertura de capital, é possível entender quanto cada um deles representará de custos e despesas durante e após a abertura de capital.

A média anual das captações dos lotes locais das ofertas realizadas entre 2005 e 2011 registradas na CVM somou aproximadamente R\$ 25.757 milhões, enquanto os custos médios anuais somaram R\$ 961 milhões, representando aproximadamente 3,7% da média anual das distribuições. Desses custos, R\$ 822 milhões, que representam 3,2% do valor total da média anual das distribuições, foram de comissão de coordenadores e R\$ 139 milhões, ou 0,5% da média anual das distribuições, foram de demais despesas.

Considerando a amostra, 2007 foi o ano de destaque no mercado de capitais brasileiro, sendo o ano em que ocorreu o maior número de distribuições, 76 no total, com o maior volume captado (R\$ 62.164 milhões).

É possível notar um movimento de redução gradual do efeito total das comissões e despesas no montante das distribuições. Enquanto as comissões, que possuem características variáveis, reduziram de 4,3% em 2005 até um mínimo de 2,2% em 2010, as outras despesas reduziram de 0,8% em 2005 para 0,4% em 2010.

Durante 2011, as comissões e as outras despesas se elevaram em 0,4 ponto percentual, sendo que as comissões somaram 2,6% das distribuições do ano, enquanto as outras despesas corresponderam a 0,8% das distribuições.

Enquanto a redução das comissões e despesas entre os anos 2005 e 2010 pode ser justificada pelo tamanho médio das ofertas e pelo aumento da competição entre os participantes do mercado de capitais, entre eles bancos, advogados e firmas de auditoria, a elevação das comissões e despesas durante 2011 pode indicar uma mudança de tendência, seja pela nova realidade dos mercados globais, mais avessos a riscos, seja pela crescente complexidade das transações observadas durante o último exercício.

Variação dos custos

Com base nos valores registrados, nota-se uma relativa dispersão entre as maiores e menores distribuições pelos anos apresentados. No entanto, percebe-se que a mediana das distribuições entre 2005 e 2011 é de aproximadamente R\$ 475 milhões (*ver tabela na página 13*). A mediana das comissões somaram R\$ 20,7 milhões (4,3% da distribuição mediana) e a mediana das despesas somaram R\$ 3,9 milhões (0,8% da distribuição mediana).

Total dos custos de oferta

Entre os anos 2005 e 2011, 214 ofertas foram registradas e, ao todo, renderam R\$ 180 bilhões. Desse montante, os custos para a abertura representaram 3,7%, somando quase R\$ 7 bilhões.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Total	Média	Mediana
Distribuições										
Quantidade	19	42	76	10	23	21	23	214	31	23
IPO	9	26	64	4	5	11	11	130	19	11
Follow-on	10	16	12	6	18	10	12	84	12	12
Valor – (em R\$ mil)	9.375.644	24.889.130	62.164.270	11.845.327	28.493.247	26.499.480	17.029.491	180.296.589	25.756.655	24.889.130
Custos										
Comissões (em R\$ mil)	401.031	937.028	2.200.697	381.157	809.461	574.644	449.172	5.753.189	821.884	574.644
Comissões (%)	4,3	3,8	3,5	3,2	2,8	2,2	2,6	3,2	3,2	2,3
Despesas (em R\$ mil)	78.116	185.081	356.529	39.311	80.596	100.541	134.163	974.337	139.191	100.541
Despesas (%)	0,8	0,7	0,6	0,3	0,3	0,4	0,8	0,5	0,5	0,4
Custo total (em R\$ mil)	479.147	1.122.109	2.557.226	420.467	890.058	675.185	583.334	6.727.526	961.075	675.185
Custo total (%)	5,1	4,5	4,1	3,5	3,1	2,5	3,4	3,7	3,7	2,7

Obs: a mediana indica a localização do centro da distribuição de dados

Comportamento dos custos

A divisão por valores máximos, mínimos, médios e medianos distribuídos, em termos monetários, em cada ano, bem como as relativas comissões e despesas permitem entender o comportamento dos custos.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Média	Mediana
Distribuições									
Menor (em R\$ mil)	16.000	152.833	200.000	20.701	241.391	150.000	173.056	136.283	152.833
Maior (em R\$ mil)	1.119.468	3.000.000	5.761.323	5.872.687	7.322.442	8.796.344	4.984.949	5.265.316	5.761.323
Média (em R\$ mil)	493.455	592.598	817.951	1.184.533	1.238.837	1.261.880	740.413	904.238	–
Mediana (em R\$ mil)	439.182	475.117	521.194	421.011	707.292	629.440	434.783	–	475.117
Custos									
Comissões									
Menor (em R\$ mil)	640	3.368	3.833	1.035	5.131	3.225	6.304	3.362	3.368
Maior (em R\$ mil)	36.864	64.011	152.713	234.907	274.592	109.733	96.554	138.482	109.733
Média (em R\$ mil)	21.107	22.310	28.957	38.116	35.194	27.364	19.529	27.511	–
Mediana (em R\$ mil)	20.651	20.024	22.310	16.214	23.020	23.531	14.845	–	20.651
Média (%)	4,3	3,8	3,5	3,2	2,8	2,2	2,6	3,0	–
Mediana (%)	4,7	4,2	4,3	3,9	3,3	3,7	3,4	–	4,3
Despesas									
Menor (em R\$ mil)	83	683	1.766	428	1.500	1.500	355	902	683
Maior (em R\$ mil)	7.641	23.997	13.518	8.090	8.328	12.816	13.798	12.598	12.816
Média (em R\$ mil)	4.111	4.407	4.691	3.931	3.504	4.788	5.833	4.466	–
Mediana (em R\$ mil)	3.841	4.043	4.178	3.616	3.107	3.962	5.061	–	3.962
Média (%)	0,8	0,7	0,6	0,3	0,3	0,4	0,8	0,5	–
Mediana (%)	0,9	0,9	0,8	0,9	0,4	0,6	1,2	–	0,8

Obs: a mediana indica a localização do centro da distribuição de dados

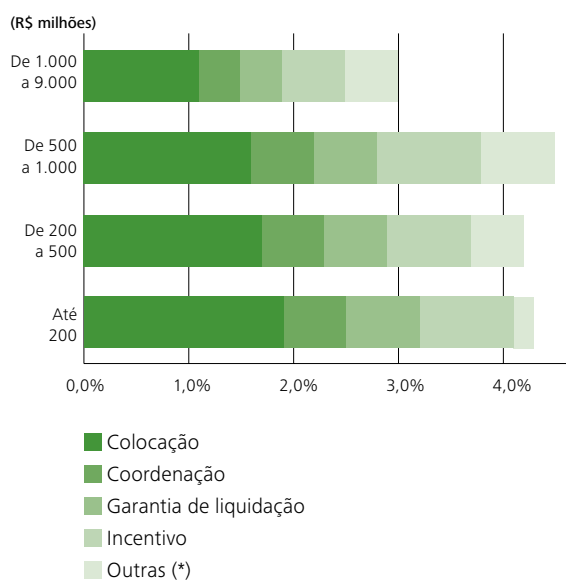


Natureza dos custos e seus impactos por faixa de distribuição

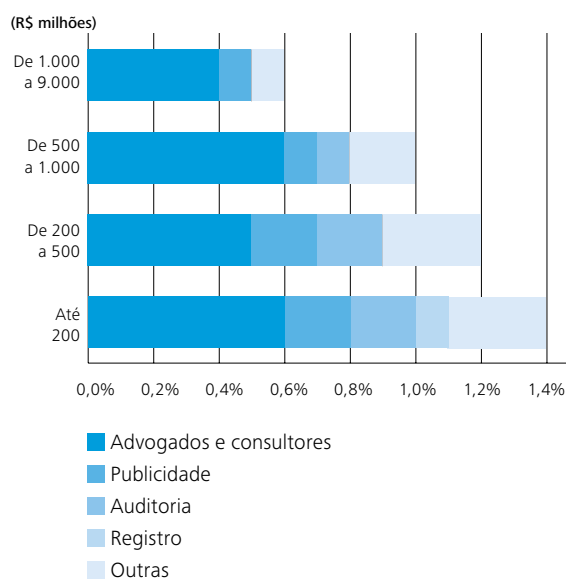
É possível observar detalhadamente a natureza das comissões e outras despesas, além de demonstrar como elas se comportam de acordo com o tamanho das distribuições.

(mediana em R\$ milhões)	Até 200		De 200 a 500		De 500 a 1.000		De 1.000 a 9.000	
	(em R\$ mil)	(%)	(em R\$ mil)	(%)	(em R\$ mil)	(%)	(em R\$ mil)	(%)
Comissões								
Colocação	3.091	1,9	6.885	1,7	10.359	1,6	17.583	1,1
Coordenação	1.059	0,6	2.387	0,6	3.695	0,6	5.983	0,4
Garantia de liquidação	1.080	0,7	2.407	0,6	3.712	0,6	6.324	0,4
Incentivo	1.404	0,9	3.265	0,8	6.446	1,0	9.988	0,6
Outras (*)	315	0,2	2.124	0,5	4.302	0,7	7.763	0,5
Total	6.949	4,2	17.068	4,3	28.514	4,4	47.641	3,0
Despesas								
Advogados e consultores	1.000	0,6	2.000	0,5	3.695	0,6	5.983	0,4
Publicidade	322	0,2	700	0,2	708	0,1	1.000	0,1
Auditoria	400	0,2	608	0,2	403	0,1	520	0,0
Registro	83	0,1	166	0,0	166	0,0	91	0,0
Outras	455	0,3	1.000	0,3	1.127	0,2	1.500	0,1
Total	2.260	1,4	4.474	1,1	6.098	0,9	9.094	0,6
Custos totais	9.209	5,6	21.542	5,5	34.612	5,3	56.734	3,5

Comissões por faixa de distribuição



Despesas por faixa de distribuição



(*) Compreendem basicamente comissões de originação, estruturação, venda, sucesso e impostos sobre comissões

Tipos de custos

A análise da natureza dos custos (*ver página 14*) permite perceber com mais clareza o caráter variável das comissões e o caráter fixo das outras despesas. Nota-se que as comissões – ainda que exista uma pequena redução geral para as distribuições de maior valor – variam entre 4,2% e 4,4% para distribuições até R\$ 1 bilhão, que são a maioria das distribuições ocorridas no Brasil.

Já as outras despesas reduziram consistentemente em termos relativos quando comparadas ao volume das distribuições. Enquanto essas despesas representaram aproximadamente 1,4% das distribuições até R\$ 200 milhões, elas representam aproximadamente 0,6% das maiores distribuições.

Tipos de ofertas de distribuição de ação

Duas questões que se colocam mais comumente pelo mercado são: o tipo de distribuição (oferta inicial ou subsequente) ou o nível de governança no qual a companhia será listada influenciariam os custos da transação.

As ofertas públicas iniciais (IPOs) apresentaram custos mais elevados que as ofertas subsequentes (ou seja, ofertas de companhias que já são públicas), basicamente por conta do nível de comissões exigido. Enquanto os custos médios para as IPOs representaram aproximadamente 4,5% do total das distribuições, esse percentual cai para aproximadamente 2,8% no caso das ofertas subsequentes. As comissões para as IPOs somaram 3,9% do total distribuído em comparação a 2,3% nas ofertas subsequentes. As outras despesas se apresentaram relativamente constantes nas IPOs e nas ofertas subsequentes.

Custos por tipo de distribuição

Distribuições de ação para abertura de capital ou pós-abertura incorrem em custos diferentes. A IPO sempre demandará valores maiores devido às preparações necessárias para se tornar uma companhia aberta.

	IPO	Follow-on	Total
Distribuições (em R\$ mil)	101.322.499	78.974.089	180.296.589
Comissões (em R\$ mil)	3.902.518	1.850.671	5.753.189
Comissões (%)	3,9	2,3	3,2
Despesas (em R\$ mil)	652.098	322.239	974.337
Despesas (%)	0,6	0,4	0,5
Custos totais (em R\$ mil)	4.554.616	2.172.910	6.727.526
Custos totais (%)	4,5	2,8	3,7

As Brazilian Depository Receipts (BDRs), que são os títulos de companhias estrangeiras listadas no Brasil, e as listagens no BOVESPA MAIS, oferecidas pela BM&FBOVESPA voltadas para empresas de pequeno e médio portes, apresentaram os maiores custos relativos em comparação com o total listado (*ver quadro na página 16*). Enquanto o custo para BDRs patrocinadas Nível III, único nível que admite oferta pública de distribuição de valores mobiliários, foi de aproximadamente 6,6% do total distribuído, o custo para o BOVESPA MAIS foi de aproximadamente 7,1% do total distribuído, destacando que a oferta no BOVESPA MAIS foi de cerca de R\$ 20 milhões, bem abaixo da média histórica do mercado. É importante mencionar que os custos apurados para o BOVESPA MAIS se referem apenas à oferta da Nutriplant Indústria e Comércio S.A., atualmente a única empresa listada nesse segmento que realizou uma oferta pública de ações.

No entanto, a análise dos dados mostra comportamentos diferentes nos componentes de custos entre os dois tipos. Enquanto as BDRs apresentaram o maior custo relativo para as comissões (5,5% do total captado), as captações do BOVESPA MAIS apresentaram o maior custo relativo para as outras despesas (2,1% do total captado). Chama a atenção o fato de que os custos para captação de companhias que optaram pelo Novo Mercado estão em média com os outros níveis de listagem.

Com relação aos setores de atuação, a amostra demonstrou que existe uma variação significativa nos custos, dependendo do setor. Enquanto açúcar e álcool e têxtil e calçados apresentaram os maiores custos de captação em relação ao total obtido com custos de aproximadamente 7,5% e 5,7%

respectivamente, em relação ao total captado, os setores de atividades financeiras e energia, gás e saneamento apresentaram os menores custos de captação, ambos com custos aproximados de 2,8% do total captado (ver página 17).

Custos por tipo de listagem

Quando uma empresa decide abrir o capital é importante avaliar qual o nível de governança que pretende ter na estrutura do negócio. A regra de cada nível traz benefícios específicos e custos diferentes tanto na abertura quanto no pós.

	BDR ^(*)	BOVESPA MAIS	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado	Total
Distribuições (em R\$ mil)	4.664.023	20.701	24.063.857	12.833.372	138.714.636	180.296.589
Comissões (em R\$ mil)	255.232	1.035	520.481	529.394	4.447.047	5.753.189
Comissões (%)	5,5	5,0	2,2	4,1	3,2	3,2
Despesas (em R\$ mil)	51.398	428	90.932	104.313	727.266	974.337
Despesas (%)	1,1	2,1	0,4	0,8	0,5	0,5
Custos totais (em R\$ mil)	306.631	1.463	611.413	633.707	5.174.313	6.727.526
Custos totais (%)	6,6	7,1	2,5	4,9	3,7	3,7

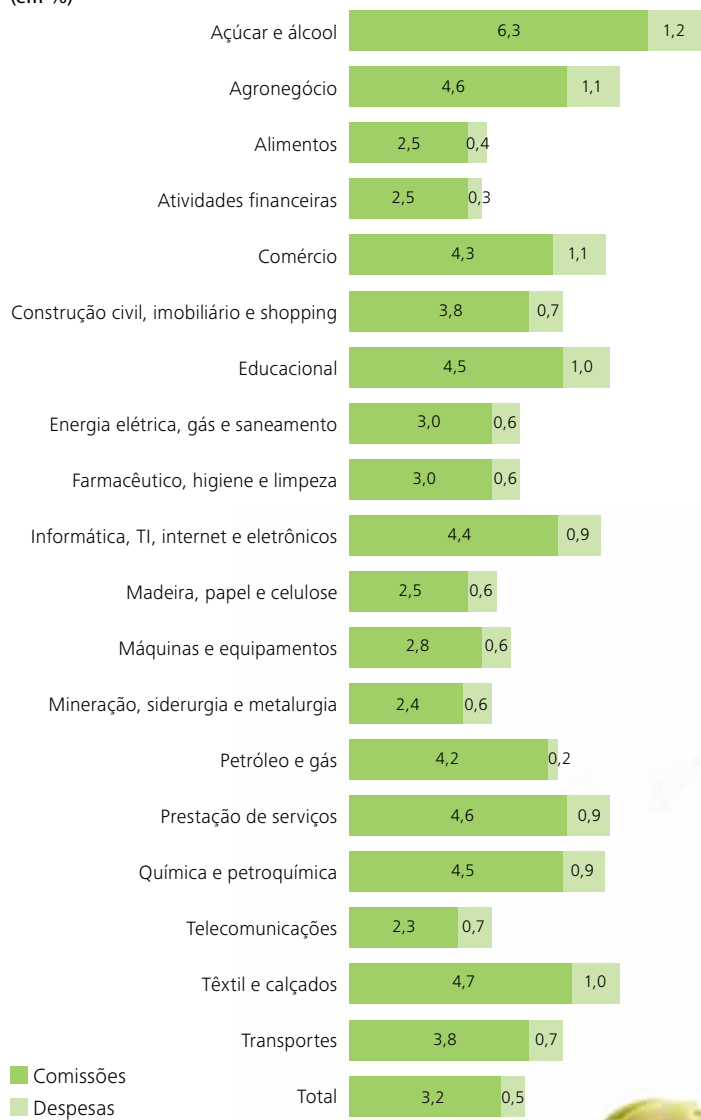
(*) A BDR não pertence a nenhum segmento de práticas diferenciadas de governança corporativa da BM&FBOVESPA

A média anual das captações das ofertas realizadas entre 2005 e 2011 somou aproximadamente R\$ 26 bilhões. Desse total, os custos médios anuais somaram R\$ 961 milhões, representando aproximadamente 3,7% da média anual das distribuições.

Custos de captação por setor de atuação

Cada setor apresenta características e, muitas vezes, regulamentações diferentes. Esse ponto tem que ser avaliado para considerar corretamente os custos reais da abertura de capital.

(em %)



Pronto para o próximo passo

Com a análise das ofertas brasileiras realizadas entre 2005 e 2011 é possível observar que os custos com as comissões dos coordenadores são os mais relevantes a serem considerados quando se decide fazer uma IPO, representando 3,2% do total distribuído na média das ofertas analisadas no período. As outras despesas são menos relevantes e representaram, na média, 0,5% desse total.

Enquanto as comissões apresentam características de custos variáveis, menos sensíveis a mudanças no volume da distribuição, as outras despesas apresentam características de custos fixos, sendo consistentemente reduzidas pelo aumento no volume das distribuições.

As análises também demonstraram que os custos e as despesas podem ser significativamente alterados dependendo de fatores como tamanho da distribuição, sua complexidade (no caso, por exemplo, dos BDRs), indústria na qual a companhia está inserida, ou, ainda, pelo fato de já ser uma companhia aberta.

Ainda, as análises demonstraram que, apesar de um movimento de redução dos custos totais entre 2005 e 2010, os custos em 2011, pelo primeiro ano, apresentaram uma pequena alta, em comparação com o período anterior. Essa tendência pode continuar nos próximos anos.

Conhecendo todos esses custos, proprietários e administradores de empresas podem avaliar as melhores opções para abertura de capital, além de ter controle de todo o investimento necessário para ter uma IPO de sucesso.

Glossário

Banco de investimento – Intermediário financeiro entre a companhia emissora dos títulos e os investidores. Também conhecido como coordenador.

Carta de conforto – Carta emitida pelos auditores aos coordenadores, informando os resultados dos procedimentos acordados realizados em informações financeiras, conforme solicitação dos coordenadores.

Contrato de coordenação e distribuição – Contrato entre a companhia e seus coordenadores, definindo os termos da oferta, incluindo forma de colocação, preço da oferta e comissões.

Coordenador líder – Banco de investimento com a responsabilidade primária de organizar a emissão de ações. O coordenador líder forma um sindicato de distribuição, aconselha sobre o preço e a data da emissão, além de localizarem e organizarem as apresentações (*road show*) aos investidores.

Due diligence – Investigação conduzida pelas partes envolvidas na preparação do pedido de registro a fim de obter uma base razoável para acreditar que as informações lá contidas são verdadeiras e que fatos relevantes não foram omitidos.

Oferta subsequente (follow-on) – Ofertas públicas de ações de um emissor que já realizou uma IPO.

IFRS – Normas internacionais de relatório financeiro (International Financial Reporting Standards).

IPO – Initial Public Offering. Primeira distribuição pública de ações de um emissor.

Investidor institucional – Bancos, fundos de investimento ou outras entidades corporativas que negociam grande volume de títulos.

Investidor qualificado – Designação dada pelas entidades reguladoras a pessoas físicas ou jurídicas que atendem a critérios específicos. Algumas ofertas restritas são direcionadas apenas a investidores qualificados.

Janela de oportunidade – Período em que o mercado será receptivo à compra de novos títulos.

Road show – Apresentação feita pelos executivos da companhia, durante a oferta, a potenciais investidores e analistas.

Contatos

Deloitte – Global IFRS and Offerings Services (GIOS)

Bruce Mescher
bmescher@deloitte.com
+55 11 5186 1261

Leonardo Maia
leomaia@deloitte.com
+55 31 3269 7430

Liderança do projeto	Global IFRS and Offerings Services da Deloitte – GIOS (Bruce Mescher e Leonardo Maia)
Coordenação editorial	Julio Meneghini Ester Rossi
Imagem	Elisa Paulillo e Otavio Sarsano
Arte	Mare Magnum

O conteúdo do presente guia é de integral e exclusiva responsabilidade da Deloitte e não reflete necessariamente a posição ou as visões da BM&FBOVESPA sobre os assuntos nele versados.

Os conteúdos das publicações presentes nesta mídia não têm como objetivo esgotar todas as questões relacionadas à abertura de capital e não devem ser utilizadas como base na tomada de decisões.

Sobre a Deloitte

A Deloitte oferece serviços nas áreas de Auditoria, Consultoria, Consultoria Tributária, Corporate Finance e Outsourcing para clientes dos mais diversos setores. Com uma rede global de cerca de 186.000 profissionais atuando a partir de firmas-membro em mais de 150 países, a Deloitte reúne habilidades excepcionais e um profundo conhecimento local para ajudar seus clientes a alcançar o melhor desempenho, qualquer que seja o seu segmento ou região de atuação.

No Brasil, onde atua desde 1911, a Deloitte é uma das líderes de mercado e seus cerca de 4.800 profissionais são reconhecidos pela integridade, competência e habilidade em transformar seus conhecimentos em soluções para seus clientes. Suas operações cobrem todo o território nacional, com escritórios em São Paulo, Belo Horizonte, Brasília, Campinas, Curitiba, Fortaleza, Joinville, Porto Alegre, Rio de Janeiro, Recife e Salvador.

Atuação da BM&FBOVESPA

A BM&FBOVESPA é uma companhia de capital brasileiro formada, em 2008, a partir da integração das operações da Bolsa de Valores de São Paulo e da Bolsa de Mercadorias e Futuros. Como principal instituição brasileira de intermediação para operações do mercado de capitais, desenvolve, implanta e provê sistemas para a negociação de ações, derivativos de ações, títulos de renda fixa, títulos públicos federais, derivativos financeiros, moedas à vista e *commodities* agropecuárias.

Única bolsa de valores, mercadorias e futuros em operação no Brasil, a BM&FBOVESPA ainda exerce o papel de fomentar o mercado de capitais brasileiro. Para tanto, desenvolve inúmeros programas de educação e popularização de seus produtos e serviços. Também gerencia investimentos sociais, com foco no desenvolvimento de comunidades que se relacionam com seu universo.

“Deloitte” refere-se à sociedade limitada estabelecida no Reino Unido “Deloitte Touche Tohmatsu Limited” e sua rede de firmas-membro, cada qual constituindo uma pessoa jurídica independente. Acesse www.deloitte.com/about para uma descrição detalhada da estrutura jurídica da Deloitte Touche Tohmatsu Limited e de suas firmas-membro.

© 2012 Deloitte Touche Tohmatsu. Todos os direitos reservados.

