

ISABELLA MULET E SOUZA

**OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES -
ANÁLISE DE UMA EMPRESA BRASILEIRA DE
ADQUIRÊNCIA**

São Paulo
2024

ISABELLA MULET E SOUZA

**OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES -
ANÁLISE DE UMA EMPRESA BRASILEIRA DE
ADQUIRÊNCIA**

Trabalho apresentado à Escola Politécnica
da Universidade de São Paulo para obten-
ção do Diploma de Engenheira de Produção.

São Paulo
2024

ISABELLA MULET E SOUZA

**OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES -
ANÁLISE DE UMA EMPRESA BRASILEIRA DE
ADQUIRÊNCIA**

Trabalho apresentado à Escola Politécnica
da Universidade de São Paulo para obten-
ção do Diploma de Engenheira de Produção.

Orientador:

Professor Doutor Erik Eduardo Rego

São Paulo
2024

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

FICHA CATALOGRÁFICA

Souza, Isabella Mulet e

Oferta Pública de Aquisição de Ações - Análise de uma empresa brasileira de adquirência/ I. M. Souza - São Paulo, 2024.

105p.

Trabalho de Formatura - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Produção.

1.Oferta Pública de Aquisição de Ações. 2.Adquirência. 3.Fechamento de Capital. 4.Análise Econômico-Financeira. I.Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Produção II.t.

Aos meus pais

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Mônica e Reifer, meu mais profundo agradecimento pelo suporte incansável e pelo amor incondicional que me ofereceram ao longo da minha criação. Vocês sempre fizeram o possível e o impossível por mim, e sem vocês, nada disso seria alcançável. Agradeço de todo o coração por todo o carinho, cuidado e confiança que nunca me faltaram e que me permitiram perseguir os meus sonhos.

À minha irmã, Carolina, minha eterna fonte de inspiração, orgulho e apoio. Sua presença e exemplo me motivam a ser sempre melhor.

Aos meus avós, José, Judite e Valdelice, minha eterna gratidão por todo o acolhimento, incentivo e sabedoria. Vocês sempre me inspiraram a perseguir meus objetivos com determinação e me ensinaram o valor da perseverança.

Aos meus amigos Beatriz, Catarina, Thiago e Vitor, por compartilharem comigo os momentos inesquecíveis desta jornada. Obrigado por tornarem os desafios da graduação mais leves e por me oferecerem apoio, risadas e uma amizade que levarei para sempre. Guardarei com muito carinho cada memória construída com vocês.

Por fim, agradeço profundamente aos professores e funcionários da Escola Politécnica, pelos valiosos ensinamentos ao longo da minha trajetória universitária. Um agradecimento especial ao Prof. Dr. Erik Eduardo Rego, pela orientação dedicada e pelas conversas durante este último ano, que foram essenciais para a conclusão deste trabalho.

Dreams are lovely. But they are just dreams. Fleeting, ephemeral, pretty. But dreams do not come true just because you dream them. It's hard work that makes things happen. It's hard work that creates change.”

-Shonda Rhimes

RESUMO

Com a transformação digital impulsionando a economia global, o setor de meios de pagamento no Brasil, especialmente a indústria de adquirência, tem vivenciado uma competição cada vez mais acirrada. O volume transacionado em 2023 ultrapassou R\$ 3,7 trilhões, evidenciando a crescente importância do setor na economia do país. No entanto, essa expansão trouxe consigo uma redução nas margens de lucro, consequência direta da chamada “guerra das maquininhas” — uma disputa intensa por liderança de setor entre as empresas adquirentes após a entrada de mais competidores no mercado, marcada por reduções nas taxas cobradas dos comerciantes. Como resposta, muitas empresas têm optado por estratégias de reestruturação, incluindo o fechamento de capital através de Ofertas Públicas de Aquisição de Ações (OPA), por exemplo. Este trabalho analisa uma dessas empresas, ficticiamente chamada de EA, que enfrenta o desafio de se adaptar a um mercado competitivo e de crescente pressão tecnológica. Através de uma análise fundamentada no método de Fluxo de Caixa Descontado (DCF), este estudo busca avaliar a viabilidade do fechamento de capital da EA, levando em consideração as mudanças tecnológicas e as tendências regulatórias que moldam o mercado de adquirência no Brasil. Além disso, o trabalho analisa o setor de adquirência e as principais tendências atuais que levaram uma empresa à decisão de deixar a Bolsa de Valores.

Palavras-Chave – OPA, Adquirência, Fechamento de Capital, Análise Econômico-Financeira, Método de Fluxo de Caixa Descontado.

ABSTRACT

With digital transformation driving the global economy, the payment sector in Brazil, especially the acquiring industry, has been experiencing increasingly fierce competition. The transaction volume in 2023 exceeded R\$ 3.7 trillion, highlighting the growing importance of the sector in the country's economy. However, this expansion has brought about a reduction in profit margins, a direct consequence of a “price war” — an intense competition for sector leadership among acquiring companies following the entry of more competitors into the market, marked by reductions in the fees charged to merchants. In response, many companies have opted for restructuring strategies, including going private through Public Offers of Acquisition (OPA), for example. This paper analyzes one such company, fictitiously called EA, which faces the challenge of adapting to a competitive market with increasing technological pressure. Through an analysis based on the Discounted Cash Flow (DCF) method, this study aims to assess the feasibility of EA's going private, taking into account the technological changes and regulatory trends shaping the acquiring market in Brazil. Additionally, the work analyzes the acquiring sector and the key current trends that led a company to decide to leave the stock exchange.

Keywords – Takeover Bid, Acquiring, Capital Closure, Economic-Financial Analysis, Discounted Cash Flow Method.

LISTA DE FIGURAS

1	Evolução do valor transacionado no mercado de cartões brasileiro [Trilhões R\$]	16
2	Transação em uma máquina de cartão	47
3	Evolução do Market Share da Elo, MasterCard e Visa em transações de débito	49
4	Evolução da taxa de intercâmbio de cartão de crédito na modalidade Básico [%]	50
5	Evolução da taxa de intercâmbio média de cartão de débito [%]	51
6	Evolução da taxa de desconto média do mercado brasileiro [%]	52
7	Relação entre a taxa de intercâmbio e taxa de comissão [%]	53
8	Faturamento de cartões em transações domésticas no Brasil [Trilhões R\$] .	54
9	Quantidade de transações do Pix [Milhões]	55
10	<i>Market Share</i> por método de pagamento [%]	56
11	<i>Market Share</i> do mercado de adquirência	57
12	Receita Líquida de Prestação de Serviço [Bilhões R\$]	59
13	TPV [Bilhões R\$]	60
14	Base ativa de clientes da EA	62
15	Projeção de volume financeiro [Milhões R\$]	77
16	Projeção de receita operacional líquida [Milhões R\$]	78
17	Projeção dos custos de serviços prestados [Milhões R\$]	79
18	Projeção das despesas operacionais [Milhões R\$]	81
19	Projeção do lucro operacional [Milhões R\$]	81
20	Projeção da receita financeira [Milhões R\$]	84
21	Projeção da variação do capital de giro [Milhões R\$]	85

22	Curva de variação do PIB na análise de sensibilidade	93
23	Curva de variação da taxa livre de risco na análise de sensibilidade	94
24	Curva de variação do prêmio de mercado na análise de sensibilidade	94
25	Intervalo de variação das premissas	95
26	Intervalo de valor da ação da EA	96

LISTA DE TABELAS

1	Comparação entre os Segmentos Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2 . . .	24
2	Comparação entre Segmentos Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1	25
3	Metodologias de avaliação de empresas	36
4	Projeções Macroeconômicas (2024-2028)	76
5	Demonstração de Resultados projetada [Milhões R\$]	82
6	Projeção dos Fluxos de Caixa (2024-2028) [Milhões R\$]	86
7	Beta da EA [Valores dimensionais]	87
8	Taxa livre de risco, Prêmio de Mercado e Risco do País [%]	89
9	Custo da dívida da EA	89
10	Cálculo do WACC da EA	90
11	Fluxos de Caixa Descontados [Fluxos de Caixa em Milhões R\$]	91
12	Cálculo da perpetuidade do modelo [Valor Residual em Milhões R\$] . . .	91
13	Cálculo do Valor da Empresa [Milhões R\$]	92

LISTA DE ABREVIATURAS

ABECS Associação Brasileira das Empresas de Cartões de Crédito e Serviços

API Interface de Programação e Aplicação

B3 Brasil, Bolsa e Balcão

BCB Banco Central do Brasil

CADE Conselho Administrativo de Defesa Econômica

CAPEX *Capital Expenditures*

CAPM Modelo de Precificação de Ativos de Capital

CDI Certificado de Depósito Interbancário

CVM Comissão de Valores Mobiliários

DCF Fluxo de Caixa Descontado

EBIT *Earnings Before Interest and Taxes*

EV Valor da Empresa

FCFF Fluxo de Caixa Livre para a Empresa

IBGC Instituto Brasileiro Governança Corporativa

IPCA Índice de Preços ao Consumidor Amplo

IPO Oferta Pública Inicial

ITC Taxa de Intercâmbio

FIDC Fundo de Investimento em Direitos Creditórios

MDR *Merchant Discount Rate*

OECD Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

OPA Oferta Pública de Aquisição de Ações

PIB Produto Interno Bruto

POS *Point of Sale*

PSP Provedor de Serviços de Pagamento

Selic Sistema Especial de Liquidação e de Custódia

TPV Volume Total de Pagamentos

VR Valor Residual

WACC Custo Médio Ponderado de Capital

SUMÁRIO

1	Introdução	16
1.1	Contextualização do trabalho	16
1.2	Motivação do trabalho	18
1.3	O Problema	18
1.4	Objetivos	18
1.5	Estrutura do trabalho	19
1.6	Metodologia	20
2	Revisão Bibliográfica	22
2.1	Governança Corporativa	22
2.1.1	Novo Mercado	23
2.2	Registro de companhias de capital aberto	25
2.3	Oferta Pública de Aquisição de Ações	26
2.3.1	OPA para Cancelamento de Registro	28
2.3.1.1	Revisão do preço ofertado	30
2.3.2	OPA por Aumento de Participação	31
2.3.3	OPA por Alienação de Controle	32
2.3.4	OPA para Aquisição de Controle de companhia aberta	33
2.3.5	OPA Concorrente	34
2.4	Avaliação de Empresas	35
2.4.1	Método de Fluxo de Caixa Descontado	36
2.4.1.1	Fluxo de Caixa Livre	38
2.4.1.2	Taxa de Desconto	38
2.4.1.3	Custo da dívida (K_d)	39

2.4.1.4	Custo do Capital Próprio (K_e)	40
2.4.1.5	Prêmio de Risco (r_{pr})	40
2.4.1.6	Coeficiente Beta (β)	41
2.4.1.7	Ajuste de Blume	42
2.4.1.8	Valor Residual (VR)	43
3	Análise do setor de adquirência	44
3.1	Apresentação do mercado de pagamentos	44
3.1.1	Estrutura do mercado de pagamentos	45
3.1.2	Evolução histórica do setor de adquirência brasileiro	47
3.1.2.1	Digitalização da economia brasileira e Pix	54
3.1.2.2	Análise dos principais adquirentes	56
4	Apresentação da empresa	61
4.1	Estratégia da EA	62
4.2	Principais atividades da EA	63
4.2.1	Serviços de adquirência	64
4.2.2	Antecipação de Recebíveis	65
4.2.3	Operações no <i>E-Commerce</i>	66
4.2.4	Demais Serviços	68
4.2.5	Emissão de cartões e gestão de pagamento	69
5	Oferta Pública de Aquisição de Ações da EA	71
5.1	Histórico da EA	71
5.2	Contextualização da OPA	72
6	Avaliação Econômico-Financeira da EA	74
6.1	Premissas macroeconômicas	75
6.2	Projeção do Lucro Operacional	76

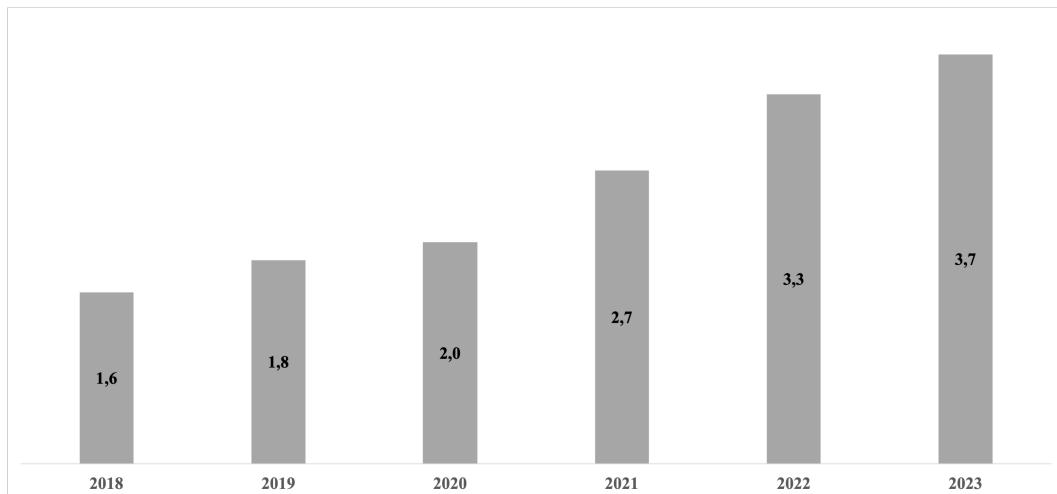
6.2.1	Receita Operacional	76
6.2.2	Custos e Despesas	78
6.2.2.1	Custos de Serviços Prestados	78
6.2.2.2	Depreciação e Amortização	79
6.2.2.3	Despesas Operacionais	80
6.2.3	Lucro Operacional	81
6.3	Projeção da Receita Financeira	82
6.4	Projeção da Variação do Capital de Giro	84
6.5	Projeção dos Fluxos de Caixa	85
6.6	Cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital	86
6.6.1	Beta da EA	86
6.6.2	Custo do Capital Próprio da EA	87
6.6.3	Custo da Dívida da EA	89
6.6.4	Custo Médio Ponderado de Capital	90
6.7	Valor Presente dos Fluxos de Caixa	90
6.8	Valor Residual	91
6.9	Valor da EA	92
6.10	Análise de Sensibilidade	92
7	Conclusão	97
Referências		100

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização do trabalho

O setor brasileiro de cartões encerrou 2023 com crescimento de 10% quando comparado a 2022. O total movimentado através de transações eletrônicas de pagamento alcançou a marca de R\$ 3,7 trilhões, sendo R\$ 2,4 trilhões apenas em cartões de crédito. A participação da indústria de pagamentos eletrônicos desempenha um papel crucial na transformação digital da economia, destacando-se por seus investimentos contínuos em áreas como inovação e segurança (ABECS, 2023).

Figura 1: Evolução do valor transacionado no mercado de cartões brasileiro [Trilhões R\$]



Fonte: adaptado de (ABECS, 2024)

O crescimento significativo no uso de cartões de crédito e débito no Brasil visto nos últimos anos, como mostrado pela Figura 1, impulsiona o mercado de adquirência, que engloba empresas que fornecem serviços de processamento de transações com cartões de crédito e débito, além de soluções de pagamento eletrônico. As empresas do setor investem em inovação tecnológica para oferecer soluções mais eficientes e convenientes, como terminais de pagamento modernos e integração com sistemas de gestão empresarial.

O segmento de adquirência tornou-se um mercado competitivo, desde a entrada de novos agentes, pois até 2010, predominava basicamente um duopólio entre a Rede, comandada pelo Itaú, e a Cielo, cujos controladores são o Banco do Brasil e o Bradesco. Segundo Prudencio (2020), as empresas Rede e Cielo só permitiam que as principais bandeiras do segmento, Visa e Mastercard, fossem processadas em seus próprios terminais, o que criou uma barreira para novos competidores. No entanto, com a intervenção de órgãos reguladores, como o Banco Central, foi possível interromper esse duopólio, fazendo com que tanto as empresas já existentes quanto as novas pudessem aceitar todas as bandeiras de cartão em seus terminais.

Com essa mudança, novos competidores entraram no mercado de adquirência brasileiro, como a GetNet, comandada pelo Santander, a PagSeguro, do grupo UOL, e a Stone, uma *fintech*¹, e alguns com taxas mais atrativas que Rede e Cielo, especialmente para pequenos e médios empreendedores, o que possibilitou um crescimento acelerado para estas empresas. No primeiro trimestre de 2018, a fatia do mercado que não pertencia a Cielo ou Rede representava 29%, no mesmo período de 2024, esse percentual aumentou para 59%. Este movimento ficou conhecido como “guerra das maquininhas”, que era basicamente uma “guerra de preços” das tarifas cobradas pelas adquirentes (PRUDENCIO, 2020).

Sobre o cenário da “guerra das maquininhas”, o Instituto Propague (2021) mostra no Balanço de 2021 do Mercado de Pagamentos que, em 2021, as empresas estabelecidas no ramo de adquirência, Cielo e Rede, tiveram perda de participação. As duas companhias que detinham juntas cerca de 56% do volume do setor de adquirência brasileiro no último trimestre de 2020, passaram a possuir 49% do mercado ao final de 2021. O espaço perdido foi distribuído entre Stone, PagSeguro e GetNet que aumentaram sua participação no mercado neste período.

Com essa mudança na dinâmica competitiva, algumas credenciadoras passaram a oferecer algumas funcionalidades bancárias, com produtos chamados no mercado como produtos de *banking*². Um caso muito evidente é o da Stone que além dos produtos usuais do setor, também oferece como solução, conta digital para pessoa jurídica e cartão para comerciantes, que são produtos tipicamente bancários. Essas características de portfólio de soluções se tornaram diferenciais em termos de vantagem competitiva e por isso, a interação adquirente - banco é crucial e exige sinergia.

¹ *Fintech* é uma empresa que tem como foco principal a criação e oferta de soluções financeiras muito focada em tecnologia.

² O termo *banking* engloba as operações bancárias, ou seja, as atividades desempenhadas por bancos e demais entidades financeiras.

O ponto de partida deste trabalho é a presença dos bancos neste setor e o processo de fechamento de capital das credenciadoras impulsionado pelos controladores, através da Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA). Este trabalho busca estudar as características do processo de fechamento de capital comum ao segmento e avaliar através de uma análise fundamentalista do setor e da empresa “EA”, nome fictício usado para preservar a identidade da companhia inserida no setor de meios de pagamento brasileiro, como se dá o processo de precificação e evolução de uma OPA neste contexto.

1.2 Motivação do trabalho

A motivação deste trabalho se deu essencialmente por duas questões, a genuína curiosidade e interesse da autora em entender o processo de uma OPA, a precificação de suas ações neste momento e os motivos para uma empresa optar por fechar capital, e uma motivação de caráter profissional, uma vez que a autora estagia na EA no momento de elaboração deste estudo e julgou interessante realizar uma análise sobre tal processo crucial da companhia para entender os desdobramentos e oportunidades.

A maioria dos TFs em engenharia econômica abordam a precificação de empresas em momento análogo ao de abertura de capital / oferta pública inicial. A novidade deste trabalho, que o diferencia dos demais, é o momento inverso da EA, de fechamento capital.

1.3 O Problema

A OPA pode ser vista como um movimento transformacional para uma empresa e sua viabilidade está vinculada ao valor oferecido pelas ações seja para a compra integral ou parcial dos títulos em circulação da companhia de capital aberto.

Neste contexto, há duas questões relevantes: (i) por que uma empresa decide fechar capital? (ii) qual valor de saída da Bolsa de Valores?

1.4 Objetivos

O principal objetivo deste trabalho é compreender o que leva uma empresa a tomar a decisão de fechar capital via Oferta Pública de Aquisição e seu processo de precificação. Como objetivos secundários, estudar os possíveis mecanismos de fechamento de capital, analisar o setor de adquirência e seus desafios perante evolução tecnológica e regulatória

dos meios de pagamento. Para isso, será realizada uma análise em quatro etapas: analisar o setor de adquirência brasileiro, o histórico de crescimento, os principais *players* e seu funcionamento, em seguida, analisar a companhia EA, seu histórico e sua dinâmica estratégica que acarretou na OPA, então analisar o processo de OPA da EA e por fim, estimar o valor da EA prévio à evolução da OPA.

1.5 Estrutura do trabalho

Este trabalho adotará a tradicional estrutura de uma monografia de conclusão de curso, abrangendo análises setoriais e empresariais, bem como os procedimentos de avaliação de empresas. Assim, a composição do trabalho será organizada em sete capítulos, delineados da seguinte maneira:

No Capítulo 1, está exposta a introdução, bem como a motivação para o desenvolvimento deste trabalho, seus objetivos, o problema base para a discussão, a estrutura e a metodologia empregada.

No Capítulo 2, é feita uma revisão bibliográfica que abrange Governança Corporativa, Oferta Pública de Aquisição de Ações e Avaliação de Empresas.

No Capítulo 3, será realizada uma análise do setor brasileiro de adquirência, no qual a EA se insere. Será apresentado o perfil deste setor, a descrição do modelo de negócio e seus principais agentes.

No Capítulo 4, a empresa EA será analisada. Serão destacadas suas características financeira e operacional e seu histórico. Além disso, os motivos pelos quais levaram à EA a receber uma oferta de fechamento de capital serão discutidos.

No Capítulo 5, a OPA pela qual a EA foi envolvida será analisada. Suas características, agendas e o preço ofertado serão discutidos nesta parte.

No Capítulo 6, serão apresentadas as premissas utilizadas pela autora e então serão aplicadas as metodologias adequadas para encontrar o valor da companhia.

No Capítulo 7, serão feitas as conclusões do trabalho, ressaltando se os objetivos foram atingidos e discutindo os aprendizados trazidos pelo desenvolvimento do estudo.

1.6 Metodologia

O primeiro procedimento técnico adotado foi a pesquisa bibliográfica, que forneceu o embasamento teórico necessário sobre temas como Oferta Pública de Aquisição de Ações, fechamento de capital, análise setorial, análise estratégica e ferramentas de avaliação de investimentos, utilizadas para as projeções e a posterior avaliação da companhia.

Além disso, foi realizada uma pesquisa documental, com a coleta de informações sobre o setor de adquirência no Brasil, permitindo identificar suas principais características e servir como base para as projeções do modelo financeiro e a avaliação da empresalvo. Complementarmente, utilizou-se o procedimento de pesquisa experimental, com o levantamento de dados públicos específicos da empresa em questão.

Dessa forma, as seguintes fontes serão utilizadas como base para o desenvolvimento deste trabalho:

1. **Livros:** Uma vasta literatura relacionada aos temas abordados foi estudada como parte da preparação deste trabalho.
2. **Artigos acadêmicos:** Muitas pesquisas e descobertas relevantes nas áreas de estudo são inicialmente publicadas em artigos acadêmicos.
3. **Portais de Relação com Investidores:** Empresas listadas em bolsas de valores são obrigadas a disponibilizar informações financeiras e operacionais em seus portais de relacionamento com investidores. Essas plataformas oferecem todas as informações necessárias para análises financeiras e operacionais.
4. **Relatórios setoriais da empresa:** Bancos e agências de pesquisa regularmente divulgam relatórios sobre setores específicos ou empresas, oferecendo *insights* dos analistas sobre esses ativos. Esses relatórios complementarão o estudo do setor e da empresa, fornecendo uma visão abrangente do mercado.
5. **Portais de Informações:** Portais especializados são fontes essenciais de informações para análises de ativos listados, fornecendo dados históricos em tempo real que não estão disponíveis em plataformas gratuitas. Esses portais oferecem uma ampla gama de informações, incluindo preços de ações, taxas de juros de títulos, histórico de transações e consensos de mercado.
6. **Agências Regulatórias:** Portais de agências regulatórias oferecem dados setoriais

e informações específicas sobre empresas, essenciais para compreender adequadamente as empresas e o contexto em que estão inseridas.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1 Governança Corporativa

Segundo a OECD (2004), a Governança Corporativa é o conjunto de relacionamentos entre os executivos, o conselho administrativo, os acionistas (majoritários e minoritários) e o restante dos *stakeholders* que identifica os objetivos e as estratégias para atingi-los, além de proporcionar a fiscalização do desempenho da companhia.

Para o IBGC (2023), os fundamentos essenciais da Governança Corporativa estão presentes, em diferentes graus, em todas as diretrizes estabelecidas no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa e sua correta implementação resulta em um ambiente de confiança tanto dentro da organização quanto em suas interações com partes externas. Esses princípios são:

- Compromisso com a Integridade: Estimular e fomentar uma cultura ética contínua dentro da empresa, evitando conflitos de interesse, mantendo a consistência entre discurso e prática, e demonstrando lealdade à organização e preocupação com suas partes interessadas, bem como com a sociedade em geral e o meio ambiente.
- Fomento da Transparência: Fornecer informações verdadeiras, oportunas, claras e relevantes para todas as partes interessadas, indo além do que é exigido por leis e regulamentos. Isso inclui não apenas dados sobre desempenho financeiro, mas também aspectos ambientais, sociais e de governança. A transparência promove o desenvolvimento dos negócios e cria um ambiente confiável para todas as partes envolvidas.
- Promoção da Equidade: Tratar todos os acionistas e outras partes interessadas de forma justa, considerando seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas, seja individualmente ou em grupo. A equidade implica em abordagens diferenciadas de acordo com as relações e demandas específicas de cada parte interessada, baseadas em princípios de justiça, respeito, diversidade, inclusão, pluralismo

e igualdade de oportunidades.

- Responsabilização: Desempenhar suas funções com diligência, independência e visando a geração de valor sustentável a longo prazo, assumindo a responsabilidade por suas ações e omissões. Além disso, prestar contas de maneira clara, concisa, compreensível e oportuna, reconhecendo que suas decisões podem ter impactos não apenas individuais, mas também sobre a organização, suas partes interessadas e o meio ambiente.
- Comprometimento com a Sustentabilidade: Garantir a viabilidade econômico-financeira da organização, reduzindo os impactos negativos e ampliando os positivos de suas operações, levando em conta diferentes formas de capital (financeiro, físico, intelectual, humano, social, natural, reputacional) a curto, médio e longo prazo. Isso implica em reconhecer a interdependência entre as organizações e os ecossistemas sociais, econômicos e ambientais, fortalecendo assim seu papel e responsabilidade perante a sociedade.

Associando essa visão às obrigações que as companhias têm de acordo com a Lei das Sociedades por Ações (conhecida por Lei das S/As), a Brasil, Bolsa e Balcão (B3) criou uma listagem própria para empresas a fim de desenvolver o mercado de capitais brasileiro, com Segmentos que fossem mais adequados aos diferentes perfis de empresas. Atualmente, segundo a B3, são cinco os Segmentos Especiais de listagem da Bolsa: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado (descrito no subitem 2.1.1), Nível 2 e Nível 1.

Para BERGANTINI, SELLA e BORTOLON (2020), a partir da criação e do aprimoramento dos Segmentos especiais pela B3, as práticas de Governança Corporativa brasileira evoluíram.

A adesão de uma empresa a esses Segmentos não é obrigatória, mas uma vez que a companhia decide ser listada na Bolsa em alguma das categorias mencionadas, precisa cumprir regras e pré-requisitos, com o objetivo de assegurar os direitos dos acionistas (BERGANTINI; SELLA; BORTOLON, 2020).

2.1.1 Novo Mercado

Segundo a B3 (2023), o Novo Mercado, lançado em 2000, estabeleceu o mais alto padrão de governança entre os Segmentos Especiais de listagem na Bolsa Brasileira. Ele se tornou pré-requisito de transparência exigido pelos investidores para as novas aberturas de capital de empresas que almejam realizar grandes ofertas.

A literatura encontra relação entre a qualidade das práticas de Governança Corporativa das empresas e seu valor de mercado, desempenho e liquidez de ações (SILVA; LEAL, 2005). Por outro lado, existem estudos que permitem concluir que empresas com maiores exigências em Governança Corporativa tem maior suscetibilidade em criar valor para os acionistas, mas apresentam desempenho econômico-financeiro pior (VILHENA; CAMARGOS, 2014).

Empresas como Vale (VALE3), Banco do Brasil (BBAS3) e a EA estão listadas no Novo Mercado. Enquanto nesta categoria as empresas são obrigadas a implementar certas funções e restrições, nos outros Segmentos Especiais essas implantações são facultativas. Nas Tabelas 1 e 2 estão identificadas algumas das diferenças entre os Segmentos Especiais da B3:

Tabela 1: Comparação entre os Segmentos Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2

	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2
Capital social	Somente ações ON ^a	Ações ON e PN ^b
Ações em circulação (<i>Free Float</i>)	25% a partir do 7º ano de listagem	25% a partir do 7º ano de listagem
Obrigação do conselho de administração	Não há regra específica	Não há regra específica
Saída do Segmento/Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA)	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do Segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do Segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado
<i>Compliance</i> ^c	Facultativo	Facultativo

Fonte: adaptado de B3 (2023)

^aAs ações ON, ou ações ordinárias, são um tipo de ação que confere ao acionista direitos políticos na empresa, como o direito a voto em assembleias de acionistas e o direito à participação nos lucros da empresa, geralmente na forma de dividendos.

^bAs ações PN, ou preferenciais, conferem alguns benefícios financeiros aos acionistas, como prioridade no recebimento de dividendos e, muitas vezes, preferência no reembolso do capital em caso de liquidação da empresa. No entanto, geralmente não concedem direitos políticos, como o direito a voto em assembleias.

^c*Compliance* se refere ao conjunto de regras, normas, políticas e procedimentos estabelecidos para garantir que as atividades de uma empresa estejam em conformidade com as leis, regulamentos, padrões éticos e internos, bem como com as expectativas dos *stakeholders*.

Tabela 2: Comparação entre Segmentos Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1

	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1
Capital social	Somente Ações ON	Ações ON e PN	Ações ON e PN
Ações em circulação (<i>Free Float</i>)	20% do capital social	20% do capital social	20% do capital social
Manifestação do conselho sobre OPA	Obrigatória com conteúdo mínimo (alternativas à aceitação)	Obrigatória com conteúdo mínimo	Não há regra
Saída do Segmento/OPA	Realização de OPA a preço justo, com aprovação de mais de 1/3 dos acionistas	OPA no valor econômico em caso de cancelamento ou saída	Não aplicável
<i>Compliance</i>	Obrigatório, com segregação de funções operacionais	Facultativo	Facultativo

Fonte: adaptado de B3 (2023)

Sobre o penúltimo ponto da Tabela 2 (Saída do Segmento), a B3 (2023), no Regulamento do Novo Mercado, afirma que a saída voluntária de uma companhia do Novo Mercado só será efetiva na visão do mercado quando realizado o procedimento oficial da OPA para Cancelamento de Registro de companhia aberta previsto pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

2.2 Registro de companhias de capital aberto

De acordo com Freitas (2012), o mercado de capitais desempenha papel fundamental no financiamento das empresas, sendo uma das principais fontes de recursos disponíveis na poupança da população. Isso possibilita que as empresas executem projetos que exigem investimentos significativos. O acesso a esses recursos é viabilizado por meio da emissão de títulos pelas empresas em busca de financiamento.

De acordo com as diretrizes estabelecidas pela CVM (2022) na Resolução Comissão de Valores Mobiliários (CVM) Nº 80, para que uma empresa tenha permissão para disponibilizar títulos no mercado, são requisitados alguns passos, incluindo o registro de companhia aberta na CVM, a conversão em sociedade anônima e, no caso da emissão de ações, a inclusão na lista de uma Bolsa de Valores. Além disso, todas as emissões planejadas devem ser autorizadas e registradas pela CVM.

A negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados no Brasil requer que o emissor esteja previamente registrado na CVM. Esse registro pode ser solicitado independentemente do registro de Oferta Pública de distribuição de valores mobiliários. O emissor deve ser uma sociedade anônima, a menos que a resolução disponha de outra forma. Fundos de investimento, clubes de investimento e sociedades beneficiárias de incentivos fiscais não são afetados por esta resolução (CVM, 2022).

O emissor pode solicitar registro na CVM em duas categorias: Categoria A ou Categoria B. O registro na Categoria A permite a negociação de todos os valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados. O registro na Categoria B autoriza a negociação de valores mobiliários do emissor, exceto ações, certificados de depósito de ações e outros valores mobiliários que deem direito à aquisição dessas ações, desde que emitidos pelo próprio emissor ou por uma sociedade pertencente ao seu grupo (CVM, 2022).

2.3 Oferta Pública de Aquisição de Ações

A Lei nº 6.404/76, que dispõe sobre as sociedades anônimas, afirma que o cancelamento do registro de uma companhia aberta para negociação de ações no mercado só pode ocorrer se a própria companhia emissora das ações, o acionista controlador ou a entidade que a controle, de forma direta ou indireta, fizer uma OPA para adquirir todas as ações disponíveis no mercado. Essa oferta deve ser feita a um preço justo, pelo menos igual ao valor determinado para a empresa. Esse valor pode ser calculado com base em uma variedade de critérios, como o patrimônio líquido contábil, o patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, o fluxo de caixa descontado, comparação com múltiplos do setor, o valor das ações no mercado de valores mobiliários ou qualquer outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Além disso, a oferta deve permitir a revisão do valor proposto (Brasil, 1976).

As empresas utilizam três métodos distintos para adquirir suas próprias ações: o método de preço variável com prêmio (*Dutch-Auction Offer*), recompra a preço fixo com

prêmio (*Fixed-Price Self-Tender Offer*) e recompra de ações no mercado aberto (*Open-Market Share Repurchases*).

De acordo com Gabrielli e Saito (2004), no método de *Dutch-Auction Offer*, a empresa define uma faixa de preços e uma quantidade-alvo de ações que deseja recomprar. Os acionistas então oferecem suas ações dentro dessa faixa de preços e a empresa recompra as ações começando pelas ofertas com os preços mais baixos, até atingir a quantidade desejada. Esse método permite que os acionistas escolham o preço pelo qual estão dispostos a vender suas ações e que a empresa adquira as ações começando pelas ofertas mais baixas, garantindo que pague o menor valor necessário dentro da faixa estipulada para atingir a quantidade desejada. Esse método, apesar de praticado no mercado norte-americano, não existe no Brasil.

No método de recompra no mercado aberto, *Open-Market Share Repurchases*, a empresa adquire suas próprias ações como qualquer outro investidor, sujeita a restrições legais quanto à quantidade diária e total de ações recompradas. Há três principais motivos para uma empresa optar por recomprar suas ações, no Brasil: ajuste na sua estrutura de capital; excesso de fluxos de caixa; e sinalização da companhia para o mercado de que suas ações se encontram subavaliadas (GABRIELLI; SAITO, 2004).

Já no método de oferta de recompra a preço fixo, *Fixed-Price Self-Tender Offer*, foco deste trabalho, a empresa define a quantidade de ações que deseja recomprar, a data de expiração e um preço geralmente superior ao do mercado, deixando ao acionista decidir se vende ou não suas ações (GABRIELLI; SAITO, 2004).

Segundo Comment e Jarrell (1991), oferta a preço fixo é consideravelmente mais forte, em termos de sinalização ao mercado, do que a recompra no mercado, devido à exigência de aquisição das ações caso haja interessados em vendê-las.

O *Fixed-Price Self-Tender Offer* é conhecido como a OPA no Brasil e para Gabrielli e Saito (2004), este procedimento é uma oferta irrevogável e irretratável de compra ou permuta de ações cujos destinatários são todos os titulares de ações.

Geralmente, neste método, ocorre uma diferença entre o preço de mercado e o preço oferecido, resultando em um retorno incomum imediato das ações. É importante observar que, se houver acionistas dispostos a vender suas ações pelo preço oferecido, a empresa deve recomprar a quantidade de ações anunciada (GABRIELLI; SAITO, 2004).

A OPA é o processo no qual o investidor, que pode ser o controlador da empresa aberta, por exemplo, evidencia o seu interesse em adquirir uma quantidade determinada

de ações a preços e prazos estabelecidos e regulamentados pela CVM (MEDEIROS, 2019).

Pela CVM (2022), existem duas categorias de OPA, as obrigatorias, que são regulamentadas pela Lei das S/As (Lei 6404/76) e as voluntárias, que não obedecem a qualquer norma particular e entre elas existem seis tipos:

- OPA para Cancelamento de Registro: trata-se de uma forma obrigatoria e é tida como pré-requisito para o cancelamento do registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários
 - OPA por Aumento de Participação: também é uma forma obrigatoria e é realizada após o aumento da participação do acionista controlador no capital social da companhia aberta
 - OPA por Alienação de Controle: obrigatoria realizada para negócio jurídico de Alienação de Controle de companhia aberta. Alienação de Controle ocorre quando o acionista controlador de uma empresa transfere o controle para outra parte
 - OPA para Aquisição de Controle de companhia aberta: trata-se de uma forma voluntária que exige a participação de instituição financeira para garantir o cumprimento das obrigações da ofertante.
 - OPA Concorrente: processo formulado por um terceiro que não é o ofertante
- Nos próximos subitens esses tipos serão melhor detalhados.

2.3.1 OPA para Cancelamento de Registro

Neste trabalho, será dado maior enfoque na bibliografia sobre OPA para Cancelamento de Registro, vez que é a modalidade de oferta adotada pela empresa analisada, EA.

Segundo a Resolução CVM nº 85 (CVM, 2022), o cancelamento do registro para negociação de ações nos mercados regulamentados só pode ser autorizado pela CVM após uma OPA para Cancelamento de Registro proposta pelo acionista controlador ou pela própria empresa aberta.

Essa oferta deve abranger todas as ações emitidas pela empresa em questão e cumprir dois requisitos para sua efetivação: o preço oferecido deve ser justo e os acionistas detentores de mais de dois terços das ações em circulação devem aceitar a OPA ou expressar concordância com o cancelamento do registro, caso contrário, a OPA não ocorre.

A definição de ações em circulação se restringe às ações cujos detentores concordem expressamente com o Cancelamento de Registro ou participem do leilão da OPA (CVM, 2022).

Caso a OPA para Cancelamento de Registro seja realizada pela própria empresa, os limites de negociação com suas próprias ações definidos pela CVM só se aplicam se o requisito de aceitação citado acima se cumpra (CVM, 2022).

A Resolução CVM nº 85 (CVM, 2022) defende que se o acionista controlador, pessoas a ele relacionadas ou a empresa realizarem uma OPA para Cancelamento de Registro em menos de um ano após a homologação da última subscrição pública com ingresso de novos acionistas, o preço oferecido pelas ações em circulação deve ser, no mínimo, igual ao preço obtido nas ações durante esse aumento de capital, ajustado conforme as alterações no número de ações decorrentes de eventos como bonificações, desdobramentos, grupamentos e conversões.

Segundo a CVM (2022), nas OPAs para Cancelamento de Registro, os acionistas podem ser considerados em dois grupos: concordantes com o Cancelamento de Registro, aqueles que aceitam a OPA, vendendo suas ações no leilão, ou manifestam expressamente sua concordância com o Cancelamento; e discordantes do Cancelamento de Registro, aqueles que, mesmo habilitados para o leilão, não aceitam a OPA.

Todos os acionistas titulares de ações em circulação que desejam participar do leilão ou discordar do Cancelamento devem credenciar uma corretora até a véspera do leilão. As corretoras comunicam à entidade administradora do mercado organizado a quantidade de ações dos acionistas que serão representadas no leilão. O leilão termina quando o prazo previsto se encerra ou quando é alcançada a quantidade mínima de ações referida. O silêncio dos acionistas habilitados é considerado como discordância com o leilão (CVM, 2022).

Um caso de lançamento da OPA para Cancelamento de Registro no setor brasileiro de adquirência é a oferta feita pelo Itaú Unibanco Holding S.A. sobre as ações da RedeCard S.A., em 2012.

Em fevereiro de 2012, a RedeCard S.A. emitiu um Fato Relevante anunciando que tinha sido informada pelo ofertante sobre sua intenção de proceder ao Cancelamento de Registro e sair do Novo Mercado através de uma Oferta Pública de Cancelamento de Registro (Itaú Unibanco Holding S.A., 2012).

Em abril do mesmo ano, o ofertante confirmou o preço da Oferta Pública de Aquisição,

com base em um laudo de avaliação preparado anteriormente pelo N. M. Rothschild & Sons (Brasil) Ltda. Este laudo estabeleceu um intervalo de valor para as ações da Redecard, entre R\$ 34,18 e R\$ 37,59 por ação. O ofertante condicionou a conclusão da OPA à aceitação ou concordância expressa com o Cancelamento de Registro por mais de dois terços das ações em circulação. Caso essa aceitação mínima não fosse obtida durante o Leilão, a OPA não seria concluída e a companhia permaneceria registrada na CVM como uma empresa aberta, sujeita às práticas diferenciadas de Governança Corporativa exigidas pelo Novo Mercado (Itaú Unibanco Holding S.A., 2012).

Em junho do mesmo ano, o ofertante divulgou outro Fato Relevante, informando sobre o novo laudo de avaliação preparado pelo Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A. Este segundo laudo estabeleceu um novo intervalo de preço para as ações da Redecard, entre R\$ 34,66 e R\$ 38,12 por ação. Apesar disso, o ofertante confirmou sua intenção de realizar a OPA ao preço inicialmente anunciado (Itaú Unibanco Holding S.A., 2012).

O processo de registro da OPA perante a CVM foi retomado com um preço de R\$ 35,00 por ação da Redecard, conforme previamente anunciado, que foi mantido apesar da divulgação do segundo laudo de avaliação, que incluía a faixa de preço que abrangia o preço da OPA. Com esse valor, a OPA foi finalizada e o ofertante adquiriu 298.989.137 ações em circulação e foi bem sucedido em fechar o capital da Rede e cancelar o registro de companhia de capital aberto (Itaú Unibanco Holding S.A., 2012).

2.3.1.1 Revisão do preço ofertado

A Resolução CVM nº 85 (CVM, 2022) estabelece que, caso haja revisão do preço da OPA, o leilão deve iniciar com o novo preço e um Fato Relevante deve ser divulgado informando sobre a revisão do preço e se a OPA será mantida ou desistida pelo ofertante.

A CVM (2022) detalha o procedimento para a revisão do preço da OPA: um pedido fundamentado de convocação da assembleia especial de acionistas deve ser feito dentro de 15 dias após a divulgação do valor da oferta inicial. Se a assembleia decidir contra uma nova avaliação ou se a decisão for por uma nova apuração cujo valor apurado seja igual ou menor ao inicial da OPA, o processo continuará normalmente. No caso de o valor apurado ser superior ao inicial da OPA, o ofertante deverá decidir, em até 5 dias, se mantém ou desiste da OPA. Caso a Oferta seja mantida, um novo Fato Relevante será divulgado com a nova data de realização do leilão e o novo preço.

O laudo de avaliação do preço é um documento elaborado por uma sociedade que

atende a determinados requisitos legais e técnicos. Esse laudo deve ser elaborado de forma cuidadosa e imparcial, utilizando metodologias adequadas para determinar o valor justo das ações da empresa objeto da OPA. Ele precisa ser acompanhado de elementos que demonstrem claramente como o preço foi calculado e os critérios de avaliação adotados.

O Artigo 29 da Resolução CVM nº 85 (CVM, 2022) determina que o preço de resgate deve ser acrescido de juros à taxa Selic desde a data da liquidação da OPA até a data do depósito do resgate.

2.3.2 OPA por Aumento de Participação

OPA por Aumento de Participação é uma proposta pública realizada fora das bolsas de valores ou de entidades de balcão organizado, com o objetivo de adquirir todas as ações em circulação que sejam impactadas pelo aumento da participação acionária do grupo controlador. É importante ressaltar que esta modalidade não pode ser parcial, devendo abranger todas as ações afetadas (HANSZMANN, 2016).

Segundo a Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/76), se o acionista controlador ou a sociedade controladora adquirir mais ações de uma companhia aberta que está sob seu controle, aumentando sua participação para um nível que, de acordo com regras estabelecidas pela CVM, reduza a liquidez das ações restantes no mercado, eles serão obrigados a fazer uma OPA para adquirir todas as ações restantes, pelo preço determinado conforme especificado, assegurando assim a totalidade das ações disponíveis no mercado (Brasil, 1976).

Segundo a CVM (2022), após exceder o limite de um terço das ações em circulação, o controlador, indivíduos associados a ele e outros que atuem em conjunto com o controlador ou indivíduos associados só podem adquirir mais ações através de uma OPA para Aumento de Participação.

Em 2023, os acionistas controladores da Eucatex S.A., da Brascorp Participações Ltda., adquiriram 12.493.483 ações ordinárias e 4.906.516 ações preferenciais emitidas pela Companhia, que até então pertenciam ao BTG Pactual Corretora de Títulos e Valore Mobiliários S.A. Por causa desse aumento de participação, a Brascorp Participações Ltda. lançou uma OPA de Aumento de Participação sobre as ações da Eucatex S.A. (Brascorp Participações LTDA., 2023).

O preço inicial ofertado não foi aceito, a Eucatex S.A. recebeu um pedido dos detentores de mais 10% das ações no mercado para convocação de Assembleia Especial a fim

de deliberar sobre uma nova avaliação do preço a ser pago. A Assembleia decidiu pela elaboração de um novo laudo que apurou como valor justo R\$ 13,38, preço que foi aceito e aplicado pela ofertante (Brascorp Participações LTDA., 2023).

2.3.3 OPA por Alienação de Controle

O controle de uma empresa tem um valor intrínseco. As ações que, quando agrupadas, concedem ao seu proprietário o poder de controlar a empresa, têm um valor por ação maior do que as demais ações da mesma categoria e classe. Esse bloco de ações pode ser chamado de bloco de controle (PENA, 2015).

Este bloco de controle geralmente possui valor superior à soma do valor de mercado das ações que o compõem, porque quando agrupadas sob responsabilidade de uma pessoa ou grupo, essas ações permitem o exercício do poder de controle. Ao adquirir o bloco de ações de controle, em transações conhecidas como Alienação de Controle, o investidor não apenas adquire o direito de participar dos lucros e de outros benefícios atribuídos a todos os acionistas, mas também obtém o controle da empresa. Isso inclui o poder de nomear administradores e definir sua remuneração, determinar o ritmo de crescimento da empresa, decidir sobre a emissão de novos valores mobiliários e, em resumo, dirigir a empresa de acordo com sua visão, dentro dos limites legais e estatutários (PENA, 2015).

A CVM (2022) estabelece que em caso de alienação direta ou indireta do controle de uma companhia aberta, a OPA é obrigatória e deve abranger todas as ações com pleno direito de voto. Ela deve ser feita pelo adquirente do controle, dentro de 30 dias após o contrato definitivo de alienação das ações de controle.

Alienar o controle é definido como a transferência de valores mobiliários que concedam poder de controle da empresa para terceiros, seja por compra, conversão ou cessão. Em casos de alienação indireta, o ofertante deve justificar o cálculo do preço e a CVM pode exigir um laudo de avaliação da empresa. O preço da OPA em dinheiro deve ser pelo menos 80% do preço pago ao controlador, acrescido de juros. Se a contraprestação for em valores mobiliários, o adquirente deve oferecer aos acionistas os mesmos valores, com a opção de oferecer alternativas (CVM, 2022).

Um exemplo recente deste tipo de OPA foi a OPA das Ações Ordinárias da Fertilizantes Heringer S.A., em 2023. A empresa Eurochem Comércio de Produtos Químicos Ltda. firmou contrato de compra de 176.780.308 quotas de emissão da Heringer dos controladores da Heringer Participações Ltda (HeringerPar). A HeringerPar possuía aproximadamente

52% do capital social total e votante da Heringer S.A. Em decorrência dessa transação, a Eurochem foi obrigada pela Resolução CVM 85 e pela Lei das S/As a submeter à CVM o pedido de OPA por Alienação de Controle, para a aquisição de ações detidas por outros acionistas da Companhia (Eurochem Comércio de Produtos Químicos Ltda., 2023).

Acerca dos preços pagos, o valor total de compra das quotas foi de R\$ 554.562.780, equivalente a R\$ 3,14 por quota emitida pela HeringerPar e R\$ 20,00 por ação ordinária emitida pela Heringer S.A. (Eurochem Comércio de Produtos Químicos Ltda., 2023).

2.3.4 OPA para Aquisição de Controle de companhia aberta

A proposta de Aquisição de Controle é uma oferta para comprar ou trocar um número suficiente de ações com direito a voto de uma empresa de capital aberto, fora das Bolsas de Valores ou mercados organizados. Essa estratégia é aplicável em empresas com ampla dispersão acionária, onde não há um controlador detentor da maioria das ações com direito a voto. Ao oferecer um valor superior ao preço de mercado das ações e garantir a adesão de um grande número de acionistas, o ofertante pode assumir o controle da empresa, mesmo contra a vontade dos seus gestores ou controladores minoritários (PENA, 2017).

A Oferta Pública para Aquisição de Controle de uma companhia aberta deve ser realizada com a participação de uma instituição financeira que garanta o cumprimento das obrigações do ofertante. Além disso, a oferta só pode incluir permuta de valores mobiliários após registro prévio na Comissão de Valores Mobiliários. A oferta deve ter como objeto ações com direito a voto em número suficiente para garantir o controle da companhia e deve ser irrevogável. Se o ofertante já possuir ações votantes da companhia, a oferta pode visar o número de ações necessárias para completar o controle, mas ele deve comprovar a propriedade dessas ações perante a CVM (Brasil, 1976).

Sobre este tipo de OPA, Oioli (2010) defende que as vantagens das OPAs existem tanto para os ofertantes quanto para os acionistas-alvo. Para os ofertantes, as OPAs oferecem uma maneira direta de alcançar esses acionistas rapidamente e com economia de recursos. Já para os acionistas-alvo, elas asseguram um preço de venda potencialmente superior ao valor cotado no mercado de ações, juntamente com um tratamento igualitário a todos os investidores.

Um exemplo da aplicação deste tipo de OPA é o caso da Enel Sudeste na Oferta Pública de Aquisição do Controle da Eletropaulo. Inicialmente, a Enel Sudeste lançou a OPA e se tornou a vencedora após oferecer o maior lance de preço para a aquisição das

ações da Eletropaulo em um leilão realizado em 4 de junho de 2018. Após a liquidação do leilão, a Enel Sudeste adquiriu aproximadamente 73,4% do capital social da Eletropaulo (ENEL Brasil S.A., 2018).

Durante o período de 30 dias após o leilão, a Enel Sudeste estava obrigada a comprar as ações remanescentes e passou a deter mais de 95,05% das ações ordinárias da Eletropaulo (ENEL Brasil S.A., 2018).

2.3.5 OPA Concorrente

OPA Concorrente é aquela que se apresenta em competição com uma ou mais ofertas já anunciadas para adquirir os mesmos valores mobiliários, também conhecidas como Ofertas Iniciais. Esse cenário de competição implica que mais de uma oferta de aquisição seja feita simultaneamente, podendo abranger total ou parcialmente os mesmos valores mobiliários da mesma categoria (PEREIRA, 2023).

A partir da publicação do anúncio preliminar de uma OPA de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, qualquer outra Oferta Pública de Aquisição da mesma categoria só pode ocorrer mediante uma Oferta Concorrente. Isso significa que não é permitido anunciar uma OPA sobre os valores mobiliários que já estão sujeitos a uma oferta cujo anúncio preliminar foi publicado, a menos que seja por meio de uma OPA Concorrente (PEREIRA, 2023).

O objetivo da legislação é garantir a comparabilidade das ofertas, tratando os ofertantes de forma justa e equitativa, ao mesmo tempo em que se assegura que os destinatários da oferta não sejam prejudicados. A intenção da lei é clara: garantir que as OPAs Concorrentes com a oferta inicial sigam regime especial que promova uma concorrência equilibrada, evitando assim que, ao mesmo tempo, coexistam, no sistema, ofertas de aquisição que não garantam igualdade de condições aos ofertantes e requisitos de comparabilidade aos destinatários (PEREIRA, 2023).

A CVM (2022) regulamenta que a OPA Concorrente, que pode ser de modalidade diversa da OPA com que concorrer, deve ser anunciada até 10 dias antes da data prevista para o leilão e por preço no mínimo 5% superior ao da OPA inicial.

Com as ofertas lançadas, tanto o ofertante inicial quanto o concorrente podem aumentar o preço de suas propostas por qualquer valor e quantas vezes forem necessárias (CVM, 2022).

Um caso de aplicação da OPA Concorrente foi justamente a oferta citada sobre as

ações da Eletropaulo em 2018 no item 2.3.4 deste trabalho. Em abril de 2018, a Energisa S.A. lançou uma OPA para Aquisição de Controle da Eletropaulo e a ENEL S.A., que obteve sucesso na oferta, lançou uma OPA concorrente à da ofertante inicial.

2.4 Avaliação de Empresas

Em ambiente de competição crescente, onde fusões, aquisições e privatizações são comuns, a avaliação de empresas se destaca como uma área contábil-financeira particularmente dinâmica e crucial (MARTINS, 2001).

Segundo Damodaran (2012), a avaliação de uma empresa deve desempenhar um papel central na análise de aquisições. O proponente ou ofertante deve decidir sobre um valor justo para a empresa-alvo antes de fazer uma oferta.

O valor econômico de uma empresa é determinado pelos seus potenciais ganhos de caixa no futuro, os quais devem compensar adequadamente o risco associado ao investimento. Para isso, os fluxos de caixa futuros têm seus valores presentes calculados descontados a uma taxa de juros adequada ao risco empresarial. Isso evidencia que o valor de uma empresa é avaliado com base na sua capacidade de gerar ganhos de caixa no futuro, não considerando necessariamente o que acumulou no passado. Além disso, o valor econômico da empresa tem pouca relação com o preço pago por seus ativos (NETO, 2014).

Para calcular esse valor econômico justo, é crucial adotar metodologia consistente e utilizar premissas não tendenciosas sobre os fundamentos do negócio, os quais devem refletir nos fluxos de caixa projetados. O valor de mercado, como variável alheia às expectativas dos investidores, serve como base inicial para determinar esse valor. Se essa cotação ideal não estiver disponível ou se a avaliação não puder se basear em preços formados livremente no mercado de ativos similares, outros métodos de avaliação que usam o valor presente são aplicados, como a Criação de Valor, os Múltiplos de Mercado, as Opções Reais e os Fluxos de Caixa Descontados (NETO, 2014).

Damodaran (2012) defende que existem diversas abordagens de avaliar empresas, mas três se sobressaem, o Fluxo de Caixa Descontado (DCF), a Avaliação Relativa e o Método de Valoração Contingente. As diferenças entre estas metodologias são explicadas na Tabela 3.

Tabela 3: Metodologias de avaliação de empresas

Metodologia	Descrição
Método de Fluxo de Caixa Descontado	O valor do ativo corresponde ao valor presente de seus fluxos de caixa futuros esperados descontados de uma taxa de desconto correspondente ao risco deste ativo
Avaliação Relativa	O valor do ativo é estimado com base na análise do preço de ativos comparáveis em relação a uma variável comum, como Lucro, Fluxo de Caixa, Valor Contábil ou Vendas. Deve-se calcular múltiplos entre o valor de mercado e indicadores operacionais das empresas dos ativos analisados
Método de Valoração Contingente	Utiliza modelos de precificação de opções para determinar o valor de ativos que possuem características semelhantes às opções. Alguns desses ativos são ativos financeiros negociados, enquanto outros são baseados em ativos reais

Fonte: Damodaran (2012)

2.4.1 Método de Fluxo de Caixa Descontado

Na análise econômica de investimentos, o método de DCF é reconhecido como o mais rigoroso e conceitualmente sólido para determinar o valor econômico. Este método visa calcular a riqueza absoluta do investimento, representada pelo valor presente de um fluxo de benefícios econômicos líquidos de caixa esperados no futuro. Ele está alinhado com o objetivo central das finanças corporativas, que é maximizar o valor da empresa (NETO, 2014).

O valor de uma empresa é avaliado com base na sua riqueza econômica atualizada, estimada através dos fluxos de caixa esperados no futuro e descontados por uma taxa que reflete o custo de oportunidade dos diferentes financiadores. Basicamente, a avaliação de uma empresa está fundamentada nos princípios essenciais incorporados no método do fluxo de caixa descontado (NETO, 2014).

Segundo Neto (2014), no método de Fluxo de Caixa Descontado, três princípios gerais são fundamentais para que se estabeleça um critério ótimo de decisão de investimento:

- Os **fluxos de caixa** de natureza operacional são usados como base da avaliação do investimento
- Respeitando diretrizes do investidor sobre a relação risco-retorno, o **risco** é uma variável incorporada na avaliação econômica
- O valor presente do ativo é calculado com base na **taxa de desconto** adequada

Existem dois caminhos para avaliar uma empresa, o primeiro é avaliar apenas a participação acionária na empresa, Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista (FCFE, do inglês *Free Cash Flow to Equity*), enquanto o segundo é avaliar a empresa como um todo, Fluxo de Caixa Descontado para a Empresa (FCFF, do inglês *Free Cash Flow to Firm*), o que inclui, além do capital próprio, os outros detentores de direitos na empresa (detentores de títulos de dívida, acionistas preferenciais). Embora ambos os métodos descontem os fluxos de caixa esperados, os fluxos de caixa relevantes e as taxas de desconto são diferentes em cada abordagem (DAMODARAN, 2012).

Neste trabalho, será aplicado e desenvolvido o segundo método, o Fluxo de Caixa Descontado para a Empresa (FCFF).

O valor da empresa (EV, do inglês *Enterprise Value*) é calculado descontando os fluxos de caixa esperados para a empresa, ou seja, os fluxos de caixa residuais após atender a todas as despesas operacionais, necessidades de reinvestimento e impostos, mas antes de quaisquer pagamentos a detentores de dívida ou de capital próprio, à taxa de custo médio ponderado do capital, que é o custo dos diferentes componentes de financiamento usados pela empresa, ponderados pelas proporções de seu valor de mercado (DAMODARAN, 2002), conforme mostrado na Equação 2.1.

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + i)^t} \quad (2.1)$$

Fonte: Adaptado de Damodaran (2002)

Onde:

- $FCFF_t$ = Fluxo de Caixa Livre da Empresa no período t [R\$]

- i = Taxa de desconto [%]
- n = Tempo de vida útil do ativo [anos]

2.4.1.1 Fluxo de Caixa Livre

Segundo Damodaran (2002), o Fluxo de Caixa Livre pode ser encontrado partindo do Lucro Operacional da empresa (*Earnings Before Interest and Taxes* (EBIT)) e realizando ajustes a partir das entradas e saídas de caixa durante o exercício a ser analisado, conforme explicado na Equação 2.2.

$$FCFF_i = EBIT_i \times (1 - t_i) + D\&A_i - CAPEX_i - \Delta \text{Capital de Giro}_i \quad (2.2)$$

Fonte: Damodaran (2002)

Onde:

- EBIT = Lucro Operacional [R\$]
- t_i = Alíquota efetiva de imposto de renda e contribuição social sobre o lucro [%]
- D&A = Depreciação dos ativos e Amortização de dívidas no exercício [R\$]
- *Capital Expenditures* (CAPEX) = Investimentos em ativos intangíveis e imobilizados [R\$]
- Δ Capital de Giro = Variação do valor do capital de giro líquido [R\$]

2.4.1.2 Taxa de Desconto

Para encontrar o valor presente do Fluxo de Caixa Livre exposto na Equação 2.2, se deve empregar uma Taxa de Desconto, sobre a qual Neto (2014) argumenta que deve estar diretamente relacionada ao risco que o investimento oferece. No caso de uma empresa, os principais riscos financeiros considerados estão relacionados à capacidade da companhia em remunerar de forma adequada as expectativas de seus credores e acionistas.

No caso Fluxo de Caixa Descontado para a Empresa, a taxa de desconto adotada para a avaliação de uma empresa é o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC), do

inglês *Weighted Average Cost of Capital* (DAMODARAN, 2012). Portanto, a Equação 2.1, pode também ser apresentada como:

$$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1 + WACC)^i} \quad (2.3)$$

Fonte: Adaptado de Damodaran (2012)

O custo de capital de uma empresa é a média ponderada entre o custo de capital de seus financiadores, credores e acionistas (DAMODARAN, 2002). Logo, a maneira de calcular o WACC está indicada na Equação 2.4.

$$WACC = \frac{D}{E + D} \times K_d \times (1 - t) + \frac{E}{E + D} \times K_e \quad (2.4)$$

Fonte: Damodaran (2002)

Onde:

- D = Valor presente das dívidas da empresa [R\$]
- E = Valor de mercado da empresa [R\$]
- K_d = Custo de capital dos credores da empresa [%]
- K_e = Custo de capital dos acionistas da empresa [%]
- t = Alíquota de imposto efetiva [%]

2.4.1.3 Custo da dívida (K_d)

O custo da dívida após impostos, ou também conhecido como Custo Efetivo de Terceiros, pode ser expresso pela Relação 2.5:

$$K_d \times (1 - t) \quad (2.5)$$

Ele refere-se à despesa financeira que uma empresa paga aos seus credores em relação a empréstimos, financiamentos ou qualquer outro tipo de passivo que incorra em despesas financeiras, como dívidas fiscais, dívidas com partes relacionadas e provisões para contingências diversas. Este custo pode ser calculado como a média ponderada das taxas

de juros associadas às obrigações da empresa, conforme relatado em seus demonstrativos financeiros. Em suma, é o custo que a empresa suporta para financiar suas operações por meio de empréstimos e outras formas de dívida (DAMODARAN, 2002).

2.4.1.4 Custo do Capital Próprio (K_e)

O cálculo do custo de capital próprio geralmente é baseado no Modelo de Precificação de Ativos de Capital (CAPM), do inglês *Capital Asset Pricing Model*, metodologia que estabelece que a taxa de retorno que investidores exigem em um investimento de capital próprio é justamente o custo de capital próprio. Os modelos de risco e retorno para a avaliação de uma empresa requerem uma taxa livre de risco e um prêmio de risco no CAPM. Eles também precisam de medidas da exposição de uma empresa ao risco de mercado na forma de betas (DAMODARAN, 2002).

Esses insumos são usados para chegar a um retorno esperado em um investimento de capital próprio usando essa metodologia. Este retorno esperado deve incluir compensação pelo risco de mercado no investimento e é o custo do capital próprio (DAMODARAN, 2002). Segundo calculado conforme a Equação 2.6 a seguir:

$$K_e = r_{rf} + r_{pr} \quad (2.6)$$

Fonte: Damodaran (2002)

Onde:

- r_{rf} = Taxa livre de risco [%]
- r_{pr} = Prêmio de risco [%]

2.4.1.5 Prêmio de Risco (r_{pr})

Segundo Damodaran (2012), o Prêmio de Risco é a medida usada para quantificar o retorno adicional esperado pelos investidores por tomarem riscos investindo em ativos mais arriscados, como as participações societárias em empresas, ao invés de se assegurarem naqueles investimentos livres de riscos. Basicamente, o Prêmio de Risco é o valor pago por um investimento acima da taxa livre de risco (NETO, 2014).

A ideia de que o risco é importante e que investimentos mais arriscados devem ter um retorno esperado maior do que investimentos mais seguros para serem considerados bons

investimentos é intuitiva. Portanto, o retorno esperado de qualquer investimento pode ser escrito como a soma da taxa livre de risco e um retorno adicional para compensar o risco (DAMODARAN, 2002).

No entanto, existe uma discordância, tanto em termos teóricos quanto práticos, sobre como medir esse risco e como converter a medida de risco em um retorno esperado que compense o risco (DAMODARAN, 2002). Segundo o autor, o prêmio de risco pode ser encontrado através da Equação 2.7:

$$r_{pr} = \beta \times (r_m - r_{rf}) + CRP \quad (2.7)$$

Fonte: Adaptado de Damodaran (2002)

Onde:

- β = Beta de mercado [adimensional]
- r_m = Retorno de mercado [%]
- r_{rf} = Taxa livre de risco [%]
- CRP = Prêmio de risco do país, do inglês *country risk premium*

O CRP será considerado neste trabalho, uma vez que a taxa livre de risco e a taxa de retorno do mercado adotadas na modelagem serão retiradas do mercado americano. Assim, deve-se adicionar um prêmio de risco de país, para quantificar o retorno adicional que o investidor espera ao investir em economias que podem apresentar menor estabilidade e segurança quando comparadas à americana (DAMODARAN, 2002).

2.4.1.6 Coeficiente Beta (β)

A determinação do coeficiente beta é a parte mais desafiadora do processo de estimação. Para obtê-lo, é necessário selecionar uma amostra de empresas do mesmo setor no mercado de referência, que possuam características operacionais e financeiras semelhantes às da empresa em análise. O coeficiente beta médio dessa amostra é considerado como a medida do risco da empresa em análise e é utilizado no CAPM para estimar o custo do capital próprio (NETO, 2014).

Uma vez que os retornos das empresas comparáveis podem ser influenciados pela quantidade de dívida em sua estrutura de capital e por possíveis benefícios fiscais foi desenvolvido o conceito de Beta alavancado, que considera os efeitos da dívida e das alíquotas de imposto do país, e Beta desalavancado (KRUSCHWITZ; LÖFFLER, 2006).

Desta forma, é possível encontrar o Beta alavancado pela Equação 2.8.

$$\beta_{alavancado} = \frac{1}{n} \times \sum_{n=1}^n \beta_{desalavancado_n} \times (1 + (1 - t) \times \frac{\frac{D_n}{E_n + D_n}}{\frac{E_n}{E_n + D_n}}) \quad (2.8)$$

Fonte: Kruschwitz e Löffler (2006)

Onde:

- n = Quantidade de empresas comparáveis [adimensional]
- t = Alíquota de imposto [%]
- D = Valor presente das dívidas da empresa [R\$]
- E = Valor de mercado da empresa [R\$]

2.4.1.7 Ajuste de Blume

A reversão de Marshall Blume, também conhecida como ajuste de Blume, é uma técnica estatística usada para ajustar o coeficiente beta de uma ação ao longo do tempo. Ela parte do princípio de que as estimativas de beta, quando baseadas em dados históricos, tendem a se aproximar da média do mercado (beta igual a 1,0) conforme novos dados são incluídos. Isso ocorre porque, à medida que o tempo passa, as ações individuais tendem a se comportar de maneira mais semelhante ao mercado como um todo (BLUME, 1971).

No mercado, o mecanismo de suavização baseado no artigo de Marshall Blume mais adotado é o da Bloomberg indicado na Equação 2.9:

$$\beta_{ajustado} = \frac{2}{3} \times \beta_{alavancado} + \frac{1}{3} \quad (2.9)$$

Essa técnica é especialmente útil em análises financeiras de longo prazo, onde se espera que os betas de empresas revertam seus betas em direção à média do mercado, já que ela ajusta a expectativa de risco da ação para um valor mais realista à medida que o tempo avança, levando em consideração a regressão à média.

2.4.1.8 Valor Residual (VR)

O horizonte de tempo é o limite do prazo de geração dos fluxos de caixas esperados pelos investidores. Geralmente nas avaliações de valor de empresas, o prazo é considerado indeterminado por não existir, em muitos casos, uma prévia de sua dissolução (NETO, 2014).

Para a aplicação do Método de Fluxo de Caixa Descontado, é possível separar o horizonte em duas partes. A primeira representa o período que se pode prever dos resultados operacionais esperados na avaliação. Normalmente, esse período é calculado com base no desempenho possível de se prever o mercado e a economia, considerando o potencial e a performance da empresa (NETO, 2014).

Essa primeira parte costuma contemplar o período em que geralmente o retorno do investimento é superior ao custo de capital, característica que não costuma se manter por todo o horizonte de tempo da avaliação. Por isso, entende-se que um investimento é capaz de promover benefícios econômicos excedentes durante um período limitado e nos intervalos seguintes, pode enfrentar maiores dificuldades em manter a geração de riqueza, quando inicia-se a segunda parte. Nela, a avaliação é conhecida como valor residual e sua duração é indeterminada, por isso estuda-se a perpetuidade (NETO, 2014).

O valor residual (VR), ou seja, o valor de perpetuidade pode ser calculado pela Equação 2.10.

$$VR = \frac{FCFF_n \times (1 + g)}{(WACC - g)} \quad (2.10)$$

Fonte: Adaptado de Damodaran (2002)

Onde:

- $FCFF_n$ = Fluxo de Caixa Livre no último período de projeção [R\$]
- g = Taxa de crescimento dos fluxos de caixa futuros [%]
- WACC = Custo Médio Ponderado de Capital [%]

3 ANÁLISE DO SETOR DE ADQUIRÊNCIA

3.1 Apresentação do mercado de pagamentos

O mercado de pagamentos brasileiro é um dos subsistemas que compõem o Sistema Financeiro Nacional¹. Ele engloba os serviços de compensação e liquidação de ordens eletrônicas de débito e crédito, além da transferência de recursos. Esse mercado é regulado por instituições e normas específicas que visam garantir a eficiência, segurança e transparência nas transações financeiras realizadas no país (JUNIOR; JUNIOR, 2019).

Os meios de pagamento passaram por uma evolução significativa até seu funcionamento atual, refletindo a constante busca por formas mais eficientes, seguras e convenientes de realizar transações financeiras. Inicialmente, o dinheiro em forma de moedas metálicas foi uma das primeiras alternativas de meio de troca, facilitando as transações comerciais. Posteriormente, surgiram os papéis representando promessas de pagamento e permitindo transações mais complexas e seguras. A introdução do papel-moeda foi outra inovação importante, simplificando as transações financeiras e contribuindo para a expansão do comércio (EVANS; SCHMALENSEE, 2005).

Com o avanço da tecnologia, surgiram as moedas eletrônicas utilizadas por meio de cartões de pagamento e outros instrumentos, marcando o início dos sistemas eletrônicos de pagamento. A partir da década de 1920, os cartões de pagamento começaram a ser adotados por diversos estabelecimentos nos Estados Unidos, como hotéis, companhias de petróleo e lojas de departamento, facilitando as transações comerciais (EVANS; SCHMALENSEE, 2005).

Essa evolução dos meios de pagamento além de demonstrar a importância da inovação e da tecnologia na busca por soluções mais eficientes e seguras para as transações

¹O Sistema Financeiro Nacional (SFN) é um conjunto de instituições, normas e instrumentos que regulam e supervisionam o sistema financeiro de um país. No Brasil, o SFN é composto por diversas entidades, como o Banco Central, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) e a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC), entre outras.

financeiras ao longo do tempo, também reflete a necessidade de adaptação às demandas da sociedade e do mercado, impulsionando o desenvolvimento de novos instrumentos financeiros e sistemas eletrônicos de pagamento.

3.1.1 Estrutura do mercado de pagamentos

Para Evans e Schmalensee (2005), o mercado de pagamentos opera em uma estrutura de dois lados, onde um lado atende os portadores de cartões e o outro, os comerciantes. Essa configuração envolve grupos de agentes interdependentes, conectados por um intermediário. Para que o modelo seja eficaz, são necessários três elementos essenciais: dois grupos distintos de consumidores, benefícios resultantes da conexão ou coordenação desses grupos e um intermediário responsável por facilitar essa interligação ou coordenação das demandas entre eles.

Para Junior e Junior (2019), neste mercado, existem diversos agentes que desempenham papéis específicos para garantir o funcionamento adequado das transações financeiras. Abaixo, estão definidos e explicados os principais agentes do mercado de pagamentos:

1. **Emissores:** São instituições financeiras responsáveis por emitir os cartões de pagamento e se relacionar com os titulares (portadores) desses cartões. Os emissores são responsáveis por disponibilizar os meios de pagamento aos consumidores e garantir a segurança das transações.
2. **Titulares dos cartões:** São as pessoas físicas ou jurídicas em benefício de quem os cartões de pagamento foram emitidos. Os titulares utilizam os cartões para realizar compras, saques e outras transações financeiras, seguindo as regras estabelecidas pelos emissores.
3. **Estabelecimentos comerciais:** São os locais onde as transações comerciais são realizadas, como lojas, restaurantes, postos de gasolina, entre outros. Os estabelecimentos comerciais aceitam pagamentos por meio de cartões de crédito, débito ou outras formas eletrônicas, facilitando as compras dos consumidores.
4. **Credenciadoras:** As credenciadoras desempenham papel fundamental no mercado de pagamentos. Elas são responsáveis por estabelecer e manter o relacionamento com os estabelecimentos comerciais, permitindo que aceitem cartões de crédito e débito como forma de pagamento. Além disso, as credenciadoras podem oferecer serviços de antecipação de valores das faturas de compras parceladas pelos estabelecimentos, contribuindo para a gestão financeira dos negócios. Elas também cobram

taxas de desconto sobre o valor das transações realizadas, o que representa uma forma de remuneração pelos serviços prestados. As credenciadoras desempenham papel crucial na rede de pagamentos, capturando as transações financeiras, transmitindo informações para os instituidores de arranjos de pagamento e participando do processo de liquidação das operações, garantindo a eficiência e a segurança das transações realizadas no mercado de pagamentos eletrônicos. Em resumo, as credenciadoras são peças-chave na cadeia de pagamentos, facilitando a aceitação de cartões, antecipando valores, cobrando taxas e contribuindo para o funcionamento adequado do mercado de pagamentos.

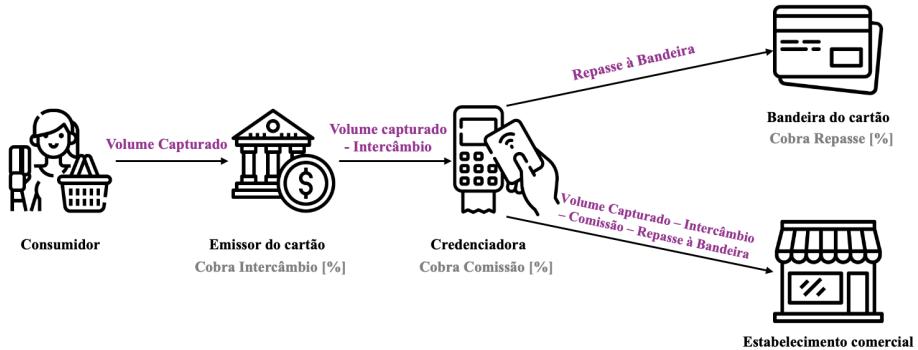
5. **Bandeiras de cartões:** As bandeiras de cartões, como Visa, Mastercard e Elo, desempenham papel crucial no mercado de pagamentos, pois são responsáveis por estabelecer as regras e padrões para a emissão e aceitação dos cartões de crédito e débito. Elas atuam como intermediárias entre os emissores e os adquirentes e estabelecem as diretrizes para a operação dos cartões, incluindo a segurança, a interoperabilidade e as taxas de intercâmbio.

Para traduzir em termos financeiros e entender o funcionamento de transações entre os agentes listados acima, um exemplo de transação em débito será contextualizado. O fluxo de capital se inicia com um consumidor que realiza um pagamento em débito por um produto ou serviço adquirido de um estabelecimento comercial através de uma máquina de cartões. A este montante transacionado, neste caso em débito, adota-se o conceito de volume capturado, ou seja, é o total de capital transacionado em uma operação de compra ou venda, sem dedução, até o momento, de nenhuma taxa.

Após o pagamento, o volume capturado é direcionado ao emissor do cartão que cobra uma taxa sobre este valor, o Intercâmbio. Em seguida, este capital (volume capturado deduzido do Intercâmbio) fica em posse da credenciadora, como a EA, que, por sua vez, cobra uma taxa de Comissão e repassa algum percentual do volume capturado à bandeira do cartão que gerou a transação. Por fim, o estabelecimento comercial recebe o volume capturado da venda em débito realizada deduzido do valor do Intercâmbio, da taxa de Comissão e do repasse à bandeira.

Este fluxo de capital envolvido na transação exemplificada pode ser resumido pela Figura 2.

Figura 2: Transação em uma máquina de cartão



Fonte: Elaborado pela autora

No caso de um pagamento feito em cartão de crédito, o fluxo da transação seria o mesmo mostrado na Figura 2. A grande diferença entre as modalidades de pagamento está no prazo de recebimento do montante devido a cada um dos agentes envolvidos. No caso do débito, a captura do valor é instantânea, o valor sai da conta do consumidor imediatamente e o estabelecimento comercial recebe o volume capturado deduzido de intercâmbio, repasse à bandeira e comissão tão pronto quanto a credenciadora opere a transação. No caso do pagamento realizado em modalidade crédito, o fluxo de capital só de fato tem seu início quando o consumidor paga a fatura ou o boleto para o emissor de seu cartão de crédito.

3.1.2 Evolução histórica do setor de adquirência brasileiro

A Diners Club foi a bandeira pioneira em cartões no Brasil. Na década de 1960, a empresa lançou o primeiro cartão, mas foi apenas em 1990 que o meio de pagamento tornou-se mais popular. Nos anos 70, a bandeira Visa iniciou suas atividades no Brasil seguida pela Mastercard, movimento que deu início à expansão e estabilização do mercado de cartões brasileiro que hoje movimenta trilhões de reais anualmente (PEREZ; BRUSCHI, 2018).

Apesar da expansão do setor, até 2010, o mercado brasileiro de cartões era caracterizado por um duopólio envolvendo Visa e Mastercard, devido a um acordo de exclusividade com apenas uma adquirente: Visanet (atual Cielo), comandada pelo Banco do Brasil e Bradesco, apenas aceitava em suas maquininhas cartões da bandeira Visa e a Rede, do Itaú, somente Mastercard. Juntas, essas bandeiras concentravam mais de 90% das transa-

ções de crédito e 80% das transações de débito no país naquela época (PEREZ; BRUSCHI, 2018).

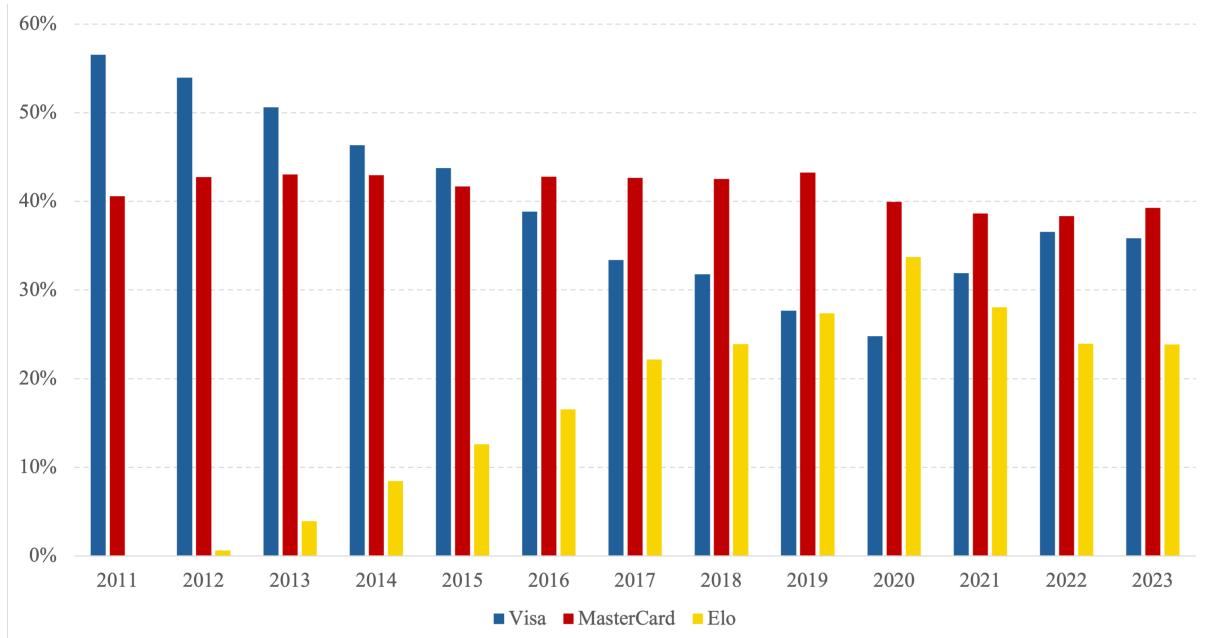
Ou seja, até 2010, os lojistas que aceitavam cartão de crédito ou débito como forma de pagamento, se quisessem transacionar através de cartões da bandeira Mastercard, deveriam ter máquinas de cartões da Rede e no caso da Visa, eles estariam obrigados a contratar as operações da Cielo.

Segundo o BCB (2010), uma vez que no setor de credenciamento de 2010, cada bandeira estava associada a um único credenciador, existiam monopólios de credenciamento para a Cielo (antiga Visanet) e a Rede. Além disso, não havia interoperabilidade nos serviços de rede, recursos que englobam a captura e o processamento das transações entre os agentes, então os sistemas das duas adquirentes eram incomunicáveis entre si e não havia troca de dados.

Essa estrutura elevava os preços e criava barreiras à entrada no mercado, atuando como importante inibidor da concorrência. Por isso, autoridades brasileiras reconheceram a exclusividade mantida entre credenciadoras e bandeiras como um dos principais problemas desse mercado. Nesse sentido, em julho de 2010, ocorreu a ruptura do modelo de monoadquirência. A partir de então, tanto a Visanet quanto a Redecard, atuais Cielo e Rede, respectivamente, começaram a credenciar ambas as bandeiras, enquanto a Visa e a Mastercard passaram a ser incorporadas ao portfólio de múltiplas credenciadoras (CADE, 2019).

Atualmente, no mercado de cartões, as bandeiras Visa e Mastercard seguem liderando o segmento, o que mudou na dinâmica desde o fim do duopólio foi o surgimento da bandeira Elo. Segundo o CADE (2019), a Visa perdeu participação como resultado do fim do acordo de exclusividade entre a Visanet e a Visa. Os principais emissores da bandeira Visa, o Banco do Brasil e o Bradesco, lançaram a Elo em 2011 e compensaram a perda de *market share* da Visa nesta época. Essa movimentação fica clara pela Figura 3, que mostra a participação da Elo crescendo em detrimento da Visa.

Figura 3: Evolução do Market Share da Elo, MasterCard e Visa em transações de débito



Fonte: Adaptado de Banco Central

Para o mercado de adquirência, o fim do duopólio entre Rede e Visanet alterou de forma ainda mais significativa a dinâmica competitiva com a entrada de novos agentes.

Foi neste contexto que surgiram as *fintechs* e por terem custo de operação menor quando comparado às credenciadoras “tradicionais” (Cielo, antiga Visanet, e Rede, por exemplo), foram capazes de ofertar preços mais competitivos, o que possibilitou crescimento acelerado no setor (PRUDENCIO, 2020). Cielo e Rede, por exemplo, que ainda detinham juntas mais de 70% em 2018, 5 anos depois, em 2023, já representavam menos da metade do setor em volume capturado. Essa parcela de participação foi conquistada pelos novos entrantes do mercado.

Companhias como GetNet, Stone e PagSeguro expandiram suas atividades neste cenário com taxas mais baixas e focando suas operações em inovação e busca por mercados pouco explorados até então. Este movimento ficou amplamente conhecido como a “guerra das maquininhas”, basicamente uma competição de preços que começou por volta de 2013 e se intensificou até 2018, quando os concorrentes delimitavam suas estratégias de precificação a partir da proposta apresentada pela concorrência (PRUDENCIO, 2020).

Garber e Nakane (2015) discutem que, após o fim do período de duopólio, a dinâmica de tarifas se alterou significativamente, inclusive a taxa de intercâmbio paga às bandeiras dos cartões. Antes da quebra da exclusividade, as taxas de intercâmbio no Brasil eram

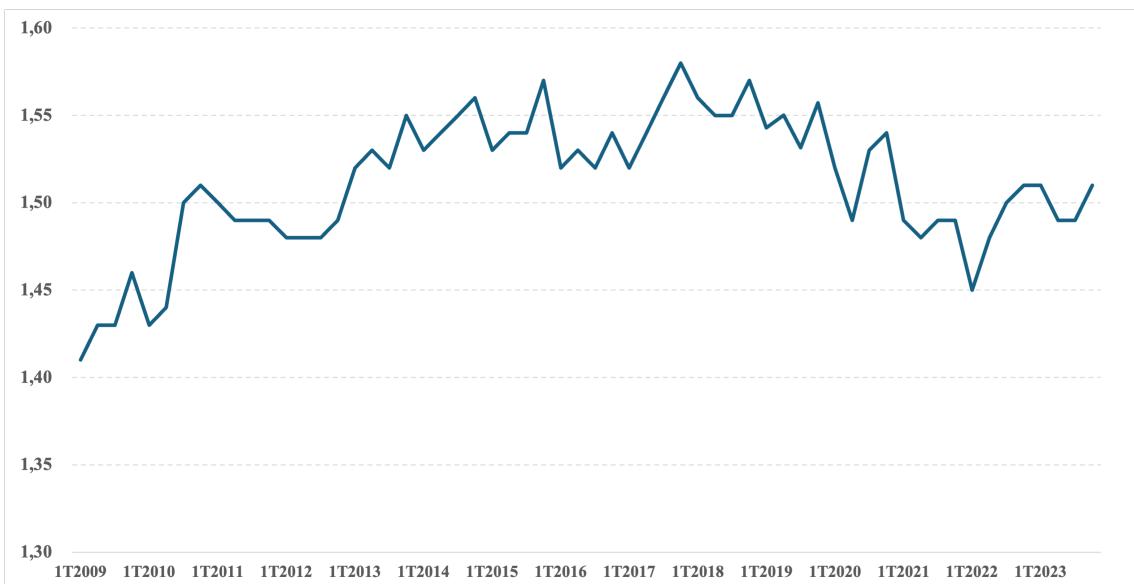
estabelecidas a níveis internacionais, o que foi criticado por autoridades como o Banco Central do Brasil.

Essa alteração ocorreu porque, com a inserção de mais agentes no mercado, o ambiente competitivo permitiu maior flexibilidade nas taxas de intercâmbio e nas tarifas cobradas dos comerciantes (comissão), resultando em potencial redução de custos e mais opções de oferta para os lojistas (GARBER; NAKANE, 2015).

Sobre a dinâmica de preços que influenciam o mercado de adquirência, a taxa de intercâmbio cobrada pelos emissores de cartões teve aumento relevante após fim do duopólio entre Visa e Mastercard. Segundo, Perez e Bruschi (2018), em meados de 2008, a taxa de intercâmbio oscilava nos patamares de 1,3% e em 2016, já com a entrada de novos competidores no mercado, a tarifa cobrada pelos emissores de cartões atingia patamares de 1,5% para a modalidade de cartões de crédito Básico.

Esse salto de patamar fica evidente na Figura 4. No primeiro trimestre de 2010, por exemplo, a taxa de intercâmbio cobrada pelos emissores de cartões de crédito na modalidade básica era menor do que 1,45%. Já em 2018, durante a “guerra das maquininhas”, a taxa já assumia valores acima de 1,55%, retomando patamares mais baixos após o período de disputa acirrada de preços.

Figura 4: Evolução da taxa de intercâmbio de cartão de crédito na modalidade Básico [%]



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB)

Já no débito, o intercâmbio apresentou uma redução expressiva em 2018 de aproxi-

madamente -0,20%, como fica evidente na Figura 5, devido ao estabelecimento de um limite para a tarifa de intercâmbio nesta modalidade de transação pelo Banco Central. No primeiro trimestre de 2023, mais uma vez, através da Resolução 246, o BCB (2022) estabeleceu limites máximos para a Taxa de Intercâmbio (ITC). Segundo a Resolução, o limite máximo da ITC é de 0,5% para transações com cartões de débito e de 0,7% para transações com cartões pré-pagos. Os impactos dessa medida ficam evidentes na Figura 5.

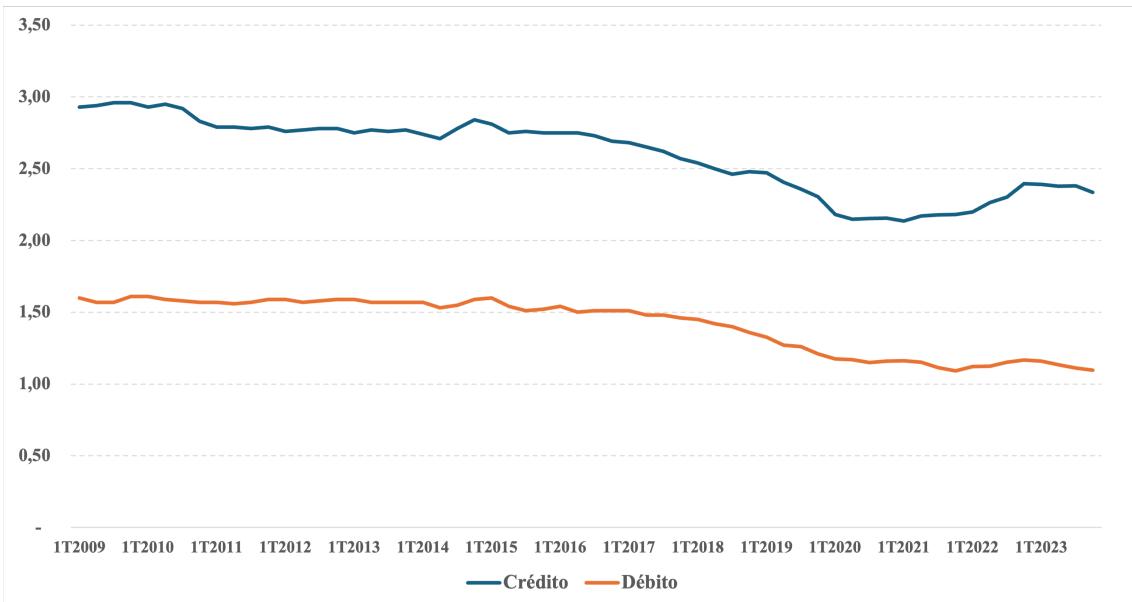
Figura 5: Evolução da taxa de intercâmbio média de cartão de débito [%]



Fonte: BCB

A disputa de preços durante o período da “guerra das maquininhas” também afetou a própria taxa de comissão cobrada pelas adquirentes. A taxa de desconto médio do mercado em 2008 passou de 2,9% em transações em cartões de crédito para 2,7% em 2016. Apesar da variação média não atingir patamares chamativos, existe uma distância considerável entre os competidores com maiores e menores preços no setor. Além disso, por se tratar de uma indústria que movimenta bilhões de reais por mês, pequenas variações percentuais representam impacto importante no segmento (PEREZ; BRUSCHI, 2018).

Figura 6: Evolução da taxa de desconto média do mercado brasileiro [%]

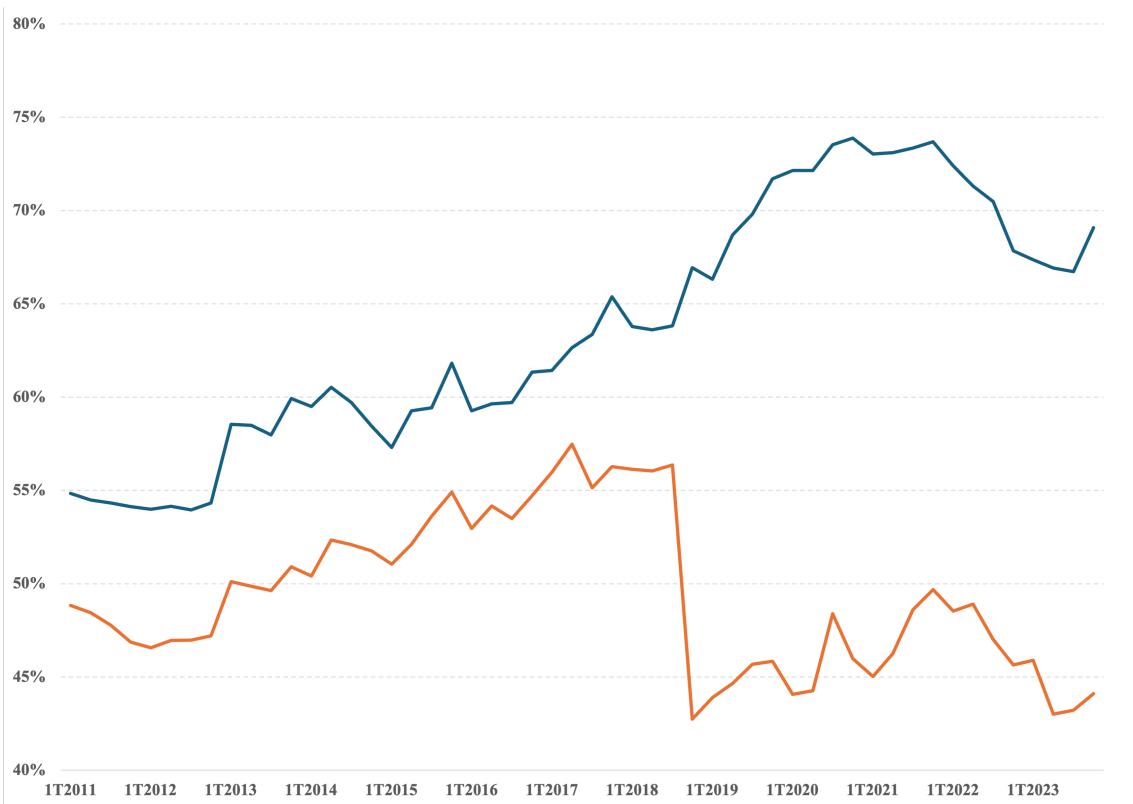


Fonte: BCB

Para Perez e Bruschi (2018), como *mark-up*² parcial do setor, é possível adotar a razão entre as taxas de intercâmbio e de desconto (taxa de comissão cobrada pelas empresas adquirentes), dado que a primeira é componente fundamental dos custos de uma empresa deste ramo e a taxa de comissão refere-se à principal fonte de receita para uma adquirente. Logo, esse indicador representa a margem de geração de receita das adquirentes sobre um dos seus principais custos, o intercâmbio, e reflete o poder de precificação dos adquirentes. Perez e Bruschi (2018) defendem que o aumento substancial deste indicador nos últimos anos, como mostra a Figura 7, foi influenciado pela maior concorrência entre as empresas credenciadoras desde o fim do duopólio entre Cielo e Rede, dada a redução de preços das adquirentes, mostrada na Figura 6.

²O *mark-up* é um índice utilizado para determinar o preço de determinados produtos e serviços. Essencialmente, ele indica a diferença entre o preço de venda e o custo de produção de um produto ou mercadoria

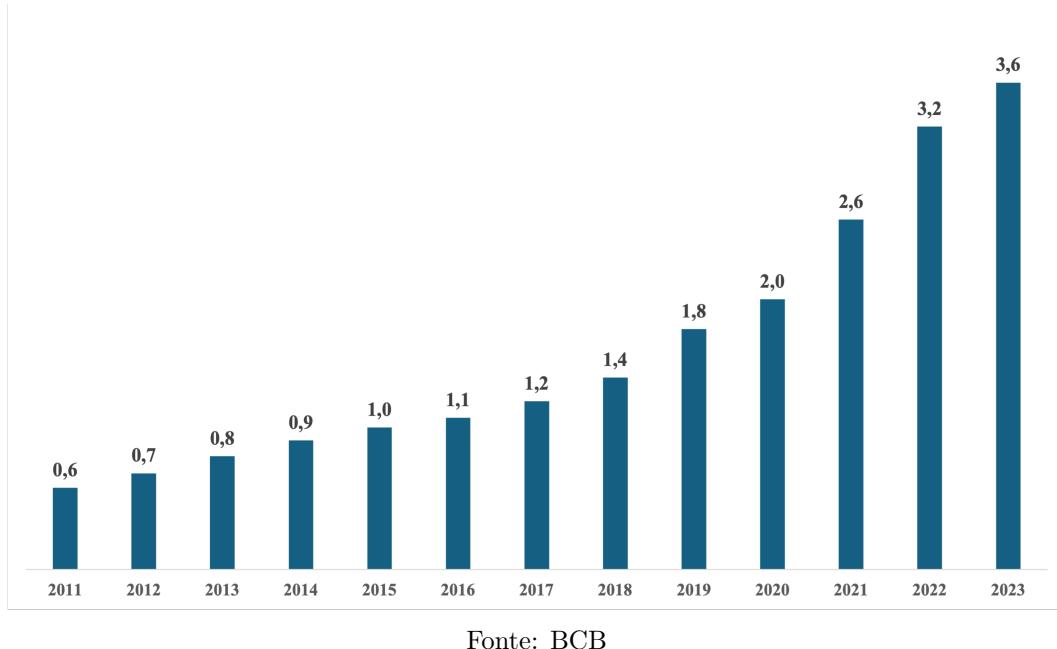
Figura 7: Relação entre a taxa de intercâmbio e taxa de comissão [%]



Fonte: BCB

Mesmo com o Pix, o mercado de cartões apresenta crescimento acelerado nos últimos anos, como mostra a Figura 8. Até 2018, o volume transacionado em cartões no Brasil cresceu em média 13% ao ano. No entanto, a partir de 2019, o crescimento se deu de forma mais acelerada e até 2023, o setor cresceu em média 21% ano contra ano, totalizando R\$ 3,6 trilhões de reais transacionados em 2023 em operações domésticas no Brasil, sendo 65% deste montante apenas em cartões de crédito.

Figura 8: Faturamento de cartões em transações domésticas no Brasil [Trilhões R\$]



Fonte: BCB

3.1.2.1 Digitalização da economia brasileira e Pix

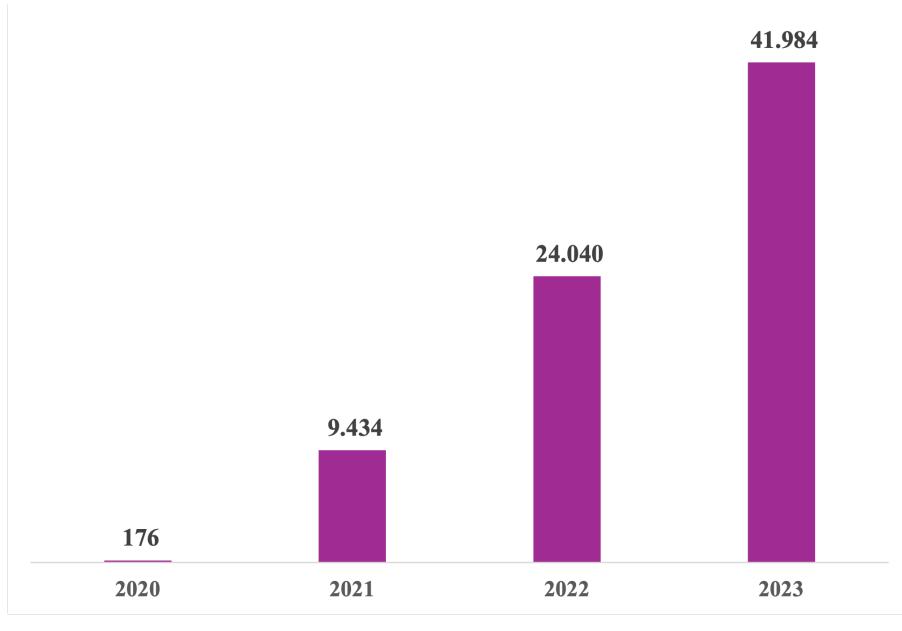
No contexto atual, o mercado de pagamentos, especialmente em relação à dinâmica das adquirentes no Brasil, continua bastante competitivo, com um componente crescente e bem significativo, a digitalização da economia, que incrementou o mercado de credenciadoras com a necessidade latente de inovação. A “guerra das maquininhas” transformou a indústria em um setor cada vez menos rentável, uma vez que as companhias passaram a operar com margens mais baixas. Especialistas do setor defendem que a partir de então, as adquirentes começaram a se diferenciar pela tecnologia que ofereciam. Assim, após esse período de conquista de clientes por preço, surgiram iniciativas como antecipação de recebíveis, pagamento por aproximação (conhecido pela sigla NFC), por link e por QR Code, por exemplo.

O Banco Central do Brasil (2023) aponta como fatores cruciais para a evolução rápida da economia brasileira em direção à digitalização dos meios de pagamento, as inovações tecnológicas; a introdução do Pix ao mercado brasileiro; e as medidas de isolamento social durante a pandemia de Covid-19. Sobre o segundo ponto, o crescimento expressivo do Pix, a partir de sua introdução no mercado, reduziu a participação dos demais meios de pagamento e de transferências na quantidade total de transações financeiras dentro do ecossistema de pagamentos no Brasil.

A Figura 9 evidencia a rápida aceleração do crescimento do Pix desde sua implemen-

tação em 2020. Em 2023, a quantidade de transações realizadas por Pix foi 75% superior à de 2022, o que demonstra a crescente inserção desse meio de pagamento na economia e nos hábitos de consumo dos brasileiros. Esse fenômeno transformou a operação das empresas do setor de adquirência, levando grandes agentes da indústria a incorporar o pagamento por Pix em suas maquininhas, ilustrando uma das inovações impulsionadas pelo aumento da competitividade no setor.

Figura 9: Quantidade de transações do Pix [Milhões]

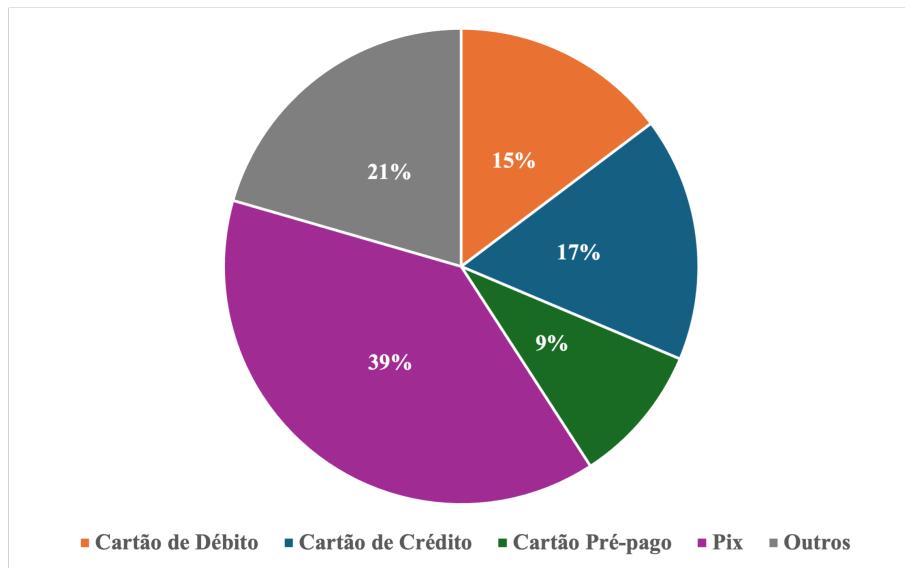


Fonte: BCB

A Figura 10 apresenta a composição atual das modalidades de pagamento³ no Brasil, representando a participação de cada uma no total de transações em 2023. Considerando que o Pix foi introduzido em 2020, é bastante significativo que, já em 2023, ele detenha a maior fatia de mercado, com 39%, superando tanto os métodos de pagamento via maquininhas de cartão quanto as transferências bancárias tradicionais, como TED e DOC.

³A categoria “Outros” inclui cheque, Débito Direto, DOC/TEC, TED, boleto, transferência interbancária, crédito direto e convênios

Figura 10: *Market Share* por método de pagamento [%]



Fonte: BCB

Segundo o Instituto Propague (2023), entre 2022 e 2023, a modalidade Pix P2B⁴ atingiu aproximadamente 13,5% do volume total transacionado no mercado em março de 2023, em detrimento da participação da modalidade boleto, por exemplo.

Esse cenário tornou de extrema importância que as adquirentes inovassem e não ficassem restritas a apenas aceitarem cartões como forma de pagamento. Atualmente, maquininhas da PagSeguro, Stone, Safrapay, Cielo e Rede oferecem a modalidade Pix para os seus clientes.

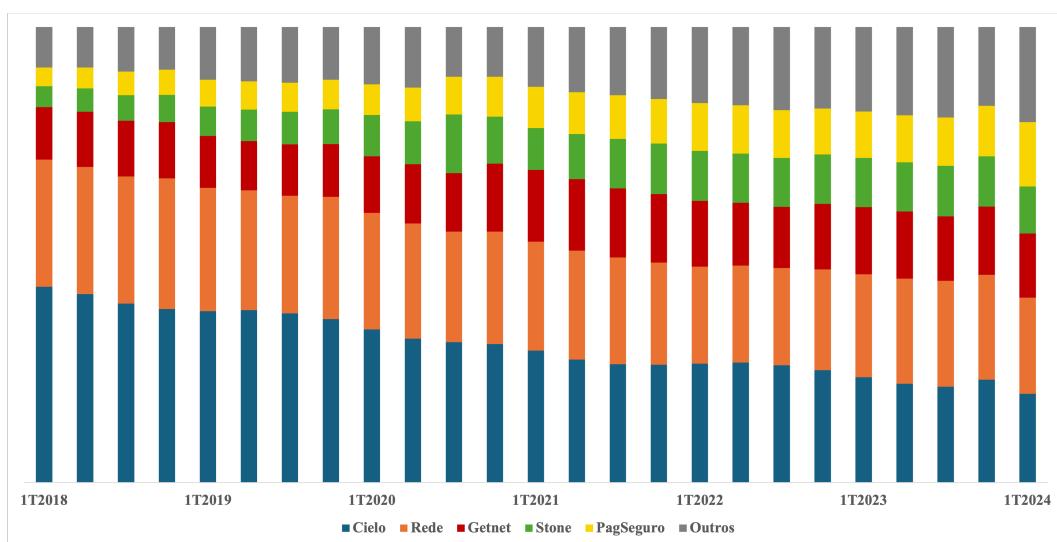
3.1.2.2 Análise dos principais adquirentes

O mercado de adquirência caminha para uma nova dinâmica. De um lado, estão as empresas de capital fechado controladas por bancos, com flexibilidade para oferecer preços mais baixos e soluções de *banking*, atraentes aos clientes pela praticidade e segurança dos serviços de grandes instituições financeiras. Do outro lado, encontram-se as empresas que operam sem o respaldo de um banco. Independentemente do nível de integração com instituições financeiras, o setor enfrenta desafios. Para as empresas vinculadas a bancos, há a necessidade de gerar sinergias eficazes entre empresas de setores distintos. Já os competidores independentes precisam atender à crescente demanda por soluções atrativas, com preços suficientemente competitivos para equilibrar o mercado.

⁴P2B é a sigla para “*peer-to-business*” e refere-se a um modelo de transações financeiras ou comerciais onde indivíduos fazem negócios, neste caso, transferências, diretamente com empresas

Atualmente, embora Cielo e Rede não dominem mais o mercado como faziam até 2010, quando operavam em regime de duopólio, elas continuam sendo líderes do setor. Esse protagonismo se deve ao histórico de exclusividade que construiu uma ampla rede de distribuição e clientes, além do suporte de grandes instituições bancárias — Banco do Brasil e Bradesco no caso da Cielo, e Itaú no da Rede — o que oferece uma vantagem competitiva e amplia os respectivos alcances nacionais. Contudo, a Figura 11 mostra que ambas, especialmente a Cielo, perderam participação de mercado para três outras adquirentes: GetNet, Stone e PagSeguro nos últimos anos.

Figura 11: *Market Share* do mercado de adquirência



Fonte: Genial Investimentos (2024) e balanços das empresas

A GetNet tem aumentado *Market Share* desde que entrou no mercado. A empresa foi criada em 2003, sendo a primeira adquirência a surgir no contexto do duopólio. Inicialmente, a empresa focava em soluções de pagamento eletrônico e, ao longo dos anos, expandiu sua atuação para se tornar uma das principais fornecedoras de tecnologia de pagamento no país, até se tornar uma subsidiária do grupo Santander. Em termos de estratégia, a GetNet se assemelha a Cielo e Rede pelas semelhanças em público alvo, a companhia atende tanto pequenos comerciantes quanto grandes empresas.

Em contrapartida, a Stone e a PagSeguro surgiram mais focadas em pequenos e médios empreendedores, segmento que não era o principal alvo de conquista das outras adquirentes da época.

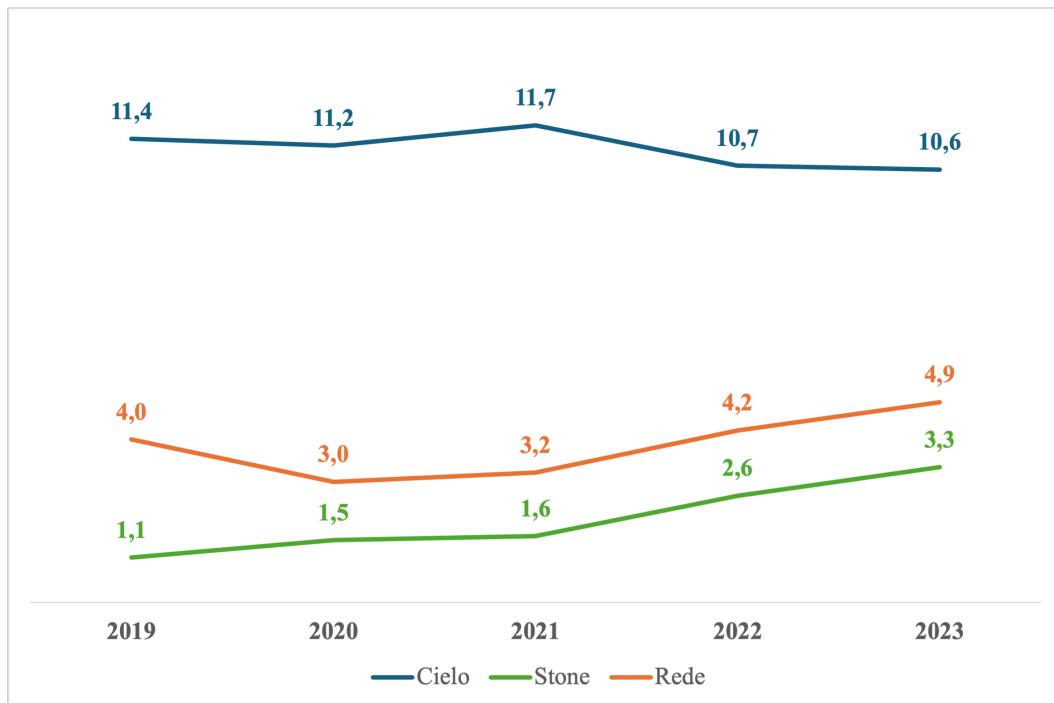
A Stone, fundada em 2012, é uma *fintech* criada com o objetivo de desafiar os grandes *players* do mercado de adquirência no Brasil. Sua estratégia de entrada destacou-se pelo atendimento ao cliente diferenciado e pela proximidade com pequenos e médios comer-

ciantes. Inicialmente focada na adquirência, a companhia tem ampliado sua atuação ao incorporar soluções bancárias ao seu portfólio. Entre os serviços oferecidos, destaca-se uma conta digital completa, que permite aos clientes realizar operações como transferências, pagamentos e o recebimento de vendas diretamente na conta.

Por fim, a PagSeguro é uma *fintech* brasileira fundada em 2006 como subsidiária do UOL, especializada em soluções de pagamento eletrônico e serviços financeiros. Como mostra a Figura 11, sua participação de mercado cresceu aceleradamente desde 2018, impulsionada pelo modelo de negócio da empresa. A PagSeguro se destaca pelas maquininhas de cartão sem mensalidade e pelo PagBank, uma conta digital que permite realizar pagamentos, transferências e acessar diversos serviços financeiros. Ao oferecer soluções acessíveis para comerciantes, a PagSeguro busca ampliar sua base de clientes, com o objetivo de democratizar o acesso aos serviços financeiros.

Diante da apresentação do mercado, é importante destacar a dinâmica competitiva entre os principais agentes para compreender as principais fontes de receita e os segmentos de atuação no setor de adquirência. Para fins de comparação, foram selecionadas três empresas de relevância em participação de mercado e histórico financeiro. Dessas, duas têm capital aberto nos anos analisados, enquanto a terceira, a Rede, fechou capital em 2012 e atualmente opera sob o controle do Itaú. As empresas comparadas neste estudo são: Cielo, Rede e Stone.

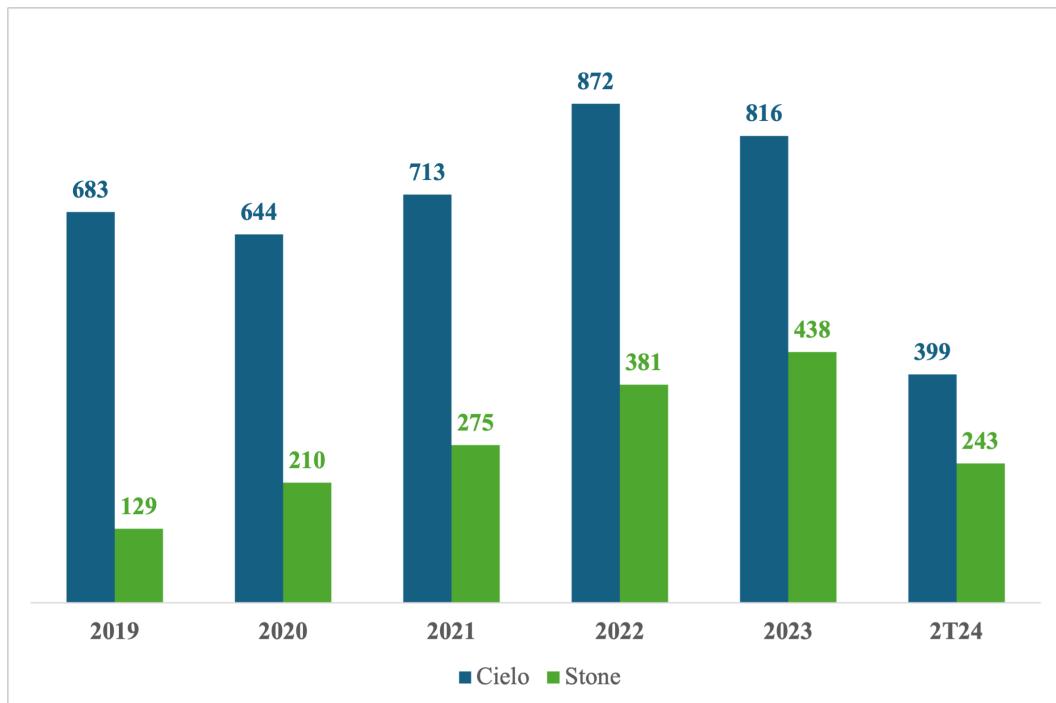
Figura 12: Receita Líquida de Prestação de Serviço [Bilhões R\$]



Fonte: Relatórios anuais das empresas

Pelo Gráfico 12, fica evidente que em números absolutos, a receita de prestação de serviço da Cielo assume patamares superiores aos indicadores dos outros concorrentes. No entanto, em termos de crescimento da receita em 2023 versus 2019, a Cielo reduziu em -7%. Por sua vez, Rede e Stone cresceram, respectivamente, 23% e 200%. O crescimento chamativo da Stone se deve em partes, ao perfil da empresa. A Stone é uma *fintech* criada com foco no oferecimento de soluções de adquirência para os micros, pequenos e médios empreendedores e entrou no mercado em 2012 com preços agressivos e foco divergente das grandes adquirentes. A alta da linha de receita líquida de prestação de serviços está relacionada ao crescimento do Volume Total de Pagamentos (TPV), do inglês *Total Payment Volume*.

Figura 13: TPV [Bilhões R\$]



Fonte: Relatórios anuais das empresas

A Figura 13 apresenta o volume total processado pelas adquirentes Cielo e Stone nos últimos anos. Os dados da Rede não foram incluídos, pois a empresa não está listada na B3 e, consequentemente, não divulga seus resultados operacionais. Observa-se que, enquanto o TPV da Stone registra crescimento consistente ano a ano, o da Cielo apresentou uma redução de 6% em 2023. Segundo os últimos relatórios de resultados divulgados pela companhia, um dos fatores apontados por analistas de mercado para a queda tanto na receita quanto no TPV é a perda de clientes em sua base ativa — ou seja, a diminuição no número de clientes que transacionaram nas máquinas da adquirente no período analisado. No segundo trimestre de 2024, a companhia reportou uma queda de quase 20% no número de clientes ativos em comparação ao mesmo período de 2023.

4 APRESENTAÇÃO DA EMPRESA

A EA, tema deste trabalho, é uma das maiores empresas do setor de tecnologia de pagamentos eletrônicos na América Latina e oferece ampla gama de serviços financeiros voltados para comerciantes e consumidores. Ela é amplamente reconhecida por suas soluções que facilitam transações com cartões de crédito, débito e outras formas de pagamento digital, sendo essencial para o funcionamento de diversos tipos de negócios.

Controlada por grandes instituições financeiras, essa companhia busca constantemente inovar e se manter competitiva em um setor que vem passando por transformações relevantes com o surgimento de novas *fintechs* e soluções digitais.

A EA manteve seu posicionamento como uma das líderes do setor mesmo com as distintas fases enfrentadas pelas empresas deste ramo e atualmente, é avaliada em mais de R\$ 5 bilhões em valor de mercado. No entanto, a companhia vem perdendo participação no setor e seu negócio está sendo fragilizado por instituições de pagamentos e outras empresas de adquirência que tem capital fechado e complementam a estratégia das instituições financeiras que as operam no relacionamento com clientes PJ, por exemplo.

Apesar da atividade principal da empresa ter sido, desde seu surgimento, operações com adquirência, dado o contexto da “guerra das maquininhas”, a empresa se viu obrigada a diversificar seu portfólio de produtos e passou a investir em crescimento inorgânico para além do setor de maquininhas em uma tentativa de não ceder aos preços reduzidos da concorrência. Essa estratégia não apresentou o sucesso esperado e neste contexto, a companhia passou por um período de reestruturação interna e reavaliou sua estratégia principal.

A EA apresenta quatro principais linhas de produtos e fontes de receitas, os serviços de adquirência, antecipação de recebíveis, *E-Commerce* e serviços gerenciais e transacionais. Quanto aos custos, os principais envolvem os custos com os serviços de adquirência, como o intercâmbio pago aos emissores e a taxa paga às bandeiras de cartões, o custo de captação de capital para o financiamento dos produtos de prazo e despesas com folha de pagamento

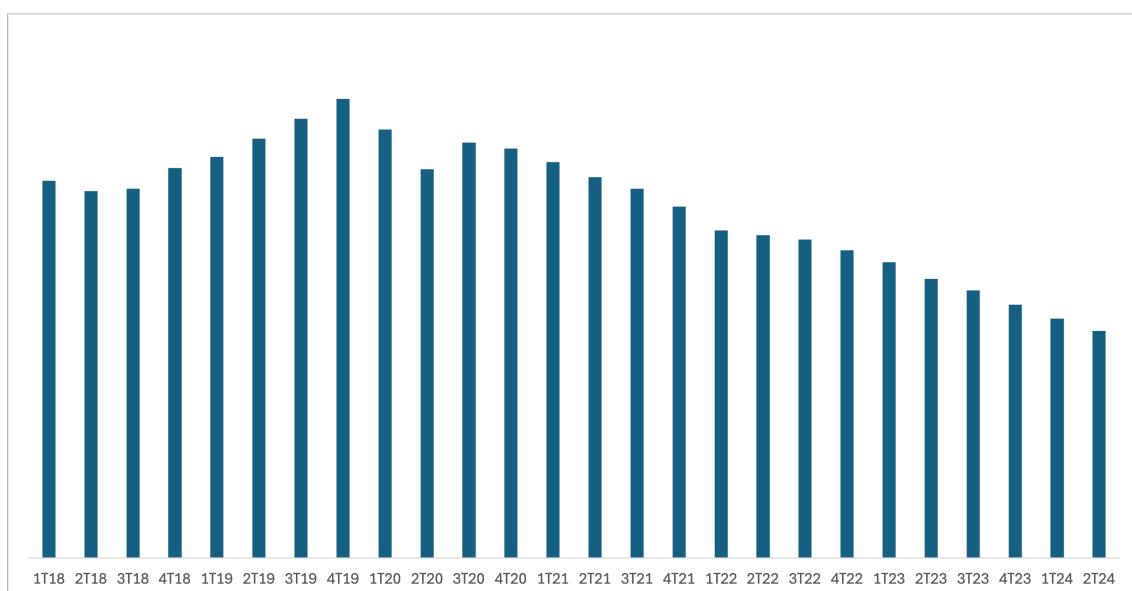
dos funcionários.

4.1 Estratégia da EA

A estratégia da empresa EA foca em três principais pilares para manter sua posição de liderança no mercado de pagamentos no Brasil e proporcionar retorno aos seus acionistas:

- Diversificação de produtos e serviços: A EA tem ampliado seu portfólio de produtos e serviços para atender a diferentes demandas dos clientes. Esse portfólio inclui soluções voltadas para agregar valor aos estabelecimentos credenciados, visando responder às necessidades do mercado.
- Agilidade no atendimento ao cliente: A EA implementou melhorias em sua eficiência operacional, otimizando processos no time comercial e logístico. Por exemplo, o novo sistema integrado reduziu o tempo necessário para fechamento de contratos, eliminando a necessidade de múltiplas visitas aos clientes, como divulgado pela empresa.
- Precificação estratégica: A EA adota uma política de precificação que considera tanto a competitividade quanto a rentabilidade. Com base em pesquisas de mercado e análises internas, a empresa busca estabelecer preços que sejam atrativos para os clientes e sustentáveis para a operação.

Figura 14: Base ativa de clientes da EA



Fonte: Elaborado pela autora, com base em informações públicas da EA

A Figura 14 aponta o que os analistas de mercado e a própria EA defendem como principal ofensor da perda de participação em *market-share* da empresa, a redução drástica da base ativa de clientes. O segundo trimestre de 2024 indicou queda de 40% nos clientes ativos na companhia, ou seja, que transacionam algum volume financeiro em maquininhas da EA, em comparação com o mesmo período em 2021.

Alinhado ao segundo pilar das estratégias da empresa citados acima, a EA passou por um processo de aumento do time comercial no decorrer de 2023 e 2024, com dois principais objetivos: melhorar o atendimento para reter os clientes que já transacionam na empresa e ampliar a rede de afiliação de clientes. No entanto, a reversão da curva de queda da base ativa ainda não foi percebida, como mostra a Figura 14.

Um ponto relevante sobre a EA é sua estratégia de diversificação do portfólio de produtos, considerando o cenário competitivo e o histórico de intensa disputa por preços no setor de pagamentos. Para fomentar a inovação, a EA estabeleceu um *Hub* de Inovação, um espaço dedicado ao desenvolvimento de novas tecnologias e soluções para pagamentos e serviços financeiros. Esse *hub* adota o conceito de inovação aberta, promovendo colaborações com *startups*, empresas de tecnologia e instituições de pesquisa para explorar novas oportunidades no mercado.

Em resumo, essa iniciativa busca agregar valor nas linhas de produtos já existentes na companhia e que fazem parte da atividade essencial da empresa, mas também em produtos ainda não existentes no mercado e que desempenhariam o papel de vantagem competitiva frente aos demais agentes.

4.2 Principais atividades da EA

A EA pratica basicamente quatro atividades que representam as principais fontes de receita da empresa: os serviços de adquirência, os produtos de prazo, os serviços relacionais ao *E-Commerce* e outros serviços, os gerenciais e transacionais.

Além disso, a EA é a empresa controladora de uma companhia responsável pela gestão de pagamentos de um dos bancos controladores. Considerando a diferença de porte entre as empresas e o tema deste trabalho, a análise detalhada estará focada nas operações de adquirência. No entanto, mais adiante neste material, no Capítulo 6, será apresentado o modelo de cálculo do valor da EA, no qual as projeções para as operações de adquirência foram separadas das de gestão de pagamentos. Por isso, esta seção fornecerá um panorama geral sobre as atividades relacionadas à gestão de pagamentos também, no Item 4.2.5.

4.2.1 Serviços de adquirência

Para o entendimento das receitas geradas pelos serviços de adquirência, é válido detalhar o funcionamento da operação de pagamento, inicialmente apresentado no item 3.1.1. Quando um estabelecimento realiza uma venda, a transação é analisada pelo agente emissor, que, normalmente, é um banco. Nesta etapa, o valor total da venda já tem a dedução da taxa de intercâmbio. Em seguida, essa venda passa pela operação da bandeira do cartão no qual foi realizada a cobrança. Nesta etapa, a bandeira também cobra uma taxa e finalmente, o valor total da compra deduzido do intercâmbio e da taxa paga à bandeira, é capturado pela EA que, por sua vez, cobra uma comissão sobre a transação.

Supondo uma taxa de comissão fictícia de 5%, uma compra de R\$ 100 transacionada em uma máquina da EA em cartão de débito geraria receita de R\$ 5 para a companhia. No entanto, esse valor de R\$ 5 é a receita bruta, porque sobre ela desconta-se o intercâmbio e o repasse das bandeiras. Por isso, é importante entender o conceito de *Net MDR*.

Net Merchant Discount Rate (MDR) é a métrica usada no setor de pagamentos para indicar a taxa efetiva que uma empresa de pagamentos recebe após deduzir os custos de Intercâmbio de uma transação. Em português, a sigla MDR significa “Taxa de Desconto do Comerciante”. Basicamente, *Net MDR* representa a taxa de comissão líquida de intercâmbio, que compõe a principal linha de receita de uma companhia de adquirência, como a EA. O repasse para as bandeiras no Demonstrativo de Resultados de uma adquirente pode ser entendido como um custo, enquanto o valor referente ao Intercâmbio é considerado um redutor de receita.

A segunda linha de receita relevante para a EA referente a serviços de adquirência é o aluguel de POS (*Point of Sale*)¹. Em linhas gerais, a empresa cobra mensalmente um valor fixo de aluguel dos clientes que por sua vez, podem gerar ordens de manutenção, instalação e abastecimento de bobinas para a empresa. Essa dinâmica também representa uma importante linha de custos para a EA.

Em relação aos gastos da EA, é possível dividí-los em duas categorias, os gastos gerenciáveis e os não gerenciáveis. Os gastos gerenciáveis são aqueles que a empresa pode controlar diretamente e que não dependem do volume de transações, como despesas com folha de pagamento, marketing e administrativas.

Já os gastos não gerenciáveis estão fora do controle administrativo da adquirente e estão diretamente ligados ao volume transacionado, como os custos com tarifas de

¹POS (*Point of Sale*), do português, Ponto de Venda, é o sistema usado para realizar transações de pagamento, como maquininhas de cartão ou soluções *online*.

intercâmbio e *fee* das bandeiras. Essas tarifas são impostas por terceiros e incidem sobre o volume de operações.

Além disso, existem os gastos relacionados ao credenciamento, que também são não gerenciáveis, já que estão atrelados ao número de transações e credenciamentos, incluindo custos com canais de distribuição, processamento, manutenção e logística.

Em relação aos gastos mais representativos da companhia, é possível destacar os custos com as tarifas de intercâmbio e *fee* de bandeira, custos de logística e manutenção e gastos relacionados à captura, processamento e liquidação de transação da EA.

4.2.2 Antecipação de Recebíveis

No funcionamento tradicional de uma operação de pagamento com cartão, o estabelecimento comercial recebe o montante já descontado da comissão cobrada pela adquirente (deduzido de taxa de intercâmbio e *fee* bandeira) usualmente, após 28 dias, prazo que pode variar conforme a modalidade de pagamento adotada na transação.

Sobre esse desfasamento entre o tempo de realização da venda com o momento de recebimento por parte do estabelecimento comercial, as empresas adquirentes identificaram uma oportunidade para geração de receita. Foram criadas algumas variações de produtos de prazo ou antecipação de recebíveis para agilizar o recebimento do vendedor, uma vez que a EA está antecipando os valores a receber de seu cliente.

A EA oferece soluções que permitem aos lojistas receberem o valor das vendas com cartões de forma mais rápida e adaptada às suas necessidades financeiras. Por exemplo, ao realizar vendas parceladas, o comerciante pode optar por receber o valor total da venda à vista, ao invés de aguardar o pagamento das parcelas ao longo do tempo, em troca do pagamento de uma taxa, que garante ao lojista maior liquidez.

Outra possibilidade é reduzir o tempo de espera para o recebimento de vendas realizadas com cartão de crédito à vista, que normalmente seriam pagas em 28 dias. A EA possibilita que o comerciante receba o valor da venda no dia seguinte, por exemplo, o que é especialmente útil para negócios que precisam de capital de giro de forma ágil.

Existem, até o momento deste trabalho, duas vertentes de produtos de prazo na EA. Na primeira, o cliente contrata o adiantamento de seus recebíveis por assinatura, ou seja, toda venda que ele realiza em crédito até o cancelamento dessa ferramenta, será antecipada em um a dois dias úteis. Na segunda modalidade, o cliente contrata o produto e antecipa uma única vez seus direitos de recebimento pendentes no momento da contratação.

A geração de receita é simples, além do cliente pagar o MDR para a EA, ele também é cobrado por uma taxa de antecipação sobre todo o volume antecipado. Na ótica da adquirente, os dois produtos se diferem em relação à previsibilidade da entrada de receita, uma vez que na primeira modalidade de antecipação, onde o cliente antecipa todos os seus recebíveis até que cancele a contratação, a precificação pode ser feita de maneira mais assertiva. Em contrapartida, a segunda modalidade ocorre de maneira mais pontual e imprevisível.

Em relação aos gastos incumbidos no oferecimento de produtos de prazo de uma adquirente, o custo mais representativo é o de captação para financiar as operações de antecipação. Sobre as possibilidades para financiamento, a EA optou pela captação de recursos através de Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC).

Um FIDC compra recebíveis de empresas, garantindo o recebimento imediato do pagamento. Para a EA, que antecipa seus recebíveis com um FIDC, isso significa obter liquidez rápida, melhorar o fluxo de caixa, liberar capital de giro e potencialmente reduzir o custo de capital, além de permitir que a empresa se concentre mais em suas atividades principais, enquanto o fundo lida com a gestão dos recebíveis. Assim, a EA retira o capital conforme a demanda por antecipação.

Com isso, a receita gerada através deste segmento de produtos de prazo é calculada pela diferença entre a taxa de antecipação aplicada sobre o volume de crédito antecipado e o custo de captação do FIDC, que está diretamente relacionado ao Certificado de Depósito Interbancário (CDI). Por isso, em momentos de alta na taxa básica de juros do Brasil, espera-se a redução da rentabilidade neste segmento no cenário em que a taxa cobrada para antecipar as parcelas dos clientes esteja mantida.

4.2.3 Operações no *E-Commerce*

Segundo a ABEC (2023), em 2023, R\$ 830 bilhões foram transacionados em compras remotas com cartões no Brasil, dados que registram um crescimento de 13% versus o ano anterior. Para contextualizar os valores, no mesmo ano, do volume total transacionado em cartões no país foi de, aproximadamente, R\$ 4 trilhões, com crescimento de 10% em relação à 2022, ou seja, a modalidade de venda com cartões *online* cresceu acima do mercado de cartões em 2023.

Por isso, se faz de extrema importância a inserção de empresas de adquirência nos negócios que operam *online*, com vendas através de *E-Commerce*. As atividades de *E-*

Commerce na EA não são as principais da companhia e apesar de estarem ganhando relevância, não representam hoje uma linha significativa no lucro da empresa.

Os produtos estão relacionados ao comércio *online* e a EA fica responsável por possibilitar que uma venda na internet possa ser efetuada com cartões ou Pix de maneira segura. Assim, são quatro os principais serviços oferecidos, que variam de acordo com a necessidade e o porte do cliente que os contrata:

- **Provedor de Serviços de Pagamento (PSP):** Solução que conecta lojas aos principais meios de pagamento, simplificando o processo de compras e proporcionando uma experiência de consumo moderna e ágil
- **Interface de Programação e Aplicação (API):** Uma solução de pagamento completa, com integração flexível e modular, garantindo alta conversão e segurança nas transações
- **Checkout:** Conecta o site do cliente com uma página de pagamento, agregando diversos serviços. Permite vendas em redes sociais, e-mail, WhatsApp ou integradas ao sistema do lojista, com personalização da página e sistema antifraude integrado
- **Link de Pagamento:** Ideal para clientes que desejam vender online sem necessidade de um site, possibilitando vendas via redes sociais, e-mail, WhatsApp ou integrado ao sistema, com opções de customização, antifraude e cálculo de frete integrados, além de suporte para serviços de recorrência

PSP (do inglês, *Payment Service Provider*) é um provedor de serviços de pagamento que atua como intermediário entre comerciantes e diferentes métodos de pagamento, como cartões de crédito e de débito. Ele facilita o processamento de pagamentos *online*, permitindo que lojas ou plataformas aceitem uma ampla variedade de opções de pagamento de forma segura. O produto simplifica o processo de integração dos comerciantes aos sistemas de pagamento, verificando a disponibilidade de fundos, autorizando pagamentos e garantindo a segurança por meio de medidas como antifraude.

A solução mais avançada de *e-commerce* da EA é a de API, que permite aos clientes personalizarem a página de pagamentos em seus sites. Ela oferece uma integração fácil com diferentes linguagens de programação, facilitada por códigos fornecidos pela própria ferramenta.

Entre os recursos disponíveis, estão funcionalidades como a recompra sem precisar inserir os dados novamente e a renovação automática de assinaturas, cobrando o cliente

de forma recorrente sem intervenção manual por parte do *e-commerce*.

O Checkout se adequa à clientes com portes maiores, ou seja, que transacionam volumes em patamares altos na modalidade *online*. Normalmente, esse segmento de clientes já possui sua página de vendas na *internet* e sua necessidade é uma página de pagamento robusta que anteceda o fechamento da transação. Trata-se da solução que integra o site próprio da empresa com a finalização do pagamento.

O Link de Pagamento, por sua vez, é uma solução mais procurada por pequenos empreendedores, onde a cobrança do seu serviço pode ser realizada através de um *link* que direciona para uma página de pagamentos na internet. Esse serviço é buscado por negócios de portes menores que ainda não possuem um *site* robusto e por isso, ofertam seus produtos através de redes sociais, por exemplo.

4.2.4 Demais Serviços

Além dos serviços já descritos, a EA também oferece alguns produtos além do *core business* de adquirência. O principal serviço gerencial da EA é um índice calculado pela equipe de Dados da EA acerca do varejo brasileiro, obtido a partir dos indicadores próprios da companhia.

A EA enxergou uma oportunidade de inteligência de mercado na quantidade de dados operados e vasta cobertura do território nacional, podendo gerar valor para uso interno e externo. Nessa linha, um dos produtos gerenciais oferecidos aos clientes é uma ferramenta disponibilizada na própria interface de acompanhamento das vendas, que permite ao dono do estabelecimento entender o posicionamento de seu negócio frente aos demais do mesmo *cluster*, que considera porte, região e setor, por exemplo. Essa ferramenta não se limita ao acompanhamento de mercado, o produto também faz uma análise de faturamento, frequência de vendas, *ticket* médio da venda e sazonalidade.

Por fim, a EA também oferece alguns produtos adicionais e nesta categoria o destaque é o Pix.

Segundo Banco Central do Brasil (2023), o valor total transacionado em Pix na modalidade P2B em agosto de 2024 foi de mais de R\$ 230 milhões, o que representa um crescimento de 56% sobre o mesmo período em 2023. Por isso, as adquirentes se viraram no cenário de necessidade de adaptação de seus serviços à essa nova modalidade de pagamento.

No caso da EA, o serviço de Pix é adicional aos já mencionados neste trabalho e uma

taxa diferente é contratada por transação no Pix. Basicamente, o funcionamento é o de uma solução de pagamento instantâneo integrada diretamente ao sistema de recebimento dos lojistas. Quando o comerciante adota essa solução, ele pode oferecer o Pix como opção de pagamento no *e-commerce* ou lojas físicas, além dos tradicionais pagamentos por cartões de crédito, débito e pré-pago. O sistema gera um *QR Code* dinâmico para cada transação ou permite o uso de uma chave Pix, facilitando o pagamento pelo cliente. Assim que o cliente realiza o pagamento pelo aplicativo do banco ou carteira digital, o valor é transferido imediatamente para a conta do comerciante, que recebe a confirmação em tempo real. A principal vantagem desse sistema é a facilidade da integração com a já adotada plataforma de recebimento do comerciante e a segurança na transação.

Além deste produto, é possível citar também o conversor de moedas oferecido pela EA. Essa ferramenta permite a cobrança em diferentes moedas e a companhia cobra uma tarifa adicional para realizar a conversão imediata do valor transacionado.

4.2.5 Emissão de cartões e gestão de pagamento

A EA controla uma *joint-venture*² com mais de 5 anos de atuação no ramo de emissão de cartões e gestão das contas de pagamento de um dos bancos controladores da EA.

A controlada da EA é uma empresa de tecnologia focada em soluções de pagamento, especializada na administração e processamento de transações eletrônicas. Sua principal parceria envolve uma grande instituição financeira, para a qual ela gerencia um arranjo de pagamentos robusto, processando milhões de transações diariamente. Isso inclui a gestão de cartões de crédito e débito, permitindo que consumidores e comerciantes realizem pagamentos de forma eficiente e segura.

A maior parte das receitas da controlada vem das taxas de processamento de transações. A cada compra feita com cartões sob sua gestão, a empresa recebe uma porcentagem por viabilizar a operação, ou seja, uma taxa é cobrada sobre o volume capturado total do arranjo de cartões. Além disso, ela também obtém receitas através da administração dos programas de cartões, que abrangem desde a emissão e gestão de contas até serviços adicionais, como sistemas de fidelidade e segurança antifraude.

Os custos da controlada estão principalmente relacionados ao desenvolvimento e manutenção de suas plataformas tecnológicas. Isso inclui a infraestrutura para processar grandes volumes de transações de maneira ágil, além de investimentos em inovação para

²Uma *joint-venture* é uma parceria entre duas ou mais empresas que se unem para alcançar um objetivo comum, como um projeto específico ou a exploração de um novo mercado.

se manter competitiva no setor. Outros custos importantes estão associados a serviços regulatórios e de conformidade, uma vez que a empresa opera dentro de um sistema financeiro altamente regulamentado.

O setor em que a controlada atua é caracterizado por uma rápida evolução tecnológica e pelo aumento das transações digitais, o que não o distancia tanto da lógica de funcionamento do mercado de adquirência. Como já mencionado, o mercado de pagamentos está cada vez mais voltado para soluções eletrônicas, impulsionado pelo avanço do *E-Commerce* e pela digitalização dos serviços financeiros. As margens de lucro podem ser pressionadas pela concorrência intensa e pela necessidade de inovação constante, mas o crescimento das transações digitais continua a expandir o mercado. A controlada da EA, por sua forte parceria com uma grande instituição financeira e sua infraestrutura tecnológica complexa, tem uma posição estratégica no setor, podendo se beneficiar do crescimento do uso de meios eletrônicos de pagamento.

5 OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES DA EA

5.1 Histórico da EA

Atualmente, analistas do mercado de adquirência defendem que o setor de maquininhas deve passar por uma reconfiguração. De um lado, estarão as empresas ligadas a bancos, que possuem capital fechado e maior capacidade para oferecer preços competitivos. Do outro, estarão as empresas concorrentes do setor. Enquanto os grandes conglomerados enfrentam o desafio de integrar diferentes sistemas, as companhias independentes precisam criar serviços bancários atrativos para conquistar clientes (Infomoney, 2023).

A integração entre serviços de adquirência e produtos bancários é muito discutida e pode ser entendida de diversas maneiras no mercado de maquininhas. A Rede, por exemplo, foi retirada da Bolsa de Valores pelo Itaú e atualmente, a companhia têm maior flexibilidade para ofertar produtos bancários em seu portfólio, além de ter maior acesso à clientes, já que o banco tem vasto alcance dentro do país.

O PagBank, atual conglomerado das empresas PagSeguro e PagBank, adotou um posicionamento distinto e em 2019, lançou um banco digital, após a aquisição do Banco Brasileiro de Negócios para assim, atender os usuários das maquininhas da PagSeguro (Infomoney, 2023).

O ponto que converge neste cenário competitivo é a busca por oferecimento de produtos integrados e completos na tentativa de obter maior liberdade no portfólio à venda. Quando a integração é realizada com uma grande instituição financeira, existem desafios na criação de sinergia e manutenção da autonomia da adquirente, mas a companhia pode assumir uma vantagem competitiva pela liberdade de ter seus resultados absorvidos assim podendo ofertar preços mais agressivos, por exemplo. Segundo a análise de Infomoney (2023), as operações de uma adquirente se tornaram uma ferramenta bancária.

A EA é uma empresa de capital aberto até o início da elaboração deste trabalho, apesar de ser comandada por grandes instituições financeiras. Por essa particularidade, ela se insere em uma dinâmica distinta de seus competidores, uma vez que tem bancos como seus controladores, mas não faz parte da organização bancária, o que pode indicar menor aptidão em ofertar preços mais baixos e soluções integradas, por exemplo.

A abertura de capital da EA foi um evento relevante para o mercado financeiro brasileiro. Até então, a empresa já desempenhava papel central no processamento de pagamentos com cartões de crédito e débito. Com a Oferta Pública Inicial (IPO)¹, a EA conseguiu levantar mais de R\$ 5 bilhões, o que fez da operação uma das maiores da história da B3 até aquele momento. O grande volume de capital captado refletia o forte interesse dos investidores, tanto nacionais quanto internacionais, em participar do crescimento da empresa, que já era vista como um agente estratégico no setor financeiro.

O preço por ação foi fixado em mais de R\$ 10 e a demanda demonstrou o apetite do mercado por empresas ligadas à tecnologia e à prestação de serviços financeiros. Para a EA, o IPO significou não apenas um influxo de recursos financeiros, mas também a oportunidade de expandir suas operações, investir em novas tecnologias e afirmar a liderança em um setor que iniciava um processo de transformação junto com entrada de novos agentes.

5.2 Contextualização da OPA

Em 2024, os controladores da EA lançaram uma OPA para converter o registro da companhia de capital aberto da categoria “A” para a categoria “B” e remover a empresa do Novo Mercado, o segmento mais elevado de governança corporativa da B3. Essa movimentação estratégica visava alterar a estrutura de capital e flexibilizar as regras de governança impostas pelo Novo Mercado, o que permitiria uma maior liberdade de gestão pelos controladores e redução de custos associados à listagem no Segmento mais exigente da Bolsa.

O processo de conversão de registro dependia da adesão de mais de dois terços dos acionistas minoritários, excluindo as ações dos controladores e seus vinculados. Contudo, para que a EA saísse do Novo Mercado, bastava a aceitação de um terço dos acionistas detentores das ações em circulação, o que oferecia uma chance significativa de a OPA ser bem-sucedida mesmo sem atingir o quórum máximo exigido para a conversão de registro.

¹IPO (*Initial Public Offering*) é o processo pelo qual uma empresa privada vende suas ações ao público pela primeira vez, tornando-se uma empresa de capital aberto e ser listada na Bolsa de Valores.

Caso o quórum para a conversão de registro não fosse atingido, os ofertantes poderiam desistir da OPA para conversão de registro, mas continuar com a OPA para saída do Novo Mercado, migrando para o Segmento Básico da B3, desde que o quórum para saída fosse cumprido.

Inicialmente, o preço oferecido, de R\$ 5,35 por ação, gerou insatisfação entre os investidores minoritários, levando um grupo com mais de 10% das ações a questionar a avaliação. Isso suspendeu o processo junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), resultando na necessidade de um novo laudo de avaliação. Diante dessa pressão, os controladores aumentaram a oferta para R\$ 5,60, ajustado pelo CDI até a data do final efetivo do processo, o leilão, o que acabou sendo aceito pela maioria dos acionistas minoritários. O novo laudo de avaliação, solicitado para revisão do valor ofertado, foi rejeitado, abrindo caminho para a conclusão da OPA.

Em meados de 2024, os controladores da EA adquiriram mais de 700 milhões de ações a um preço ajustado de R\$ 5,82 por ação, totalizando uma transação superior a R\$ 4 bilhões. Esse volume foi suficiente para viabilizar o fechamento de capital da companhia, resultando na exclusão das ações da EA do Novo Mercado. Após a conclusão integral da operação, os controladores passarão a deter mais de 90% do capital social da empresa. Os acionistas que optaram por não participar do leilão ainda terão a possibilidade de negociar suas ações diretamente com os ofertantes até a conversão definitiva do registro da companhia.

Essa operação reflete um movimento cada vez mais comum de empresas que buscam retirar suas ações da Bolsa para ganhar maior autonomia na gestão, especialmente em um ambiente econômico e regulatório desafiador. Além disso, o fechamento de capital pode ser uma estratégia para evitar a volatilidade de mercado e buscar uma reorganização estratégica fora das obrigações de explicação de resultados públicos.

6 AVALIAÇÃO ECONÔMICO-FINANCEIRA DA EA

O método utilizado para avaliar a EA neste trabalho é o de Fluxo de Caixa Descontado. Como parte fundamental da elaboração do modelo, serão explicadas as premissas utilizadas para as projeções dos demonstrativos financeiros da empresa.

A companhia cujas ações receberam oferta de seus controladores é, na realidade, um grupo empresarial composto por um braço de adquirência, cujas atividades foram descritas no Capítulo 4 deste estudo, que controla, por sua vez, uma empresa responsável pela gestão de pagamentos de um dos bancos controladores e pela emissão de cartões dele, como explicado no Item 4.2.5. Em virtude da complexidade das receitas da EA e da diferença de representatividade no balanço consolidado da companhia, as projeções foram realizadas separadamente com premissas distintas, que serão explicadas a seguir. Apesar disso, a avaliação da empresa foi feita de maneira consolidada para os dois negócios e seus resultados serão expostos de forma conjunta também.

Para este trabalho, foram projetados os fluxos de caixas futuros de 2024 até 2028 que estão considerando a data base de 31 de dezembro dos respectivos anos. O valor presente, por sua vez, considera o início de 2024, na data de 01 de janeiro de 2024.

Para a modelagem financeira da EA, algumas premissas foram adotadas para fins de simplificação. Uma delas é de que o valor destinado ao reinvestimento em ativos imobiliizados e intangíveis da empresa será igual ao impacto da depreciação contábil, este ponto implica que a depreciação e amortização somadas terão o mesmo valor do CAPEX. Esta simplificação foi adotada porque a EA já se encontra em um estado avançado de maturidade e por isso, pode-se assumir que a empresa já possui uma infraestrutura robusta que não precisa passar por processos de expansão como nos estágios iniciais. Assim, é possível assumir que a empresa está renovando seus ativos à medida que eles se depreciam, sem aumentar significativamente a base de ativos. Essa estratégia é usada para manter o valor dos ativos da empresa sem um crescimento excessivo ou novos investimentos agressivos. O capital gasto em reposição de ativos é compensado pela depreciação, mantendo a base

de ativos da empresa estável.

Outra premissa adotada é de que o imposto sobre o lucro da EA é o imposto de renda e contribuição social, que totalizam 34%.

Além disso, dada a sensibilidade do tema, apesar dos dados utilizados serem exclusivamente públicos, os valores projetados apresentados neste relatório foram multiplicados por uma constante contida no intervalo entre 0,1 e 10 escolhida arbitrariamente unicamente para fins de demonstração neste relatório. Os cálculos do modelo em si foram realizados com as informações divulgadas publicamente pela companhia.

6.1 Premissas macroeconômicas

Para o desenvolvimento deste modelo, foram adotadas premissas econômicas realistas que refletem o cenário macroeconômico esperado ao longo do período projetado. Assim, foram utilizados como referência os indicadores divulgados pelo Banco Central do Brasil (2024) no Relatório de Mercado Focus do dia 09 de setembro de 2024, que reúne projeções de analistas de mercado e especialistas.

Os principais indicadores considerados são:

- Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA): A principal medida de inflação no Brasil, utilizada para ajustar as projeções de receitas e despesas, garantindo que os valores nominais refletem as condições econômicas esperadas para os anos projetados.
- Produto Interno Bruto (PIB): A estimativa de crescimento econômico, fundamental para prever a evolução do mercado e as oportunidades de crescimento da empresa no médio e longo prazo.
- Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic): A taxa básica de juros, que influencia diretamente o custo de captação de recursos, sendo um fator importante para a avaliação do custo de capital.
- Certificado de Depósito Interbancário (CDI): Título de renda fixa utilizado no mercado financeiro brasileiro, especificamente em transações entre bancos. Ele representa empréstimos de curtíssimo prazo (normalmente de 1 a 30 dias) entre instituições financeiras, com a finalidade de regular a liquidez do sistema bancário.

Essas variáveis foram adotadas como parâmetros para diferentes linhas de receitas e custos das projeções, que serão descritas a diante neste trabalho, para que o modelo reflita as expectativas de mercado de forma objetiva. As projeções até 2027 tiveram como referência o Relatório Focus e para 2028, foram mantidas as premissas de 2027. O CDI utilizado foi endereçado como a taxa Selic -0,1%. Os valores adotados estão expostos na Tabela 4 a seguir:

Tabela 4: Projeções Macroeconômicas (2024-2028)

Ano	IPCA (%)	PIB (%)	Selic (%)	CDI (%)
2024	4,30	2,68	11,25	11,15
2025	3,92	1,90	10,25	10,15
2026	3,60	2,00	9,50	9,40
2027	3,50	2,00	9,00	8,90
2028	3,50	2,00	9,00	8,90

Fonte: Banco Central do Brasil (2024)

6.2 Projeção do Lucro Operacional

6.2.1 Receita Operacional

As receitas operacionais da EA são, como descrito no Capítulo 4 deste trabalho, basicamente, receitas de adquirência, ou seja, receita de comissão líquida de intercâmbio, receita de aluguel e de serviços de *E-Commerce*. Por isso, neste trabalho, para a projeção da Receita Operacional foi adotada uma relação entre as receitas e o volume capturado (*Revenue Yield*).

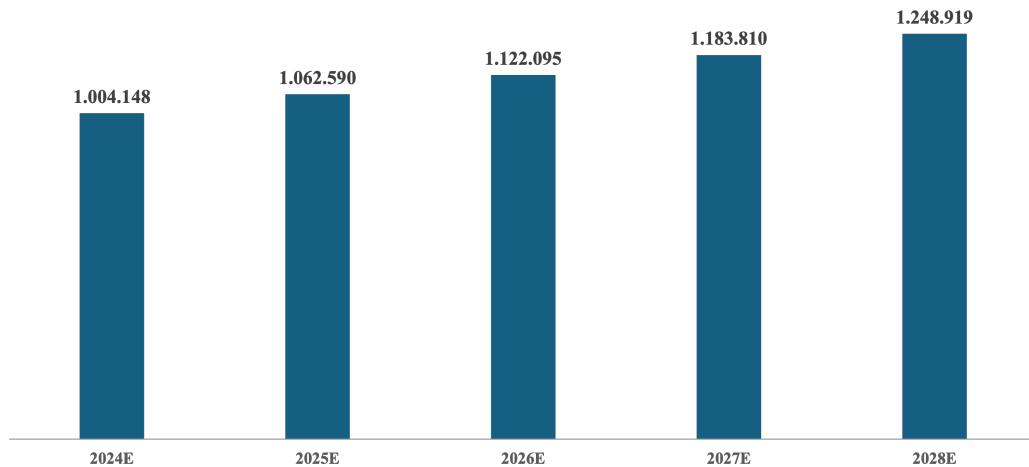
O negócio principal da EA é a facilitação de pagamentos eletrônicos, por isso, o volume financeiro capturado pela adquirente é componente crucial para as demais projeções, já que a principal fonte de receita da empresa, o *Net MDR*, é uma variável do volume.

Alguns fatores foram levados em consideração para a projeção desse indicador. A EA está perdendo participação dentro do mercado de cartões brasileiros nos últimos trimestres, ou seja, não está crescendo acima do mercado. Apesar disso, o último semestre divulgado, o primeiro de 2024, aponta para um crescimento *versus* o mesmo período no ano anterior.

Dessa forma, a projeção do volume financeiro capturado pela companhia baseia-se no

volume realizado em 2023, ajustado pela taxa de crescimento do PIB somada à inflação. Adicionalmente, foi adotada como premissa a manutenção do *mix* de produtos entre as modalidades crédito e débito. A Figura 15 apresenta o volume total projetado para a EA.

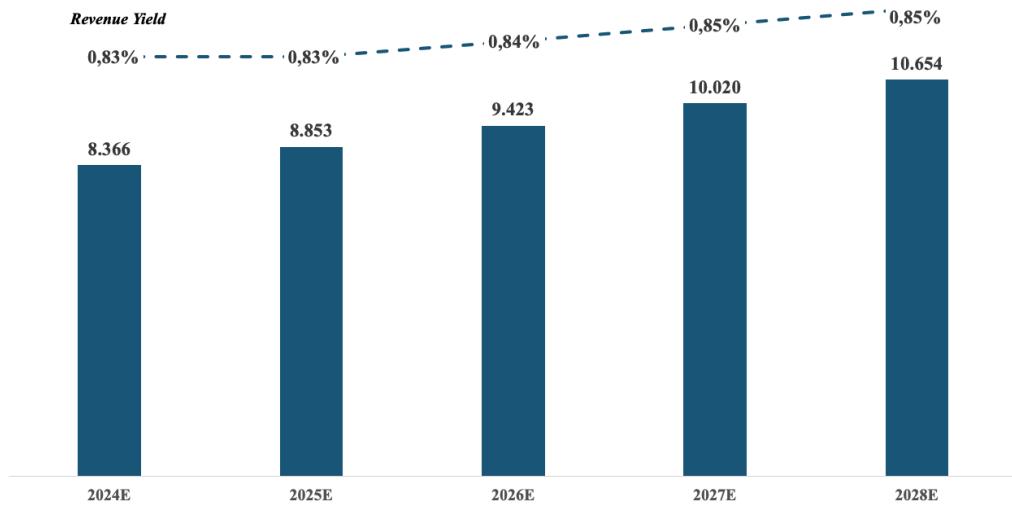
Figura 15: Projeção de volume financeiro [Milhões R\$]



Fonte: Elaborado pela autora

Os resultados até o segundo trimestre de 2024 indicam um *Revenue Yield* de 0,74% para a EA e de 1,02% para a unidade de gestão de pagamentos e emissão de cartões de um dos controladores da companhia. No caso da adquirente, esses níveis foram mantidos para o segundo semestre de 2024 e para todo o ano de 2025, refletindo o cenário competitivo desafiador. A partir de 2026, o *yield* projetado apresenta um incremento anual de 0,01 ponto percentual, atingindo 0,77% em 2028. Para as operações de gestão de pagamentos, o *yield* projetado permanece estável no patamar de 1,02% ao longo do período de 2024 a 2028, em linha com o realizado até junho de 2024.

Figura 16: Projeção de receita operacional líquida [Milhões R\$]



Fonte: Elaborado pela autora

A Figura 16 mostra a projeção de receita operacional líquida consolidada da empresa, considerando as atividades de adquirência e de gestão de pagamentos.

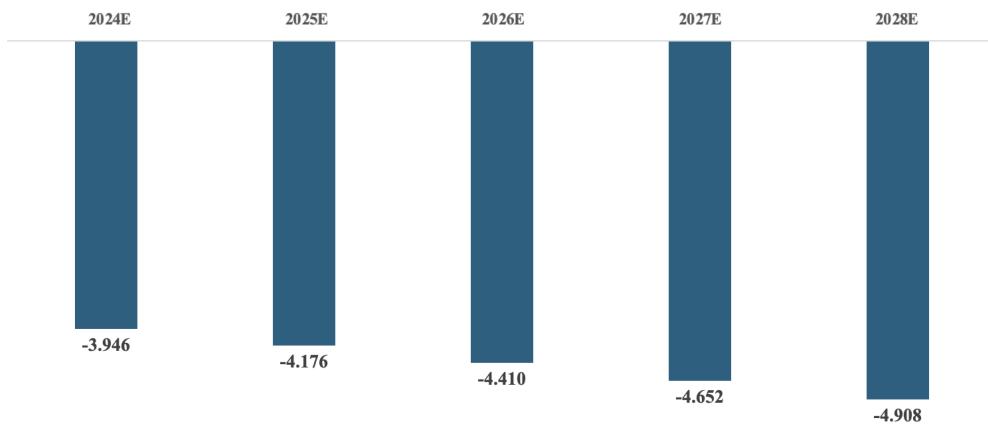
6.2.2 Custos e Despesas

6.2.2.1 Custos de Serviços Prestados

O setor de meios de pagamento se destaca por suas margens operacionais atrativas e por seu vasto volume de transações, características que favorecem a escalabilidade e permitem ajustar os custos marginais. Esse cenário torna o retorno sobre o capital investido um dos principais atrativos da indústria. Sob a ótica de custos, destacam-se, para a EA, aqueles relacionados à manutenção de sua plataforma operacional, essencial para garantir a segurança das transações, ao provisionamento das máquinas de POS, ao suporte dos recursos voltados para lojistas, ao atendimento ao cliente e aos serviços a eles oferecidos.

A relação entre estes custos sobre o volume financeiro total, tanto das operações de adquirência quanto de gestão de pagamentos manteve-se com pouca variação nos últimos três anos. Por isso, para a projeção, essa variável foi mantida. Para a projeção de 2024, a métrica foi ajustada com 2023 e o primeiro semestre já realizado e divulgado pela companhia. Para os demais anos, este indicador foi mantido constante em -0,39%.

Figura 17: Projeção dos custos de serviços prestados [Milhões R\$]



Fonte: Elaborado pela autora

6.2.2.2 Depreciação e Amortização

Para projetar a depreciação e amortização (D&A) da empresa, utilizou-se a relação entre o saldo depreciado e o valor do ativo imobilizado somado ao intangível. Desde 2019, essa relação manteve uma média de -2%, que foi aplicada como taxa constante nas projeções dos fluxos de caixa, ajustada conforme os dados realizados e divulgados do primeiro semestre de 2024.

A média de -2% dos últimos cinco anos indica que o valor depreciado e amortizado tem representado uma leve redução proporcional sobre o saldo desses ativos. Esse comportamento reflete o estágio de maturidade da empresa, que já passou pela fase de expansão acelerada, onde altos investimentos em imobilizado e intangível eram necessários para sustentar o crescimento.

Empresas maduras, como a EA, tendem a estabilizar seus níveis de investimento em ativos fixos e intangíveis, pois grande parte da infraestrutura para suas operações já está consolidada. Nesse estágio, novos investimentos são direcionados mais à manutenção e renovação do parque existente do que à expansão de capacidade. Como consequência, o volume de depreciação e amortização tende a superar o de novos investimentos, o que explica a taxa média negativa de -2% observada nos últimos anos.

Essa dinâmica reflete um modelo de operação mais estável e eficiente, onde os fluxos de caixa não estão tão pressionados por grandes aportes em capital de longo prazo.

6.2.2.3 Despesas Operacionais

Na projeção das despesas operacionais da EA, foram consideradas as principais categorias de custos recorrentes que impactam diretamente a operação de uma adquirente de grande porte. As despesas foram segmentadas em despesas de pessoal, despesas gerais e administrativas, e despesas de vendas e marketing, a fim de garantir uma estimativa realista. As demais despesas foram projetadas em uma visão consolidada devido à menor representatividade no balanço da empresa.

As despesas de pessoal refletem os custos com remuneração, benefícios e encargos trabalhistas, sendo projetadas com base no histórico recente e nas expectativas de crescimento ou redução de funcionários.

As despesas gerais e administrativas abrangem custos relacionados à operação cotidiana, como despesas com aluguel, tecnologia da informação, consultorias e outras infraestruturas. As projeções foram alinhadas à necessidade de eficiência operacional da empresa, mantendo a competitividade no setor de adquirência.

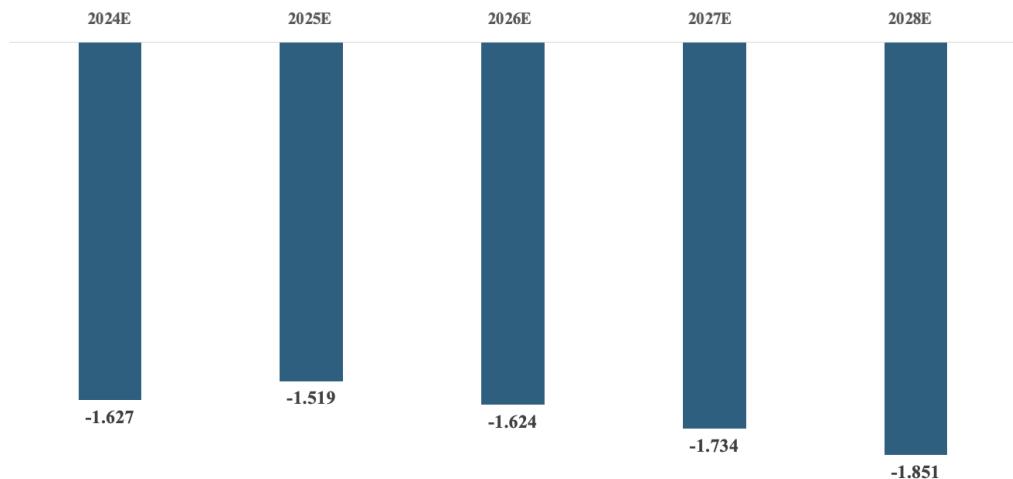
Por fim, as despesas de vendas e marketing foram projetadas com foco na continuidade das estratégias de captação e fidelização de clientes, fundamentais para o crescimento da base de comerciantes. Esses custos são projetados considerando uma estratégia de penetração de mercado e a manutenção do posicionamento da EA no setor.

Tanto para as operações de adquirência quanto para as de gestão de pagamentos, foram adotadas as mesmas premissas de projeção, dado que, nos últimos três anos, a relação entre as despesas e a receita operacional líquida apresentou um comportamento consistente.

Para o segundo semestre de 2024, a projeção dessa relação considerou a média de 2023 e do primeiro semestre de 2024, cujos resultados já foram realizados e divulgados pela empresa. Para os anos subsequentes, o *yield* de 2024 foi mantido constante, exceto para as despesas de pessoal das operações de adquirência, cuja projeção foi ajustada considerando a média da relação dessa linha com a receita operacional líquida dos anos de 2022 e 2023. Isso ocorreu porque o aumento das despesas de pessoal em 2024 reflete um maior investimento da empresa em expansão comercial, conforme amplamente comunicado nos resultados divulgados.

Com isso, as projeções consideradas para as despesas operacionais estão expostas na Figura 18.

Figura 18: Projeção das despesas operacionais [Milhões R\$]

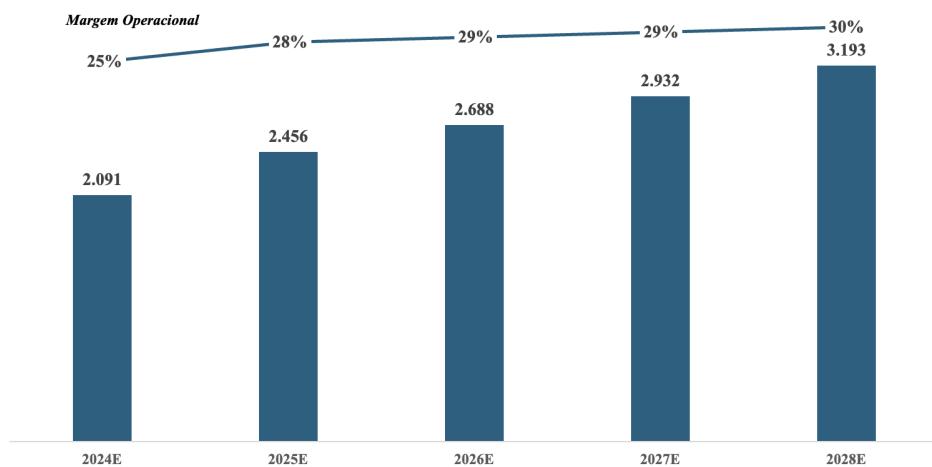


Fonte: Elaborado pela autora

6.2.3 Lucro Operacional

Por fim, com a aplicação de todas as premissas mencionadas, foi possível estimar o lucro operacional (EBIT) de forma assertiva para a empresa, refletindo o impacto das despesas projetadas e assegurando uma visão objetiva do desempenho operacional esperado da companhia. A projeção está exposta na Figura 19 e na Tabela 5.

Figura 19: Projeção do lucro operacional [Milhões R\$]



Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 5: Demonstração de Resultados projetada [Milhões R\$]

Métrica	2024	2025	2026	2027	2028
Receita Operacional Líquida	8.366	8.853	9.423	10.020	10.654
(-) Custos Operacionais e D&A	-4.648	-4.878	-5.111	-5.354	-5.610
(=) Lucro Bruto	3.718	3.975	4.312	4.666	5.044
(-) Despesas Operacionais	-1.627	-1.519	-1.624	-1.734	-1.851
(=) Lucro Operacional (EBIT)	2.091	2.456	2.688	2.932	3.193

Fonte: Elaborado pela autora.

6.3 Projeção da Receita Financeira

As receitas financeiras da EA, no contexto de uma adquirente, são compostas principalmente pela receita de antecipação de recebíveis (ARV) e outras receitas financeiras. A antecipação de recebíveis é a principal fonte de receita financeira, pois permite que os comerciantes recebam antecipadamente os valores de suas vendas a crédito, como detalhado no Item 4.2.2. Para viabilizar essa operação, a EA financia a antecipação através de FIDCs, que atuam como uma fonte essencial de liquidez. A adquirente, por sua vez, gera receita ao cobrar taxas sobre o valor antecipado, monetizando o risco e o capital envolvido.

As projeções dessas receitas consideram diversos fatores. A receita de ARV é influenciada pelo volume de transações processado pela adquirente e pelo saldo de ARV, que reflete o montante total de recebíveis antecipados pelos clientes. Além disso, a taxa aplicada nas operações de antecipação, que envolve o custo de captação via FIDCs, é um elemento chave, ditando o rendimento gerado para a EA a partir dos recebíveis antecipados.

Outras receitas financeiras incluem ganhos decorrentes de aplicações financeiras, juros sobre valores em contas a receber e outras fontes relacionadas à gestão de caixa.

Neste modelo, tanto as receitas financeiras quanto as de ARV foram projetadas com base no histórico recente da companhia, considerando ainda o cenário econômico atual e as perspectivas para o mercado de adquirência. As premissas para essas projeções serão detalhadas a seguir.

As receitas de ARV são consideradas financeiras porque resultam de uma operação de crédito, na qual a adquirente antecipa os valores devidos aos comerciantes cobrando uma taxa sobre essa antecipação, gerando assim um ganho financeiro sobre o capital adiantado. O uso dos FIDCs como instrumento de captação de recursos reduz o risco de liquidez para a EA, ao mesmo tempo que mantém a competitividade de suas ofertas de antecipação de recebíveis.

As receitas financeiras das operações de adquirência foram divididas para fins de modelagem entre antecipação de recebíveis e demais receitas financeiras. Esta última linha também foi projetada no balanço financeiro que contempla as operações de gestão de pagamentos do banco controlador seguindo a mesma lógica de crescer conforme a Selic anual.

Para a receita de antecipação de recebíveis líquida, a metodologia de projeção foi mais complexa. Como premissa, adotou-se a relação do saldo de ARV ao final de 2023 sobre o volume elegível à antecipações, ou seja, o volume total de crédito da EA, como constante para todos os anos das projeções. Além disso, o *spread*¹ da operação foi calculado com as taxas realizadas ao final de 2023 e mantido constante para os demais anos da projeção.

Com essas premissas, a receita financeira bruta deste produto foi projetada pela multiplicação entre o saldo de ARV do ano e a taxa efetiva, que é o *spread* adicionado ao CDI. Sobre a receita bruta descontou-se 4,65% de imposto, que representa os tributos de PIS² e Cofins³ que incidem sobre essa linha de receita de uma adquirente.

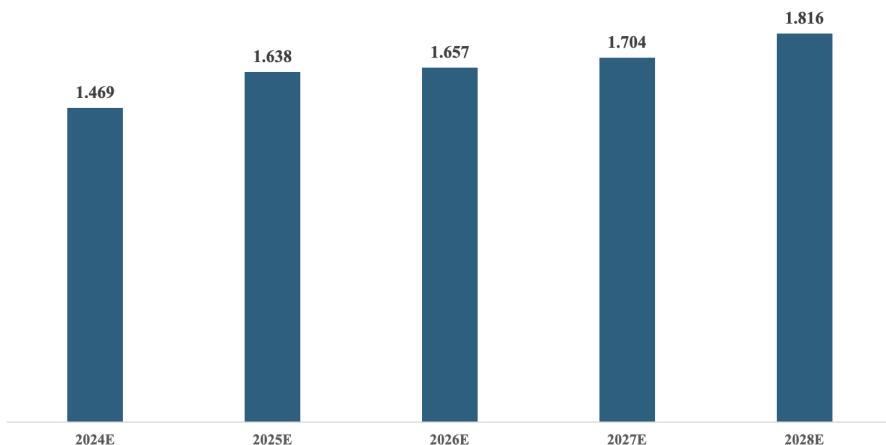
Para os resultados projetados de 2024, os valores já realizados e divulgados foram incorporados na conta, por isso, apenas a receita líquida deste produto de prazo para o segundo semestre foi projetada neste modelo. Os resultados da projeção desta linha de receita podem ser analisados na Figura 20.

¹O *spread* refere-se à diferença entre a taxa cobrada pela instituição financeira para antecipar os valores a receber de um cliente (taxa de antecipação) e a taxa de referência de mercado.

²O PIS (Programa de Integração Social) é uma contribuição social destinada a financiar benefícios trabalhistas, como o abono salarial e o seguro-desemprego. Ele foi criado pela Lei Complementar nº 7/1970 e incide sobre a receita bruta das empresas. No caso de instituições financeiras, a alíquota do PIS é de 0,65% (Brasil, 1998).

³A COFINS (Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social) é um tributo federal que financia a seguridade social, incluindo saúde, previdência e assistência social. Incide sobre a receita bruta das empresas, sendo a alíquota para instituições financeiras de 4% (Brasil, 1991).

Figura 20: Projeção da receita financeira [Milhões R\$]



Fonte: Elaborado pela autora

6.4 Projeção da Variação do Capital de Giro

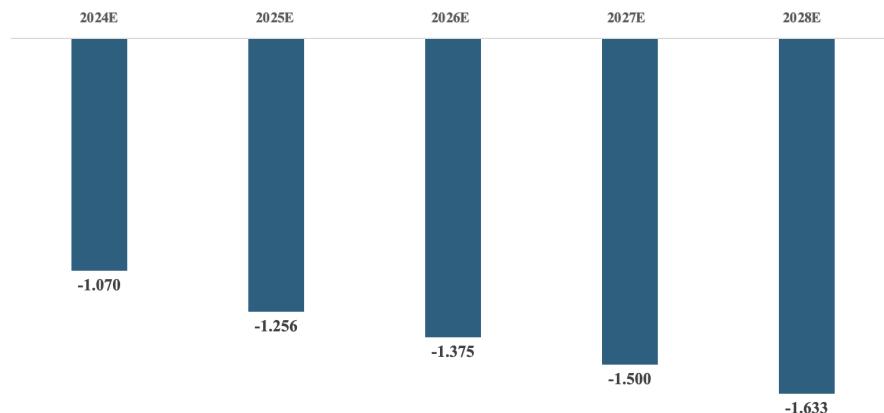
O capital de giro é essencial para uma adquirente, pois garante a liquidez necessária para que a empresa consiga manter suas operações diárias sem interrupções. Mesmo quando as antecipações de recebíveis são financiados por um FIDC, a adquirente ainda precisa de capital de giro para cobrir outras despesas operacionais e para lidar com o tempo de descasamento entre o recebimento e o pagamento de contas.

O financiamento via FIDC pode reduzir a pressão sobre o capital de giro, mas ele não elimina completamente a necessidade de recursos próprios para cobrir obrigações imediatas, como custos com pessoal, tecnologia e marketing. Além disso, a gestão eficiente do capital de giro permite à adquirente reduzir riscos financeiros, absorver flutuações nos fluxos de caixa e garantir que a empresa tenha flexibilidade para se manter competitiva no setor de adquirência. Portanto, o capital de giro continua sendo um componente fundamental para a saúde financeira e a continuidade das operações da adquirente, mesmo com o apoio do FIDC.

Para sua projeção no modelo implementado neste trabalho, foi adotada a variação anual de necessidade de capital de giro do último período divulgado pela empresa e este valor cresceu anualmente seguindo a mesma variação ano contra ano do EBIT incorporado nos fluxos de caixa projetados.

Na Figura abaixo estão expostos os valores usados na projeção dos fluxos para a variação do capital de giro:

Figura 21: Projeção da variação do capital de giro [Milhões R\$]



Fonte: Elaborado pela autora

6.5 Projeção dos Fluxos de Caixa

Com base nas premissas e projeções detalhadas ao longo deste trabalho, chega-se ao fluxo de caixa projetado, que reflete os impactos das variáveis consideradas, como as receitas operacionais, as despesas operacionais, o EBIT, as variações de capital de giro, o CAPEX, a depreciação e amortização, além dos efeitos tributários, resultando no fluxo de caixa livre para a empresa que está detalhado na Tabela 6.

As premissas adotadas para a tributação sobre o lucro da EA e para a projeção da Depreciação e do CAPEX foram descritas anteriormente no início do Capítulo 6 deste relatório.

Tabela 6: Projeção dos Fluxos de Caixa (2024-2028) [Milhões R\$]

Métrica	2024	2025	2026	2027	2028
EBIT	2.091	2.456	2.688	2.932	3.193
(+) Receita Financeira	1.469	1.638	1.657	1.704	1.816
(-) Impostos	-1.211	-1.392	-1.477	-1.576	-1.703
(=) NOPAT	2.350	2.702	2.868	3.059	3.306
(+) D&A	a	b	c	d	e
(-) CAPEX	-a	-b	-c	-d	-e
(+/-) Variação Capital de Giro	-1.070	-1.256	-1.375	-1.500	-1.633
(=) FCFF	1.280	1.446	1.493	1.560	1.673

Fonte: Elaborado pela autora

6.6 Cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital

Na metodologia do fluxo de caixa descontado, o WACC (Custo Médio Ponderado de Capital) é utilizado para refletir o custo médio do capital, considerando tanto a dívida quanto o capital próprio da empresa analisada. Ele representa o retorno exigido pelos investidores, ajustado pelo risco da empresa e servirá como a taxa de desconto para os fluxos de caixa futuros. Isso é necessário porque o valor do dinheiro no futuro é inferior ao valor no presente, devido ao risco e ao potencial de retorno em alternativas de investimento. Assim, o WACC permite que os fluxos de caixa futuros sejam trazidos para o valor presente, proporcionando uma avaliação precisa da empresa.

6.6.1 Beta da EA

Para calcular o WACC da EA, é preciso estimar o Beta da empresa e para isso, deve-se considerar a relação entre o capital de terceiros e o próprio da empresa. No caso da adquirente, esse cálculo se dá pela divisão entre a dívida líquida sobre seu patrimônio líquido e assume o valor de 21%. Os valores adotados para o cálculo do Beta alavancado utilizado na modelagem do valor da empresa estão identificados na Tabela 7 a seguir:

Tabela 7: Beta da EA [Valores dimensionais]

Métrica	Valor	Cálculo
Beta desalavancado de competidores	0,31	Beta do setor de serviços financeiros não bancários (DAMODARAN, 2024)
Beta realavancado da EA	0,35	Beta desalavancado do setor de serviços financeiros americano realavancado pela estrutura de capital da EA
Beta ajustado da EA	0,57	Beta realavancado suavizado pela Reversão de Marshall Blume

Fonte: Elaborado pela autora

Adotar o beta americano para empresas do setor de adquirência no Brasil pode ser uma estratégia válida devido à similaridade nos modelos de negócios entre as empresas de ambos os países. O setor de adquirência é altamente globalizado e as empresas enfrentam desafios e tendências tecnológicas semelhantes, como a digitalização de pagamentos e o crescimento do *e-commerce*.

Além disso, o mercado de adquirência nos Estados Unidos também é mais maduro e estável, o que ajuda a capturar um risco mais previsível. A limitação no número de empresas comparáveis com capital aberto no Brasil torna o uso de referências internacionais uma alternativa mais robusta para o modelo estudado, então a utilização do beta americano para a modelagem pode ser entendida como uma escolha mais adequada.

6.6.2 Custo do Capital Próprio da EA

Para o cálculo do custo do capital próprio (K_e) da EA, algumas premissas foram adotadas. A taxa livre de risco usada no modelo da avaliação da EA é a média aritmética da *T-Bond Rate* de 1960 a 2023 publicada por DAMODARAN (2024a). A *T-Bond Rate* é a taxa de retorno dos títulos de dívida de longo prazo emitidos pelo governo dos Estados Unidos, os *Treasury Bonds*. Esses títulos são considerados seguros pois são respaldados pela capacidade do governo americano de honrar suas dívidas, devido ao seu controle sobre a emissão de moeda e sua posição estável na economia global e por isso, foram escolhidos

como referência confiável da taxa livre de risco.

Outro componente considerado no cálculo do K_e é o Prêmio de Mercado. Para o modelo, foi adotada a média aritmética de 1960 a 2023 do *Implied ERP (Equity Risk Premium)* publicado por DAMODARAN (2024a), que se baseia em dados de preços atuais do mercado americano e fluxos de caixa esperados, refletindo o prêmio de risco embutido nas avaliações do mercado no momento presente, com base nas 500 maiores empresas de capital aberto dos Estados Unidos (S&P 500).

As taxas foram retiradas do mercado americano por diversas razões. A economia dos Estados Unidos é amplamente reconhecida como uma das mais estáveis globalmente, com um mercado financeiro consolidado e uma moeda de reserva internacional, o que confere confiabilidade às suas taxas de juros de longo prazo. O uso do *T-Bond Rate* como taxa livre de risco é comum em avaliações de empresas globalmente, já que os títulos do Tesouro americano são vistos como ativos seguros. A média histórica de um período extenso, como de 1960 a 2023, permite captar uma visão mais equilibrada das taxas de longo prazo, suavizando os efeitos de crises temporárias ou oscilações conjunturais, proporcionando um valor mais representativo do custo de oportunidade global.

Além disso, o prêmio de risco de mercado calculado por DAMODARAN (2024a) para esse mesmo período é aceito como parâmetro confiável dada a literatura robusta envolvida. Ao adotar esses valores para a avaliação da EA, busca-se manter a consistência e comparabilidade com análises globais, evitando distorções que poderiam surgir ao utilizar dados de mercados locais com menor estabilidade ou liquidez. Essa abordagem também mitiga o impacto de flutuações e incertezas específicas de países emergentes, proporcionando uma base sólida para o cálculo do custo de capital.

Essas premissas são refletidas nos números adotados para a modelagem financeira da EA e estão indicados na Tabela 8 a seguir:

Tabela 8: Taxa livre de risco, Prêmio de Mercado e Risco do País [%]

Métrica	Valor	Cálculo
Taxa Livre de Risco	5,67	Média aritmética da <i>T.Bond Rate</i> de 1960 a 2023 (DAMODARAN, 2024a)
Prêmio de Mercado	4,25	Média aritmética do <i>Implied ERP</i> de 1960 a 2023 (DAMODARAN, 2024a)
Risco do País	4,40	Risco do mercado brasileiro (DAMODARAN, 2024b)

Fonte: Elaborado pela autora

A partir dos dados expostos na Tabela 8, foi possível, com base no CAPM, calcular o valor do custo de capital próprio da EA (K_e), que totalizou 12% para este modelo.

6.6.3 Custo da Dívida da EA

O cálculo do custo de capital de terceiros da empresa é mais simples quando comparado ao de capital próprio. O custo da dívida da companhia (K_d) foi obtido a partir da média da dívida bruta de 2022 e 2023 da empresa sobre o total de despesas financeiras de 2023 e assumiu, para este modelo, o valor de 28%.

No entanto, para o cálculo do custo médio ponderado de capital, é necessário obter o valor do custo efetivo de terceiros, para o qual basta abater a alíquota de imposto que incide sobre o lucro da EA. Como mencionado no início do Capítulo 6 deste trabalho, esse imposto é de 34%. Assim, foram obtidos os resultados mostrados na Tabela 9.

Tabela 9: Custo da dívida da EA

Métrica	Valor
Custo da dívida (K_d)	28%
Custo efetivo de terceiros	18%

Fonte: Elaborado pela autora

6.6.4 Custo Médio Ponderado de Capital

O WACC, o custo médio ponderado de capital, é uma métrica fundamental em análises financeiras, uma vez que reflete o custo total que uma empresa tem para financiar suas operações, considerando tanto o capital de terceiros quanto o capital próprio e no modelo de Fluxo de Caixa Descontado, ele é empregado como taxa de desconto para encontrar o valor presente dos fluxos de caixa projetados.

Neste trabalho, o WACC calculado foi de 12%, o que reflete uma combinação dos custos de capital próprio e de terceiros, ajustados pela alíquota de imposto vigente e pelas proporções de dívida e patrimônio líquido da empresa, como detalhado nos itens anteriores.

Na Tabela 10 abaixo, estão indicadas as métricas incorporadas ao cálculo do WACC, sendo os pesos do capital próprio e de terceiros, basicamente, a participação do patrimônio líquido e da dívida líquida, respectivamente, sobre o capital total da EA.

Tabela 10: Cálculo do WACC da EA

Métrica	Valor
Custo efetivo da dívida	18%
Custo de capital próprio	12%
Peso do capital próprio	83%
Peso do capital de terceiros	17%
Custo médio ponderado de capital (WACC)	12%

Fonte: Elaborado pela autora

6.7 Valor Presente dos Fluxos de Caixa

Com o WACC calculado, é possível então descontar os fluxos de caixa projetados para os próximos cinco anos expostos na Tabela 6, trazendo-os a valor presente (começo do ano de 2024), conforme indicado na Tabela 11.

Tabela 11: Fluxos de Caixa Descontados [Fluxos de Caixa em Milhões R\$]

	2024	2025	2026	2027	2028
Fluxo de Caixa Livre	1.280	1.446	1.493	1.560	1.673
Fator de desconto	1,06	1,19	1,34	1,51	1,69
Valor presente do Fluxo de Caixa	1.207	1.213	1.114	1.035	987

Fonte: Elaborado pela autora

6.8 Valor Residual

Para calcular o valor da perpetuidade neste modelo, ou seja, os valores dos fluxos de caixa a partir de 2028, recorreu-se à Equação 2.10. A taxa de crescimento do valor residual (g) adotada foi o PIB somado à Inflação em 2028, totalizando aproximadamente 6%.

A metodologia adotada consistiu em estimar o primeiro fluxo de caixa após 2028, calculando-o com base na projeção do último ano do modelo (2028) ajustada por uma taxa de crescimento de 6% (g). Com essa abordagem, chegou-se a um valor estimado de aproximadamente R\$ 1,8 bilhão.

A perpetuidade foi calculada então dividindo-se o primeiro fluxo de caixa projetado após 2028 pela diferença entre o WACC e a taxa de crescimento na perpetuidade. Em seguida, esse valor foi trazido a valor presente utilizando como fator de desconto o mesmo aplicado ao fluxo de caixa livre de 2028 (1,69). Os resultados obtidos por meio dessa metodologia estão apresentados na Tabela 12:

Tabela 12: Cálculo da perpetuidade do modelo [Valor Residual em Milhões R\$]

Métrica	Valor
WACC	12%
Crescimento da perpetuidade (g)	6%
Valor residual (valores em 2028)	25.460
Fator de desconto	1,69
Valor residual (valores em 2024)	15.026

Fonte: Elaborado pela autora

6.9 Valor da EA

Por fim, com todos os fluxos de caixa até 2028 e o valor residual projetados e trazidos a valores de 2024, o valor da empresa pôde ser obtido a partir da soma de todos os fluxos com as dívidas e demais obrigações⁴ da EA e totalizou R\$ 12,575 Bilhões, como mostra a Tabela 13.

É válido relembrar que este valor está multiplicado pela mesma constante arbitrariamente escolhida para a exposição dos valores projetados em todas as etapas da modelagem neste relatório.

Tabela 13: Cálculo do Valor da Empresa [Milhões R\$]

Métrica	Valor
Soma dos fluxos de caixa descontados (2024-2028)	5.556
(+) Perpetuidade	15.026
(-) Dívida Líquida	-1.982
(-) Outras Obrigações	-6.025
(=) Valor da Empresa	12.575

Fonte: Elaborado pela autora

O valor encontrado para a ação da empresa não será exposto neste relatório devido à sensibilidade do tema da OPA. No entanto, ele foi utilizado como cenário base para as simulações realizadas durante a análise de sensibilidade explicada no Item 6.10.

6.10 Análise de Sensibilidade

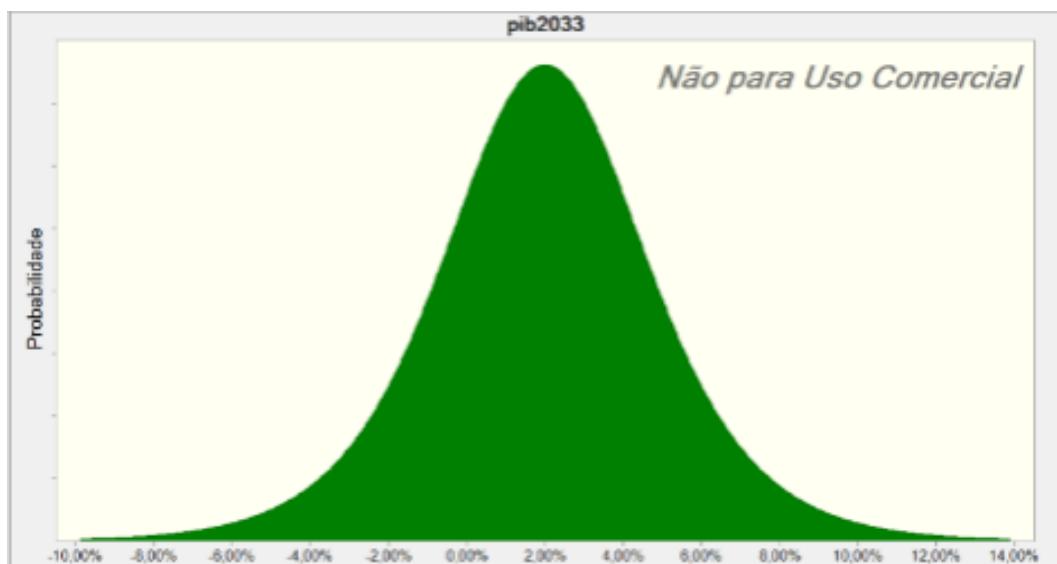
Para aprofundar a avaliação do valor encontrado para a empresa, foi realizada uma análise de sensibilidade, que testou alguns parâmetros adotados como premissa durante a modelagem, a fim de encontrar um intervalo para o valor da ação. Essa análise permite examinar como variações em determinadas premissas podem impactar o valor final da ação da empresa, indicando de maneira mais robusta as variações do preço da ação e sua dependência de certas premissas. Dessa forma, a análise de sensibilidade adiciona uma camada de confiabilidade ao modelo, ao demonstrar a amplitude e as condições nas quais o intervalo de ação encontrado contém ou não o valor ofertado na OPA.

⁴Inclui obrigações com cotas sênior FIDC e participação dos acionistas não controladores.

Dado que o modelo contempla apenas cinco anos de projeções, o valor da empresa é bastante sensível à perpetuidade, por isso, apenas para fins de simulação, durante a utilização do *software*, as projeções foram prolongadas até 2033. As premissas assumidas para a projeção dos fluxos de caixa após 2028 foram as mesmas já adotadas para o cálculo do valor residual, ou seja, os fluxos de caixa crescem seguindo o PIB somado ao IPCA e o valor de desconto considera o mesmo WACC utilizado para os demais anos do modelo. Esta metodologia não altera o valor da empresa e assim, estimou-se a perpetuidade apenas a partir de 2033.

Para realizar a análise de sensibilidade deste modelo, foi utilizado o software *Crystal Ball*, uma ferramenta amplamente empregada em modelagens financeiras por suas capacidades de simulação e análise de risco que conseguem contemplar e variar para cada período de simulação mais de duas variáveis em intervalos não necessariamente lineares. No processo, foram testados diferentes indicadores macroeconômicos e financeiros utilizados na composição das projeções. Entre os indicadores avaliados, destaca-se o PIB. Para ele, foi adotado como intervalo de variação o histórico trimestral do PIB brasileiro desde 1997. Como resultado para o intervalo no qual o PIB foi variado durante as simulações, o software demonstrou a distribuição logística representada na Figura 22.

Figura 22: Curva de variação do PIB na análise de sensibilidade

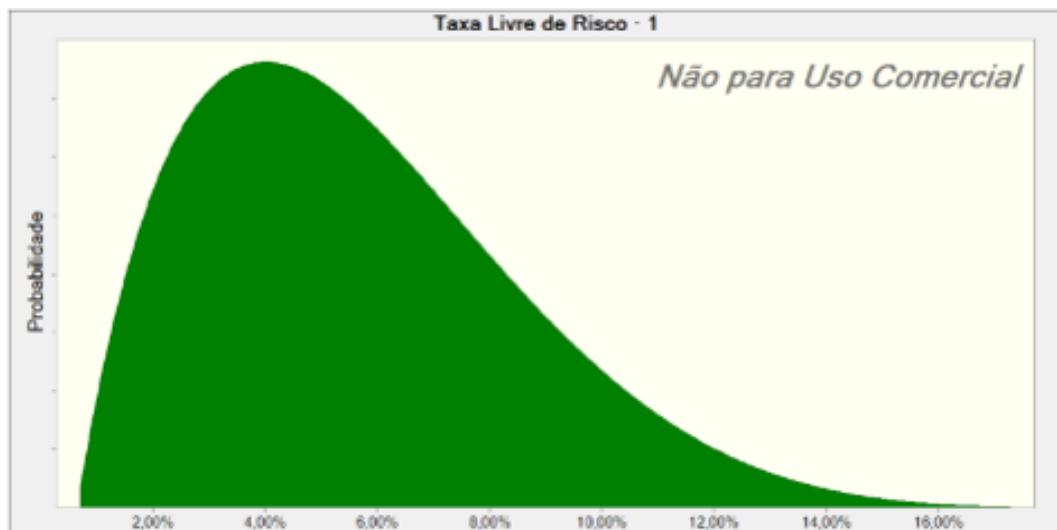


Fonte: Crystal Ball

Além disso, também variou-se a taxa livre de risco, com base no banco de dados do DAMODARAN (2024a) dentro do intervalo de comportamento da *T.Bond Rate* de 1960 a 2023. A curva de variação da taxa livre de risco adotada para a análise de sensibilidade

no software está demonstrada na Figura 23. O prêmio de risco do mercado também foi variado com base no mesmo período seguindo o banco de dados disponível do DAMODARAN (2024a), permitindo explorar diferentes cenários e entender o impacto dessas variações sobre o valor da empresa. A curva que contempla o intervalo dentro do qual o prêmio de risco foi variado no modelo está representada na Figura 24.

Figura 23: Curva de variação da taxa livre de risco na análise de sensibilidade



Fonte: Elaborado pela autora

Figura 24: Curva de variação do prêmio de mercado na análise de sensibilidade

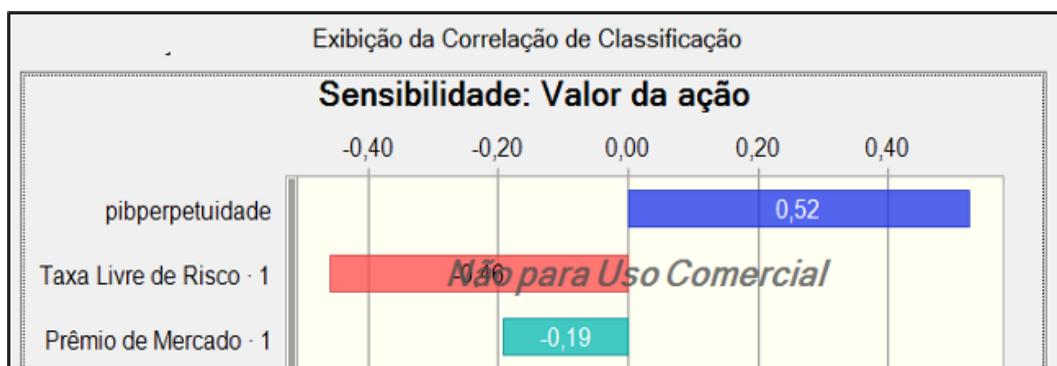


Fonte: Elaborado pela autora

Como resultado da análise, o modelo demonstrou ser mais sensível sobre o PIB e sobre a taxa livre de risco. O intervalo de variação adotado do PIB durante as simulações, que

como explicado anteriormente, influencia na taxa de crescimento de perpetuidade e na projeção de algumas linhas crucias do balanço da empresa, como o volume capturado, pode impactar em até +R\$ 0,52 no valor da ação. Já a taxa livre de risco, utilizada para o cálculo do WACC no modelo, se variada respeitando a curva da Figura 23, pode oscilar o valor da ação em até -R\$ 0,46. Assim, o modelo não se mostrou extremamente sensível às premissas adotadas. Variando o prêmio de risco dentro dos valores no banco de dados de DAMODARAN (2024a), por sua vez, como mostra a Figura 25, o valor da ação pode variar dentro de um intervalo de até -R\$ 0,19.

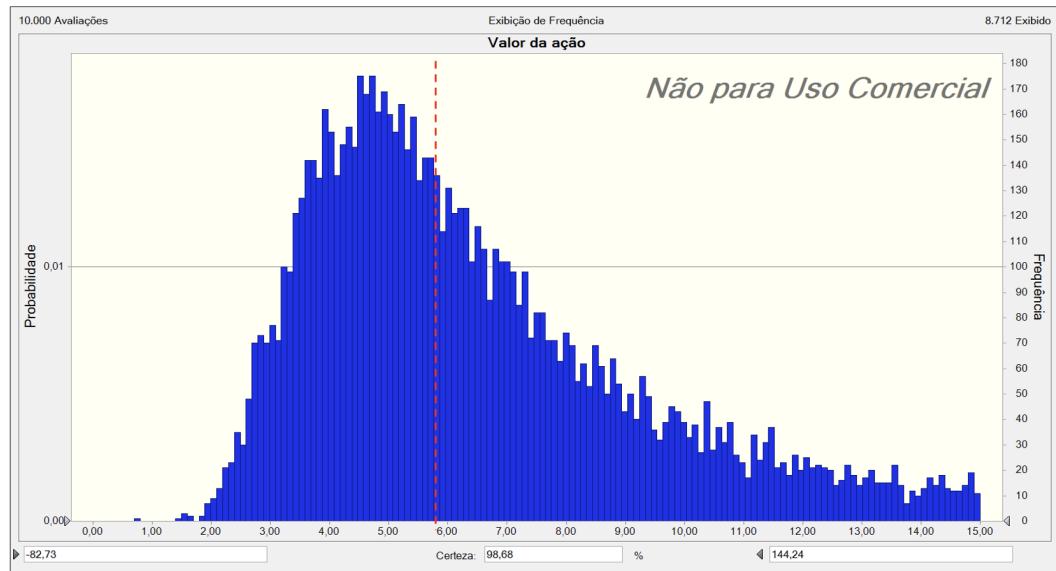
Figura 25: Intervalo de variação das premissas



Fonte: Elaborado pela autora

Por fim, o intervalo encontrado nesta simulação para o valor da ação está exposto na Figura 26. Neste gráfico foi demarcado, com uma linha pontilhada vermelha, o valor da ação oficialmente pago durante a OPA da EA. A partir dele, é possível concluir que o valor da OPA está contemplado pelo modelo desenvolvido neste trabalho, já que a partir da análise de sensibilidade, encontrou-se um intervalo de valores de ação que contém o preço da OPA.

Figura 26: Intervalo de valor da ação da EA



Fonte: Elaborado pela autora

7 CONCLUSÃO

Este trabalho foi desenvolvido visando analisar o processo de fechamento de capital de uma adquirente brasileira, a fim de avaliar o mecanismo de saída da Bolsa de Valores e o valor recebido pelos acionistas minoritários nesta operação, bem como entender os motivos que levaram uma companhia a fechar o capital.

A análise econômico-financeira deste trabalho indica que o preço ofertado e pago na OPA da EA estão alinhados com as premissas estabelecidas ao longo do modelo, sugerindo que a avaliação da empresa reflete de forma precisa o seu valor intrínseco. As premissas utilizadas, como a taxa de desconto (WACC), o crescimento dos fluxos de caixa futuros, a perpetuidade, e a estrutura de capital, foram cuidadosamente selecionadas a partir de dados de mercado confiáveis e fontes robustas.

O custo de capital e a taxa de desconto foram definidos de forma a refletir o risco inerente ao setor em questão, levando em consideração os custos financeiros e as expectativas dos investidores. A projeção dos fluxos de caixa futuros foi feita com base em dados históricos da empresa e do mercado, utilizando uma abordagem prudente para garantir que os valores projetados estejam dentro de um intervalo razoável, considerando tanto o cenário macroeconômico quanto as perspectivas específicas do negócio e o posicionamento estratégico divulgado pela empresa. Além disso, as premissas sobre o crescimento da empresa e os múltiplos de mercado foram ajustadas para refletir o estágio atual da companhia e as tendências do setor.

A consistência entre o valor calculado e o preço da OPA sugere que o modelo utilizado está bem calibrado e que as hipóteses são razoáveis, com base nas evidências financeiras e econômicas disponíveis.

Assim, as premissas do modelo são defensáveis e conclui-se que o preço oferecido na OPA é adequado, pois está contido no intervalo adotado no modelo a partir da elaboração de uma análise de sensibilidade, refletindo os riscos e as oportunidades do negócio de maneira assertiva e proporcional ao seu valor real.

Uma vez analisado o valor ofertado pela OPA, a análise do setor juntamente com a análise da EA permitem assumir que a OPA de Cancelamento de Registro foi uma boa estratégia para reposicionar a empresa no mercado, na tentativa de recuperar a relevância que vêm perdendo em base ativa de clientes e participação de mercado.

Alguns pontos que apoiam este posicionamento são que, atualmente, os concorrentes da EA ofertam soluções integradas entre adquirência e produtos bancários, o que se mostra atrativo para os clientes pela simplificação da vida financeira de um dono de estabelecimento comercial, que recebe e paga suas contas por um mesmo aplicativo e através de um mesmo banco, por exemplo.

A perda de base ativa nos últimos trimestres da empresa analisada pode estar relacionada não mais ao preço, como era na época da “guerra das maquininhas”, mas à limitação do portfólio de produtos ofertados por ela.

A OPA neste contexto exerce papel positivo e estratégico para a companhia analisada, uma vez que os controladores da EA poderão integrar suas soluções aos produtos de adquirência. Além disso, por já possuírem extenso alcance sobre a população brasileira em sua carteira de clientes, a EA poderá crescer em quantidade de clientes por esse canal também.

Outro ponto que colabora com a visão estratégica da EA são os exemplos de outras empresas no setor que passaram pelo mesmo processo, de Cancelamento de Registro. Analistas da área entendem que ao sair da Bolsa de Valores, a empresa no setor de adquirência assume maior liberdade em precificação e eficiência em custos. A Rede, por exemplo, assumiu liderança do mercado, após integração completa com o Itaú.

No entanto, a OPA não deve solucionar o contexto de perda de relevância da EA como um todo. Uma vez fora da B3, cabe também à empresa reforçar sua frente de inovação, que é a nova tendência do setor de adquirência, e estabelecer uma agenda que vá além do pagamento em cartão. Além disso, o processo após a compra das ações de minoritários se torna desafiador por exigir uma integração profunda entre EA e controladores para maximizar os pontos de otimização mencionados acima.

A partir dos conhecimentos práticos obtidos no estágio no mercado de adquirência, agregado ao referencial proporcionado pelo curso de Engenharia de Produção na Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, foi possível compreender de maneira robusta o funcionamento do mercado de pagamentos brasileiro, as diversas variações de uma OPA no Brasil e como essa operação se dá em uma empresa de adquirência.

Por isso, é possível concluir que os objetivos do trabalho foram alcançados, já que com a análise do setor e da empresa, foi possível estudar a dinâmica complexa que levou uma adquirente a receber uma oferta para deixar a Bolsa de Valores brasileira e por fim, estimar o valor de saída do mercado.

Além dos objetivos já anunciados no início deste relatório, este trabalho também apresenta uma contribuição acadêmica, dado que poucos TFs de Engenharia estão voltados para o processo de saída da Bolsa de Valores. Comumente, são desenvolvidas análises de empresas que estão abrindo capital e a partir delas, são estudados os valores das ações na abertura do capital, por exemplo. O diferencial deste trabalho está na herança didática que é reflexo da originalidade do tema abordado.

REFERÊNCIAS

ABECS. *Balanço do setor de meios eletrônicos de pagamento - Resultados 2023*. São Paulo, 2023.

ABECS. *Apresentações e Estudos*. 2024. Disponível em: <<https://www.abecs.org.br/apresentacoes-e-estudos>>. Acesso em 09 de maio de 2024.

PRUDENCIO, H. D. *As mudanças no sistema brasileiro de pagamentos com a entrada das FINTECHS no mercado*. 2020.

Instituto Propague. *Balanço do mercado de pagamentos: dados de 2021*. São Paulo, 2021.

OECD. *Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades*. 2004. OECD Publishing.

IBGC. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa - 6º edição*. [S.l.: s.n.], 2023. v. 6. 16-18 p.

BERGANTINI, D. C.; SELLA, L. C.; BORTOLON, P. M. Fatores impeditivos para a migração ao novo mercado. *XX USP International Conference in Accounting*, 2020.

B3. *Regulamento do Novo Mercado*. São Paulo, 2023.

SILVA, A. L. C. da; LEAL, R. P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, 2005.

VILHENA, F. A. C. de; CAMARGOS, M. A. Governança corporativa, criação de valor e desempenho econômico-financeiro: evidências do mercado brasileiro com dados em painel, 2005-2011. *REGE - Revista de Gestão*, 2014.

B3. *Segmentos Especiais de Listagem*. 2023. Disponível em:<https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/#:~:text=Os%20segmentos%20especiais%20de%20listagem,aos%20diferentes%20perfis%20de%20empresas>. Acesso em 11 de maio de 2024.

FREITAS, R. G. P. de. Underwriting: Breve histórico, conceitos gerais e responsabilidade dos underwriters1. *Revista Semestral de Direito Empresarial - UERJ*, 2012.

CVM. *Resolução CVM 80*. Rio de Janeiro, 2022.

Brasil. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. 1976. Diário Oficial da União. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.

GABRIELLI, M. F.; SAITO, R. Recompra de ações: Regulamentação e proteção dos minoritários. *AE - Revista de Administração de Empresas*, v. 44, n. 4, p. 54–67, 2004.

- COMMENT, R.; JARRELL, G. A. The relative signalling power of dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open-market share repurchases. *The Journal os The American Finance Association*, v. 46, p. 1243–1271, 1991.
- MEDEIROS, L. L. D. S. *Análise da Oferta Pública de Aquisição de Ações o Laudo de Avaliação de Empresas no Brasil*. 2019.
- CVM. *Resolução CVM 85*. Rio de Janeiro, 2022.
- Itaú Unibanco Holding S.A. *Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias de Emissão da Redecard S.A.* 2012. São Paulo: Itaú Unibanco Holding S.A.
- HANSZMANN, F. *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais*. [S.l.]: Lumen Juris, 2016.
- Brascorp Participações LTDA. *Edital de Oferta Pública para Aquisição de Ações Ordinárias de Emissão da EUCATEX S.A. - Indústria e Comércio*. 2023. São Paulo: Brascorp Participações LTDA.
- PENA, P. E. Alienação de controle de companhia aberta. *Tratado de Direito Comercial: Relações Societárias e Mercado de Capitais*, v. 4, 2015.
- Eurochem Comércio de Produtos Químicos Ltda. *Edital de Oferta Pública de Aquisição de Ações Ordinárias de Emissão da Fertilizantes Heringer S.A.* 2023. São Paulo: Eurochem Comércio de Produtos Químicos Ltda.
- PENA, P. E. Oferta pública de aquisição de controle de companhias abertas. *Lei das S.A. em seus 40 anos*, 2017.
- OIOLI, E. F. *Oferta Pública de Aquisição de Controle de Companhias Abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.
- ENEL Brasil S.A. *Consolidação do Edital de Oferta Pública Voluntária Concorrente para Aquisição de Ações Ordinárias de Emissão da Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A.* 2018. São Paulo: ENEL Brasil S.A.
- PEREIRA, J. B. A opa concorrente após a revisão do código dos valores mobiliários. *Revista do Direito Financeiro e dos Mercados de Capitais*, v. 5, n. 17, p. 147–199, 2023.
- MARTINS, E. *Avaliação De Empresas: Da Mensuração Contábil À Econômica*. São Paulo: Atlas, 2001. v. 1.
- DAMODARAN, A. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 3rd ed. [S.l.]: John Wiley and Sons, 2012.
- NETO, A. A. *Finanças Corporativas e Valor*. 7 Ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- DAMODARAN, A. *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. 2nd. ed. [S.l.]: John Wiley and Sons, 2002.
- KRUSCHWITZ, L.; LÖFFLER, A. *Discounted Cash Flow: A Theory of the Valuation of Firms*. [S.l.]: John Wiley & Sons, 2006.

- BLUME, M. E. On the assessment of risk. *The Journal of Finance*, v. 26, n. 1, p. 1–10, 1971.
- JUNIOR, J. M. de L.; JUNIOR, J. E. A. Introdução ao mercado de pagamentos e sua regulação. *Revista de Direito Empresarial*, Belo Horizonte, n. 3, p. 101–121, 2019.
- EVANS, D. S.; SCHMALENSSEE, R. *Paying with Plastic: The Digital Revolution in Buying and Borrowing*. 2. ed. Cambridge, MA: The MIT Press, 2005.
- PEREZ, A. H.; BRUSCHI, C. A indústria de meios de pagamento no brasil: Movimentos recentes. *CeFi e CENeg / Insper*, 2018.
- BCB, B. C. do B. *Relatório Anual sobre a Indústria de Cartões de Pagamento*. Brasília, 2010. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2010/rel2010p.pdf>>. Acesso em 21 de julho de 2024.
- CADE, C. A. de D. E. *Cadernos do Cade: Mercado de Instrumentos de Pagamento*. Brasília, 2019. Disponível em: <<http://www.cade.gov.br>>. Acesso em 21 de julho de 2024.
- GARBER, G.; NAKANE, M. I. The break of brand exclusivity in brazilian credit card acquiring. *Working Paper Series*, n. 390, 2015.
- BCB. *Resolução BCB nº 246, de 26 de setembro de 2022*. [S.l.], 2022.
- Banco Central do Brasil. *Evolução de meios digitais para realização de transações de pagamento no Brasil*. 2023. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/689/noticia>>. Acesso em 11 de agosto de 2024.
- Instituto Propagae. *Balanço do mercado de pagamentos: 1o Tri 2023*. São Paulo, 2023.
- Genial Investimentos. *Cielo (CIEL3): prévia 2T24 - The last dance*. 2024. Disponível em: <<https://analisa.genialinvestimentos.com.br/acoes/cielo/cielo-ciel3-previa-2t24-the-last-dance/>>. Acesso em 25 de agosto de 2024.
- Banco Central do Brasil. *Estatísticas de pagamentos instantâneos (Pix)*. Brasília: [s.n.], 2023. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 14 de setembro de 2024.
- Infomoney. *Nova batalha das maquininhas mostra que, para bancões, adquirência deixou de ser negócio por si*. 2023. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br>>. Acesso em: 15 de setembro de 2024.
- Banco Central do Brasil. *Relatório Focus - Estatísticas semanais*. 2024. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus>>. Acesso em: 15 de setembro de 2024.
- Brasil. *Lei nº 9.718, de 27 de novembro de 1998*. 1998. Altera a legislação tributária federal e dá outras providências. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, p. 1, 28 nov. 1998. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9718.htm>. Acesso em 19 de outubro de 2024.
- Brasil. *Lei Complementar nº 70, de 30 de dezembro de 1991*. 1991. Institui a contribuição social para o financiamento da seguridade social e dá outras providências. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, p. 1, 31 dez. 1991. Disponível em

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp70.htm>. Acesso em 19 de outubro de 2024.

DAMODARAN, A. *Betas by Industry*. 2024. Acesso em: 19 de setembro de 2024. Disponível em: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html>.

DAMODARAN, A. *Data: Implied Equity Risk Premiums (by year)*. 2024. Disponível em: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html>. Acesso em: 19 de setembro de 2024.

DAMODARAN, A. *Country Risk Premiums*. 2024. Acesso em: 19 de setembro de 2024. Disponível em: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html>.