

IPO no Bovespa Mais: Estudo de Caso da Senior Solution S.A.

Resumo

O segmento Bovespa Mais foi criado pela BM&FBOVESPA com o objetivo de fomentar o crescimento de pequenas e médias empresas via mercado de capitais. A ideia central de sua criação foi flexibilizar as exigências às empresas de menor porte, possibilitando que essas acessassem o mercado de forma gradual. Dentro desse contexto, o presente trabalho tem como objetivo apresentar o caso da Senior Solution, primeira, e até o momento a única empresa, a realizar o IPO e ter suas ações negociadas nesse mercado. Justifica-se a presente pesquisa, dado o caráter único dessa operação no mercado brasileiro, que permite que empresas similares interessadas no acesso ao Bovespa Mais identifiquem os desafios e decisões enfrentadas pela referida empresa. Para a condução do trabalho, foram analisadas informações públicas da Senior Solution, incluindo Prospecto do IPO, Demonstrações Financeiras, Formulários de Referências, bem como apresentações disponíveis no site de RI da empresa. Adicionalmente, como forma de obter a percepção dos executivos da companhia, foram realizadas entrevistas com o Diretor de Relação de Investidores, com o Controller, e com o Diretor Financeiro (CFO). Conclui-se que: apesar de todas as dificuldades oriundas do processo de formação do mercado de capitais nacional, empresas de médio porte podem obter sucesso na liquidação de suas ofertas para a capitalização de recursos que visem o cumprimento de suas estratégias. Esta pesquisa busca apresentar um caso real dessa experiência.

Palavras-chave: IPO, Bovespa Mais Governança Corporativa, Mercado de Capitais.

1. Introdução

Analisando o histórico da economia brasileira é possível destacar que o mercado de valores mobiliários era praticamente inexistente no território nacional até o início da década de 1960. De acordo com a Comissão de Valores Mobiliários, (2014, p. 56)

“antes da década de 60, os brasileiros investiam principalmente em ativos reais (imóveis), evitando aplicações em títulos públicos ou privados. A partir do final da década de 1950, o ambiente econômico de inflação crescente se somava a uma legislação que limitava em 12% ao ano a taxa de juros (a chamada Lei da Usura) limitando o desenvolvimento de um mercado de capitais ativo.”

O processo de reestruturação do sistema financeiro e do mercado de capitais nacional teve início em 1964 com o Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG), responsável pela formulação de um conjunto de reformas institucionais, dentre elas destaca-se: (i) Lei nº 4.506, de 1964, introdutora do conceito de Sociedade de Capital Aberto, sendo essa categoria isenta da tributação sobre os lucros distribuídos; (ii) Lei nº 4.595, de 1964, incumbida da estruturação do Sistema Financeiro Nacional por meio da criação de autarquias como o Conselho Monetário Nacional e Banco

Central; e por fim (iii) Lei nº 4.728, de 1965, cujo propósito foi trazer disciplina ao mercado de capitais e estabelecer medidas para o seu desenvolvimento.

Em 1967 foi aprovado também o Decreto-Lei nº 157, que permitia os contribuintes do Imposto de Renda investir parte do tributo em fundos de investimento que operavam o mercado de ações. O objetivo dessa medida de incentivo fiscal era fomentar o deslocamento da poupança pública, que possui forte concentração no investimento imobiliário, para a capitalização empresarial. Porém Segundo Rodrigues (2012, p. 6) “tal incentivo era conduzido de forma artificial e como consequência Ari Oswaldo Mattos Filho e Viviane Muller Prado retratam o verdadeiro propósito de as companhias abrirem o capital como uma forma alternativa de adquirir recursos de forma facilitada e mais barata”.

Apesar das medidas da década de 60 terem contribuído para a captação de investidores no mercado de capitais, em 1971 o Brasil apresentou uma grande crise decorrente do período de especulação que impulsionou uma supervalorização das ações em circulação. Tal crise impulsionou maiores esforços para a regulamentação do mercado, culminando a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) através da Lei nº 6.385, de 1976, visando criar mecanismos para mitigar a assimetria informacional, aperfeiçoar a proteção ao acionista e dedicar um único ente para a fiscalização do mercado de valores mobiliários.

Dando sequencia na série de melhorias visando o aprimoramento do mercado de capitais brasileiros, foram criados, no ano de 2000, segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA: (i) Nível 1, (ii) Nível 2 e (iii) Novo Mercado, com o intuito de adequar os diferentes perfis de empresa com práticas de governança corporativa distintas que vão além das obrigações perante a Lei das Sociedades por Ações. O Novo Mercado, inspirado na bem-sucedida experiência alemã do Neuer Market, apresenta maiores níveis de transparência e governança dentre os três segmentos apresentados. Segundo Di Miceli (2014), tal iniciativa, aliada da estabilidade macroeconômica e favorecida por um contexto internacional benigno - o boom de exportações de commodities e abundância de liquidez no mercado financeiro – fez do Brasil um celeiro de IPOs, com mais de 110 ofertas públicas de 2004 a 2007, sendo esse total ainda composto de companhias de grande porte.

No que diz respeito ao fomento as pequenas e médias empresas foi criado o Bovespa Mais, no ano de 2005, segmento este com regras semelhantes ao Novo Mercado, porém idealizado para instituições que desejam acessar o mercado de forma gradual. A ideia central de sua criação foi flexibilizar as exigências às empresas de menor porte, possibilitando que essas acessassem o mercado de forma gradual. Isso porque não existia até então, a presença significativa de empresas de médio porte acessando o mercado de capitais brasileiro.

Conforme consta no site da BM&FBOVESPA (2016), o Bovespa Mais possibilita a realização de captações menores se comparadas ao Novo Mercado, mas suficientes para financiar o seu projeto de crescimento. As empresas listadas no Bovespa Mais tendem a atrair investidores que visualizem um potencial de desenvolvimento mais acentuado no negócio. As ofertas de ações podem ser destinadas a poucos investidores e eles geralmente possuem perspectivas de retorno de médio e longo prazo.

Dentro desse contexto, o presente trabalho tem como objetivo apresentar o caso da Senior Solution, primeira, e até o momento a única empresa, a realizar o IPO e ter suas ações negociadas nesse mercado. Justifica-se a presente pesquisa, dado o caráter

único dessa operação no mercado brasileiro, que permite que empresas similares interessadas no acesso ao Bovespa Mais identifiquem os desafios e decisões enfrentadas pela referida empresa.

O restante deste trabalho está estruturado da seguinte forma. Seção 2 descreve as exigências sobre o processo de abertura de capital e listagem na BM&FBOVESPA, com enfoque no Bovespa Mais. Seção 3 apresenta um breve histórico da Senior Solution, com enfoque no processo de IPO. Seção 4 ilustra os resultados do processo de entrevista com os executivos da empresa e Seção 5 apresenta as conclusões e considerações finais da pesquisa.

2. O processo de Abertura de Capital – IPO no Brasil

O processo de abertura de capital pode ser descrito como um conjunto de quatro procedimentos essenciais:

- Registro de Companhia Aberta junto à CVM;
- Registro em Bolsa de Valores (BM&FBOVESPA);
- Listagem em um dos segmentos especiais da BM&FBOVESPA;
- Oferta Pública Inicial.

No primeiro procedimento, os requerimentos são dados através da instrução CVM nº 480, que em seu artigo 1º retrata que “A negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados, no Brasil, depende de prévio registro do emissor na CVM”.

O prazo estimado para registro de Companhia Aberta na CVM se dá como observado abaixo.

Figura 1 – Prazo Estimado para Registro na CVM



*O prazo pode ser prorrogado por mais 20 dias úteis mediante solicitação.

Fonte: BM&F Bovespa (2011)

O segundo procedimento é dado pela revisão dos documentos protocolados juntos à CVM pela BM&FBOVESPA, a qual também deve protocolá-los para então dar

início ao procedimento de número três: a listagem nos segmentos especiais de governança corporativa. A opção pelos diferentes segmentos possíveis está diretamente relacionada não somente aos ativos negociados (ações ON ou PN), mas também às diretrizes estratégicas da Companhia, dado que a decisão afeta questões relacionadas à transparência, estrutura acionária e composição do conselho de administração, conforme tabela a seguir.

Figura 2 – Segmentos de Listagem na BM&FBOVESPA

	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível II	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Tradicional
Características das ações emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual mínimo de ações em circulação (free float)	25% de free float até o 7º ano de listagem	25% de free float até o 7º ano de listagem	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	Não há regra
Composição do conselho de administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Vedação à acumulação de cargos	Não há regra	Não há regra	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Não há regra
Obrigação do Conselho de Administração	Não há regra	Não há regra	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia	Não há regra	Não há regra
Demonstrações Financeiras	Conforme legislação	Conforme legislação	Traduzidas para o inglês	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação	Conforme legislação
Reunião pública anual	Facultativa	Facultativa	Obrigatória	Obrigatória	Obrigatória	Facultativa
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários	Política de negociação de valores mobiliários	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Não há regra
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado ou Nível 2	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	Conforme legislação	Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Fonte: BM&F Bovespa (2016)

Para a realização do último procedimento, o IPO, é importante que a companhia esteja muito bem preparada. Segundo apresentação criada pela BM&FBOVESPA, após a decisão sobre abertura de capital, a preparação da empresa é, provavelmente, a etapa

mais longa, sendo necessário que a instituição contrate especialistas com a devida antecedência:

Figura 3 – Prazos e Etapas para Realização do IPO



Fonte: BM&F Bovespa (2011)

É neste período que a Companhia realiza a construção do Formulário de Referência, documento este responsável por retratar todo o aspecto da vida da instituição, incluindo tópicos diversos como: (i) Informações sobre auditor independente, (ii) informações financeiras, (iii) política de destinação de resultados, (iv) informações e análises sobre o endividamento, (v) informações sobre garantias concedidas, (vi) fatores de risco que possam afetar a decisão de investimento na empresa, (vii) informações sobre processos judiciais, (viii) informações sobre principais eventos societários, (ix) informações sobre as atividades da companhia, e (x) comentários da Diretoria em relação às condições financeiras e patrimoniais gerais, as condições financeiras de liquidez gerais, entre outros.

A Auditoria Independente deve revisar e avaliar se as peças contábeis são apropriadas e consistentes, para então mitigar o risco da divulgação de informações financeiras que possam gerar interpretações indevidas.

Os advogados da Empresa auxiliam a elaboração do prospecto e também assessoram questões como reestruturações societárias, transformações da forma jurídica, como é o caso da alteração de uma sociedade limitada (Ltda.) para uma sociedade por ações (S.A.), e redigem do estatuto social.

A regulamentação exige que a distribuição pública seja coordenada por um Intermediário Financeiro devidamente credenciado, cujo papel é definir (i) os procedimentos de registro na CVM, (ii) a estruturação e timing da oferta, (iii) o processo de definição da faixa de preço, (iv) o plano de distribuição e volume de recursos captados, (v) marketing da oferta, (vi) roadshow e (vii) bookbuilding.

Há também a presença dos advogados do intermediário para as chamadas Due Diligences, procedimentos estes que implicam na revisão do Formulário de Referência com o intuito de prover base razoável de que nenhuma informação é falsa ou enganosa e que nenhuma informação relevante foi omitida. Os assessores distribuem questionários aos conselheiros, executivos e até emitem cartas de apoio aos auditores independentes sobre as informações contidas no Formulário de Referência.

Para ingressar no Bovespa Mais, é necessário que a Companhia obtenha o registro de emissor de valor mobiliários “categoria A” na CVM para a negociação de ações no mercado organizado. Além disso, é necessário também a listagem na BM&FBOVESPA e a admissão das suas ações no segmento especial em questão.

O Bovespa Mais, por ser direcionado às empresas de pequeno e médio porte que visam a entrada no mercado de capitais, conta com um programa de apoio que coloca à disposição das empresas listadas diversas ferramentas para auxiliar a exposição ao mercado de capitais, como por exemplo: (i) Relatórios periódicos de análise gratuitos

patrocinados pela Bolsa de duas instituições especializadas, (ii) Apresentações para o mercado por meio da organização de eventos feitos pela Bolsa, (iii) Isenções e descontos nas taxas da BM&FBOVESPA e (iv) Programas de apoio para questões referentes ao cotidiano da área de Relações com Investidores, aprimoramento da liquidez das ações em circulação, além de treinamentos.

Conforme divulgado em material da BM&FBOVESPA, o compromisso pela busca de liquidez é um elemento importante na decisão de investimento, sendo assim, esse requisito visa aumentar a disposição dos investidores de capitalizar a empresa. Nesse sentido, o Bovespa Mais se destaca por ser uma forma de acesso gradual ao mercado de capitais, sendo apenas a partir do sétimo ano de listagem que a empresa deve manter ações em circulação que representem, no mínimo, 25% de seu capital social.

3. A Senior Solution S.A.

Conforme anuário publicado pela ABES Software, a vertical financeira é a que mais consome tecnologia, representando 25% de toda a movimentação do mercado de software no ano de 2012. Tal vertical apresentou também na mesma data um crescimento médio de 23,1% a.a nos últimos 8 anos, sendo este crescimento acima da média das demais verticais em 2 pontos percentuais.

O mercado brasileiro é altamente pulverizado, sendo atendido por pequenas e médias empresas fornecedoras de softwares aplicativos e serviços relacionados. Tal característica reforça um Market share extremamente desconcentrado, sendo parcialmente explicado pelas particularidades do mercado brasileiro que, devido sua alta complexidade regulamentária e fiscal, afasta a competição de grandes players internacionais.

É neste contexto que surge a estratégia de crescimento inorgânico da Senior Solution, que tem identificado aproximadamente 150 pequenas e médias empresas fornecedoras de software aplicativo para uma potencial aquisição.

Fundada em 1996, a Senior Solution nasceu como uma prestadora de serviços sob a forma de projetos de software (receita variável) para o mercado financeiro. Após 4 anos de existência a Companhia passou a desenvolver suas soluções próprias, e com recursos do BNDES captados em 2002, através de uma linha de crédito específica para o desenvolvimento de Software e Tecnologia da Informação - PROSOFT, lançou ao mercado em 2004 o SBS (Senior Banking Solution), um aplicativo para tesouraria de instituições financeiras sob a forma de licenciamento (receita recorrente), tornando-se então seu principal produto.

Em entrevista com os responsáveis pela área de Relações com Investidores, tivemos como informação que também em 2002 a Companhia tentou recorrer ao investimento de gestores de Private Equity, que por sua vez decidiram não realizar nenhum aporte justamente por não terem previsibilidade alguma do modelo de negócios de projetos.

Passado um ano do lançamento do SBS (2005), os Administradores da Senior Solution buscaram novamente a entrada de Equity, conseguindo desta vez investimentos do BNDESPAR e uma gestora de Private Equity (STRATUS), que segundo os responsáveis pela Área de Relações com Investidores, neste momento notaram o

crescimento e potencial de consolidação do mercado. No mesmo ano a Companhia captou um novo financiamento do BNDES PROSOFT e não só ampliou as funcionalidades do seu produto SBS como também iniciou sua estratégia de crescimento inorgânico com a incorporação da Netage (companhia de desenvolvimento de software para tesouraria e investimentos).

Durante os anos de 2006 e 2010 a Senior Solution adquiriu quatro novas companhias: (i) Pulso – Software para canais de atendimento e internet banking, (ii) Impactools – Software para seguradoras de vida e previdência, (iii) Intellectual Capital – Software para gestoras de recursos e (iv) Controlbanc – Consultoria estratégica e de processos para instituições financeiras. Durante este período houve também a terceira captação do BNDES PROSOFT.

Ao longo de 2012, houve mais uma captação do BNDES PROSOFT, provendo a Companhia de capital suficiente para financiar seus próprios investimentos em Pesquisa e Desenvolvimento. Ainda neste ano, a Administração optou também pelo registro de companhia aberta e a listagem de ações no segmento Bovespa Mais da BM&FBOVESPA sob o código SNSL3.

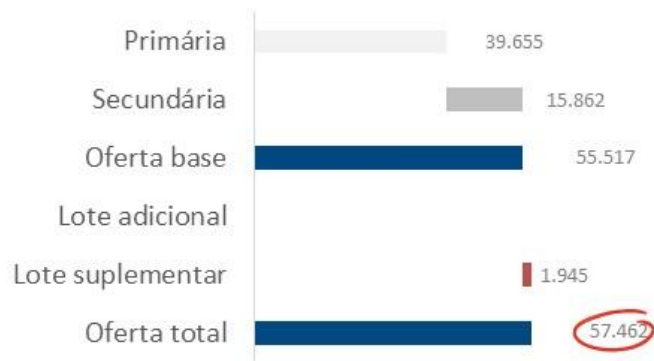
É importante destacar como ponto de partida o modelo de governança da Senior Solution antes da oferta de ações, que já seguia a maior parte dos requisitos mínimos para a entrada no segmento Novo Mercado da BM&FBOVESPA, como por exemplo: (i) Conselho de Administração constituído e atuante desde 2005 com no mínimo 5 membros, (ii) Conselho de Administração com 20% de independentes e (iii) free float acima de 25%.

Foi em 7 de março de 2013 que a Senior Solution realizou sua Oferta Pública Inicial de ações, tendo como principal objetivo a capitalização de recursos para a consolidação das empresas de software aplicativo para a vertical financeira. No mesmo ano a Companhia ainda realizou a aquisição da Drive – Software para gestoras de recursos, como assets, fundações e custodiantes.

Em 2015 a Companhia anunciou sua entrada no mercado de Consórcios com mais duas aquisições: (i) Aquarius Tecnologia e (ii) Pleno – ambas especialistas em Software para o segmento de administradoras de consórcio, totalizando até o momento 8 aquisições.

A oferta pública da Senior Solution, publicada em 07/03/2013, gerou a distribuição primária de 3.448.275 ações ordinárias e a distribuição secundária de 1.379.310 ações ordinárias, totalizando 4.827.585 sem considerar o lote suplementar. Ao preço por ação de R\$ 11,50, a oferta totalizou R\$ 55.517.227,50, sendo R\$ 38.330.894,44 de captação para a Companhia após os impostos, comissões e despesas da oferta. Tal captação teve como propósito a consolidação do mercado por meio de aquisições.

Figura 4 – Volume Ofertado pela Senior Solution @11,50 (R\$ mil)



Fonte: A empresa (2016)

O processo de abertura de capital foi faseado em duas etapas: (i) Listagem na BM&FBOVESPA e (ii) Oferta pública inicial. Tal estratégia deixou a empresa em uma situação vantajosa, uma vez que independe das condições de mercado. Segundo Calos Lobo, sócio da área de mercado de capitais da Veirano Advogados, em entrevista para o Valor Econômico, “Se a empresa inicia o processo de abertura de capital e a oferta pública ao mesmo tempo e a janela de mercado para captações fecha, ela terá de abortar a operação e isso significará perda de tempo e dos recursos gastos. De outro lado, se primeiro se lista para no futuro realizar a captação, poderá fazê-lo com mais rapidez quando tiver mais certezas sobre a demanda dos investidores”.

Figura 5 – Preparação para a Oferta Pública



Fonte: A empresa (2016)

Figura 6 – Realização da Oferta



Fonte: A empresa (2016)

Foi constatado que após o IPO a Companhia apresentou um crescimento na receita líquida, que partiu de R\$ 46,2 milhões em 2012, para R\$ 75,3 milhões em 2015 (+63%), sendo que a recorrência deste resultado acompanhou a elevação das receitas, 62,4% em 2012 contra 79,1% em 2015 (+16,7 p.p). O EBITDA (Earnings Before Tax Depreciation and Amortization), bem como o lucro líquido também apresentaram um crescimento, sendo respectivamente, R\$ 6,7 milhões contra R\$ 9,7 milhões (+45%) e R\$ 3,6 milhões contra R\$ 9,8 milhões (+169%). Até o ano de 2012 a Companhia não havia apresentado nenhuma distribuição de dividendos, porém estes totalizaram R\$ 3,7 milhões acumulados até dezembro de 2015.

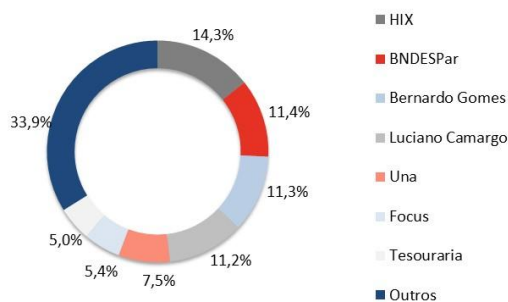
Figura 7 – High Lights

Indicadores financeiros (R\$ MM, exceto %)				Indicadores não financeiros			
	2012	2015	Crescimento		2012	2015	Crescimento
Receita líquida	46,2	75,3	+63%	Número de aquisições	5	8	+3
% de recorrência	62,4%	79,1%	+16,7 p.p.	Número de clientes	130	242	+86%
EBITDA	6,7	9,7	+45%	Part. dos 5 maiores clientes	54,6%	39,4%	- 15,2 p.p.
Lucro líquido	3,6	9,8	+169%	Número de colaboradores	284	453	+60%
Dividendos	0	3,7	-	Número de acionistas	11	~3.000	172x
Caixa líquido	1,7	28,0	16,5x	Liquidez (R\$ mil/dia)	0	133	-

Fonte: A empresa (2016)

Figuras 8 e 9 – Composição acionária e Preço da ação

Composição acionária (% do capital social)



Preço de fechamento (base 100, desde o IPO)



Fonte: A empresa (2016)

4. Análise dos Resultados

Nesta seção apresentamos a análise das entrevistas realizadas com o Diretor de Relação com Investidores, com o Controller e com o Chief Financial Officer (CFO) da companhia. O objetivo dessas entrevistas foi capturar a percepção dos executivos acerca do processo de abertura de capital da Senior Solution.

As entrevistas seguiram um roteiro predeterminado que buscou abordar os seguintes aspectos: (i) participação do fundo de private equity, (ii) preparativos para internalização do corporativo, (iii) construção de uma controladoria, (iv) construção de uma área de Relação com Investidores (RI), (v) as escolhas no processo de IPO, (vi) peculiaridades e dificuldades de uma pequena oferta e (vii) vantagens e desvantagens do IPO. Os resultados das análises são apresentados a seguir.

I. Participação do Fundo de Private Equity

A participação do fundo de Private Equity foi de grande relevância no desenvolvimento e profissionalização da Companhia no que tangencia os assuntos relacionados à governança corporativa. Na avaliação do diretor de relações com investidores da Senior Solution, Thiago Rocha, também presente em todo o processo de abertura de capital, faz parte do *script* de qualquer investidor de Private Equity promover alterações na estrutura de governança corporativa quando seu mandato é de controle ou minoritário relevante. O investimento do Grupo Stratus em 2005 (minoritário relevante) dava direito à indicação de um membro do Conselho de Administração (C.A) que seria construído naquele momento. O órgão em questão seria criado com cinco membros, sendo um indicado pela Stratus, um indicado pelo BNDES (também investidor através do BNDES Participações S.A.), um membro independente de comum acordo entre os dois investidores e, por último, os dois sócios fundadores.

“O papel da Stratus estava direcionado a construir esse modelo de governança e fazê-lo funcionar. Não basta constituir um C.A, esse órgão precisa ter uma composição balanceada do ponto de vista de competências”. Além da concepção do C.A., o fundo de Private Equity indicou também um associado à posição de Diretor Financeiro para

auxiliar toda a reformulação cultural necessária, como por exemplo o desenvolvimento de uma rotina com reuniões periódicas e todo o material de apoio para tais reuniões com o intuito de estreitar o fluxo de informações entre diretoria e conselho.

Outra questão de destaque está relacionada à tese de investimento da Senior Solution: o crescimento por meio de aquisições (inorgânico). Até o ano de 2005 a Companhia havia realizado um único movimento (NetAge), e na opinião de Thiago isso se explica pelo fato de não terem experiência alguma nesse tipo de transação, “Aquisição, como qualquer outra coisa, depende de repetição, e o fato de você ter alguém no conselho que já passou por repetição faz com que o caminho de aprendizado seja mais curto e por isso a Stratus também apresentou um papel importante nessas primeiras transações.”.

Depois de toda estrutura criada, e da estratégia de crescimento inorgânico ser colocada em prática, a Companhia chegou em uma fase de maturação a qual o gestor da Stratus já procurava alguma alternativa para seu desinvestimento. É papel do Private Equity procurar a melhor oportunidade de saída, independente do que a Companhia ou seus próprios fundadores pensem sobre isso, porém esta não era uma tarefa fácil de ser concluída. Thiago destaca que “A Senior Solution, naquele momento, era grande para ser vendida para seus concorrentes locais e ao mesmo tempo pequena para ser vendida aos players de fora. Acredito que, do ponto de vista do acionista Stratus, a abertura de capital passou nesse momento a ser uma alternativa para dar saída ao investimento”. Apesar das limitações da Stratus, no que diz respeito ao direito de decisão, seus objetivos convergiram com os dos fundadores, que neste momento não pretendiam vender a Companhia, mas sim continuar fomentando seu desenvolvimento, o que viabilizou a concepção da abertura de capital.

II. Preparativos para Internalização do Corporativo

Para a concretização do projeto de abertura de capital, uma série de requisitos foram necessários quanto às informações financeiras da Companhia. Segundo Fabrini Fontes, atual diretor financeiro e também presente no processo de abertura de capital, em uma empresa de capital aberto existem dois atributos imprescindíveis da contabilidade: (i) credibilidade dos números e (ii) agilidade. Fabrini ainda complementa que para influenciar estas variáveis é necessário ter autonomia do processo, e foi este racional que justificou, em 2010, a internalização da contabilidade, departamento pessoal e fiscal.

Moisés Jorge, atual controller e também envolvido no projeto, destaca que o processo de internalização foi conduzido de forma gradual, e que em 2008 realizaram um movimento de trocar um escritório de contabilidade de pequeno porte para um maior. “Fizemos o esforço de migrar de um escritório que dependia de um único contador para uma empresa mais consolidada que viria com um sistema, um ERP, e traria processos para dentro de casa.”.

Quando analisados os gastos inerentes à internalização destes departamentos corporativos, foi constatado que não houve aumento significativo no patamar de despesas. Na visão de Fabrini, “Parece ser algo muito simples internalizar, porém se a gente não conseguisse pensar em uma fórmula para fazer isso sem aumentar as despesas muito provavelmente não teríamos o IPO, ou até teríamos com todo o back office na mão de um terceiro, porém correríamos todos aqueles riscos que já comentamos.

Quando você pensa em terceirização de atividades que não são fim, é senso comum a redução de despesas. Existe uma série de trabalhos acadêmicos que dizem uma economia de cerca de 20 a 30%, então teoricamente já sairíamos perdendo. Nossa meta era de pelo menos manter o nível de despesas que já tínhamos, e nossos fatores cruciais de sucesso para isso foram: (i) a seleção do ERP, com o intuito de encontrar a melhor ferramenta que atendesse nossa necessidade e (ii) ter pessoas com facilidade de processos de negócios, pois precisaríamos ter muita eficiência para não aumentar o headcount. Desta forma conseguimos manter os R\$ 30 mil que pagávamos mesmo com a contratação de um ERP (manutenção, sem considerar o investimento) e contratação de profissionais.”.

Moisés também complementa que apesar das licenças do ERP (Protheus – TOTVS) terem sido compradas pela Senior Solution apenas em 2011, em 2008 a Companhia já utilizava a mesma solução através de terceiros. A opção por esta solução foi pautada em dois argumentos: (i) cotação, essa era uma solução consolidada no mercado nacional e seu preço era muito inferior às soluções globais e (ii) familiaridade com o sistema que já era utilizado pelos terceiros, o que também reduziu os gastos com treinamento.

III. Construção de uma Controladoria

Nesse contexto de abertura de capital, além de uma contabilidade interna foi constatada também a necessidade de um departamento voltado às análises financeiras e também responsável por todo atendimento das informações demandadas pelo time de Relação com Investidores que estava surgindo. Moisés retrata que o nível de exposição da controladoria em uma empresa de capital aberto aumenta significativamente devido à necessidade de massificação da prestação de contas – accountability – que deixa de contemplar apenas um pequeno grupo de sócios fundadores, mas passa a suprir de informações uma base de aproximadamente três mil acionistas.

Fabrini ainda complementa que a maior dificuldade dessas demandas está no histórico. “Quando você vai para o mercado, você passa a conversar com pessoas que entendem muito bem de finanças, mas não da empresa. Para esse processo, muitas vezes você precisa criar algumas maneiras de mudar como você enxerga a sua empresa, e por isso que histórico geralmente é um grande problema. Você identifica algumas possibilidades de explicar muito bem seu negócio para o mercado, e depois olha pra dentro de casa e pensa ‘Puxa, eu nunca fiz assim’, e aí o mercado vai querer ter essa mesma visão para os últimos 5 anos. É aí que começa a bagunça.”.

Como a empresa, no momento do IPO, ainda estava em formação e seu negócio apresentava um crescimento inorgânico acentuado, a cada ano sua realidade era completamente reestruturada, o que dificulta mostrar uma mesma visão com mais de cinco anos históricos. Outra questão de destaque para Fabrini é a necessidade de manutenção de uma comunicação assertiva com a equipe de Relação com Investidores, que em sua visão devem ser vistas como um grande time.

IV. Construção de uma área de Relação com Investidores (RI)

O desenvolvimento da área de Relação com Investidores na Senior Solution foi decorrente da continuação do projeto de listagem da companhia na BM&FBovespa.

Quando foi constatada a exigência legal de um Diretor de Relação com Investidores, em um primeiro momento esta posição foi ocupada pelo sócio fundador e também presidente Bernardo Gomes. Segundo Thiago, essa decisão foi tomada por dois motivos: (i) como a Companhia estava ainda realizando apenas sua listagem, não seria necessária a contratação de um Diretor de Relação com Investidores e (ii) a diretoria financeira estava passando por uma reestruturação, uma vez que nesse momento o vice-presidente estava temporariamente assumindo a função de diretor financeiro.

Durante todo este processo a companhia estava sendo assessorada pelo Thiago Rocha como prestador de serviço, uma vez que este havia sido indicado pela Stratus por já ter trabalhado na mesma e também ter tido experiência na BM&FBovespa nas áreas de listagem em bolsa. “Foi nesse momento que surgiu a ideia de preparar uma oferta, e com isso o Bernardo decidiu criar uma área de Relação com Investidores, mais ou menos em junho de 2012, sendo que em um primeiro momento a área era basicamente uma continuação da equipe do projeto, que era composta por mim. Foi aí que a empresa começou a se preparar para a oferta no segundo semestre de 2012 e acho que algo que tinha uma probabilidade muito baixa de acontecer deu certo: a liquidação da oferta que chegou no final e resultou na captação. Depois disso, formalmente a diretoria de Relação com Investidores foi transferida do Bernardo para mim. Depois disso, o RI deixou de ter apenas o papel de ficar entregando o formulário. Tinha investidor de fato e com isso tinha de fazer um trabalho comercial e de atendimento”.

Thiago também destaca que a formação de um time de Relação com Investidores exige alguns atributos normalmente difíceis de se encontrar no mesmo profissional, como por exemplo: (i) conhecimento nas áreas de finanças e contabilidade, (ii) conhecimentos nas áreas de direito e regulamentações de mercado de capitais, (iii) boa capacidade de comunicação e apresentação e, por último, (iv) conhecimento do produto que está vendendo: a empresa. Foi constatada que a principal dificuldade da área consiste em coletar todas as informações da companhia e combina-las de forma que seja possível redigir uma mesma história para todo e qualquer investidor da mesma forma.

V. As escolhas no Processo de IPO

Para viabilizar a abertura de capital da Senior Solution, foi necessário firmar parceria com algumas instituições responsáveis por: (i) coordenação da oferta, (ii) auditoria independente e (iii) deal council. O primeiro item foi representado pelo Banco Votorantim justamente pelo quadro da oferta ser completamente diferente das transações comuns no cenário brasileiro. Foi observado que em território nacional, os IPOs possuem como características básicas uma oferta superior a R\$ 300 milhões com aproximadamente 70% da oferta direcionada aos mercados estrangeiros em bases diversificadas de investidores, com por exemplos os que almejam liquidez, dividendos, os flippers e hedge funds.

Tais características de IPO limitam a oferta do serviço de coordenação para as grandes instituições brasileiras e internacionais e, segundo Thiago, “para essa forma de operação funcionar você tem que ter uma oferta que consiga remunerar a estrutura dessas instituições e que consiga dar um cheque que remunere de forma interessante esses 70% de investidores estrangeiros, que por sinal são pesados e possuem cheque de R\$ 30 a R\$ 300 milhõe. Claramente a Senior não tinha um tamanho de cheque assim. ”. Foi constatado que existem quatro questões que limitam o interesse dos grandes players

na intermediação de ofertas pequenas: (i) o preparo e maturidade do cliente, (ii) o fee gerado na transação será proporcionalmente menor, (iii) o risco para a instituição é elevado e (iv) o trabalho é ainda maior quando comparado a uma grande oferta.

Esta dificuldade obrigou a Companhia a procurar um segundo grupo de intermediários composto por instituições locais com atuação no middle market, como bancos de investimento de pequeno porte ou até DTVMs e corretoras. Ao fim do processo de seleção existiam dois candidatos: Banco Votorantim e XP investimentos, e a principal diferença entre estes foi a composição sugerida para o book de acionistas do IPO, que refletia o resultado do que ambos conseguiam executar. Fabrini destaca “a ideia da XP era ter um book formado quase que na totalidade por pessoas físicas, enquanto que o Votorantim não, eles tinham um mix entre institucionais e pessoas físicas. Assim sendo, nós e o conselho tivemos como conclusão que pessoas físicas entrando no papel nos geraria um risco muito grande de serem flippers e no dia seguinte a ação ir a zero pelo fato de todos estarem vendendo. Então este foi um fator decisivo para o Votorantim.”.

A escolha da auditoria independente foi muito mais simples, uma vez que a decisão seria baseada em cotações vs qualidade. Em um primeiro momento, quando a Companhia foi buscar por um trabalho de auditoria, constatou que o valor dos grandes players era muito distante do que poderiam pagar, o que fez com que a Senior Solution buscasse um segundo grupo de auditorias, que ainda apresentassem um reconhecimento no território nacional, sendo elas: RSMACAL, BDO Trevisam e Terco.

A figura do deal council, segundo Fabrini, tem como fator crítico de seleção a experiência e track records neste tipo de operação, uma vez que os riscos são elevados dado o crescimento de exposição explicado pelos novos reguladores (B&MF Bovespa e CVM) e mercado propriamente dito, composto de investidores pessoa física minoritários a institucionais de grande porte. A escolha da Veirano neste contexto não somente apresentava uma economia relacionada ao processo de cotação com os demais players experientes neste tipo de operação, como também viabilizou uma oferta muito econômica do ponto de vista financeiro. Thiago retrata que existem muitas formas possíveis de se realizar uma abertura de capital, porém todos que concretizam este projeto fazem da mesma maneira sem se questionar o porquê.

“Nas ofertas convencionais é muito comum você ter quatro advogados trabalhando, sendo um para a empresa no Brasil, um para banco no Brasil, um para empresa fora e um para o banco fora, e estes últimos cobram em dolar. A gente não tinha oferta internacional, então os 2 últimos estavam fora do jogo, e a gente também fez algo inédito que eu mesmo nunca tinha visto. Eu mapiei o IPO dos últimos 20 anos no Brasil quando trabalhava na Bolsa e nunca vi isso acontecer: a pergunta que fizemos foi muito simples ‘Por que a gente precisa de 2? Não precisa!’. Não é uma exigência legal. Obviamente o trabalho desses advogados envolve a estruturação do deal e também a negociação das coisas do deal. Então desde que a gente se sentisse à vontade para a negociação das coisas do deal com o Votorantim diretamente, não tem porque um advogado assumir o papel de negociador. A Veirano contribuiu com essa escolha pelo fato de ser reconhecida como uma instituição de primeira linha e também foi aceita pelo Votorantim por agir de forma minimamente isenta”. Isso gerou para a Senior Solution uma economia próxima de R\$ 200 mil.

VI. Peculiaridades e Dificuldades de uma Pequena Oferta

Foram constatadas ainda outras peculiaridades no IPO da Senior Solution que contribuíram de forma significativa para o sucesso do caso, como por exemplo a decisão de separação da listagem e oferta. Tal escolha viabilizou a adequação do timing de oferta, que é um fator crítico para qualquer IPO. Thiago ainda complementa “ Talvez se tivéssemos perdido uma semana ou até dias, nada tivesse acontecido. Uma semana depois da nossa oferta a Votorantim deu errado. As condições do mercado naquele momento estavam um pouco voláteis e o timing da oferta foi muito apropriado. “.

Houve também uma redução no quadro de despesas previstas com a eliminação dos prospectos impressos (R\$ 30 mil a R\$ 50 mil), que na visão dos administradores, isso não afeta de forma alguma a percepção dos investidores perante os papéis da Companhia. Na visão de Thiago “Todo investidor pega o PDF, lê apenas o que interessa e consegue fazer buscas. Então abolimos a impressão de prospecto! Não fizemos nada! Nenhum! Tudo em PDF. ”. As obrigações devidas à instrução 400 da CVM, sobre divulgação dos documentos da oferta, também foram feitas com o único objetivo de cumprir a norma, uma vez que estes gastos não foram considerados como necessários no arcabouço das peças publicitárias. “O anúncio de início e de encerramento só saem se a oferta sair, então não faz sentido você gastar dinheiro com isso”, gerando uma economia de R\$ 40 mil a R\$ 50 mil.

Durante a oferta, também foi constatado que existia uma taxa de liquidação de oferta na BM&FBovespa que seguia uma tabela de precificação progressiva e não regressiva, ou seja, penalizava ofertas menores por estabelecer um piso. Tal questão foi levada à Bolsa com o argumento de que a precificação ia contra as políticas e discursos da Bolsa, que sempre foram de encontro com a filosofia de facilitar ofertas de médio porte através de incentivos. Os profissionais da Bolsa chegaram a conclusão que este foi um erro não intencional, e a correção nunca havia sido feita porque nenhuma companhia de médio porte havia realizado uma oferta pública no Brasil até o momento. Este questionamento feito pela Senior Solution contribuiu com uma economia de R\$ 100 mil.

Segundo Thiago “Fomos muito felizes em perceber que para a nossa oferta o público de pessoas físicas tinha uma importância que ele não tem para as grandes ofertas. Os grandes bancos internacionais não dão a devida importância para as corretoras e investidor de varejo. Sabendo que nossa oferta era muito diferente, e a demanda pelo papel era incerta, eu fiquei no pé do Votorantim com isso! Então fizemos um esforço enorme para falar com as corretoras e convidá-las para a oferta durante a formação do sindicato. O resultado prático disso foi: tivemos mais corretoras distribuindo ações da Senior do que a Linx teve, e se um ou dois institucionais tivessem saído dava até para fazer oferta por causa das pessoas físicas ”.

VII. Vantagens e Desvantagens do IPO

A conclusão do Diretor de Relação com Investidores sobre todas as dificuldades do processo de abertura de capital de uma empresa de médio porte é justamente o fato deste ser um mercado em construção. “O que falta? Tudo! Eu acho que efetivamente faltam empresas porque você não tem como argumentar ‘olha lá, eu tenho aquelas 10 empresas que tentaram ofertar e não conseguiram’ porque ninguém tentou! A Senior tentou e talvez você tenha um ou outro caso aí de empresa pequena que tenha tentado

alguma coisa ainda em bastidores, mas ninguém efetivamente tentou. Eu também acredito que o mercado de investidor é muito limitado, uma vez que no Brasil, por suas características históricas, é fato que os investidores tenham de ficar sempre se posicionando entre renda fixa e variável, trocando a alocação, de forma que é muito difícil você encontrar investidores na alocação de equity com o perfil realmente de longo prazo. Quem tem isso são fundações endowment americano, ou seja, não é todo mundo que tem esse passivo de longo prazo. O fundo de longo prazo é aquele que tem o prazo de resgate entre 60, 90, as vezes 180 dias para devolver o dinheiro do cotista caso ele peça o resgate. Outro ponto são os bancos, que costumam se expandir e contrair com muita rapidez, quando tem movimento de crescimento e queda no mercado. Então as equipes de bancos de investimento, se você olhar devem ter 3 gatos pingados fazendo operação de equity, e no ano que vem se o mercado estiver bombando eles vão pra 30, enquanto que os bancos médios ou pequenos hoje nem possuem mais equipes. ”.

Segundo Fabrini, os principais ganhos relacionados à abertura de capital foram: (i) Acesso de funding através mercado de capitais para a consolidação da estratégia de aquisições, destacando que, por mais moroso que seja o processo, não possui os limites de algumas alternativas mais simples como captação de recursos de terceiros. Tal alternativa, na visão do Diretor Financeiro, também é mais vantajosa que captações via Private Equity pelo fato destes terem normalmente um desconto mais elevado; (ii) O cliente ter uma empresa de capital aberto como fornecedora sugere perenidade e transparência; e por último (iii) Ter mais pessoas donas do negócio amplia a governança corporativa, forçando então profissionalização e qualidade que refletem em resultados de curto e longo prazo. Os principais aspectos negativos destacados foram: (i) Aumento significativo na estrutura de gastos corporativos e (ii) perda de exclusividade das informações financeiras e estratégicas principalmente para os concorrentes, que extraem estes dados através do formulário de referência.

5. Considerações Finais

O objetivo do presente trabalho foi apresentar o caso da Senior Solution, primeira, e até o momento a única empresa, a realizar o IPO e ter suas ações negociadas nesse mercado.

Justifica-se a presente pesquisa, dado o caráter único dessa operação no mercado brasileiro, que permite que empresas similares interessadas no acesso ao Bovespa Mais identifiquem os desafios e decisões enfrentadas pela referida empresa.

Para a condução do trabalho, foram analisadas informações públicas da Senior Solution, incluindo Prospecto do IPO, Demonstrações Financeiras, Formulários de Referências, bem como apresentações disponíveis no site de RI da empresa. Adicionalmente, como forma de obter a percepção dos executivos da companhia, foram realizadas entrevistas com o Diretor de Relação de Investidores, com o Controller, e com o Diretor Financeiro (CFO).

Dentre os principais resultados, destacam-se:

➤ Participação do fundo de private equity:

- **Preparativos para internalização do corporativo:**
- **Construção de uma controladoria:**

- **Construção de uma área de Relação com Investidores (RI):**

- **Escolhas no processo de IPO:**

- **Peculiaridades e dificuldades de uma pequena oferta:**

- **Vantagens e desvantagens do IPO:**

Conclui-se que: apesar de todas as dificuldades oriundas do processo de formação do mercado de capitais nacional, empresas de médio porte podem obter sucesso na liquidação de suas ofertas para a capitalização de recursos que visem o cumprimento de suas estratégias. Esta pesquisa busca apresentar um caso real dessa experiência.

1. Referências

- BM&FBOVESPA. (2016). **Segmentos de Listagem**. Disponível em http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/bovespa-mais. Acesso em 15 de novembro de 2016.
- Comissão de Valores Mobiliários (2014). **TOP – Mercado de Valores Mobiliários Brasileiros**. 3ª Edição, Rio de Janeiro.
- COSTA, R. (2015). **Lei do Mercado de Capitais**. Disponível em <http://www.revistari.com.br/195/993>. Acesso em 15 de novembro de 2016.
- IBGC (2004). **Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa**. Disponível em <http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>. Acesso em 15 de novembro de 2016.
- MICELI, A. (2009). **Corporate Governance and Capital Markets in Brazil: History and Current Overview**. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1998306. Acesso em 15 de novembro de 2016.
- RODRIGUES, A. (2012). **A evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil**.