



Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

Enrico Degani Candalaft

**Vasta Educação – Estudo de Caso sobre a sua Oferta
Pública Inicial (IPO)**

São Paulo

2021

Enrico Degani Candalaft

**Vasta Educação – Estudo de Caso sobre a sua Oferta
Pública Inicial (IPO)**

Tese de Conclusão de Curso 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. Adalto Barbaceia Gonçalves – Insper

São Paulo

2021

Candalaft, Enrico Degani

Vasta Educação – Estudo de Caso sobre sua Oferta
Pública Inicial (IPO)

Tese de Conclusão de Curso: Curso de Ciências
Econômicas. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

Orientador: Prof. Dr. Adalto Barbaceia Gonçalves

Enrico Degani Candalafit

**Vasta Educação – Estudo de Caso sobre a sua Oferta
Pública Inicial (IPO)**

Tese de Conclusão de Curso apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

EXAMINADORES

Prof. Dr. Adalto Barbaceia Gonçalves

Orientador

Prof. Dr. Adhemar Villani Junior

Examinador(a)

RESUMO

Este trabalho consiste em um estudo de caso sobre IPO da Vasta Educação, companhia que abriu seu capital na Nasdaq em julho de 2020 e sofreu forte desvalorização (em 20-Set-2021, suas ações haviam perdido 74,8% de seu valor em relação a seu IPO). Por meio de uma entrevista com o analista da Goldman Sachs que participou desse *deal*, foi possível entender o racional por trás das decisões de listagem tomadas e concluir que tais escolhas, ao aumentarem a demanda, credibilidade e liquidez das ações da Vasta, possibilitaram a precificação de sua oferta acima da faixa indicativa sem que seu preço caísse de forma abrupta em seu primeiro dia de negociação (queda de 0,79%), indicando que a demanda praticamente se igualou à oferta de US\$19,00/ação. Além disso, acredita-se essa sobreprecificação pode ter afastado os investidores de longo prazo do IPO, aumentando a volatilidade dos papéis da companhia e potencializando sua forte desvalorização. Por fim, este estudo comparou o desempenho das ações da Vasta com o de seus principais *peers* desde seu IPO até o dia 20-Set-2021, concluindo que a Vasta teve, de fato, uma *underperformance*. Isso é explicado, majoritariamente, pelos resultados operacionais ruins divulgados pela companhia, a qual apresentou, no 2T21, diminuições de receita e de EBITDA em relação a 2019 e retornos (ROE e ROIC) negativos.

Palavras-chave: Vasta Educação, IPO, Abertura de capital, *Underperformance*.

ABSTRACT

This work consists of a case study on the IPO of Vasta Educação, a company that went public on Nasdaq in July 2020 and suffered a strong decrease in its share price (in 20-Sep-2021, its shares had lost 74.8% of its value in comparison to its IPO price). Through an interview with a Goldman Sachs analyst who actively participated in this deal, it was possible to understand the rationale behind the listing decisions taken and conclude that such choices, by increasing the demand, credibility and liquidity of Vasta's shares, enabled the pricing of its offer above the indicative range and, at the same time, the avoidance of an abrupt drop in its on its first trading day (down only 0.79%), indicating that the demand has almost equaled the offer at US\$19.00/share. Also, this overpricing may have driven long-term investors away from the IPO, increasing the volatility of the company's shares and enhancing its strong devaluation. Finally, this study compared the performance of Vasta's shares with the performance of its main peers (from its IPO to the 20-Sep-2021), concluding that Vasta had, in fact, an underperformance. This is mainly explained by the poor operating results reported by the company, which presented, in 2Q21, decreases in its revenue and EBITDA, in comparison to 2019, and negative return rates (ROE and ROIC).

Keywords: Vasta Educação, IPO, *Underperformance*.

Sumário

1. Introdução	1
1.1 Vasta Educação	2
1.2 Motivação	2
1.2.1 Aquecimento do Mercado de Capitais Estadunidense	2
1.2.2 Por que a Vasta Educação?	5
2. Revisão Bibliográfica	8
3. Metodologia	14
3.1 Estudo de Caso sobre o IPO da Vasta	14
3.2 Análise da <i>Performance</i> da Vasta Frente aos seus Comparáveis	15
4. Estudo de Caso sobre o IPO da Vasta	16
5. Análise da <i>Performance</i> da Vasta Frente aos seus Comparáveis	19
5.1 Seleção das Empresas Comparáveis à Vasta	19
5.2 Análise da Performance desde o IPO da Vasta (31-Jul-2020) até 20-Set-2021	22
5.2 Análise de Performance das Ações 6 meses após o IPO de cada Empresa	28
6. Conclusão	31
Referências	33
Apêndice A – Script e Questionário (Goldman Sachs)	35
Apêndice B – Entrevista com Homero Mazza (Goldman Sachs)	38

Lista de Figuras

Figura 1 – Evolução da taxa de juros americana (Federal Funds Rate) (% a.a., dados mensais).....	3
Figura 2 – Número de IPOs realizados nos EUA entre 2010 e 2020.	4
Figura 3 – Evolução do Índice de Volatilidade (VIX) entre 2010 e 2020.	4
Figura 4 – Evolução das Receitas com serviços/produtos sem assinaturas (Em R\$ milhões)	6
Figura 5 – Performance das Ações da Vasta entre 31-Jul-2020 e 30-Set-2020.....	18
Figura 6 – Performance indexada (base 100) das ações da RISE e da 17 Education (22-Jul-21 a 20-Set-21)	20
Figura 7 – Market Cap (USD mm) vs. BV of Equity / Market Cap	21
Figura 8 – Performance Indexada (Base 100) das Ações das Companhias (de 31-Jul-2020 a 20-Set-2021)	22
Figura 9 – Evolução do 2021E EV / EBITDA (01-Jan-21 a 20-Set-21)	23
Figura 10 – Evolução do 2021E PE Ratio (01-Jan-21 a 20-Set-21)	24
Figura 11 – Evolução da Receita Líquida da Vasta (em milhões de reais).....	25
Figura 12 – Crescimento das receitas das empresas entre 2019 e 1H2021	26
Figura 13 – Evolução da EBITDA da Vasta (em milhões de reais).....	26
Figura 14 – Crescimento do EBITDA das empresas entre 2019 e 1H2021	27
Figura 15 – ROIC das empresas no 2T2021	27
Figura 16 – ROE das empresas no 2T2021.....	28
Figura 17 – Performance das ações da Vasta vs. Vitru 6 meses após o IPO de cada empresa	29

Lista de Tabelas

Tabela 1 – Tabela mostrando os principais números da Vasta Educação.....	5
Tabela 2 – Principais objetivos de uma companhia ao abrir seu capital.	8
Tabela 3 – Tabela contendo a amostra de dados	20

1. Introdução

Em 31 de julho de 2020, a Vasta Educação optou por levantar recursos por meio da abertura de seu capital na bolsa estadunidense, Nasdaq. Para esse IPO (Oferta Pública Inicial), a Cogna, empresa controladora da Vasta, vendeu 22,38% de sua participação na companhia via uma oferta primária, isto é, o capital levantado com a operação foi para o caixa da Vasta. Além disso, apesar da faixa indicativa para o IPO ser entre US\$ 15,50 e US\$ 17,50, a oferta foi precificada em US\$19,00, acima do teto da faixa indicativa, levantando um total de US\$405,8 milhões com a operação. Ademais, apesar da companhia ter conseguido precificar seu IPO acima da faixa indicativa, os papéis da Vasta, se mantiveram estáveis em seu primeiro dia de negociação na Nasdaq, registrando uma queda de 0,79% em relação ao preço da oferta. Contudo, considerando os dados de fechamento de 20-Set-2021¹, as ações da empresa acumulam uma queda de 74.8% desde seu lançamento.

Assim, com base nesse contexto, este estudo busca entender o racional por trás de todas as decisões tomadas para a listagem das ações da Vasta e como tais escolhas – aliadas aos cenários econômico, político e sanitário vividos no momento do lançamento da oferta – impactaram a precificação das ações e, possivelmente, sua grande desvalorização desde seu lançamento na Nasdaq. Para isso, serão conduzidas entrevistas com pessoas da Goldman Sachs, banco líder da transação, que estiveram envolvidas nesse processo.

Além disso, após a contextualização do racional das decisões tomadas, este trabalho comparará a *performance* da Vasta com a de seus principais *peers*, analisando tanto o desempenho das ações, quanto os desempenhos operacionais e financeiros das companhias. Isso será feito, com o intuito de entender: (i) se essa grande desvalorização representa uma *underperformance* da Vasta em relação aos seus principais comparáveis ou se foi um movimento em linha com o do setor de educação, devido ao choque causado pela pandemia da COVID-19; e (ii) os motivos que levaram à essa queda no preço das ações da companhia.

¹ Fonte: Yahoo! Finance, 17 de setembro de 2021

1.1 Vasta Educação

Em 1966, cinco amigos montaram um curso pré-vestibular em Belo Horizonte, MG, chamado Pitágoras. Com um crescimento exponencial ao longo dos anos, esse curso pré-vestibular foi se expandindo pelo Brasil, de tal forma que, nos anos 1990, foi criada a Rede Pitágoras, a qual, apenas 1 ano após a sua fundação, já contava com 106 escolas associadas. A consolidação desse grande crescimento da empresa se deu por meio de seu IPO na BM&FBovespa em 2007, sob o nome de Kroton Educação.

Em 2011, a Kroton adquiriu a UNOPAR, transação que, na época, se configurou como a maior aquisição da história da educação e tornou a firma líder no setor de educação a distância do Brasil. Ademais, em 2014 foi concretizada a fusão com a Anhanguera, a qual tornou a Kroton a maior empresa educacional do mundo, tanto em termos de valor de mercado quanto em quantidade de alunos. Ainda, em 2018, foi firmada uma parceria com o Cubo Itaú, criando o maior *hub* de *Edtechs* da América.

Em 2019, a Kroton passou por uma reformulação interna de sua estrutura de negócios, se subdividindo em quatro verticais do setor educacional: Kroton (educação superior); Platos (desenvolvimento de conteúdo para educação superior); Saber (educação básica); e a Vasta (desenvolvimento de conteúdo para educação básica). Além disso, foi criada a Cognia, que atua como a controladora dessas quatro novas verticais da companhia.

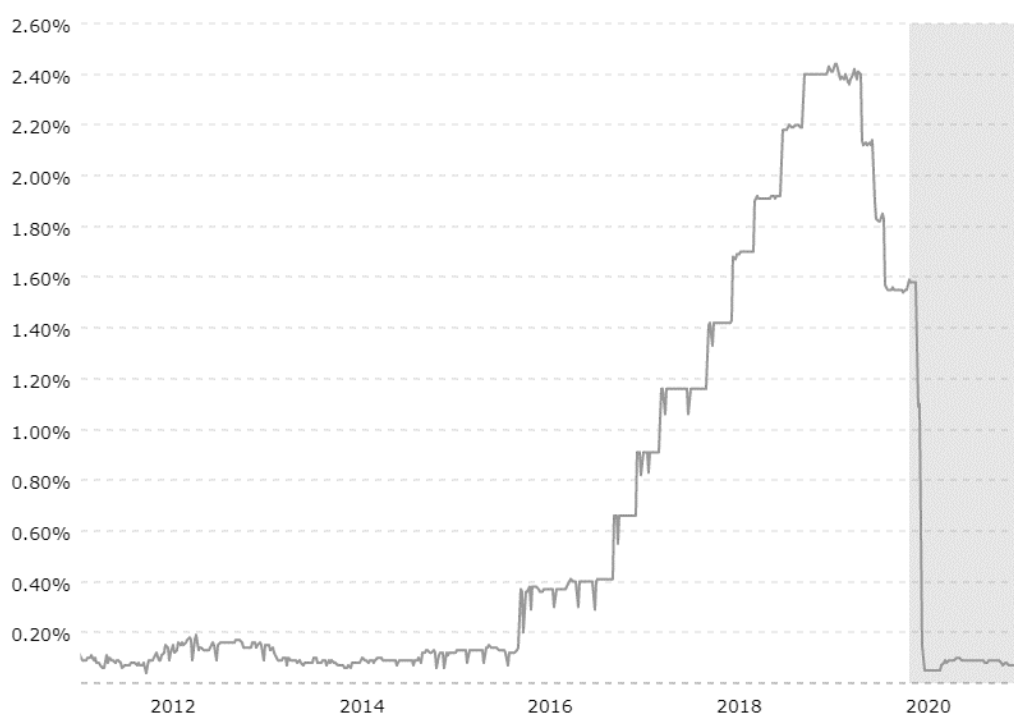
1.2 Motivação

A motivação para esse presente estudo se pauta em dois principais pilares: (i) o aquecimento do mercado de capitais dos EUA e (ii) a grande relevância da Vasta no setor de Educação no Brasil e os impactos da pandemia da COVID-19 nesse segmento, fator que impactou negativamente a performance de todas as empresas desse segmento, incluindo a da Vasta – pontos que serão abordados na seção “1.2.2 Por que a Vasta Educação?”.

1.2.1 Aquecimento do Mercado de Capitais Estadunidense

Nos últimos anos, os EUA – e o mundo – vem passando por um momento de aquecimento no mercado de capitais, de modo que houve um grande crescimento no número de empresas realizando IPOs. Isso é explicado, majoritariamente, pelas baixas históricas das taxas de juros americana (Figura 1) como uma maneira de estimular a atividade econômica doméstica, movimento que vem acontecendo nos últimos anos e que foi acentuado como uma forma de combate à crise oriunda da pandemia da COVID-19.

Figura 1 – Evolução da taxa de juros americana (*Federal Funds Rate*) (% a.a., dados mensais)



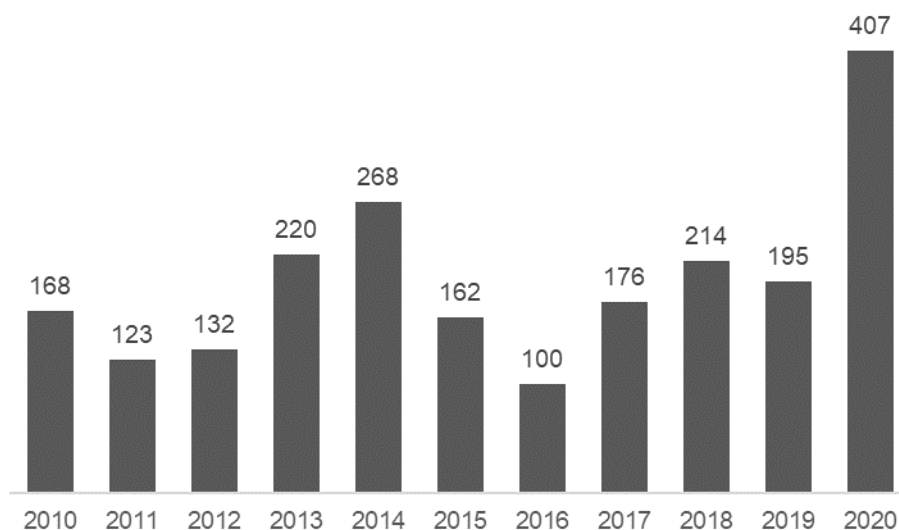
Fonte: Macrotrends, em 5-Abr-2021.

Esse movimento de queda faz com que o retorno de investimentos influenciados pela taxa de juros básica da economia ou o próprio rendimento da poupança sejam muito baixos. Isso fez com que os indivíduos passassem a procurar alternativas com maior rentabilidade para alocarem seus capitais, o que levou a um grande aumento no número de investidores nas bolsas de valores e um aquecimento do mercado de *Equity*.

Devido a esses fatores, o mercado de capitais estadunidense observou um grande aumento no número de IPOs realizados – em 2020, foram realizados 407 IPOs nos

EUA, crescimento de 108% em relação a 2019. A figura 2 mostra a evolução do número de IPOs realizados nos EUA nos últimos 10 anos.

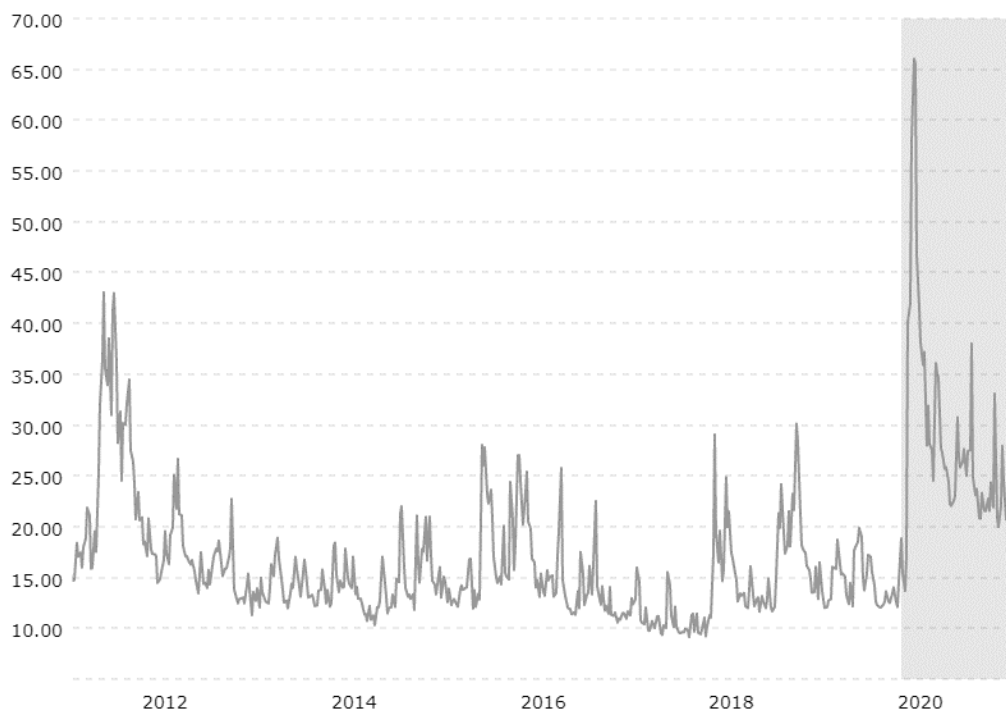
Figura 2 – Número de IPOs realizados nos EUA entre 2010 e 2020.



Fonte: Statista, 5-Abr-2021.

Além disso, um aspecto interessante dessa nova onda global de IPOs se dá pelo fato de, aparentemente, a volatilidade não estar causando um impacto negativo tão grande no mercado de capitais. Esse efeito negativo sobre o mercado de *Equity* está associado ao fato de, em períodos de maior volatilidade, os investidores avessos ao risco optarem por não aplicar seus recursos em tal mercado. Todavia, apesar de o ano de 2020 ter sido marcado por um grande aumento na volatilidade (Figura 3), diferentemente de outros anos – 2011, por exemplo –, houve um grande aumento no número de IPOs realizados no EUA em 2020.

Figura 3 – Evolução do Índice de Volatilidade (VIX) entre 2010 e 2020.



Fonte: Macrotrends, em 5-Abr-2021.

Com isso, percebe-se que os IPOs estão cada vez mais presentes no cotidiano dos investidores, fator que torna esse tema bastante relevante e atual para o presente contexto do mercado financeiro mundial.

1.2.2 Por que a Vasta Educação?

A Vasta é uma empresa que atua em um setor em que o Brasil ainda está atrasado comparado aos países desenvolvidos: Educação. Com uma proposta de transformação tecnológica do sistema de ensino das escolas privadas de educação básica brasileiras, a fim de modernizá-lo, a Vasta teve um grande crescimento desde sua criação em 2019 e se configura como a empresa líder desse segmento no país. Essa grande representatividade da companhia está apresentada na Tabela 1, na qual é possível observar o grande alcance das plataformas da Vasta Educação em território nacional.

Tabela 1 – Tabela mostrando os principais números da Vasta Educação

	Vasta Educação
Escolas Parceiras (Conteúdo Principal)	4,2 mil
Escolas Parceiras (Conteúdo Complementar)	636
Alunos (Conteúdo Principal)	1,3 milhão
Alunos (Conteúdo Complementar)	213 mil

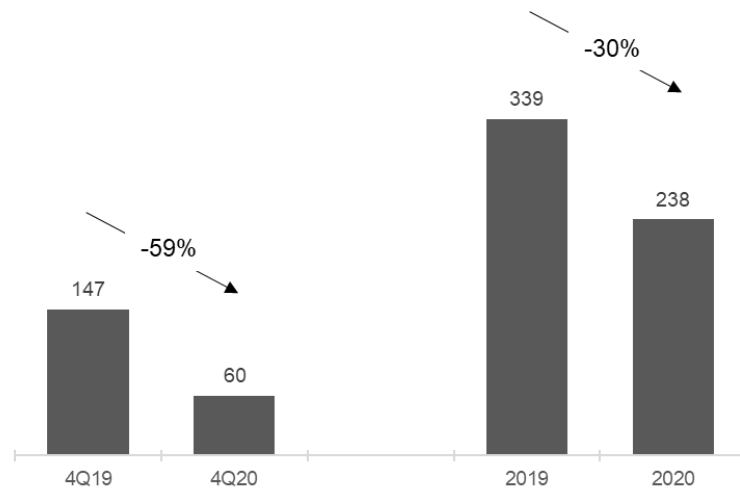
Fonte: Relação de Investidores da Cogna Educação, em 5-Abr-2021.

Isso fez com que o mercado desenvolvesse altas expectativas para o IPO da companhia, o que é corroborado pelo fato de a empresa ter conseguido precificar a sua oferta acima da faixa indicativa. Contudo, a pandemia teve um grande impacto sobre o desempenho da Vasta – e de todas as companhias do setor de educação –, afetando negativamente os resultados da empresa no ano de 2020 e fazendo com que a firma apresentasse resultados piores do que aqueles projetados na precificação da Oferta Pública Inicial da Vasta.

Esse impacto negativo da COVID-19 sobre os resultados da empresa se deu principalmente por dois motivos: (i) diminuição nas vendas de livros-texto, devido à reutilização de materiais por parte das famílias, levando à queda das receitas ligadas a produtos/serviços sem assinaturas (Figura 4); (ii) diminuição das matrículas de alunos nas escolas parceiras da Vasta, o que pode ser explicado pelo Censo Escolar de 2020², que mostrou que 2,5% dos alunos de escola privada migraram para escolas públicas em 2020 e que a tendência para 2021 é que esse movimento se perpetue.

Figura 4 – Evolução das Receitas com serviços/produtos sem assinaturas (Em R\$ milhões)

² INSTITUTO NACIONAL DE ESTUDOS E PESQUISAS EDUCACIONAIS ANÍSIO TEIXEIRA (INEP). **Censo Escolar, 2020**. Brasília: MEC, 2020.



Fonte: Apresentação dos Resultados da Vasta 4Q20.

Essa performance abaixo daquela projetada pelo mercado pode ser o motivo da grande desvalorização dos papéis da Vasta desde sua Oferta Pública Inicial. Porém, para de fato entender os fatores que causaram essa desvalorização, optou-se por fazer um estudo de caso sobre o IPO dessa firma, a fim de compreender se essa grande queda no preço dos papéis da companhia se deveu aos efeitos da pandemia – causando um ajuste de expectativas dos investidores em relação aos resultados da Vasta – ou se deu, também, devido às decisões de listagem tomadas.

2. Revisão Bibliográfica

Nesta seção de Revisão Bibliográfica serão apresentados trabalhos científicos, a fim de expor os estudos realizados a respeito de IPOs. Para a análise desse tema, é necessário, primeiro, entender o racional por trás da decisão de uma companhia de abrir seu capital. Lowry, Michaely e Volkova (2017) mostram em seu trabalho que o principal intuito de uma empresa realizar uma Oferta Pública Inicial é levantar capital para seus investimentos futuros. Assim, cabe à firma definir se a captação de recursos será feita no mercado de *equity* público (*Public Equity*) – no qual estão incluídos os IPOs –, mercado de *equity* privado (*Private Equity*) ou no mercado de dívida.

A fim de entender o porquê as empresas optam por levantar *Public Equity*, os autores elaboraram uma tabela-resumo (Tabela 2) contendo todos os potenciais objetivos de uma empresa ao abrir seu capital e se tais objetivos também podem ser atingidos por meio da captação de recursos via *Private Equity* ou dívida. Desse modo, como evidenciado na tabela abaixo, percebe-se que os benefícios gerados pela captação de recursos via um IPO não conseguem ser igualados em nenhum dos outros dois mercados de recursos financeiros supracitados. Contudo, a análise desses autores se limita à teoria, de modo que não mostram a importância relativa de cada um dos objetivos listados na tomada de decisão das firmas de abrirem seus capitais, apesar de afirmarem que o principal motivo de um IPO ser o levantamento de recursos.

Tabela 2 – Tabela-resumo contendo os principais objetivos de uma companhia ao abrir seu capital.

	Consegue atingir esse objetivo?		
	<i>Public Equity</i>	<i>Private Equity</i>	Dívida
Levantamento de Capital para Investimento	Sim	Sim	Sim
<i>Over-Valuation</i>	Sim	Sim	Não
Ajuste da Estrutura de Capital	Sim	Sim	Não
Necessidade de Liquidez dos Sócios	Sim	Não	Não
Diversificação Por Parte dos Sócios	Sim	Sim	Não
Possibilidade de Usar as Ações como Moeda de Troca em Transações Futuras	Sim	Não	Não

Utilização de seu Valor de Mercado para avaliar as <i>Stock Options</i>	Sim	Não	Não
Utilização de seu Valor de Mercado como uma fonte de informação para o <i>Valuation</i> da firma	Sim	Não	Não
Controle por parte dos analistas, órgãos reguladores e mercados	Sim	Não	Não
Marketing	Sim	Não	Não

Fonte: Lowry, Michael e Volkova (2017)

Como o principal motivo de uma empresa abrir capital é levantar recursos para investimentos futuros, todo o processo de abertura de capital gira em torno de um fator: a precificação da oferta (*pricing*). Desse modo, todas as decisões de listagem do IPO são tomadas a fim de otimizar a precificação das ações a serem negociadas.

Tamm e Varma (2014) trazem uma discussão interessante a respeito da otimização do *pricing* de uma Oferta Pública Inicial, ao defenderem que o preço ótimo das ações a serem ofertadas é diferente do preço máximo que pode ser cobrado por elas. Isso se dá pelo fato de a sobreprecificação dos papéis da firma, e conseqüente queda no valor de suas ações pós-IPO, gerar uma publicidade negativa para a empresa. Dessa forma, é papel dos bancos de investimento determinar a precificação das ações da companhia de modo que seja deixado o mínimo possível de dinheiro na mesa, mas, ao mesmo tempo, não gere um Marketing negativo para a companhia.

Contudo, apesar do desejo da companhia de maximizar seus ganhos com o IPO, Ljungqvist (2007) mostra empiricamente que as Ofertas Públicas Iniciais são majoritariamente subprecificadas, independentemente do país. O autor explica esse fenômeno por meio de 4 teorias: Teoria de Assimetria de Informação, Teoria Institucional, Teorias de Controle e Teorias Comportamentais.

A Teoria de Assimetria de Informação assume que uma das três partes envolvidas no processo de IPO – os *underwriters*³, a companhia e o mercado – possui mais informações do que as outras, de forma que, em equilíbrio, as fricções de informações resultantes dessa assimetria levam ao *underpricing*. Já a Teoria Institucional, foca no estudo de três motivos que podem levar à subprecificação da oferta: evitar litígios;

³ *Underwriter*: instituição financeira responsável por realizar operações de oferta pública de ativos no mercado primário.

promover estabilização de preços; e obter vantagens tributárias. Ademais, a Teoria de Controle argumenta que o *underpricing* das ações ajuda a moldar a estrutura societária da companhia, de modo a limitar as intervenções por parte dos acionistas de fora da empresa. Por fim, as Teorias Comportamentais assumem a existência de investidores irracionais que pagam preços por ações do IPO acima de seus valores reais. Contudo, dentre todos os motivos supracitados, as evidências empíricas levantadas pelo autor são capazes de suportar, apenas, a explicação dada pela Teoria de Assimetria de Informação.

Além disso, a fim de minimizar os efeitos negativos da assimetria de informação sobre a precificação da Oferta Pública Inicial, as companhias optam por adotar um período de *lockup*⁴ no IPO. Arthurs et al. (2009) mostraram que a adoção de períodos mais longos de *lockup* é um método eficaz de sinalização ao mercado, de modo a minimizar os efeitos das fricções de informação. Ademais, por meio do método de regressão hierárquica, utilizando uma amostra de 640 *ventures* que abriram seus capitais durante 1990-1994 e 2001-2005, as evidências empíricas encontradas pelos autores suportam a hipótese de que as companhias conseguem reduzir a subprecificação de seus papéis ao aceitarem períodos mais longos de *lockup* em seus IPOs.

Outra decisão de listagem que impacta diretamente a precificação da oferta é o *timing* do IPO, isto é, quando, de fato, disponibilizar as ações para serem negociadas na bolsa. Angelini e Foglia (2018), utilizando dados de IPO no Reino Unido entre 1996 e 2016, obtiveram resultados empíricos que indicaram que as variáveis macroeconômicas: ciclo econômico (medido por meio da *proxy* atividade industrial), volatilidade e taxa de juros possuem impactos relevantes sobre o número de IPOs realizados em uma economia. Segundo os autores, o impacto do ciclo econômico no número de empresas abrindo seus capitais é positivo, uma vez que, em momentos de *boom* da atividade econômica, as empresas possuem um incentivo para realizarem IPO. Ademais, para a volatilidade, o inverso é observado. Ainda, para a taxa de juros, os resultados encontrados mostram que o impacto de sua elevação, no curto prazo, gera um aumento no número de ofertas públicas de ações, mas, no médio e longo prazo, essa correlação passa a ser negativa, conforme o esperado.

⁴ *Lockup*: bloqueio de negociação de ações que impede a venda dos papéis ou qualquer outro tipo de transação que envolva a sua troca por um período pré-definido.

Focando o estudo na volatilidade, Dicle e Levendis (2018) argumentam que essa variável é um dos principais fatores que influenciam a decisão de uma companhia de abrir seu capital. Para testar essa hipótese, os autores adotaram um modelo de séries temporais do tipo GARCH, modificado para incorporar a causalidade de Granger, e utilizaram dados de IPO de 1997 a 2017. Com esse estudo, os autores obtiveram evidências empíricas que suportam a hipótese de que o aumento da volatilidade esperada diminui a quantidade de IPOs realizados. De acordo com os autores, essa relação negativa se dá por dois principais fatores: (i) os CEOs das firmas tentam prever o comportamento dos mercados para determinar quando realizar o IPO, decisão dificultada pelo aumento da volatilidade e (ii) investidores avessos a risco hesitam em adquirir as ações de um IPO durante um período de alta volatilidade. Ademais, outra descoberta interessante desses autores é o fato de, após a crise financeira de 2008, o impacto negativo da volatilidade sobre o número de IPOs realizados ter aumentado.

Além disso, ainda sobre o tema de *timing* do IPO, Yung, Çolak e Wang (2008) estudaram a relação entre um mercado de capitais aquecido e a precificação das Oferta Públicas Iniciais. Em seu trabalho, os autores utilizaram uma base de dados contendo 8.536 IPOs de ações ordinárias que ocorreram entre 1970 e 2004 e desenvolveram um modelo econométrico *cross-sectional*. Dentre os resultados encontrados, destaca-se que as evidências empíricas obtidas suportam o fato de que o aumento no número de empresas realizando IPO possui uma correlação positiva com a subprecificação dos papéis da companhia em sua abertura de capital.

Isso se dá pelo fato de um choque exógeno positivo, como a diminuição da volatilidade, causar um aquecimento no número de empresas abrindo seus capitais, de modo que companhias marginais passam a realizar IPOs. Contudo, tais firmas são de menor qualidade do que aquelas que, antes do choque, abriam seus capitais, de forma que, nesses períodos aquecimento do mercado de capitais, há uma maior dispersão na qualidade das empresas abrindo capitais, fator consistente com um aumento no *underpricing*.

Outra decisão importante de listagem a ser tomada é onde listar a oferta. No caso de companhias brasileiras, tal escolha se dá, majoritariamente, entre a B3, bolsa de valores brasileira, e a Nasdaq, bolsa estadunidense. Em relação a essa decisão, o

primeiro fator a ser considerado é a existência de uma correlação positiva entre a Ibovespa e a Nasdaq, de forma que é importante entender os co-movimentos entre os mercados de capitais. Bergmann et al (2011) estudaram esses co-movimentos por meio do método de cópula de Joe-Clayton simetrizada, utilizando os dados históricos dos índices da Ibovespa e da S&P500 no período de Mar/2001 e Abr/2007. Os resultados empíricos encontrados pelos autores indicam que existe uma correlação positiva assimétrica entre a variação da Nasdaq e da Ibovespa, de modo que eventos negativos nos EUA tem um impacto maior no desempenho da bolsa brasileira do que eventos positivos.

Ainda, é válido notar que essa decisão de onde realizar o IPO possui um relevante impacto sobre a precificação da oferta e a performance de longo prazo dos papéis da firma. Souza (2016) estudou esses efeitos por meio da metodologia de *Wealth Relative Buy-and-Hold*, analisando 253 empresas – 104 brasileiras e 149 estadunidenses. Em relação à precificação das ações, os resultados empíricos obtidos pelo autor indicam que o fenômeno de *underpricing*, apesar de ocorrer nos dois países, é mais acentuado nos EUA. Contudo, a respeito da performance de longo prazo das ações, as evidências empíricas encontradas mostraram que as empresas que abriram seus capitais nos EUA superaram o desempenho do índice S&P500, enquanto os IPOs no Brasil apresentaram destruição de valor quando comparados ao Ibovespa.

Ademais, outro fator que afeta a precificação de um IPO é a sustentabilidade da firma, medida por meio dos requisitos ESG (Governança Ambiental, Social e Corporativa). Por meio do método de regressão linear múltipla, as evidências empíricas encontradas por Bui e Frongillo (2020) indicam que o aspecto de governança social não possui um impacto relevante sobre o fenômeno de *underpricing*. Ainda, os resultados encontrados mostram que os aspectos ambientais diminuem a subprecificação das ofertas iniciais das firmas, uma vez que, segundo os autores, os investidores enxergam tais companhias como mais sustentáveis e menos arriscadas, diminuindo as incertezas acerca do *valuation* da empresa. Por fim, a governança corporativa também apresentou um impacto negativo sobre o *underpricing*, devido à suavização do problema de assimetria de informação.

Adicionalmente, focando o estudo nos impactos da governança corporativa sobre a precificação do IPO, Darmadi e Gunawan (2013) analisaram uma amostra de 101 firmas que abriram seus capitais na Indonésia entre 2003 e 2011, utilizando como variáveis explicativas de sua regressão: tamanho do conselho; independência do conselho; a concentração de participação na companhia; e a proporção de ações detidas por investidores institucionais. As evidências empíricas encontradas indicam que os aspectos “tamanho do conselho” e “proporção de investidores institucionais” impactam negativamente a subprecificação do IPO, isto é, diminuem esse fenômeno. Por outro lado, o fator “independência do conselho” apresentou uma relação positiva com o *underpricing*, uma vez que, segundo os autores, um alto grau de independência do conselho indica que a companhia está preocupada em proteger os interesses de seus investidores. Por fim, a variável “concentração de participação na empresa” não apresentou um impacto relevante sobre o fenômeno de *underpricing*.

Por fim, uma prática comum em ofertas públicas iniciais é a estabilização de preços das ações da emissora feita pelos *underwriters*, com o intuito de evitar alta volatilidade dos preços ou manter o preço dos papéis da companhia artificialmente altos por um determinado período. Pinheiro e Carvalho (2011) mostram que a forma mais comum de estabilização é o ASC (*after market short covering*), no qual os *underwriters* sobrealocam a oferta pública inicial ao distribuírem uma quantidade de ações maior do que a originalmente contratada. Ademais, a cobertura da posição descoberta que foi criada com tal sobrealocação por parte dos *underwriters* se dá: (i) pelo ASC, no qual as ações excedentes são adquiridas no mercado secundário durante o período de estabilização; (ii) pelo exercício da opção *greenshoe*, que se dá pela compra de um lote suplementar de papéis junto à emissora (sob as mesmas condições da oferta original) até o final do período de estabilização; ou (iii) por meio de uma combinação das duas estratégias anteriores.

Contudo, os autores, por meio da análise, via regressões econométricas, de todos os IPOs que aconteceram no Brasil entre 2004 e 2008, chegaram a resultados que indicam que os retornos dos IPOs estabilizados são inferiores aos do não-estabilizados no período pós-estabilização, além de mostrarem que quanto maior a intensidade da estabilização, menores os retornos das ações.

3. Metodologia

Nesta seção serão apresentadas as metodologias que serão utilizadas nesse trabalho, sendo elas: (i) Estudo de caso sobre o IPO da Vasta e (ii) Análise da *performance* da Vasta frente aos seus principais comparáveis.

3.1 Estudo de Caso sobre o IPO da Vasta

A primeira parte deste trabalho será um estudo de caso sobre o IPO da Vasta, a fim de retratar e entender as decisões de listagem tomadas pelas partes envolvidas nesse processo de abertura de capital da companhia. A opção por este método se deu, uma vez que, como mostrado por Yin (2015), essa é a metodologia mais eficaz quando: (i) se colocam questões do tipo “como” e “por que”; (ii) o pesquisador possui pouco controle sobre o evento estudado; e (iii) o foco de pesquisa se encontra em eventos contemporâneos inseridos em contextos da vida real.

Ventura (2007) afirma que, apesar de não haver um delineamento de um roteiro rígido para a sua execução, existem quatro principais fases que norteiam a elaboração de um estudo de caso, sendo elas: (i) delimitação da unidade-caso; (ii) coleta dos dados; (iii) seleção, análise e interpretação dos dados coletados; e (iv) elaboração do relatório. Já tendo delimitado a unidade-caso do trabalho – Abertura de Capital da Vasta Educação –, a fase de coleta de dados será feita por meio da condução de entrevistas com indivíduos que estiveram diretamente envolvidos nesse processo de tomada de decisões, incluindo entrevistas com pessoas da Goldman Sachs (que serão baseadas no questionário exposto no Apêndice A), banco líder dessa transação.

Na terceira fase do estudo de caso, com a análise dos dados coletados com as entrevistas, será possível entender o racional por trás das decisões de listagem adotadas para o IPO da companhia. Ainda, será analisado qual foi o impacto de tais escolhas – aliadas ao contexto político, econômico e sanitário sob os quais elas foram tomadas – sobre a precificação dos papéis da Vasta e, possivelmente, sobre a grande desvalorização das ações da companhia desde seu lançamento na Nasdaq.

3.2 Análise da *Performance* da Vasta Frente aos seus Comparáveis

A segunda parte desse trabalho tem como intuito analisar os retornos das ações da Vasta em comparação com seus principais *peers*, a fim de entender se a companhia apresentou uma *underperformance* em relação aos seus comparáveis ou se foi um movimento em linha com o do setor de educação. Ademais, serão analisados alguns resultados operacionais e financeiros, a fim de entender os possíveis motivos que levaram a essa grande desvalorização das ações da Vasta.

Barber e Lyon (1997), analisando empiricamente a metodologia proposta por Fama e French (1992), encontraram evidências de que o tamanho das firmas e seus índices *book-to-market* explicam, de maneira significativa a variação *cross-sectional* dos retornos de ativos financeiros. Assim, para a determinação dos *peers* da Vasta, será construída uma matriz de 4 quadrantes comparando o *Market Cap* e a razão *Book Value of Equity*⁵ sobre o *Market Cap* das principais empresas do setor de educação listadas na Nasdaq, de modo que serão considerados *peers* aqueles que estiverem no mesmo quadrante da Vasta.

Após a seleção dos comparáveis, o estudo da *performance* das ações de tais companhias será feito em dois momentos diferentes: (i) *performance* desde o IPO da Vasta (31-Jul-2020) até 20-Set-2021 e (ii) *performance* 6 meses após o IPO de cada empresa.

⁵ Valor contábil do Patrimônio Líquido de uma companhia

4. Estudo de Caso sobre o IPO da Vasta

Esta seção tem como objetivo entender o racional por trás das decisões de listagem e como elas impactaram a escolha de precificar a oferta à US\$19,00, acima do teto da faixa indicativa (US\$17,50). Para isso, foi feita uma entrevista com o analista da Goldman Sachs que esteve envolvido no *deal*, Homero Mazza – a transcrição da entrevista está exposta no Apêndice B deste trabalho.

A partir da entrevista com o Homero, foi possível inferir que as decisões tomadas para essa oferta, somadas ao aquecimento do mercado de capitais estadunidense na época do IPO, aumentaram a demanda, credibilidade e liquidez das ações da Vasta. Dentre tais decisões de listagem, destacam-se: (i) a opção do lançamento do IPO na Nasdaq; (ii) a existência de um período de *lockup*; (iii) opção por uma oferta 100% primária para o pagamento de dívidas e crescimento inorgânico; e (iv) a realização do IPO em julho de 2020.

O primeiro fator a ser analisado é a listagem dos papéis da Vasta na bolsa de valores estadunidense, Nasdaq, ao invés da B3. Segundo o analista, existem 3 principais pontos que levam uma empresa a realizar um IPO nos EUA: (i) acesso à uma gama maior de investidores; (ii) maior credibilidade à firma; e (iii) mesmo se tratando de uma oferta pequena, o mercado estadunidense é mais líquido do que o brasileiro. Assim, com base nessa explicação, percebe-se que a demanda por ações nos EUA é mais forte do que no Brasil, de modo que a opção por lançar o IPO na Nasdaq possibilita precificar a oferta a um valor superior àquele que seria lançado em um IPO na Bovespa.

Um segundo fator importante é a opção por incluir um período de *lockup*. Para essa oferta foi acordado que os diretores, os membros do *board*, os *shareholders* e os *underwriters* não poderiam oferecer, vender ou disponibilizar nenhuma ação ou título conversível em ação da Vasta por um período de 180 dias a partir da data do prospecto. A existência dessa cláusula mostra para o mercado que o *management* e os *shareholders*, responsáveis por tornarem a Vasta a empresa líder de seu setor no Brasil, continuarão comprometidos e envolvidos com a companhia, passando uma maior credibilidade da firma para os investidores.

Além disso, um outro fator que impactou positivamente a credibilidade da Vasta foi a decisão pela realização de uma oferta inteiramente primária, uma vez que mostra ao mercado que todos os acionistas da companhia continuarão sendo investidores após o IPO, sinalizando seu comprometimento com o crescimento da firma. Ainda, o uso dos *proceeds* desse IPO corrobora tal comprometimento, uma vez que, conforme descrito por Homero, o capital levantado foi destinado para a melhora na alavancagem da companhia – pagamento de uma dívida com a controladora (Cogna) – e para crescimento inorgânico – por meio de aquisições ou investimentos em *businesses*, produtos e tecnologias complementares.

Por fim, outra decisão com impactos positivos foi o *timing* desse IPO em julho de 2020. Conforme discutido na seção “1.2.1 Aquecimento do Mercado de Capitais Estadunidense”, a queda da taxa de juros americana como uma resposta aos efeitos da crise gerada pela pandemia da COVID-19 levou a um aquecimento no mercado de capitais estadunidense – de acordo com dados do FRED⁶, a taxa de juros efetiva em julho de 2020 foi de 0,09%. Isso gerou uma grande demanda e uma alta liquidez de ações no momento do IPO da Vasta. Ademais, como mostrado anteriormente, apesar de ter ocorrido um grande aumento na volatilidade em 2020 dadas as incertezas da pandemia, o mercado de capitais continuou aquecido, favorecendo o IPO da Vasta.

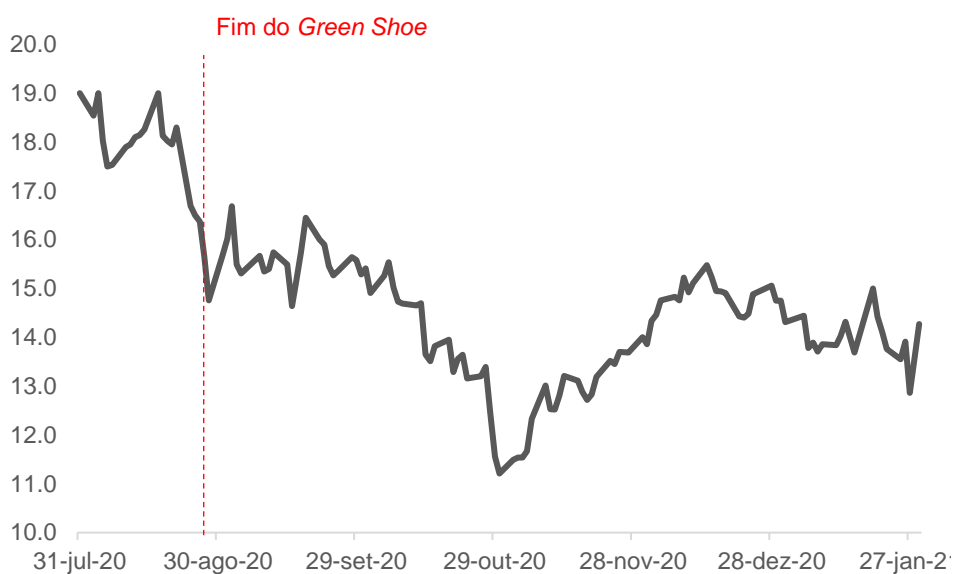
Assim, conclui-se que todas as decisões descritas acima, ao aumentar a demanda, credibilidade e liquidez das ações da companhia, possibilitaram a precificação dos papéis da Vasta acima do topo do *range* (aumentando a captação de recursos por parte da firma) sem que seu preço caísse de forma abrupta logo em seu primeiro dia na bolsa (desvalorização de apenas 0,79%), indicando que a demanda pelos papéis da companhia praticamente se igualou à oferta de US\$19,00/ação.

Contudo, como explicado por Homero, todo processo de IPO enfrenta um *trade-off*: sobreprecificar as ações no IPO, afastando investidores de longo prazo que buscam maior rentabilidade, *versus* subprecificar os papéis, deixando dinheiro na mesa. Dessa forma, a opção por precificar a oferta acima do teto da faixa indicativa pode ter afastado os investidores de longo prazo, os quais, por ficarem bastante tempo com as ações em sua carteira, costumam trazer maior estabilidade aos preços dos papéis.

⁶ Disponível em: <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>

Isso pode ser evidenciado pela análise da *performance* das ações da Vasta em seus primeiros 6 meses (126 dias úteis) de negociação na Nasdaq. Com base na observação do gráfico abaixo, percebe-se que, após o fim do *green shoe*, as ações da Vasta passaram a ter uma grande volatilidade, sendo um indício de que a sobreprecificação da oferta pode, de fato, ter afastado os investidores de longo prazo da transação.

Figura 5 – Performance das Ações da Vasta entre 31-Jul-2020 e 30-Set-2020



Fonte: Yahoo! Finance, em 23-Set-2021.

E tal afastamento pode ter potencializado a grande desvalorização dos papéis da companhia desde seu IPO, uma vez que os investidores de curto prazo são mais sensíveis tanto a choques macroeconômicos quanto àqueles específicos às empresas, reagindo de forma mais intensa a tais choques e tornando a ação mais volátil. Desse modo, os novos surtos de COVID-19 no final de 2020 e início de 2021 e divulgações de resultados por parte da Vasta abaixo das expectativas de mercado podem ter levado tais investidores de curto prazo a reagirem de forma negativa, vendendo as ações da companhia e potencializando a sua desvalorização.

5. Análise da *Performance* da Vasta Frente aos seus Comparáveis

Nesta seção será analisada a *performance* da Vasta frente a suas empresas comparáveis, a fim de entender se houve uma *underperformance* em relação a seus *peers* e os possíveis motivos que levaram a tamanha desvalorização nas ações da companhia. Para isso, tal análise será dividida em duas partes: (i) *performance* desde o IPO da Vasta (31-Jul-2020) até 20-Set-2021 e (ii) *performance* 6 meses após o IPO de cada empresa. Contudo, é preciso, primeiro, determinar quais são os principais *peers* da companhia.

5.1 Seleção das Empresas Comparáveis à Vasta

Conforme mencionado na seção de metodologia, a seleção das principais companhias comparáveis à Vasta será feita por meio de uma matriz de 4 quadrantes comparando o *Market Cap* e a razão *Book Value of Equity* sobre o *Market Cap* das principais empresas de capital aberto do setor de educação.

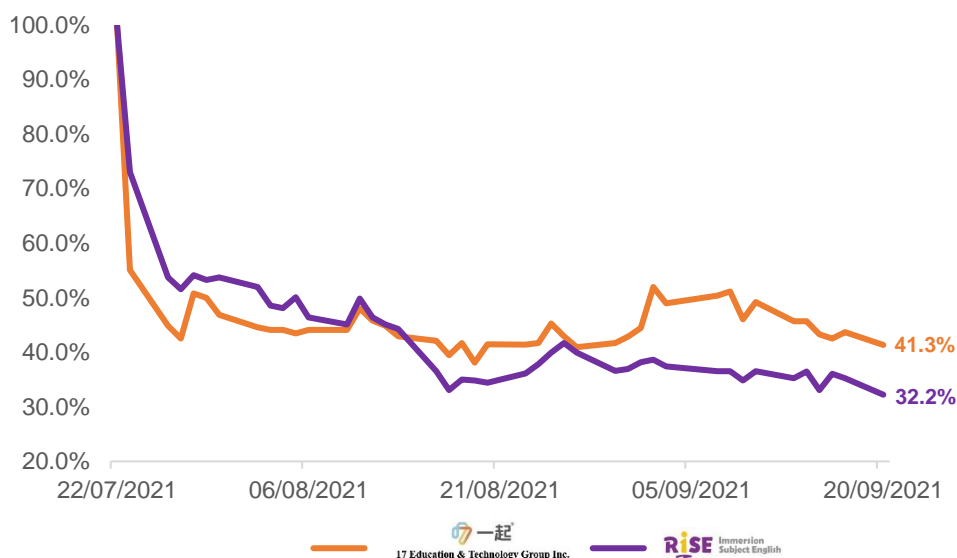
Para a construção dessa matriz, foram selecionadas todas as firmas desse setor listadas na Nasdaq, totalizando 25 firmas. Contudo, 6 empresas chinesas⁷ divulgam apenas seus resultados anuais. Desse modo, por haver uma grande defasagem entre dados do 4T20 e 2T21, a comparação dessas informações poderia gerar um viés na análise, de forma que se optou por retirar essas 6 companhias da amostra.

Além disso, também foram excluídas da amostra as empresas chinesas 17 Education and Technology e a RISE Education Cayman. Isso se deu devido à nova regulamentação imposta pelo governo chinês que impede que empresas focadas em reforço escolar tenham fins lucrativos, fazendo com que as ações dessas empresas despencassem a partir de 22-Jul-21, data em que a Bloomberg publicou um relatório sugerindo que o governo chinês estava considerando a implementação dessa nova regulamentação. Em apenas dois meses, as ações da 17 Education perderam 58,7% de seu valor e as da RISE decaíram 67,8%. Com isso, essa grande desvalorização

⁷ Empresas chinesas listadas na Nasdaq com dados defasados: China Liberal Education Holdings, Lixiang Education, Meten Edtechx Education, Skillful Craftsman Education Technology, Tarena International e Zhongchao.

nos preços das ações dessas companhias poderia enviar a análise, de modo que se optou por retirá-las da amostra.

Figura 6 – Performance indexada (base 100) das ações da RISE e da 17 Education (22-Jul-21 a 20-Set-21)



Fonte: Yahoo! Finance, em 24-Set-2021.

Com esses ajustes, a amostra ficou com um total de 17 empresas. Em seguida, pegou-se dados de *Market Cap* de tais companhias de 20-Set-2021 e os valores contábeis de seus Patrimônios Líquidos divulgados em seus *releases* mais recentes, os quais estão expostos na tabela abaixo.

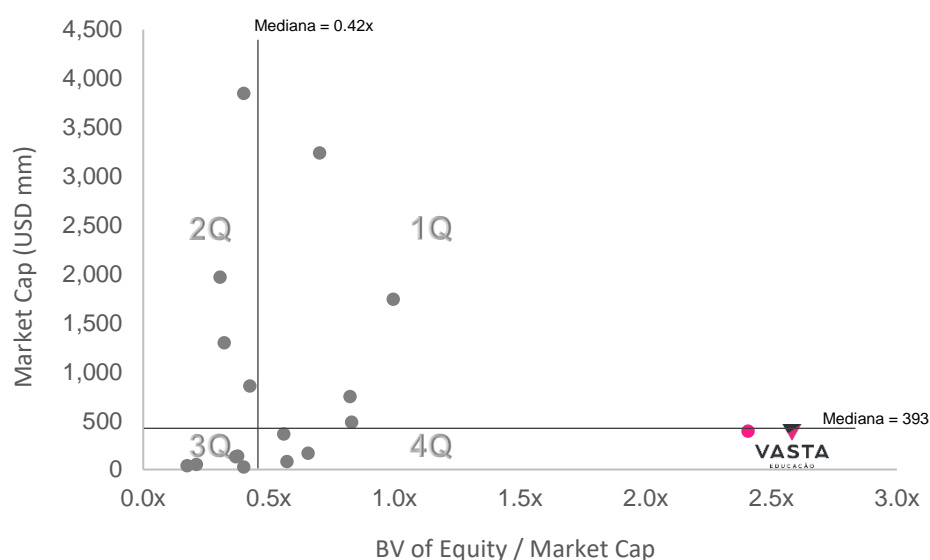
Tabela 3 – Tabela contendo a amostra de dados

Empresa	Ticker	Market Cap USD (20-Set-2021)	BV of Equity
Arco	ARCE	1,297.0	419.0
Afya	AFYA	1,967.0	603.2
American Public Education	APEI	485.3	403.1
Aspen Group	ASPU	132.1	48.8
BioHiTech Global	BHTG	40.3	7.1
Boxlight	BOXL	135.9	51.1
Elite Educational Group International	EELQ	53.6	11.3
Grand Canyon Education	LOPE	3,848.0	1,542.7
Laureate Education	LAUR	3,237.0	2,272.4
Lincoln Educational Services	LINC	167.0	109.7
Perdoceo Education	PRDO	745.0	613.6
Strategic Education	STRA	1,741.0	1,733.2
Vasta	VSTA	392.6	945.7
Vitru	VTRU	363.3	203.6
Zovio	ZVO	82.2	47.1
Hailiang Education Group	HLG	853.8	362.3
Wah Fu Education Group	WAFU	27.0	10.8

Fonte: Economática e Divulgações de Resultados das Companhias.

A partir dessa amostra, construiu-se uma matriz de 4 quadrantes, comparando o valor de mercado das firmas com suas razões *BV of Equity / Market Cap*. Para a divisão dos quadrantes, adotou-se as medianas do *Market Cap* (USD 393mm) e do índice *book-to-market* (0,42x) da amostra. Nessa matriz, observou-se que 3 empresas se encontram no mesmo quadrante do que a Vasta – Vitru, Lincoln Educational Services e Zovio –, se configurando como seus principais *peers*. Além disso, observa-se na matriz que a Vasta possui um índice *book-to-market* muito maior do que os de suas comparáveis, sendo um indício de que o desempenho das ações da companhia foi pior do que o das outras empresas, isto é, seu *Market Cap*, relativamente ao valor contábil de seu *Equity*, é consideravelmente menor do que o de seus *peers*.

Figura 7 – Market Cap (USD mm) vs. BV of Equity / Market Cap



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Economática e dos *Releases* das Companhias.

Contudo, o método analisado por Barber e Lyon (1997) em seu *paper* não leva em consideração o *business* em que as companhias estão envolvidas, potencialmente deixando de fora da análise concorrentes diretos da Vasta que também se configuram como *peers* importantes. Isso é evidenciado pelo fato de que as 3 empresas caracterizadas como comparáveis seguindo o método dos autores atuarem com a prestação de serviços de educação, enquanto a Vasta é focada no desenvolvimento de conteúdo para educação básica, ou seja, tais empresas atuam em segmentos complementares do setor de Educação.

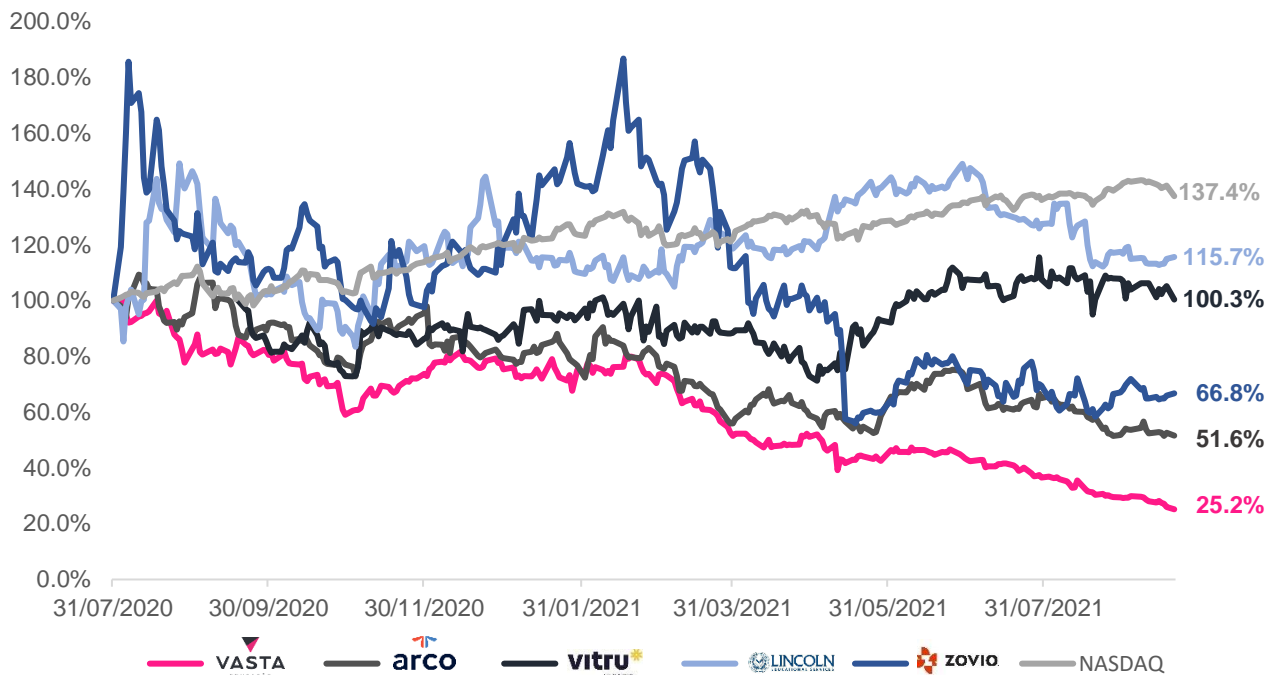
Com isso, apesar da Arco se encontrar no segundo quadrante, optou-se por também considerá-la um *peer* da Vasta, dado que tal firma se configura como sua principal concorrente e uma de suas principais comparáveis. Isso se dá pelo fato de a Arco também ser uma empresa brasileira listada na Nasdaq focada na produção de conteúdo para o ensino básico. Desse modo, para as análises subsequentes, serão consideradas comparáveis da Vasta: Arco, Vitru, Lincoln e Zovio.

5.2 Análise da Performance desde o IPO da Vasta (31-Jul-2020) até 20-Set-2021

A fim de entender se houve uma *underperformance* das ações da Vasta em relação a seus principais comparáveis, será analisado o desempenho da companhia frente a seus *peers* desde seu IPO até o dia 20 de setembro de 2021.

A primeira métrica a ser comparada é a *performance* indexada (base 100) das ações das empresas durante esse período. Por meio da análise do gráfico abaixo, observa-se que os papéis de todas as empresas analisadas tiveram *performances* ruins nesse último ano, apresentando um desempenho pior do que a Nasdaq. Todavia, a Vitru e a Lincoln tiveram uma pequena valorização de suas ações em relação aos seus preços na data inicial da análise. Além disso, é possível notar que o impacto da crise oriunda da pandemia afetou de forma mais negativa as empresas focadas no segmento de produção de conteúdo para o ensino básico, Vasta e Arco, as quais apresentaram os piores desempenhos. Porém, percebe-se que a primeira apresentou uma desvalorização significativamente maior do que a segunda – as ações da Vasta caíram 74,8%, enquanto as da Arco apresentaram uma queda de 48,4%.

Figura 8 – Performance Indexada (Base 100) das Ações das Companhias (de 31-Jul-2020 a 20-Set-2021)

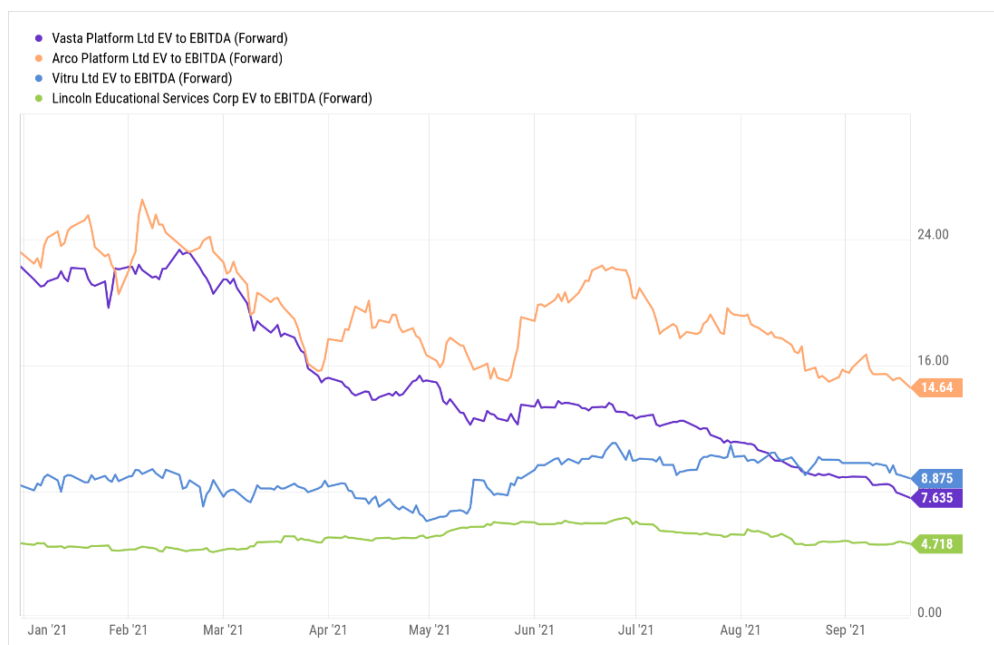


Fonte: Yahoo! Finance, em 24-Set-2021.

Ademais, conforme mencionado na entrevista com o Homero, o mercado costuma analisar os múltiplos EV / EBITDA *forward* das companhias do setor de Educação, estudo importante para entender como os investidores enxergam o valor de cada firma. A partir da análise gráfica, fica evidente a piora da Vasta sob a ótica dos investidores, uma vez que, no começo do ano, a companhia apresentava um 21E EV / EBITDA próximo ao de sua principal concorrente, Arco (22,3x e 23,2x, respectivamente), mas, em 20-Set, o mercado estava precificando a empresa a um múltiplo inferior ao da Vitru, sendo avaliada a 7,64x seu EBITDA de 2021E.

Figura 9 – Evolução do 2021E EV / EBITDA (01-Jan-21 a 20-Set-21)⁸

⁸ Para esta análise, optou-se pela exclusão da Zovio, uma vez que as projeções do YCharts para o EBITDA da companhia para 2021 eram negativas.

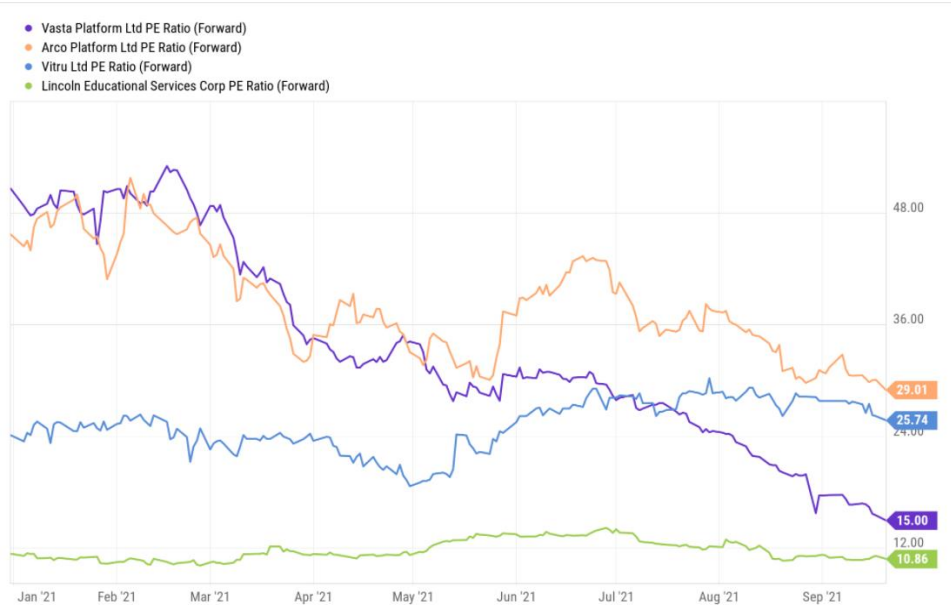


Fonte: YCharts, em 24-Set-2021.

Além disso, analisando o PE *forward* das companhias, a *underperformance* da Vasta fica ainda mais evidente. Isso se dá, uma vez que, apesar de no início do ano a companhia ter sido avaliada a um 21E PE maior do que o da Arco (50,62x *versus* 45,69x), em 20 de setembro seu múltiplo estimado era, aproximadamente, duas vezes menor do que a de sua concorrente, se aproximando ao múltiplo da Lincoln.

Figura 10 – Evolução do 2021E PE *Ratio* (01-Jan-21 a 20-Set-21)⁹

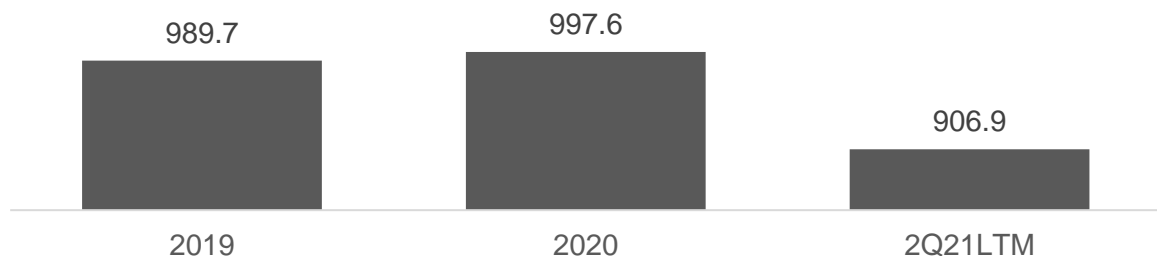
⁹ Para esta análise, optou-se pela exclusão da Zovio, uma vez que as projeções do YCharts para o lucro líquido da companhia para 2021 eram negativas.



Fonte: YCharts, em 24-Set-2021.

Desse modo, conclui-se que o desempenho da Vasta foi, de fato, pior do que o de seus principais *peers*. Com isso, por meio da análise dos principais resultados operacionais da companhia, busca-se entender os motivos que levaram a tal *underperformance*. Analisando as receitas da empresa, observa-se uma diminuição no resultado do primeiro semestre de 2021, a qual, segundo a Vasta, se deu pela maior reutilização de livros-texto impressos por parte das famílias e diminuição no número de alunos nas escolas parceiras.

Figura 11 – Evolução da Receita Líquida da Vasta (em milhões de reais)

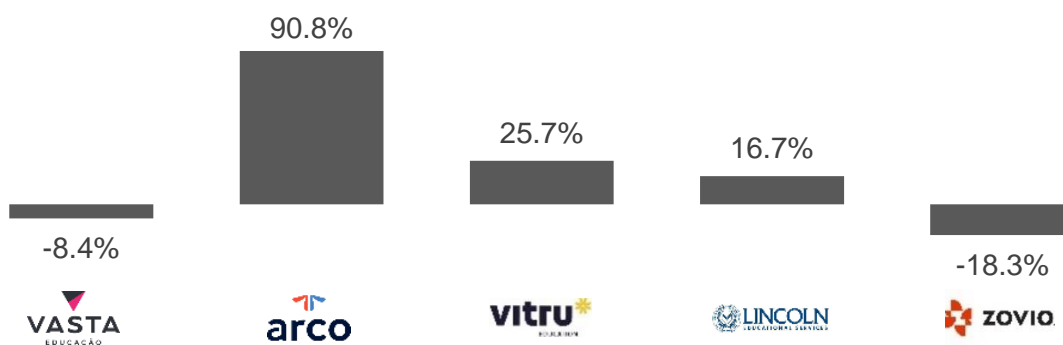


Fonte: Economática, Divulgação de Resultados da Vasta

Ainda, comparando o crescimento das receitas da empresa com a de seus *peers* entre 2019 e o primeiro semestre de 2021, fica evidente que a Vasta teve um desempenho relativamente ruim, superando, apenas, a Zovio. Ademais, quando comparada à Arco,

a diminuição das receitas da Vasta em relação a 2019 se mostra um ponto ainda mais negativo, uma vez que, nesse mesmo período, sua principal concorrente teve um aumento de 90.8% em suas receitas, ou seja, a Vasta perdeu *market share*.

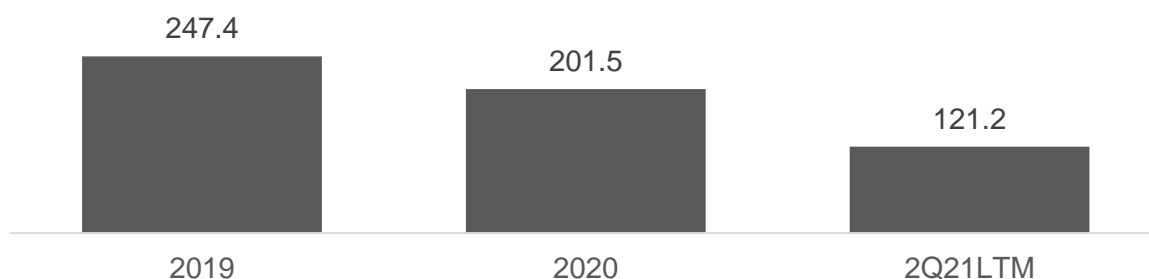
Figura 12 – Crescimento das receitas das empresas entre 2019 e 1H2021



Fonte: Economática, Divulgação de Resultados das Companhias

A análise da evolução do EBITDA da companhia deixa ainda mais evidente seu desempenho operacional ruim neste último ano, dado que o EBITDA 2T2021 LTM (*last twelve months*) divulgado pela Vasta é, aproximadamente, metade daquele reportado em 2019. Segundo a companhia, essa grande diminuição se deveu à queda de sua receita, aumento de provisões para devedores duvidosos (PDA) e aumento G&A (despesas gerais e administrativas) para adequar a estrutura corporativa da companhia aos requerimentos de companhias públicas.

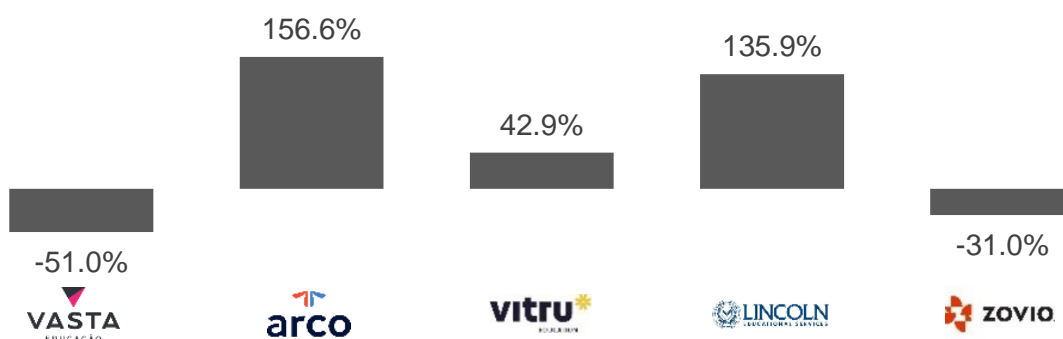
Figura 13 – Evolução da EBITDA da Vasta (em milhões de reais)



Fonte: Economática, Divulgação de Resultados da Vasta

Ademais, comparando a evolução do EBITDA da firma com a de seus *peers*, nota-se que a Vasta foi a que apresentou o pior desempenho, com uma diminuição de 51% de seu EBITDA. Ainda, a situação se mostra ainda pior para a empresa quando se analisa os dados da Arco, a qual, atuando no mesmo segmento de produção de conteúdo para o ensino básico, conseguiu aumentar seu EBITDA em 157%, sendo um indício de que essa *performance* operacional ruim se deve, majoritariamente, a fatores específicos à Vasta.

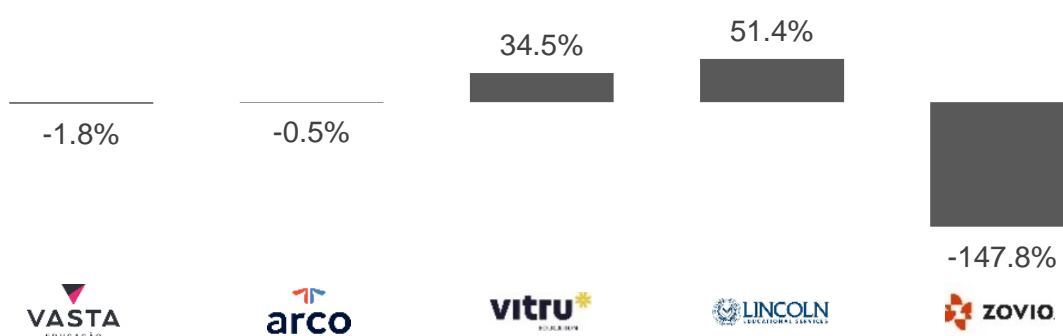
Figura 14 – Crescimento do EBITDA das empresas entre 2019 e 1H2021



Fonte: Economática, Divulgação de Resultados das Companhias

Além disso, a fim de complementar o estudo, também foram comparados indicadores de retorno das companhias. Por meio da análise do ROIC no primeiro semestre de 2021, observa-se que a Vasta apresentou um retorno sobre o capital investido negativo (-1,8%), isto é, os investimentos da empresa geraram prejuízos. Ademais, destaca-se que, dentre as companhias analisadas, a Vasta apresentou o segundo pior ROIC.

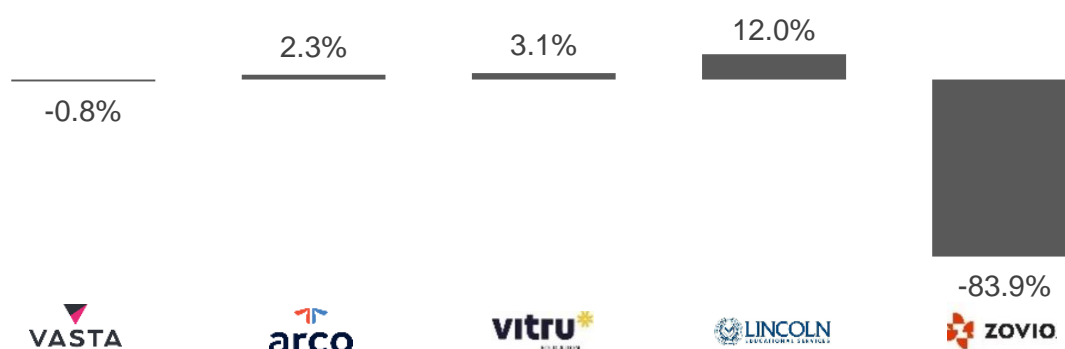
Figura 15 – ROIC das empresas no 2T2021



Fonte: Economática, Divulgação de Resultados das Companhias

Por fim, a Vasta também apresentou um ROE negativo (-0,8%) no primeiro semestre de 2021, evidenciando que a empresa está consumindo seu caixa para cobrir seus prejuízos líquidos. Em comparação a seus *peers*, a Vasta teve o segundo pior ROE, ficando à frente, apenas, da Zovio. Além disso, o fato de a empresa apresentar prejuízo líquido também contribui para o afastamento de investidores, uma vez que a companhia não distribui dividendos.

Figura 16 – ROE das empresas no 2T2021



Fonte: Economática, Divulgação de Resultados das Companhias

Assim, conclui-se que a grande desvalorização das ações da Vasta desde seu IPO representa uma *underperformance* em relação a suas comparáveis. Tal desvalorização pode ser explicada, majoritariamente, pelo desempenho operacional ruim apresentado pela empresa, a qual reportou resultados relativamente piores aos de seus *peers*. Isso fica ainda mais evidente quando se compara os números da Vasta com os da Arco, sua concorrente direta, que apresentou melhoras tanto em sua receita quanto em seu EBITDA.

5.2 Análise de Performance das Ações 6 meses após o IPO de cada Empresa

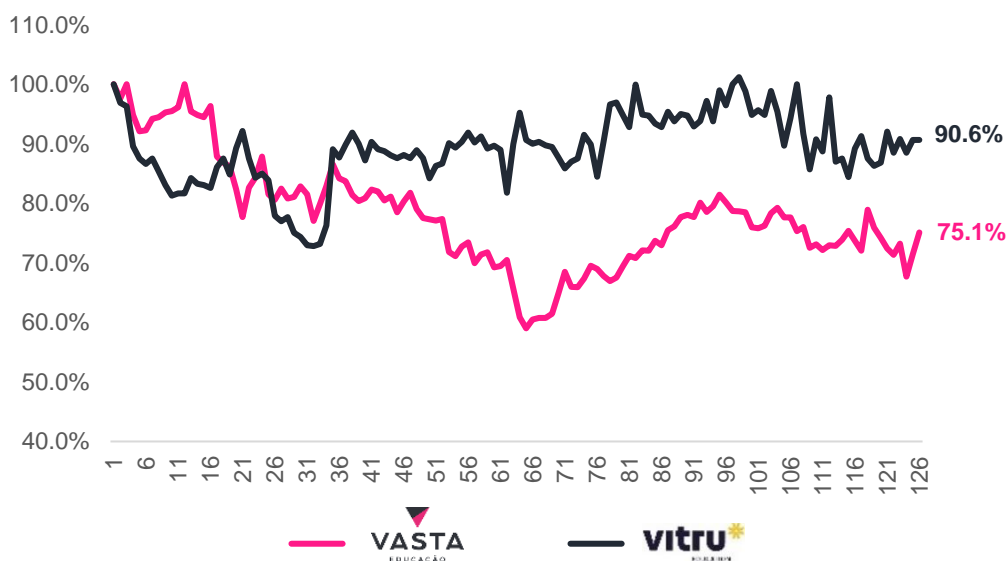
Além disso, também será analisada a *performance* das ações da Vasta frente aos seus comparáveis 6 meses (126 dias úteis) após o IPO de cada empresa. Isso será feito com o intuito de aprofundar a análise sobre a hipótese levantada na seção “Estudo de Caso sobre o IPO da Vasta” de que a precificação dos papéis da

companhia acima do topo da faixa indicativa pode ter afastado os investidores de longo prazo, tornando sua ação mais volátil e potencializando a forte desvalorização vivenciada pela companhia.

Para este estudo, optou-se por utilizar como *peer* apenas a Vitru, uma vez que a companhia abriu seu capital na Nasdaq no dia 18 de setembro de 2020, ou seja, seu IPO se deu sob um contexto socioeconômico muito similar ao experienciado pela Vasta. Além disso, a Vitru havia indicado, inicialmente, uma faixa de preço de US\$22 a US\$24, mas optou por reduzi-la para 16 a 18 dólares e lançar seu IPO no piso desse novo range (oferta foi precificada a US\$16), isto é, a companhia escolheu subprecificar seus papéis. Dessa forma, será possível analisar o comportamento das ações de duas companhias brasileiras do setor de educação que abriram capital na Nasdaq em um contexto econômico similar, mas que fizeram escolhas diferentes quanto às suas estratégias de precificação – a Vasta optou por sobreprecificar seus papéis e a Vitru por subprecificar.

Com isso, é esperado que seja observada uma maior volatilidade nas ações da Vasta do que nas da Vitru, devido ao afastamento dos investidores de longo prazo com a sobreprecificação do IPO. Isso se dá pelo fato de tais investidores tenderem a ficar com as ações em suas carteiras por um tempo maior e serem menos sensíveis a choques, fatores que trazem maior estabilidade aos papéis de uma companhia.

Figura 17 – Performance das ações da Vasta vs. Vitru 6 meses após o IPO de cada empresa



Fonte: Yahoo! Finance, em 24-Set-2021

E comparando os desempenhos das ações das duas empresas em seus primeiros 6 meses de negociação na Nasdaq, de fato se observa uma maior volatilidade nos papéis da Vasta, uma vez que as ações de seu *peer* oscilaram em torno de uma média, aproximadamente, constate. Isso se configura como mais um indício de que a opção da Vasta de sobreprecificar seus papéis afastou os investidores de longo prazo de seu IPO, fator que pode ter potencializado a grande desvalorização sofrida pela companhia, dado que os investidores de curto prazo costumam ser mais sensíveis a choques e reagir de forma mais intensa a tais choques. Dessa forma, tais investidores podem ter reagido intensamente aos novos surtos de COVID-19 desde o IPO da Vasta e, principalmente, às *performances* operacionais ruins da Vasta, potencializando a grande desvalorização das ações da companhia.

6. Conclusão

Por meio da entrevista com o analista da Goldman Sachs, Homero Mazza, foi possível entender o racional por trás das principais decisões de listagem que foram tomadas no IPO da Vasta, dentre as quais se destacam: (i) a opção do lançamento do IPO na Nasdaq; (ii) a existência de um período de *lockup*; (iii) opção por uma oferta 100% primária para o pagamento de dívidas e crescimento inorgânico; e (iv) a realização do IPO em julho de 2020. Tais decisões, por aumentarem a demanda, credibilidade e liquidez das ações da Vasta, permitiram a precificação acima da faixa indicativa sem que seu preço caísse de forma abrupta em seu primeiro dia de negociação (queda de 0,79%), indicando que a demanda praticamente se igualou à oferta de US\$19,00/ação.

Ademais, conforme explicado por Homero, a sobreprecificação do IPO, apesar de aumentar a captação de recursos por parte da empresa, pode ter afastado os investidores de longo prazo da oferta, os quais buscam ativos com maior rentabilidade. Isso pode ter aumentado a volatilidade dos papéis da Vasta, potencializando a grande desvalorização sofrida pela firma. Tal aumento de volatilidade pôde ser evidenciado pela comparação da *performance* da Vasta com a Vitru, empresa que optou por subprecificar seu IPO (atraindo investidores de longo prazo) e apresentou uma maior estabilidade em suas ações.

Por fim, este estudo comparou o desempenho das ações da Vasta com o de seus principais *peers* desde o IPO da companhia até o dia 20-Set-2021, concluindo que a Vasta teve, de fato, uma *underperformance* em relação a suas empresas comparáveis. Isso é explicado, majoritariamente, pelos resultados operacionais ruins divulgados pela companhia, apresentando, no 2T21, diminuições em sua receita e seu EBITDA em relação a 2019 e retornos (ROE e ROIC) negativos.

Com isso, por meio do estudo do IPO da Vasta, foi possível observar que a sobreprecificação de uma oferta está atrelada a um aumento na volatilidade das ações da companhia, fator que pode trazer consequências negativas de longo prazo para os papéis da firma, assim como o observado no caso da Vasta. Dessa forma, recomenda-se que, caso a empresa opte por maximizar a captação de recursos com o IPO, isto é, sobreprecificar sua oferta, tal decisão seja tomada sob um período de estabilidade

política-econômica, a fim de atenuar a volatilidade de seus papéis. Ademais, é importante que tal escolha seja por empresas que apresentem resultados operacionais e financeiros positivos, estimulando os investidores a manterem suas posições na companhia, de modo a suavizar a volatilidade de suas ações.

Além disso, é importante que a empresa tome medidas para amenizar a desvalorização de suas ações logo após o IPO, como consequência da sobreprecificação da oferta. A exemplo das escolhas de listagem da Vasta, que se mostraram eficazes, recomenda-se as seguintes decisões: (i) listagem na Nasdaq (caso a empresa seja suficientemente grande), onde, conforme mostrado por Bergmann et al (2011), há maior estabilidade em relação à Ibovespa; (ii) inclusão de um período de *lockup*, o qual, conforme estudado por Arthurs et al. (2009), diminui a assimetria de informação e, conseqüentemente, diminui o *underpricing*; e (iii) realização de um IPO majoritariamente primário, uma vez que mostra ao mercado que os acionistas da companhia continuarão sendo investidores após a oferta, sinalizando seu comprometimento com o crescimento da firma e passando maior credibilidade ao mercado.

Referências

ANGELINI, Eliana; FOGLIA, Matteo. The relationship between IPO and macroeconomics factors: An empirical analysis from UK market. **Annals of Economics and Finance**, v. 19, n. 1, p. 319-336, 2018.

ARTHURS, Jonathan D. et al. Signaling and initial public offerings: The use and impact of the lockup period. **Journal of Business Venturing**, v. 24, n. 4, p. 360-372, 2009.

BARBER, Bead M.; LYON, John D. Firm size, book-to-market ratio, and security returns: A holdout sample of financial firms. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 875-883, 1997.

BARCHA, Renato S. Linx S.A. – Estratégia de Crescimento e Abertura de Capital. 2014.

BERGMANN, Daniel Reed et al. Análise dos co-movimentos entre os mercados de capitais do Brasil e dos EUA. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 8, n. 4, p. 124-138, 2011.

BUI, Thi Mai Anh; FRONGILLO, Alessandra. How does the market perceive ESG in IPOs: Investigating how ESG factors affect IPO Underpricing in the US market. 2020.

DARMADI, Salim; GUNAWAN, Randy. Underpricing, board structure, and ownership. **Managerial Finance**, 2013.

DICLE, Mehmet F.; LEVENDIS, John. IPO activity and market volatility. **Journal of Entrepreneurship and Public Policy**, 2018.

LJUNGQVIST, Alexander. IPO underpricing. **Handbook of empirical corporate finance**, p. 375-422, 2007.

LOWRY, Michelle; MICHAELY, Roni; VOLKOVA, Ekaterina. Initial public offerings: A synthesis of the literature and directions for future research. **Forthcoming Foundations and Trends in Finance**, 2017.

LYON, John D.; BARBER, Brad M.; TSAI, Chih-Ling. Improved methods for tests of long-run abnormal stock returns. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 1, p. 165-201, 1999.

PINHEIRO, Douglas Beserra; DE CARVALHO, Antonio Gledson. Efeitos da estabilização de preços sobre os retornos de curto prazo dos IPOs. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 9, n. 4, p. 489-520, 2011.

SOUZA, Wellington Lopes de et al. Avaliação de performance em IPOs: uma análise comparativa entre Brasil e Estados Unidos. 2016.

TAMM, Chris; VARMA, Abhishek. Case Study: Facebooks' Initial Public Offering. **Journal of Financial Education**, p. 167-191, 2014.

VENTURA, Magda Maria. O estudo de caso como modalidade de pesquisa. **Revista SoCERJ**, v. 20, n. 5, p. 383-386, 2007.

YIN, Robert K. **Estudo de Caso-: Planejamento e métodos**. Bookman editora, 2015.

YUNG, Chris; ÇOLAK, Gönül; WANG, Wei. Cycles in the IPO market. **Journal of Financial Economics**, v. 89, n. 1, p. 192-208, 2008.

Apêndice A – Script e Questionário (Goldman Sachs)

Introdução

- Bom dia, primeiramente muito obrigado pela disponibilidade em conversar comigo hoje.
- Meu nome é Enrico Candalaft e sou aluno do Insper. Como meu TCC, estou fazendo um estudo de caso sobre o IPO da Vasta Educação, que ocorreu em julho de 2020. Com isso, a ideia dessa entrevista é entender, do ponto de vista do assessor dessa transação, o racional por trás das decisões de listagem tomadas.
- Essa é uma conversa informal e não deve durar mais do que 20 min.
- Antes de começarmos, gostaria de pedir sua permissão para gravar essa conversa para que eu possa transcrevê-la. Com isso, te mandarei a transcrição para que você possa me indicar quais partes da entrevista você me autoriza a utilizar no meu TCC.
- A não ser que você tenha alguma pergunta do seu lado, farei algumas perguntas para entender o processo do IPO.

Background

1. Por favor, descreva sua atual posição na Goldman Sachs e suas atuais responsabilidades
2. Por favor, descreva brevemente o histórico do relacionamento entre Goldman Sachs e Vasta.
 - a. A GS já havia trabalhado com a Vasta ou Cogna antes desse *deal*?
 - b. Como foi o processo para o mandato da Goldman Sachs para essa transação como banco líder? (e.g. prospecção ativa ou passiva, número de rodadas de *pitch*, etc)
 - i. Caso tenha sido prospecção ativa, por que a recomendação de captação de recursos via uma oferta pública inicial?
3. Por favor, descreva as principais responsabilidades da Goldman Sachs como banco líder nessa transação.

Decisões de Listagem

1. Por favor, descreva os motivos que levaram à listagem na Nasdaq ao invés da B3.
2. Por favor, descreva os motivos que levaram o registro com a CVM na janela do 1Q20 (levando a uma precificação em julho 2020).
 - a. O surto do coronavírus impactou de alguma forma o timing da transação? Vocês chegaram a considerar a postergação da oferta?
3. Qual foi o período de *lockup* desse IPO? Por favor descreva os motivos que levaram a essa escolha.
4. Por favor descreva o processo de precificação da oferta, levando em conta os seguintes aspectos:
 - a. Qual foi o método de *valuation* utilizado para a precificação (e.g. DCF, múltiplos)?
 - b. Quais foram as principais empresas comparáveis analisadas para a precificação da oferta?
 - c. Por favor, descreva os motivos da opção de precificação da oferta (a US\$ 19.00) acima da faixa indicativa (entre US\$ 15.50 e US\$ 17.50).
5. Qual foi o tamanho do *green shoe* dessa transação? Por favor descreva os motivos que levaram a essa escolha.
6. Por favor, descreva os motivos que levaram a uma oferta 100% primária (se foi recomendação do banco ou se foi uma decisão do cliente).
 - a. Qual foi / será o uso dos recursos obtido com o IPO por parte da Vasta? Essa decisão foi tomada exclusivamente pela companhia ou foi recomendada pelo sindicato de bancos?

Fechamento

- Há algum outro ponto relevante sobre o processo de IPO da Vasta que não foi coberto nessa entrevista?
- Muito obrigado pela entrevista – realmente agradeço você ter tirado parte do seu dia para falar comigo.

- Apenas reforçando, conforme combinado, te mandarei a transcrição dessa entrevista para que você possa me indicar quais partes da entrevista você me autoriza a utilizar no meu trabalho.

Apêndice B – Entrevista com Homero Mazza (Goldman Sachs)

A entrevista transcrita abaixo foi realizada com Homero Mazza, que atuou como analista da Goldman Sachs no IPO da Vasta, banco líder da transação.

Transcrição da entrevista:

Background

[Enrico Candalafi (EC)]: Para a primeira parte dessa entrevista, gostaria de entender a decisão da Vasta de realizar um IPO. A Vasta ou Cogna (anteriormente conhecida como Kroton) já havia realizado alguma transação com a GS antes do IPO?

[Homero Mazza (HM)]: Pelo meu conhecimento a Cogna era um cliente próximo da GS. E já me adiantando, os *proceeds* desse IPO foram utilizados para o pagamento de uma dívida com a *parent company* (Cogna) e para a expansão inorgânica por meio de aquisições, principais motivos que levaram a empresa a abrir o capital de sua subsidiária em uma oferta 100% primária.

[EC]: Você poderia descrever brevemente como foi o processo de mandato da GS, (prospecção ativa ou passiva, número de rodadas de pitch, etc)?

[HM] Não sei te responder, não estive presente durante este processo.

[EC]: Para fechar essa parte de *background* da transação, gostaria de entender de você quais são as principais responsabilidades de um banco líder em um IPO.

[HM]: O banco líder fica com a responsabilidade de organizar e ficar à frente de todos os processos de um IPO, então: toda a parte dos documentos da oferta; interação com os advogados; manter um relacionamento mais próximo da companhia por meio de *calls*; bastante presença nas *Analyst Presentations*; e bastante participação no *valuation* a ser testado. Em resumo, seja aqui no Brasil ou lá fora nos EUA, um IPO é bastante processual e o banco líder fica responsável por organizar e liderar essas etapas do processo.

Decisões de Listagem

[EC]: Entrando agora mais nas decisões que foram tomadas para a listagem, gostaria de entender os motivos que levaram a uma listagem na Nasdaq ao invés da B3.

[HM]: Existem alguns pontos que levam uma empresa a listar lá fora: (i) o primeiro ponto é o tipo de investidor – você estar listado lá fora te dá acesso a outros tipos de investidores, à uma gama maior de investidores, o que pode ser positivo para a oferta; (ii) a listagem nos EUA traz uma maior credibilidade à companhia; (iii) e, mesmo a oferta sendo pequena, o mercado de fora é mais líquido.

[EC]: E para entender um pouco o *timing* da transação, o IPO foi feito em julho de 2020. Gostaria de saber como foi essa decisão e, principalmente, como o coronavírus impactou essa decisão. Vocês chegaram a considerar postergar a oferta, dado que julho de 2020 foi um dos piores momentos da pandemia?

[HM]: Para ser sincero, não lembro exatamente como essa decisão foi impactada pela pandemia, mas, obviamente, foi um fator que foi discutido. Todas as precificações de ofertas feitas durante a pandemia, principalmente no começo em que havia maior incerteza, levaram o coronavírus em consideração. Mas realmente, não lembro se a precificação (ou algum *filing*) foi postergada.

[EC]: Entrando agora na precificação do IPO, você poderia descrever os métodos de *valuation* que foram utilizados?

[HM]: Por questões de confidencialidade, não posso discutir o método que foi utilizado especificamente para essa oferta. Mas em termos gerais, quando é feito um *valuation* para um IPO, a técnica mais comum é chamada de *Analysis at Various Prices (AVP)*, também conhecida como *IPO matrix*. Nela, são utilizados múltiplos de empresas comparáveis, e você vai testando valores e vendo os *ranges* para determinar os prêmios/descontos da precificação da companhia em relação aos seus *peers*. Para isso, compara-se também o crescimento, margens de lucro, *performances* operacionais e financeiras, o que vai te dando um senso do valor e do múltiplo para a transação.

Também é possível a utilização de um DCF, utilizando um *football field* para ver os *ranges* para a precificação, para ver o quanto, mais ou menos, em tipos diferentes de *valuation*, é o *range* de preço da ação da companhia. Por fim, o *range* determinado por meio do AVP ou do DCF é testado com os investidores em *roadshows*.

Além disso, quando você for tomar a decisão do preço da oferta, você tem alguns *trade-offs* do seu *book*: aumento de preço (possivelmente afastando alguns investidores de longo prazo) vs. maior quantidade de dinheiro deixado na mesa (atraindo mais investidores de longo prazo).

[EC]: E para o AVP, para empresas do setor de educação, quais múltiplos costumam ser utilizados (e.g. EV / EBITDA, PE, etc)?

[HM]: O setor de educação é bem grande. Mas, para educação no geral o múltiplo mais utilizado é EV / EBITDA.

[EC]: Você poderia discutir quais foram os principais *comps* que foram utilizados para a precificação da oferta?

[HM]: Por questões de confidencialidade, não posso discutir este tema.

[EC]: E seria possível discutir os motivos que levaram à precificação da oferta à U\$19.00, acima do topo do *range*?

[HM]: Infelizmente, também não posso discutir este tema devido à confidencialidade do assunto.

[EC]: Entrando agora em alguns assuntos um pouco mais específicos, você se lembra qual foi o *lockup* desse IPO?

[HM]: Essa informação está descrita de forma detalhada no documento da oferta.

Comentário: No documento da oferta, é descrito que os diretores, os membros do *board*, os *shareholders* e os *underwriters* da transação se comprometeram a não oferecer, vender ou disponibilizar nenhuma ação ou título conversível em ação da Vasta por um período de 180 dias a partir da data do prospecto.

[EC]: E, por fim, você se lembra como foi o processo de estabilização dessa oferta (tamanho do *green shoe*, etc)?

[HM]: Essa informação também está disponível de forma mais detalhada no F-1.

Comentário: No documento da oferta, é descrito que foi concedida aos *underwriters* uma opção por um período de 30 dias a partir da data do prospecto de comprarem até 2,786,324 ações ordinárias de classe A da Vasta ao preço do IPO.