Insper Instituto de Ensino e Pesquisa
Faculdade de Economia e Administração

Wilson Pereira Rocha Junior

O FLUXO DE SAÍDA DE *IPOS* DE EMPRESAS BRASILEIRAS PARA BOLSA DE VALORES DE NOVA IORQUE

São Paulo
2019

Wilson Pereira Rocha Junior

O fluxo de saída de *IPOs* de empresas brasileiras para bolsa de valores de Nova Iorque

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para obtenção do Grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Takashi Okimura - Insper

São Paulo
2019

Pereira Rocha Junior, Wilson
O fluxo de saída de *IPOs* de empresas brasileiras para bolsa de valores de Nova Iorque / Wilson Pereira Rocha Junior – São Paulo: Insper, 2019.
Monografia: Faculdade de Economia e Administração de Empresas.
Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Takashi Okimura

1. *IPOs* 2. *Valuation* 3. Múltiplos Financeiros

Wilson Pereira Rocha Junior

O fluxo de saída de *IPOs* de empresas brasileiras para bolsa de valores de Nova Iorque

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para obtenção do Grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Takashi Okimura - Insper

Banca Examinadora

_____

Prof. Dr. Rodrigo Takashi Okimura
Insper

_____

Prof. Dr. Ricardo Humberto Rocha
Insper

Dedicatória

Gostaria de dedicar e agradecer à minha família, em principal os meus pais que me deram a oportunidade de estudar no Insper. Sou grato também a minha namorada que sempre esteve do meu lado acreditando no meu potencial. A todos os meus colegas de faculdade e ao meu professor orientador que fizeram parte da minha jornada acadêmica. A todos os meus colegas de trabalho, que me deram apoio no dia a dia de trabalho em *Investment Banking*. Uma dedicatória especial ao Eden Pimenta, que sempre estará na minha memória.

Resumo

Pereira Rocha Junior, Wilson. O fluxo de saída de *IPOs* de empresas brasileiras para bolsa de valores de Nova Iorque**.** São Paulo, 2019, 17p. Monografia – Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Atualmente as ofertas públicas primárias (*Initial Public Offering – IPO*) tem se tornado meio de levantamento de capital de diversas empresas no mercado brasileiro. Todavia, recentemente a Stone e a PagSeguro realizaram a sua abertura de capital na bolsa de valores de Nova Iorque, por diversos motivos estratégicos, tornando-as um sucesso devido ao êxtase da transação realizada. Este estudo tem como objetivo de entender o racional de uma empresa realizar um IPO, assim como evidenciar os motivos da seleção da bolsa de valores de Nova Iorque em contrapartida da bolsa de valores de São Paulo. Essa monografia conterá um estudo de caso dessas duas transações, baseadas em relatórios de principais bancos que atuam no mercado de capitais, com a finalidade de enfatizar o *valuation* da empresa, múltiplos financeiros, o processo de um IPO e alocação dos recursos, tal como o ganho operacional e competitivo.

Palavras-Chave: *IPO. Valuation*. Múltiplos financeiros. Racional. Bolsas de Valores. Transações. Brasil.

Abstract

Pereira Rocha Junior, Wilson. The outflow of IPOs from Brazilian companies to the New York stock exchange. São Paulo, 2019, 17p. Monograph – Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Currently the Initial Public Offering (IPO) has become a means of raising capital of several companies in the Brazilian market. However, Stone and PagSeguro recently launched their capital stock on the New York Stock Exchange for a number of strategic reasons, making them a success due to the ecstasy of the transaction. This study aims to understand the rational of a company to carry out an IPO, as well as to highlight the reasons for the selection of the New York stock exchange in exchange for the São Paulo stock exchange. This monograph will contain a case study of these two transactions, based on reports from major banks operating in the capital markets, to emphasize company valuation, financial multiples, IPO process and resource allocation, such as operational and competitive gain

Keywords: IPO. Valuation. Financial Multiples. Rational. Stock Exchange. Transactions. Brazil.

SUMÁRIO

1. Introdução 10
2. Revisão da literatura..... 13
3. Metodologia 14
3.1 Amostra de Dados..... 14
3.2 Estrutura de um IPO..... 15
3.2.1 Custos de um IPO..... 15
3.3 Motivações e Benefícios para abertura de capital..... 15
3.4 Histórico da Stone e PagSeguro até a abertura de capital..... 17
3.5 Mercado de Capitais..... 17
4. Resultados da Pesquisa..... 18
4.1 Escopo da Transação: Stone..... 18
4.2.Escopo da Transação: PagSeguro..... 20
4.3 Custos de um IPO e suas implicações..... 20
4.4 Desempenho e métricas de precificação (*Valuation*) 22
4.5 Risco País..... 24
5. Conclusão..... 25
Referências..... 26

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Valor em milhões de reais das transações ocorridas no Brasil 2005 a 2018.....11
Figura 2 – Principais impactos de ser uma companhia aberta 16
Figura 3 – Rendimento diários dos índices NASDAQ, NYSE e IBOV.....18
Figura 4 – Tabela de capitalização da Stone.....19
Figura 5 – Tabela de diluição do IPO da Stone..... 20
Figura 6 – Custos de abertura de capital por faixa de captação.....21
Figura 7– Preço e volume diários da ações da StoneCo..... 22
Figura 8 – Preço e volume diários das ações da PagSeguro..... 23
Figura 9 – Métricas de valuation da PagSeguro.....23
Figura 10 – Métricas de valuation da Stone..... 24
Figura 11 – Empresas brasileiras nos EUA 26

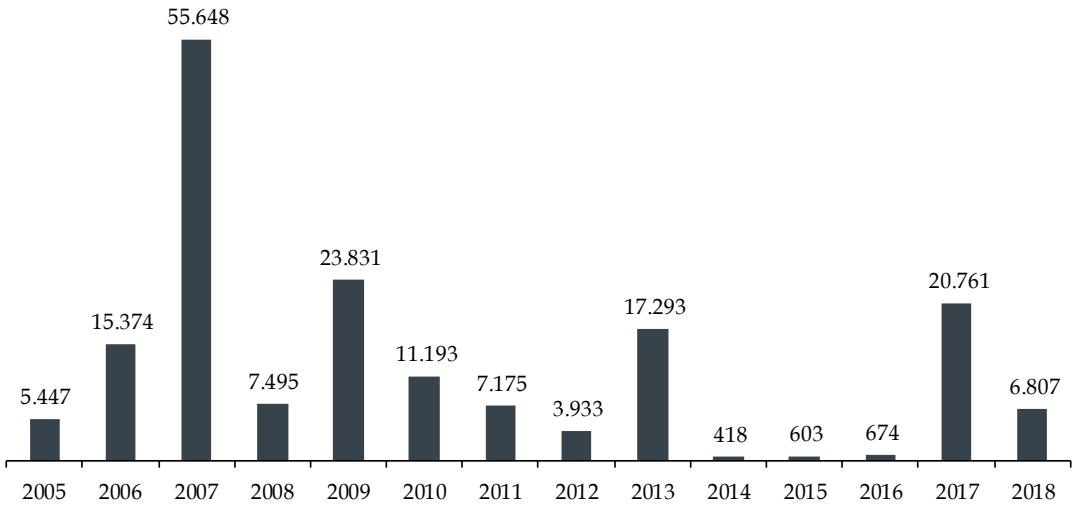
1. INTRODUÇÃO

As ofertas públicas primárias (*IPO – Initial Public Offering*) se tornou uma opção estratégica para levantar capital comum no Brasil. Cada vez mais as empresas buscam aporte de capital ou recursos financeiros como opção de melhoria operacional, ou até mesmo para realizar uma aquisição com intuito de gerar valor e ganhar espaço no mercado. Nesse cenário, com a evolução do mercado de capitais brasileiro e internacionalização econômica, abrir capital em bolsa de valores se tornou uma opção real. No entanto, é um instrumento de maior custo de captação (Miller, 1958) que foi afetado pelo maior risco sistemático do mercado brasileiro em consequência da instabilidade política e recessão econômica dos últimos anos.

As transações de *IPO* possuem diversos racionais para sua realização, sendo objetivo desse trabalho acadêmico estudar os motivos que leva uma empresa optar por abrir capital na bolsa de valores, com base na metodologia de estudos de casos que tiverem sucesso com *IPOs* nas bolsas de valores de Nova Iorque. Comtempla-se, também, os diversos riscos envolvidos que podem comprometer o sucesso das transações, de forma a gerar perdas de valor para os acionistas e perdas operacionais para empresa (Rosenbaum, 2013). No entanto, ao serem bem realizadas, podem ter impactos operacionais relevantes tanto na empresa, quanto no setor em que ela está inserida. Na realização de um *IPO*, são envolvidos grandes bancos de investimentos, empresas de auditoria e advogados, para que a o preço de lançamento na bolsa de valores seja compatível com a realidade da empresa. Portanto, requer um estudo muito detalhado em todos os aspectos da realidade operacional e setorial, para que a operação seja um sucesso e agregue valor para todas as partes envolvidas. Além disso, devem-se levar em consideração os aspectos legais que os dois países possuem de diferença, no que tange em todo prazo e custos de processos burocráticos necessários para realizar a operação, tal como as exigências dos órgãos reguladores de mercado, ou seja, a CVM (Comissão de Valor Mobiliários) e SEC (*Securities and Exchange Comission).*

Atualmente é possível pensar que o ramo de tecnologia foi um setor de quebra de padrões com diversos aspectos operacionais, que ao combinar com o setor financeiro, surgem as Fintches, empresas revolucionárias que cresceram no mundo inteiro, promovendo uma quebra no modelo do mercado financeiro constituído apenas por grandes bancos. As empresas fintechs trouxeram maior flexibilidade, agilidade, baixas taxas de serviço e aplicativos *user-friendly,* de modo a promover grande crescimento do setor. Com isso, Stone e PagSeguro, foram empresas desse ramo com serviços e soluções no setor de pagamentos que tiveram crescimentos e posicionamento no mercado que levaram ao seus respectivos *IPOs*. A motivação deste trabalho acadêmico vem de um mercado disruptivo e inovador, com duas fintechs brasileiras que chamaram atenção internacionalmente pelo modelo de negócios, e com a saída da operação de abertura de capital dessas empresas para as bolsas de valores de Nova Iorque. Contudo, o desenvolvimento será baseado em um estudo de caso dessas empresas, com a contextualização do desenvolvimento operacional até os motivos da realização do *IPO* em bolsa estrangeira.

Figura 1 - Valor, em milhões de reais das transações ocorridas no Brasil de 2005 a 2018



Fonte: Base de dados da Bolsa de Valores de São Paulo (B3)

No Brasil, conforme a figura 1, dados disponibilizados dos *IPO*s na Bolsa de Valores de São Paulo, pode-se observar uma volatilidade em termos de volume monetário (R$) das transações do período de 2005 até 2018 com amostra de 159 transações, com destaque em 2008 e 2009 que não tiveram abertura de capital devido à crise financeira ocorrida no período. O mesmo se observa no período de 2014 a 2016, que por motivos de instabilidade política, teve como consequência baixo volume de *IPO*, pois no processo de abertura de capital existe um momento em que o banco de investimento responsável precisa garantir um mínimo requerido de pré-venda de ações para promover uma liquidez necessária no começo do pregão (negociação das ações),o que configurou um período de baixo sucesso nessa fase. Em momentos de instabilidade econômica, investidores avessos ao risco tendem a não se posicionar em investimentos em momentos de aumento de um risco sistemático, dado que este tipo de risco não é diversificado, em linha com os estudos da teoria de escolha de portfólio do Harry Markowitz (1952).

Já em 2017 é observado um elevado volume de capital levantado por meio de *IPO*, em momento em que a economia brasileira apresentou certo otimismo com medidas fiscais estabelecidas e reversão do quadro de recessão econômica. Em paralelo a isso, outra métrica a ser considerada para o argumento de momento de mercado com reflexo nas transações realizadas, é o desempenho do índice IBOVESPA no período analisado, com oscilações demasiadas, que é reflexo da alta instabilidade e queda de confiança do mercado financeiro.

Recentemente, duas grandes empresas brasileiras do setor de pagamentos, Stone e PagSeguro, realizaram *IPO* na bolsa de valores dos

Estados Unidos, chamando atenção pelo alto volume da transação culminando o sucesso nas bolsas nova iorquinas. Os aspectos de sucesso dp fluxo de saída para as principais bolsas americanas (NASDAQ e NYSE) despertou o interesse deste estudo, uma vez que o racional por trás da transação carrega consigo a lógica de uma maior avaliação da empresa (*Valuation*), melhores múltiplos e liquidez do mercado.

No começo do ano de 2018, a PagSeguro Digital levantou cerca de US$ 2,27 bilhões em seu *IPO* na bolsa de Nova Iorque. A empresa vendeu ações ao preço de US$ 21,50, superando a faixa inicial de US$ 17,50 a US$ 20,50 prevista no prospecto da oferta, em consequência de uma demanda maior do que previsto pelos bancos de investimentos que estavam assessorando a transação. Já no caso da empresa Stone, no final de 2018, a empresa levantou aproximada US$ 2,8 bilhões com preço no início do pregão com US$ 32 cada ação, acima do preço estabelecido no prospecto que foi de US$ 24 cada ação, chamando atenção, pois teve capital injetado por um dos mais renomados investidores do mundo, o Warren Buffet.

Para efeitos comparativos, a consultoria da PwC realizou um estudo sobre os custos de abertura de capital entre EUA e Brasil, as análises indicaram que o Brasil possui a metade do custo de realizar um IPO, porém com um maior tempo médio de cumprimento de obrigações legais. Nessa análise, o Brasil também indicou uma leve vantagem sobre os custos para a manutenção de uma empresa de capital aberto. De acordo com 75% dos diretores financeiros das empresas que são listadas no Brasil, os custos recorrentes de uma companhia aberta são equivalentes ou menores que as expectativas iniciais. Já no mercado de capitais americano, 50% dos diretores financeiros afirmam que os custos ficam alinhados com os previstos pelos assessores financeiros que auxiliam na transação.

Por outro lado, esse estudo de mercado da PwC vai contra o senso comum. Isto é, o pensamento de que o Brasil teria maior custo de transação que um mercado de capitais mais evoluídos. Isso serve como um provocativo para o estudo dos motivos e o racional que as fintechs brasileiras obtiveram sucesso ao abrir capital nas bolsas norte americano. Uma vez que os custos da operação seriam mais favoráveis em abrir o capital na bolsa de valores de São Paulo (B3).

Sendo assim, este trabalho consistirá de um estudo de caso do sucesso do *IPO* das empresas brasileiras, Stone e PagSeguro, na bolsa de Nova Iorque. A finalidade envolve estudar os motivos e benefícios que levaram as duas empresas brasileira em abrir capital em bolsa de valores americana, assim como o racional por trás da transação, os múltiplos financeiros que foram analisados com base em relatório dos principais bancos de investimentos, e os prospectos dos *IPOs* que foram elaborados na época. Assim, como suporte acadêmico, artigos e livros de finanças corporativas foram utilizados para estudar peculiaridades do mercado de capitais e mecanismos de precificação das empresas.

2. REVISÃO DA LITERATURA

O artigo que guia esta monografia é o *A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations*, Jay R. Ritter e Ivo Welch (2002). Este *paper* possuem aspectos e finalidades semelhantes com o trabalho a ser desenvolvido, além de ter uma abordagem mais próxima ao mercado financeiro do que puramente com o mundo acadêmico.

No primeiro instante, o artigo descreve o momento do mercado de capitais (1980 – 2001), explicando a quantidade de *IPOs* que foram realizadas nesse período, volatilidade do mercado financeiro da época, assim como principais motivos que afetaram as performances das transações. Os autores abordam uma análise do porquê as empresas abrem capital, quais os principais motivos, de modo a fornecer dados das últimas transações, evidenciando o argumento de importância do capital levantado por elas.

Após descrever os objetivos e a motivação, o estudo apresenta as teorias econômicas utilizadas, tal como: *Life Cycle Theories, Zingales (1995)*, que conecta o ciclo de vida de empreendedores até o crescimento da empresa para uma maturidade de abertura de capital. Outra teoria apresentada é o *Market-Timing Theories, Lucas e McDonald (1990)* em que se mostra a relevância do *timing* da transação (em relação ao mercado) para a performance do *IPO*, por meio da evolução dos múltiplos financeiros e valor de mercado da empresa após a transação.

Em outra abordagem, por mais que não seja o objetivo principal desse *paper,* é o fator por meio de modelos estatísticos de precificação e distribuição das ações no mercado financeiro, com objetivo de avaliar performance de longo prazo dos retornos das ações após abertura de capital. Com isso, o autor faz o uso da teoria de informações assimétricas para descrever distorções do mercado a serem consideradas na tese, que afetam a volatilidade dos preços das ações das empresas de capital aberto, que são negociadas em bolsas de valores.

Na análise de desempenho de longo prazo, os autores se apropriam de uma regressão para analisar os retornos das ações. Além disso, descrevem as variáveis utilizadas com uma amostra de 345 observações, sendo a variável dependente igual ao retorno mensal de um portfólio de *IPO* dos últimos 36 meses do período analisado (2001). Leva-se em conta a regressão o retorno de ações *small caps* subtraindo o retorno das ações *large cap* (SMB), e VMG o retorno das ações em alta no período analisado.

$$r_{pt} - r_{ft} = \alpha + b_t(r_{mt} - r_{ft}) + b_{t-1}(r_{mt-1} - r_{ft-1}) + s_t SMB_t + s_{t-1} SMB_{t-1} + v_t VMG_t + v_{t-1} VMG_{t-1} + e_{pt}$$

Após uma sessão de validação do modelo, com testes estatísticos adequados, o autor comenta os resultados correlacionados com a performance do mercado financeiro (índice de ações), em momento de baixa, os *IPOs* tendem a ter baixos retornos no longo prazo trazendo à tona a discussão de eficiência do mercado financeiro. Porém, um resultado curioso é o alto retorno dos *IPOs* que foram realizados perto da “crise .com” início dos anos 2000.

Na conclusão, o autor ressalta que o objetivo do *paper* não era em si usar métodos quantitativos para descrever sucessos das aberturas de capitias, mas trazer informações e teorias econômicas para entender o processo de abertura, o racional de uma empresa realizar a transação.

3. METODOLOGIA

3.1 AMOSTRA DE DADOS

Com finalidade de obter respostas aos questionamentos deste trabalho acadêmico, foram obtidos dados sobre transações de IPOs de tanto no Brasil, quanto nos Estados Unidos na bolsa de Nova Iorque do período de 2005 até 2018,os dados que são fornecidos nos respectivos sites das bolsas de valores, além de pesquisas de mercado relacionado ao processo de um *IPO* como um todo, custo e motivos pela qual uma companhia abre capital. Com isso é possível fazer um paralelo entre os dois mercados de capitais, construindo a linha de raciocínio do porquê de primeiramente realizar um *IPO,* e em sequência a escolha dos Estados Unidos. Com esses dados é possível ter evidências de entender e refletir sobre a abertura de capital na bolsa de valores estrangeira e não na doméstica.

Assim foram coletados, na plataforma da Thomson Reuters, relatórios de mercados em momentos próximos e logo após a realização da transação para entender quais foram os múltiplos financeiros utilizados pelos bancos Morgan Stanley, J.P. Morgan e Credit Suisse para avaliar o sucesso dessas empresas. Complementando, as empresas abertas na bolsa de valores são obrigadas, por leis contábeis, a divulgar os seus resultados publicamente, fornecendo base de dados para análise de alocação do recurso levantado no *IPO*, completando uma gama de informações importantes para o estudo de caso da Stone e da PagSeguro.

O estudo de caso se baseia em estudar o mercado em que a empresa está inserida, sua performance antes e depois do *IPO*. Com isso, os dados são suficientes para guiar o estudo da motivação, da alocação de capital, das empresas comparáveis e o sucesso da transação das empresas brasileiras nas bolsas nova iorquinas. Vale ressaltar a importância de verificar a geração de valor, como *proxy* o valor da empresa após a transação e performance da ação. Um documento auxiliar a esse analise são os prospectos realizados pelos bancos, que são documentos detalhando todo o processo de due dilligence, *road show*, avaliação legal (advogados) e valuation da companhia , que dá brechas para sumarizar o processo de *IPO*, em que se insere a tomada de decisão de qual bolsa de valores será realizada a transação.

3.2 ESTRUTURA DE UM IPO

O processo de abertura de capital de uma empresa, de maneira geral, engloba três partes: A preparação, a elaboração e revisão dos documentos da operação e execução do *IPO* em si.

Na fase de preparação, a companhia começa um processo para se adequar as normas exigidas pelas respectivas bolsas de valores, no quesito de documentação e governança corporativa (Novo Mercado), que pode

envolver até uma adaptação na cultura da empresa. Na fase seguinte, os bancos de investimentos, as empresas de auditoria e os advogados participam do processo de elaboração do material e revisão das análises e documentos relacionados. Por sua vez, as partes externas têm que garantir que a empresa esteja enquadrada nas normas padrões internacional, para que o investidor não se depare com barreiras para alocar recursos e assimetria de informação. A realização do *IPO*, envolve o *road show que* nada mais é o banco de investimentos garantir uma pré compra e posicionamento de investidores antes mesmo de as ações entrarem no mercado, como um impulso inicial para o primeiro pregão. Essa distribuição do produto financeiro pode ser um diferencial, pois pode determinar o sucesso do *IPO* (Rosenbaum, 2013). Em paralelo com o objetivo desta monografia, o mercado de capitais de empresas financeiras de tecnologias (fintechs) é mais maduro, sendo um atrativo ainda maior para realização de uma transação em bolsas americanas.

Em relação aos prazos, a transação de abertura de capital possui uma variedade de duração. Da preparação dos materiais, que envolve toda análise a adaptação dura em média de 12 a 18 meses. Após isso, a reunião de *kick-off* é realizada então dá-se o início de fato da operação que dura de 6 a 9 meses, até de fato a precificação do *IPO* e sua liberação da bolsa de valores escolhida pela empresa em questão.

3.2.1 CUSTOS DE UM IPO

Os custos recorrentes a uma transação, que é um pilar importante a ser analisado para o propósito deste trabalho acadêmico, são associados à operação de uma empresa aberta, principalmente que cada país possui legislações diferentes com esse tema. Na pesquisa da PwC, 66% das empresas pesquisadas afirmaram ter um custo de operação de US$ 400 mil anual no Brasil, uma vez que no Estados Unidos a maior parte das empresas (67%) afirmaram ter um gasto anual entre US$ 1 milhão e US$ 1,9 milhão.

Além disso, possui o custo de oferta, que engloba os honorários das partes externas que garantem o andamento da operação, como bancos de investimentos, advogados e empresas de auditoria contábil. De acordo com a PwC, os custos de oferta variam dependendo do valor levantado na operação, pois geralmente é cobrado uma porcentagem do valor final. No mercado de capitais brasileiro, os custos em média variam entre 2,5% e 5,6% do valor total da oferta, uma vez que no mercado de capitais norte americano, os custos variam em média entre 4% e 11,7% do valor total da oferta. Portanto, é possível pensar que o custo pode ser um fator a ser ponderado em uma escolha em abertura de capital na bolsa americana ou brasileira

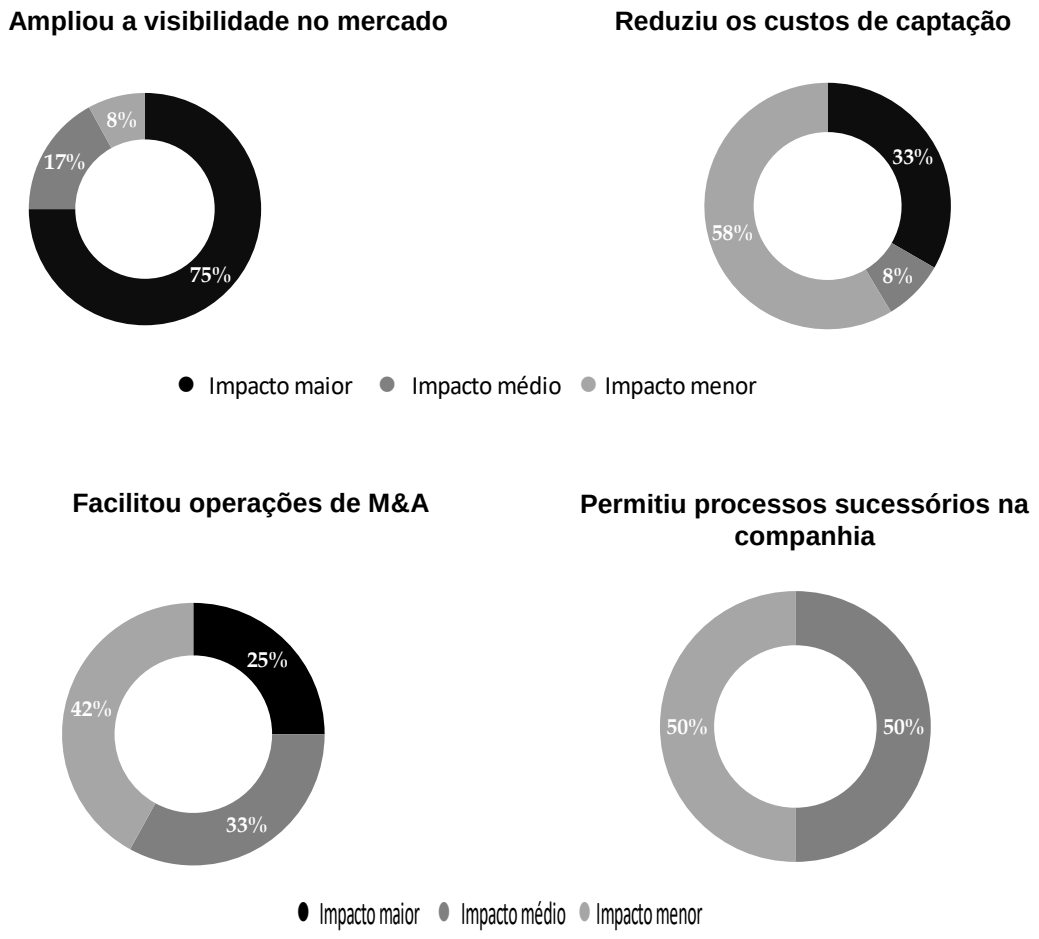
3.3 MOTIVAÇÕES E BENEFÍCIOS PARA ABERTURA DE CAPITAL

Por mais fora do senso comum que pareça, a abertura de capital não se restringe apenas um caráter financeiro da empresa. As transações

envolvem também questões qualitativas e estratégicas de posicionamento no mercado, assim como a sua visibilidade por ter ações em bolsa de valores.

Em estudos realizados pela renomada consultoria estratégica, a Pwc, mostra nos IPOs as empresas possuem a motivação de captação de recursos, sucesso e perenidade da companhia, no quesito de troca da gestão da empresa, visibilidade da companhia para o mercado e os clientes redução do custo de capital (Killian, 2001), que pode ser associado ao risco país e a proporção de capital próprio e terceiro (Damodaran, 2012). Assim como facilitação de processos de fusões e aquisições, saídas de investidores estratégicos (fundos de *Private Equity*) e diluição do risco dos demais acionistas. Portanto, o objetivo desse tópico é estudar de forma mais detalhada essas variáveis que fizeram a Stone a PagSeguro abrirem capital por meio do prospecto da transação e relatório dos grandes bancos eu atuam o mercado de capitais.

Figuras 2 – Principais impactos por ser uma companhia com ações em bolsa



Fonte: Consultoria PwC – Pesquisa com 27 companhias brasileiras de capital aberto

Em entrevista à PwC, o *CFO (Chief Financial Office*) da B3, disse: “A maior exposição ao mercado faz com que os próprios executivos de companhia enxerguem a operação de outra maneira. Ela traz visões e percepções externas para dentro, influenciando processos e ideias. Portanto, acreditamos que há muito valor intangível em abrir um capital de uma companhia”.

Conforme os dados mostrados acima, as maiorias das empresas possuíram grande impacto na visibilidade ao abrir capital na bolsa de valores. Pode-se pensar que isso se deve a diferentes exigências em a empresa passa a cumprir por obrigações legais. Tal como o novo mercado, que impõe regras de governanças no sentido de composição do conselho da empresa, estrutura da governança corporativa, além do fato de agora o capital pertencer a terceiros, que podem ter direito a votos em reuniões de conselho, assim como direito de exigências de estratégias. Outro fator que se pode pensar é o compromisso com o desempenho, uma vez que o resultado do desempenho dos preços das ações afeta diretamente no valor de mercado da empresa (Damodaran, 2012).

3.4 HISTÓRICO DA STONE E PAGSEGURO ATÉ A ABERTURA DE CAPITAL

A PagSeguro foi constituída pela UOL como a sua plataforma de meios de pagamentos e serviços financeiros em 2006. Nessa época, o mercado de meio de pagamentos ainda era pouco desenvolvido no Brasil, devido a grandes barreiras de entradas e sustentação de um modelo de negócio.

Durante a sua trajetória a PagSeguro foi premiada por diversas organizações devido a sua modernização e serviços prestados. Em 2013, recebeu a certificação PCI-DSS (Padrão de Segurança de Dados para a Indústria de Cartões de Pagamento), garantindo a sua máxima segurança para realização de transações financeiras, passando credibilidade e consolidação no mercado. Em janeiro de 2018, a PagSeguro anunciou a sua oferta primária de ações (IPO) na *New York Stock Exchange*, que resultou em uma arrecadação de USD 2,7bilhões.

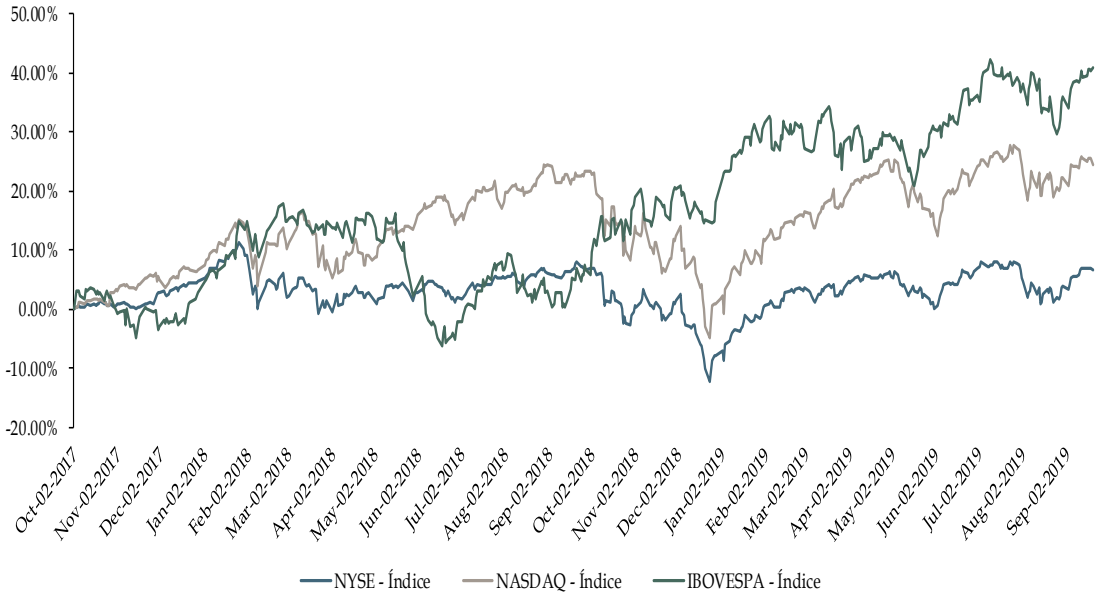
Já a Stone, é uma fintech do meio de pagamentos que conquistou o mercado por meio da penetração de multibandeiras nas máquinas de cartões. Com quatro anos de operação, a empresa teve um crescimento significativo, e abriu capital na bolsa NASDAQ em Nova Iorque. A empresa levantou recursos acima da sua faixa indicativa de USD 1,22 bilhões com uma alta de 30% no seu primeiro dia de pregão na bolsa de valores.

3.5 MERCADO DE CAPITAIS

Em contexto da situação do mercado de capitais da época, vale destacar a performance dos dois índices das bolsas que ocorreram. A NASDAQ *(National Association of Securities Dealers Automated Quotations)*, bolsa de valores que ocorreu o *IPO* da Stone em outubro de 2018, apresentava uma crescente no seu índice vide figura número 3, muito pelo otimismo no mercado americano, como alto volume de ações operadas, que

podem ter representado como um efeito positivo na precificação inicial da Stone. Em janeiro, o índice NYSE (*New York Stock Exchange*), na qual a PagSeguro realizou o seu IPO, teve momentos positivos devido a divulgação das projeções macroeconômicas dos Estados Unidos da América, o que também pode ter contribuído para o momento positivo do *IPO* da empresa brasileira. Em paralelo o índice da bolsa brasileira sofria com a volatilidade do momento político brasileiro de 2018, com preocupações da situação fiscal e com as eleições presidenciais.

Figura 3 – Rendimentos diários dos índices NASDAQ, NYSE e IBOV



Fonte: Terminal de dados da Bloomberg

4. RESULTADOS DA PESQUISA

4.1 ESCOPO DA TRANSAÇÃO E ACESSO AOS INVESTIDORES: STONE

O escopo da transação é baseado nos pilares jurídicos e financeiro, na avaliação do preço da empresa *(Valuation,* Damodaran 2012*),* e nos potencias ganhos por ser nos Estados Unidos, tal como na diluição, influenciados pelo total de investidores que aportaram no pré-lançamento da ação ao mercado. Esses fatores são bem pontuados no prospecto do *IPO*, um documento que é emitido pelos assessores jurídicos e financeiros com todos os detalhes da transação.

Uns dos pontos que colaboram com a tese do ganho do IPO na bolsa estrangeira, é o acesso de uma maior base de investidores que os Estados Unidos possuem, fortalecido pela mentalidade de investimento madura, e de um mercado de capitais mais líquido que o mercado brasileiro no quesito de volume negociado. A Stone teve uma emissão de 47.727.273.00 ações

ordinárias conforme a figura 5, sendo um acréscimo de 17.3% na sua estrutura de capital, que totalizou 276.438.945,00 pro-forma, ou seja, base ajustada com a emissão da abertura de capital. Nesse prospecto é relatada a facilidade no *roadshow* da diluição da transação nos principais investidores norte americanos, contando um posicionamento de empresa de tecnologia, e não empresa de pagamento, o que resulta em prêmio no *valuation,* que será explorado na sessão seguinte. Relacionado a isso os Estados Unidos possui uma menor exigência de volume de ações em circulação (*free float*) e um maior acesso a fundo de investimentos setorizados, que ancoram o volume inicial da transação.

Um elemento importante no escopo da transação, que é de certa forma atrativa para o investidor do mercado americano, é uma classe de ações que garantia direitos especiais de voto ao detentor. No Brasil essa estrutura se aproxima ao *golden share* que são apenas detidas pelo Estado em companhias que já passaram por um processo de privatização.

Outro fator, que terá uma sessão explicativa, e foi relatado no prospecto, são os riscos macroeconômicos, que de certa forma são incorporados no risco país com ajuste na taxa de desconto dos fluxos projetados (Damodaran, 2012), uma vez que a transação foi realizada na bolsa NASDAQ, que não incorporou a volatilidade do mercado de capitais do Brasil. Com isso, uma menor taxa de desconto em relação ao Brasil, o que tem um efeito positivo na avaliação do valor da empresa (Damodaran, 2012).

Figura 4 – Tabela da capitalização da Stone

	30 de junho de 2018			
	Atual		**Ajustado**	
(em milhões)	**(US$)**	**(R$)**	**(US$)**	**(R$)**
Obrigações da Dívida Senior FIDIC				
Dívida de longo prazo	0.7	2.8	0.7	2.8
Obrigações Seniores da FIDC	533.6	2,057.5	533.6	2,057.5
Dívida total de longo prazo	534.3	2,060.3	534.3	2,060.3
Patrimônio Líquido:				
Capital ofertado				
Ações ordinárias com direito de voto				
base atual	0.0	0.0	-	-
Ações ordinárias sem direito de voto				
base atual	0.0	0.0	-	-
Ações Classe C				
base atual	0.0	0.0	-	-
Ações Classe A				
base atual	-	-	0.0	0.0
Ações Classe B				
base atual	-	-	0.0	0.0
Reserva de capital	304	1,170.7	1,156.4	4,459.2
Outros lucros	(9.3)	(35.8)	(9.3)	(35.8)
Perdas acumuladas	(108.5)	(418.5)	(108.5)	(418.5)
Ganhos com posições minoritários	4.4	17.0	4.4	17.0
Patrimonio Líquido total	190.2	733.4	1,043.0	4,021.9
Capitalização Total	**724.5**	**2,793.7**	**1,577.3**	**6,082.2**

Fonte: Fonte: United States Securities and Exchange Commission – StoneCo

Figura 5 – Tabela de diluição do *IPO* da Stone

	Ações Ordinárias Lançadas		Consideração Total		
	Montante	**Porcentagem do total de ações ordinárias**	**Total (US$ milhões)**	**Porcentagem**	**Média do preço por ação (US$)**
Ações Existentes	228,711,672	82.7%	323.9	23.6%	1.42
Novas Ações	47,727,273	17.3%	1,050	76.4%	22.00
Total	**276,438,945**	**100.0%**	**1373.9**	**100.0%**	**4.97**

Fonte: *United States Securities and Exchange Commission – StoneCo*

4.2 ESCOPO DA TRANSAÇÃO E ACESSO AOS INVESTIDORES: PAGSEGURO

De forma muito semelhante, o prospecto publicado do *IPO* relata os mesmos ganhos com o mercado americano, de forma geral, tange o fator de acesso aos investidores, liquidez do mercado de capital norte americano e posicionamento da empresa como empresa de tecnologia, o que acarretou em um prêmio nos múltiplos de avaliação do preço. Assim como o mesmo fator de menores ações em circulação, ações com direto de voto diferente ao mercado brasileiro e acesso aos fundos de investimentos específicos. Além do fator risco país, que culminou uma menor taxa de desconto dos fluxos de caixa projetados.

Vale ressaltar que a Uol é o acionista majoritário nessa transação, com isso a estrutura de capital alocada na PagSeguro se diferencia no caso da Stone. Por questões confidencias, descrita no prospecto, os valores da capitalização e diluição do IPO não são públicas, limitando de certa maneira uma análise comparativa dos dois casos.

4.3 CUSTOS DE UM IPO E SUAS IMPLICAÇÕES

Com base nos estudos da empresa de consultoria da PwC, o custo de uma transação de *IPO* diminui conforme o aumento do valor capitalizado na abertura de capital. Porém, de forma não intuitiva, os custos totais de uma transação de abertura de capital nos Estados Unidos é superior quando se compara com o Brasil, conforme a figura 6, ou seja, sendo um pilar que contradiz a hipótese incialmente questionada. Esses custos negativamente correlacionados com o tamanho da transação muito se devem pela menor taxa cobrada pelos assessores envolvidos e as taxas cobradas pelas bolsas de valores. No entanto, os custos das partes relacionadas aos Estados Unidos são maiores devido a maior preço do serviço de assessoria, quando se compara com o mercado brasileiro.

As taxas de assessores são compartilhadas entre o consórcio de bancos, que inclui *bookrunners* ativos e passivos e co-assessores. Em geral, os *bookrunners* recebem em conjunto um montante de 85% a 90% das taxas, enquanto os co-assessores (1- 4 bancos) recebem 5-10% cada. Os custos dos assessores são atrelados ao sucesso da transação, ou seja, é determinada uma precificação base com uma porcentagem de ganho, acrescida de uma taxa de sucesso, que possui um incentivo de aumento do preço, o que configura um lado de ganho tanto para a empresa quanto para os assessores. Estes são os compostos das remunerações dos bancos de investimentos, advogados, consultores e auditores.

Além desses custos de assessoria, possuem os que são incorridos por órgãos reguladores, sendo a CVM (Brasil) e SEC (EUA) e de listagem da bolsa de valores.

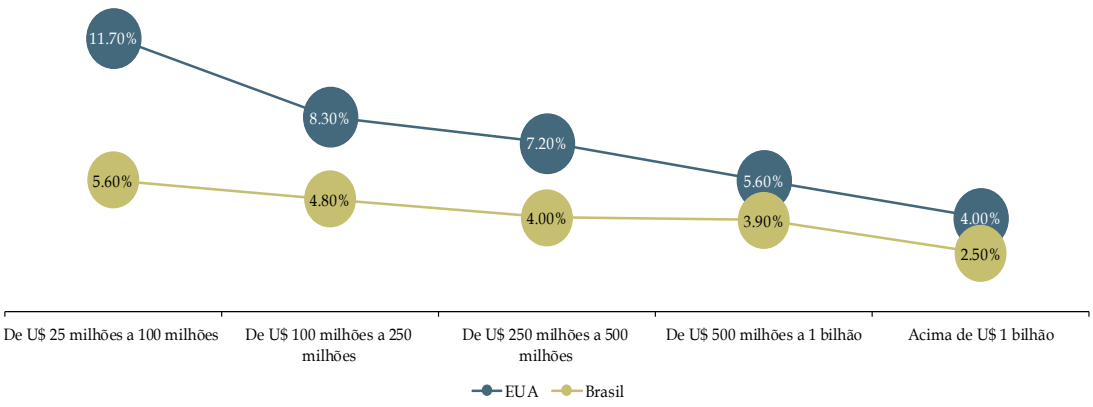
Exemplificando com os casos deste trabalho acadêmico, a NASDAQ (Stone) cobra uma taxa inicial de listagem que varia entre US$ 50 mil e US$ 295 mil, adicionado a uma taxa de inscrição de US$ 5 mil ou US$ 25 mil, dependendo do setor em que a empresa está inserida, e uma taxa anual entre US$ 45 mil a US$ 155 mil. Já no caso da NYSE (PagSeguro) a bolsa cobra uma taxa inicial de listagem, entre US$ 150 mil e US$ 295 mil, com uma taxa de inscrição de US$ 25 mil e uma taxa anual equivalente ao capital social vezes US$ 0,0011, sendo uma base mínima de US$ 65 mil.

Para efeitos de comparação, na B3 (a bolsa de valores de São Paulo), o custo de listagem é de R$ 64.989 (US$ 17.277). Os custos anuais são de R$ 40.959 (US$ 10.899) + [capital social x 0,005%].

Dado o comparativo dos custos de uma transação de abertura de capital, é possível pensar que esse fator não foi o determinante para que a Stone e PagSeguro realizasse o *IPO* na NASDAQ e na NYSE, uma vez que é mais atrativo em termos de gastos incorridos realizar a abertura de capital no Brasil, somado a volatilidade cambial .

Em suma, com os dados apresentados, é possível inferir que o custo financeiro de transação de levantamento de capital não foi o principal fator de escolha da bolsa de valores para execução do IPO.

Figura 6 – Custos para abertura de capital por faixa de captação



Fonte: PwC – O IPO como alternativa para impulsionar o futuro da sua empresa

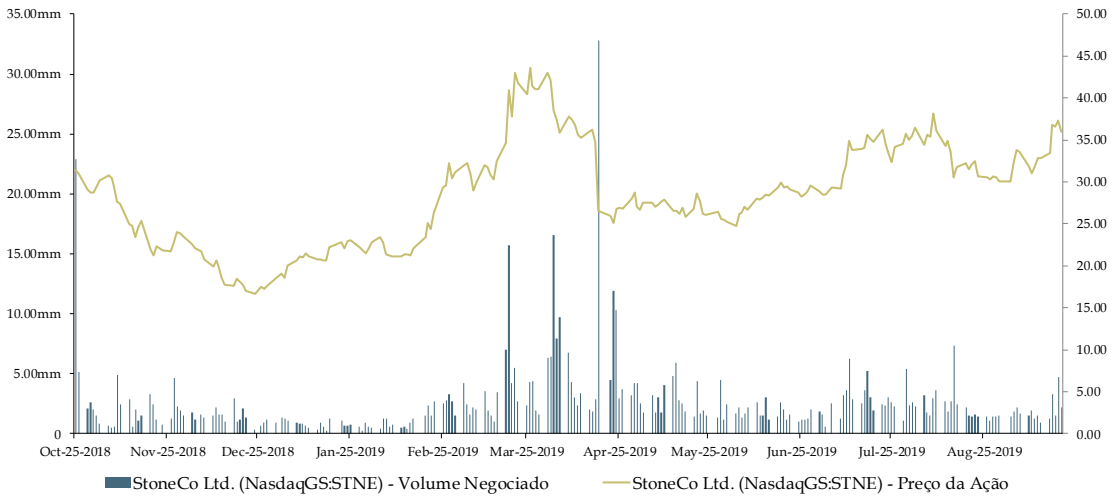
4.4 DESEMPENHO E MÉTRICAS DE PRECIFICAÇÃO *(VALUATION)*

Com base nessa sessão é possível pensar em um dos principais motivos que levaram as empresas brasileiras abrirem capital nas bolsas de valores americanas. Com base nos prospectos e nos *Equity Research Report* produzido pelo renomado banco Goldman Sachs, no momento de abertura de capital de cada empresa, é possível analisar os fatores de precificação do preço inicial do *IPO*, alinhado com o posicionamento da empresa, mercado norte americano e potencial de crescimento.

Com base nos argumentos dos analistas do Goldman Sachs responsáveis por esse relatório mencionado, ambas as empresas se beneficiaram com o posicionamento, pois ao se colocarem no mercado americano, a Stone e a PagSeguro foram classificadas , para fins de *valuation*, como empresa de tecnologia e não empresa de serviços de pagamento. Portanto, os múltiplos de avaliação tiveram um determinado prêmio, além de ter mais empresas comparáveis (com o mesmo tipo de negócio) que facilitou nesse processo de precificação, o que no Brasil sofreria diversas limitações devido a menor oferta de empresas do mesmo estilo e devido ao tamanho reduzido do mercado financeiro e talvez um posicionamento das empresas como serviços financeiros, que teria uma consequência negativa nos múltiplos, devido ao menor valor agregado e potencial de crescimento (Rosenbaum, 2013).

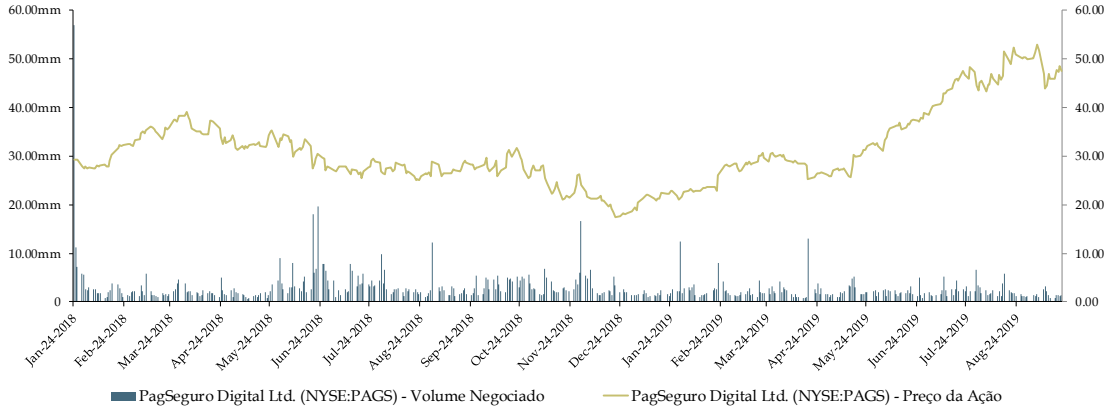
A Stone e PagSeguro tiveram alto volume de negociação no primeiro dia de negociações, conforme figura 7 e 8. A PagSeguro levantou cerca de US$ 2,27 bilhões em sua oferta pública inicial, com negociação do preço de venda US$21.50, superando a faixa indicativa do prospecto que indicava um preço de US$ 20.50 com um volume de 7% acima do esperado. Já no caso da Stone, a empresa captou US$ 1,22 bilhões em sua oferta inicial, a ação da companhia ficou um terço acima do valor precificado em seu prospecto do valor de US$ 24 para US$ 32, ou seja, uma alta de 30.6% no primeiro dia de negociações.

Figura 7 – Preço e Volume diários das ações da StoneCo



Fonte: Terminal de dados da Bloomberg

Figura 8 – Preço e Volume diários das ações da PagSeguro



Fonte: Terminal de dados da Bloomberg

O preço de lançamento da PagSeguro foi determinado com o modelo de fluxos descontados para os acionistas (Free Cash Flow to Equity – Damodaran, 2012). Ao se comprar com outras empresas (método de valuation de empresas comparáveis – Damodaran, 2012) os múltiplos P/E (*Price to earnings*), foram favorecidos no posicionamento, assim como um efeito de desconto no balanço da empresa e principalmente do caixa da dívida existente. Nesta base, a PagSeguro negociou a um prêmio neutro ao se comparar a Cielo, mas um desconto em relação as empresas comparáveis nos Estados Unidos, como a Square e Paypal. Dada as preocupações de longo prazo e sustentabilidade do modelo de negócios, usando um múltiplo de 12x 2019E P/E para descontos de recebíveis (o equivalente a uma vida útil de 20 anos do produto), o valor residual do *valuation* atribuído à transação se deu como P/E 2018E de aproximadamente 60x – muito semelhante ao das empresas comparáveis norte americanas (Figura 9).

Figura 9 – Métricas de valuation da PagSeguro

Métricas do Valuation							
				P/E		Crescimento EPS	
	Ticker	País	Mkt Cap (US$ Bi)	2018E	2019E	2018E	2019E
Oline/Empresas de tecnologia							
Paypal Holdings	PYPL	USA	97.1	44.9x	35.1x	18.70%	27.80%
Square Inc.	SQ	USA	19.1	98.2x	63.6x	68.00%	54.40%
Mercado Libre Inc	MELI	Argentina	16.7	140.6x	88.7x	23.70%	58.50%
Média ponderada pelo Mkt Cap.				**64.6x**	**45.9x**	**26.40%**	**35.50%**

Fonte: Goldman Sachs –*Keep on growing: PagSeguro's impressive rise – Initiate Coverage*

No caso da Stone, a metodologia de *valuation* foi mesma, assim como o posicionamento da empresa no setor de tecnologia. Um fato interessante, é que a própria PagSeguro entrou na tabela de empresas comparáveis para o *IPO* da Stone, guiando as métricas de *valuation*, com foco na análise do múltiplo P/E. Com base em um múltiplo P/E 2020E de 11x com premissa de 20 anos de vida útil dos produtos, o valor residual do *valuation* implicou em

múltiplo P/E de aproximadamente 52 vezes, similar às empresas americanas comparáveis, vide figura 10.

Em suma, o acionista possui o anseio de maximizar os seus ganhos, dado que a sua taxa de retorno requerida (*Cost of equity*) é maior do que dos outros *stakeholders* da empresa (Damodaran, 2012). Portanto, o fator de posicionamento da empresa no ramo de tecnologia, viabilizado pelo mercado de capitais norte americano, traz consigo um maior valor agregado e geração de valor. Isso permite inferir como um fator de alta relevância para a tomada de decisão na escolha da bolsa de valores para efetuar a transação de abertura de capital.

Figura 10 – Métricas de *valuation* da Stone

Métricas do Valuation							
				P/E		Crescimento EPS	
	Ticker	País	Mkt Cap (US$ Bi)	2018E	2019E	2018E	2019E
Oline/Empresas de tecnologia							
Paypal Holdings	PYPL	USA	105.5	39.1x	31.4x	31.50%	24.60%
Square Inc.	SQ	USA	36.5	98x	73.9x	64.60%	32.60%
Média ponderada pelo Mkt Cap.				**54.24x**	**42.324x**	**40.01%**	**26.66%**

Fonte: Goldman Sachs – *Strong growth prospects priced in StoneCo – Initiate Coverage*

4.5 RISCO PAÍS

O risco país relacionado ao Brasil são pontos recorrentes tanto no prospecto do *IPO* das duas empresas, como também nos relatórios do banco Goldman Sachs. Esses riscos são transmitidos na volatilidade do mercado de capitais, na precificação e no retorno exigido pelos acionistas (Damodaran, 2012), de forma a influenciar negativamente na precificação da transação, ou seja, aumenta a taxa de desconto dos fluxos de caixa projetado.

Um ponto muito ressaltado é o fator intervencionista e regulador ainda muito presente do governo brasileiro no diversos setores da economia, que poderia afetar diretamente na precificação da Classe A das ações ordinárias, com um retorno maior exigido pelos acionistas das empresas. Atrelado a isso, a vantagem de abrir o capital no Estados Unidos, é que a empresa será precificada em dólar, o que pode acarretar mais segurança ao investidor.

As incertezas relacionadas à taxa de juros, mercado de trabalho, regulações do mercado e taxa de câmbio são fatores que afetaram positivamente o *valuation* e o posicionamento das empresas ao abrirem capital nos Estados Unidos, de forma a mitigar esses riscos indiretamente. Além disso, o setor financeiro brasileiro ainda sofre muita intervenção do Banco Central Brasileiro, com normas operacionais que deixam as empresas sujeitas a diversas alterações como ocorreram nos últimos anos. Nesse lado, ambos os documentos relatam um ganho no mercado norte americano, uma vez que ao posicionar o *IPO* nos Estados Unidos, o efeito Brasil não foi 100% influenciador no preço. Porém, não se pode negar ainda um grande efeito da

volatilidade macroeconômica brasileira na realidade da empresa, uma vez que 100% das suas operações são no mercado doméstico.

5. CONCLUSÃO

Diferentemente dos trabalhos acadêmicos usuais, em que apresentam modelos econométricos e resultados mais quantitativos, este trabalho de conclusão se baseou em interpretações dos fatos e indicadores que os prospectos dos *IPOs* indicam como fatores determinantes para o sucesso da operação. O estudo foi baseado na teoria de finanças corporativas de avaliação de empresas, e com base nos relatórios de mercado produzidos pelo banco Goldman Sachs.

As ofertas públicas primárias (*IPO – Initial Public Offering*) cada vez mais se tornou uma opção estratégica para levantar capital comum no Brasil. Cada vez mais as empresas buscam aporte de capital ou recursos financeiros por meio de instrumentos como alternativa para melhoria da sua operação ou até mesmo para realizar aquisições estratégicas de um competidor, com intuito de gerar valor e ganhar espaço no mercado.

Recentemente, duas grandes empresas brasileiras do setor de pagamentos, Stone e PagSeguro, realizaram *IPO* na bolsa de valores dos Estados Unidos, chamando atenção pelo volume da transação e o sucesso nas bolsas nova iorquinas. Ao mesmo tempo, esse fluxo de saída para as principais bolsas americanas (NASDAQ e NYSE) despertou o interesse deste estudo, uma vez que o racional por trás da transação carrega consigo a lógica de uma maior avaliação da empresa (*Valuation*), melhores múltiplos e liquidez do mercado.

No começo do ano de 2018, a PagSeguro Digital levantou cerca de US$ 2,27 bilhões em seu *IPO* na bolsa de Nova Iorque. A empresa vendeu ações ao preço de US$ 21,50, superando a faixa inicial indicativa de US$ 17,50 a US$ 20,50 prevista no prospecto da oferta, em consequência de uma demanda maior do que previsto pelos bancos de investimentos que estavam assessorando a transação. Já no caso da empresa Stone, no final de 2018, a empresa levantou aproximada US$ 2,8 bilhões com preço no início do pregão de US$ 32 cada ação, acima do preço estabelecido no prospecto que foi de US$ 24 cada ação, que obteve capital injetado de um dos mais renomados investidores do mundo, o Warren Buffet.

Por consequência dos fatos apresentados neste trabalho acadêmico, possível identificarem e interpretar três potenciais fatores principais para a tomada de decisão, tal como custos do *IPO,* precificação e diluição e acesso aos investidores. Pode-se pensar que o fator custo não foi determinante para que as empresas migrassem as ofertas iniciais para os Estados Unidos, por mais que o Brasil, tenha em média, custos de transação 50% menores do que o mercado norte americano.

No entanto, o fator de acesso aos investidores e maior gama de fundo de investimento foi bem pontuado e enfatizado tanto no prospecto, quanto nos relatórios de mercado, uma vez que o sucesso do *roadshow* foi um fato que contribui para investimentos iniciais e sucesso na diluição das novas ações no mercado, o que garante um início sólido das ações da empresa nos primeiros dias de negociação. Complementando esse tópico, tem o fato de

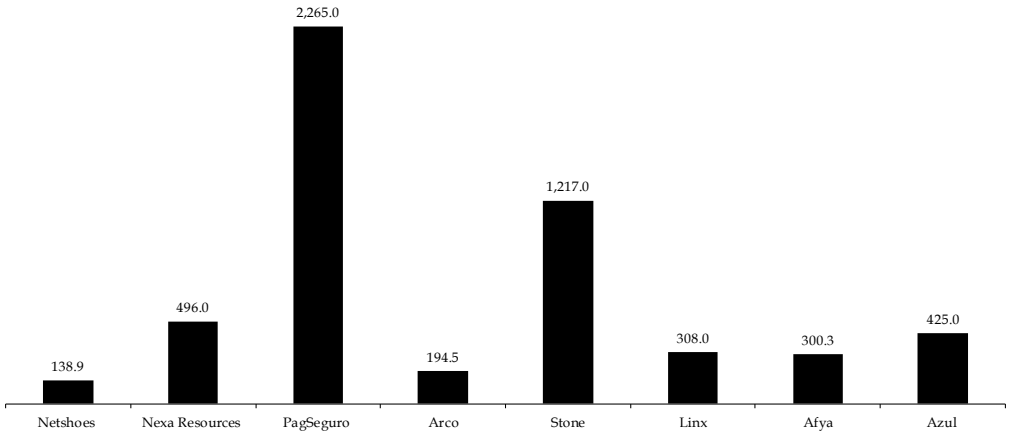
exigência de menor volume de ações em circulação, ao mesmo tempo com ações com votos especiais, que diferem do mercado brasileiro.

Outro fator bem pontuado, que foi vantajoso abrir o capital nas bolsas de Nova Iorque, é a precificação, uma vez que as empresas conseguiram ser posicionadas como empresa de tecnologia nos Estados Unidos ao contrário do Brasil. Portanto, isso trouxe um prêmio nos múltiplos ao se compararem com empresas que são puramente posicionadas como serviços financeiros, dado que o mercado enxerga um maior potencial de crescimento em empresas de tecnologia. Ainda no fator de precificação, os Estados Unidos tem uma maior gama de empresas comparáveis, que de forma a oferecer uma base mais sólida no que tange na comparação dos múltiplos financeiros e determinação do *valuation*.

Por conseguinte, interpretando esses fatos, é possível pensar que o *IPO* nos Estados Unidos foi estrategicamente compensatório, uma vez que o posicionamento e a precificação em dólar trouxe um sucesso um ganho e geração de valor para a Stone e PagSeguro que potencialmente poderia ser menos expressivo no Brasil, por mais que os custos financeiro da transações fossem 50% menores. Somado a isso, o fator de facilidade de diluição, que traria uma maior ancoragem e um início de negociação com alto volume de ações.

Nos últimos anos, cada vez mais as empresas buscaram abertura de capital por diversos motivos. O fluxo de saída de *IPOs* para as bolsas americanas tornou algo mais concreto, figura abaixo, dado o maior potencial de geração de valor conforme apresentado neste trabalho acadêmico de estudo caso da Stone e PagSeguro.

Figura 11 – Empresas brasileiras nos EUA



Fonte: Consultoria PwC: O IPO como alternativa para impulsionar o futura da sua empresa

REFERÊNCIAS

DAMODARAN, Aswath, 3rd Edition 2012, Investment Valuation Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, **Wiley. USA**, 992 p.p

Goldman Sachs, Keep on growing: PagSeguro´s impressive rise to continue – Initiate Coverage, Equity Research Report, 18 de Fevereiro de 2018, Brasil, 49 p.p. Disponível em: https://research.gs.com/content/research/themes/homepage-equity-us.html

Goldman Sachs, Strong growth prospects priced in – Initiate Coverage, Equity Research Report, 18 de Fevereiro de 2018, Brasil, 46 p.p.
Disponível em: https://research.gs.com/content/research/themes/homepage-equity-us.html

KILLIAN, R. Linda, Kathleen Shelton Smith and William K. Smith, 2001, IPOs for Everyone: The 12 Secrets of Investing in IPOs, **Wiley. USA**, 256 pp.

LUCAS, Deborah, and Robert McDonald, 1990, Equity issues and stock price dynamics, **Journal of Finance**, 45, 1019-1043.

LYON, John D., Brad M. Barber, and Chih-Ling Tsai, 1999, Improved methods for tests of long run abnormal stock returns, **Journal of Finance 54**, 165-201.

MAKSIMOVIC, Vojislav, and Pegaret Pichler, 2001, Technological innovation and initial public offerings**, Review of Financial Studies** 14, 459-494.

MARKOWITZ, Harry, 1952, Portfolio Selection, **The Journal of Finance.** USA**,** v7, 77-91

MILLER, Merton H. and Franco Modigliani, 1958, The Cost of Capital, Corporation and the Theory of Investment, **The American Economic Review,** Vol. 48, No 3, pp 286-297

PwC Consultoria, O IPO como alternativa para impulsionar o futuro da sua empresa, Relatório de Mercado, Fevereiro de 2019, Brasil, 33 p.p.
Dísponível em:
https://www.pwc.com.br/pt/estudos/setores-atividade/financeiro/2019/ipo-como-alternativa-impulsionar-futuro.html

RITTER, Jay R. ; WELCH, Ivo. A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. **The Journal of Finance.** USA, v. 57, n.4, p. 1795 – 1828

ROSENBAUM, Joshua and Joshua Pearl, 2013, Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Merges & Acquisitions, **Wiley. USA**, 464 pp.

United States Securities and Exchange Commission – StoneCo Ltd. Prospectum, Washington D.C. 20549, 16 de Outubro de 2018. USA, 321 p.p.
Disponível em:
https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1745431/000119312518309043/d580263d424b4.htm

UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION – PagSeguro Digital Ltd. Prospectum, Washington D.C. 20549, 26 de Dezembro de 2017. USA, 204 p.p.
Disponível em:
https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1712807/000119312517378788/d417437df1.htm