

Abrindo o mercado: Decifrando o ciclo de IPOs nos EUA

Um novo ciclo de IPOs está surgindo

O mercado de IPOs dos EUA está saindo de uma das maiores desacelerações de emissões da história moderna. Após o extraordinário boom de 2020–2021 e o colapso subsequente impulsionado pelo aperto monetário agressivo, a atividade de emissões começou a se recuperar. A estabilização das taxas de juros, a melhora nas condições financeiras, mercados acionários mais fortes e uma crescente fila de empresas privadas maduras sugerem que o mercado primário está entrando nos estágios iniciais de um novo ciclo de emissões.

Está se formando uma fila de candidatos de alta qualidade que se estenderá por vários anos

O congelamento das IPOs de 2022–2023 criou uma fila substancial de empresas que adiaram suas aberturas de capital. Muitas dessas empresas continuaram a amadurecer, melhorando a lucratividade, a governança e a eficiência de capital. A fila atual inclui líderes de categoria nas áreas de IA, pagamentos, tecnologia de defesa, infraestrutura de dados, segurança cibernética e tecnologia espacial, criando uma das filas de emissões mais sólidas dos últimos anos.

As condições de liquidez continuam favoráveis às novas emissões

A retomada está ocorrendo em um cenário financeiro favorável. Apesar da normalização contínua do balanço patrimonial, o Federal Reserve continua a fornecer liquidez significativamente maior do que antes da pandemia, enquanto as condições financeiras permanecem amplamente acomodativas. Ao mesmo tempo, o yield dos títulos do Tesouro de 10 anos se estabilizou, a volatilidade permanece contida e as recompras de ações pelas empresas continuam a exceder em larga margem os recursos esperados das ofertas públicas iniciais, apoiando a capacidade do mercado de absorver novas emissões.

Os IPOs são um reflexo da liquidez, não uma ameaça a ela

Uma das principais conclusões deste relatório é que os booms de IPOs não têm sido uma fonte significativa de pressão sobre a liquidez dos mercados acionários. Historicamente, períodos de forte emissão surgiram em paralelo à abundância de capital, condições financeiras favoráveis e à melhora da confiança dos investidores. Embora os IPOs criem uma nova oferta de ações, as recompras corporativas e os fluxos mais amplos do mercado de capitais normalmente compensam essa emissão, tornando a atividade de IPOs um reflexo de condições saudáveis do mercado, e não uma fonte de pressão.

23 de junho de 2026

BTG Pactual – Global Equity Strategy

São Paulo – BTG Pactual S.A.

Luis Mollo, CFA
luis.mollo@btgpactual.com

A seletividade definirá o sucesso dos investidores

A história mostra que a participação em IPOs deve ser disciplinada e sensível aos múltiplos de valuation. Os vencedores de longo prazo normalmente são empresas com vantagens competitivas, grandes mercados-alvo, alocação disciplinada de capital e equipes de gestão capazes de gerar valor de forma composta. À medida que o próximo ciclo de IPOs se desenrola, algumas das oportunidades mais atraentes podem surgir de um grupo relativamente pequeno de empresas excepcionais, e não do universo mais amplo de emissões.

O que esperar deste relatório

A janela de IPOs está reabrindo

Após o congelamento mais severo e prolongado do mercado primário em uma geração, o mercado de IPOs dos EUA está passando por uma fase de reabertura genuína. O congelamento de 2022–2023 foi sem precedentes em sua amplitude: o volume tradicional de IPOs em 2022 despencou para níveis não vistos desde a crise financeira de 2008–2009, com menos de 100 operações sendo aprovadas no mercado em um ambiente de taxas de juros em rápida alta, múltiplos de crescimento comprimidos e aversão aguda ao risco. O boom das SPACs, que havia amplificado as distorções de 2021, se dissipou com velocidade comparável, deixando centenas de veículos de “cheque em branco” com contas fiduciárias esvaziadas e sem alvos viáveis para fusão.

A recuperação, que começou timidamente com um punhado de ofertas de grande capitalização e qualidade institucional no segundo semestre de 2023, notadamente a ARM Holdings e a Instacart, se ampliou significativamente em 2024 e 2025. O caráter dessa reabertura é fundamentalmente diferente do de 2021. Os emissores são lucrativos ou estão próximos da lucratividade; os bancos coordenadores estão exercendo disciplina genuína na fixação de preços; e os alocadores institucionais, marcados com a safra de 2021, estão realizando o tipo de diligência fundamental que foi reduzida ou abandonada durante a era das taxas zero. O mercado de IPOs não está simplesmente reabrindo; o ciclo atual parece mais disciplinado do que o ambiente de 2021.

Em meados de 2026, o cenário do mercado de ações, embora passando por volatilidade periódica, continua favorável para emissões primárias. O fluxo de empresas apoiadas por capital de risco e patrocinadas por fundos de private equity que adiaram seus planos de IPO durante os anos de congelamento não se reduziu; pelo contrário, cresceu e, em muitos casos, amadureceu fundamentalmente. A questão para os investidores não é mais se a janela está aberta, mas se a qualidade das ofertas que surgem justifica a participação com base nos valuations dos preços de oferta atuais.

Por que os mercados de IPO são importantes além das novas listagens

O mercado de IPOs dos EUA é um dos instrumentos de diagnóstico mais poderosos à disposição dos investidores em ações. Ele funciona simultaneamente como um barômetro do apetite pelo risco, um indicador da credibilidade dos valuations do mercado privado e um indicador que antecipa para onde o capital institucional está fluindo. Quando a janela de IPOs se fecha (como aconteceu em 2022), isso sinaliza que a diferença entre as avaliações do mercado privado e o que os investidores do mercado público estão dispostos a pagar tornou-se intransponível. Quando se reabre, como está acontecendo agora, isso sinaliza que essa lacuna está se fechando: as avaliações privadas foram reajustadas, as comparações no mercado público foram reavaliadas e os termos do acordo entre emissores e investidores foram renegociados.

Além do sinal macroeconômico, os mercados de IPO são o mecanismo pelo qual a inovação privada entra no sistema de capital público. As empresas que abrem o capital hoje se tornam os ativos de crescimento composto nas carteiras institucionais ao longo da próxima década. Facebook, Alphabet, Salesforce, ServiceNow e NVIDIA todas abriram capital antes de se tornarem as empresas mais marcantes de sua época. O pipeline atual, que inclui empresas de infraestrutura de IA, inovadoras em tecnologia de defesa e plataformas financeiras de última geração, moldará a composição dos índices e a construção de carteiras de investimento de longo prazo por muitos anos.

Por fim, a atividade de IPOs é um indicador antecipado das receitas dos bancos de investimento, marcação do valuation de venture capitals, da liquidez dos fundadores e funcionários e das condições do ecossistema que atraem futuras atividades empreendedoras. Um mercado de IPOs saudável gera ciclos virtuosos; um mercado paralisado gera baixas contábeis em cascata, um congelamento de talentos em startups apoiadas por capital de risco e uma deterioração do fluxo de inovação que alimenta o mercado público.

As forças que impulsionam o ciclo atual

1. Normalização da política do Federal Reserve. O ciclo de aperto monetário do Federal Reserve, que começou em março de 2022 e elevou a taxa dos fundos federais de um nível próximo de zero para uma alta de várias décadas, entre 5,25% e 5,50%, foi a força mais poderosa que reprimiu a atividade de IPOs nos anos de estagnação. O ciclo de flexibilização subsequente, que começou com o corte em setembro de 2024, não restaurou as condições de 2021, mas melhorou significativamente o ambiente de taxas de desconto para ativos de crescimento de longo prazo. O yield dos títulos do Tesouro de 10 anos, embora permaneça acima do piso de taxa zero de 2020–2021, estabilizou-se em níveis que não impedem mais, aritmeticamente, múltiplos de crescimento para empresas de software e tecnologia de alta qualidade.

2. Recuperação do mercado acionário e reexpansão dos múltiplos. A recuperação do S&P 500 a partir de seu ponto mais baixo em outubro de 2022, impulsionada inicialmente por empresas de mega-capitalização beneficiadas pela IA e posteriormente ampliada, restaurou o cenário de nível de índice necessário para a atividade de IPOs. A história é clara: as janelas para IPOs se abrem e se fecham com o mercado de ações. Mercados em alta criam as condições para emissões primárias; mercados em baixa as fecham. A durabilidade desse ciclo do mercado de ações, apesar de múltiplas preocupações macroeconômicas, incluindo perturbações geopolíticas, inflação persistente e expansão fiscal, proporcionou o piso abaixo do qual os bancos coordenadores não conseguem precificar as ofertas.

3. Acúmulo de IPOs em espera. O congelamento de 2022–2023 criou um acúmulo sem precedentes de empresas que haviam se preparado para ofertas públicas e depois desistiram. Muitas dessas empresas continuaram a crescer, melhorar seus perfis financeiros e refinar suas narrativas de valor durante o atraso. Esse acúmulo, incluindo empresas que definem categorias nos setores de pagamentos, IA, tecnologia de defesa e infraestrutura de dados, representa um suprimento de vários anos de emissões primárias com qualidade institucional.

4. Ciclo de investimento em IA e apetite dos investidores. O surgimento da IA generativa como o tema definidor de investimentos em tecnologia desde o final de 2022 criou uma nova categoria de candidatas a IPO: infraestrutura de IA, aplicativos de software nativos de IA e empresas de serviços habilitados para IA. O apetite dos investidores por exposição a esse tema gera uma demanda natural por emissões primárias de empresas nativas de IA.

5. Liquidez e condições financeiras favoráveis. A reabertura do mercado de IPOs tem sido apoiada por um cenário financeiro que permanece favorável aos ativos de risco. O Federal Reserve detém aproximadamente US\$ 6,7 trilhões em ativos, mantendo os níveis de liquidez bem acima dos padrões pré-pandêmicos. As condições financeiras permanecem acomodativas, o yield dos títulos do Tesouro de 10 anos se estabilizou em torno de 4,4–4,5%, e o VIX permanece próximo a 17, refletindo um sentimento saudável dos investidores. É importante ressaltar que as fortes recompras de ações pelas empresas continuam a proporcionar uma compensação significativa para as novas emissões de ações, com o volume de recompras sendo várias vezes maior do que os recursos esperados com os IPOs. Juntos, esses fatores sugerem que a atual recuperação das IPOs está sendo impulsionada pela melhora nas condições do mercado de capitais, pela liquidez abundante e pelo apetite de risco sustentado, e não por excessos especulativos, o que reforça a capacidade do mercado de absorver uma nova onda de ofertas públicas.

Principais conclusões

- O mercado de IPOs dos EUA está entrando nos estágios iniciais de um novo ciclo de emissões, apoiado pela estabilização das taxas de juros, pela melhora das condições financeiras, pela recuperação dos mercados acionários e por uma fila crescente de empresas privadas maduras que aguardam acesso aos mercados públicos.
- A qualidade do atual pipeline de IPOs parece significativamente mais sólida do que durante o boom de 2020–2021, já que muitas empresas aproveitaram o congelamento de 2022–2023 para melhorar a rentabilidade, a governança, a eficiência operacional e a disciplina de capital antes de buscar a abertura de capital.
- A atividade de IPOs deve ser vista como um reflexo de condições saudáveis do mercado de capitais, e não como uma ameaça a elas. Historicamente, períodos de forte emissão coincidiram com liquidez abundante, condições financeiras favoráveis e demanda robusta dos investidores por ativos de risco.
- A próxima geração de líderes do mercado de capitais poderá surgir de alguns dos temas de crescimento secular mais atraentes da atualidade, incluindo inteligência artificial, infraestrutura digital, segurança cibernética, tecnologia de defesa e tecnologia espacial.
- A história mostra que os retornos no primeiro dia raramente determinam os resultados dos investimentos a longo prazo. Os investimentos em IPOs mais bem-sucedidos têm sido tipicamente impulsionados pela qualidade do negócio, vantagens competitivas, execução da gestão e capacidade de acumular lucros ao longo de muitos anos.
- A reabertura do mercado de IPOs reflete um ambiente financeiro caracterizado por liquidez abundante, taxas de juros estáveis, volatilidade contida e fortes programas de recompra de ações pelas empresas. Historicamente, tais condições permitiram que os mercados absorvessem novas emissões de forma eficiente, reforçando a visão de que a atividade de IPOs é, na maioria das vezes, uma consequência de condições favoráveis no mercado de capitais, e não uma causa de escassez de liquidez.

Resumo Executivo

<u>A Evolução do Mercado de IPOs dos EUA</u>	7
<u>Uma Breve História das Ofertas Públicas Iniciais nos Estados Unidos</u>	7
<u>A era das aquisições alavancadas</u>	7
<u>O boom e o colapso das empresas ponto-com (1995–2002)</u>	8
<u>A recuperação pós-crise financeira global (2010–2019)</u>	8
<u>A explosão de IPOs durante a pandemia (2020–2021)</u>	9
<u>O Grande Congelamento (2022–2023)</u>	10
<u>A fase de reabertura (2024–presente)</u>	11
<u>O que podemos aprender com a história?</u>	12
<u>A situação atual do mercado de IPOs nos EUA</u>	13
<u>A natureza cíclica do mercado de IPOs nos EUA</u>	13
<u>Composição setorial</u>	14
<u>Por que a atual fase de reabertura difere da de 2021</u>	15
<u>A anatomia de uma oferta pública inicial (IPO)</u>	16
<u>Por que as empresas abrem o capital</u>	16
<u>Seleção dos bancos coordenadores</u>	17
<u>Registros S-1</u>	17
<u>O Roadshow</u>	18
<u>Bookbuilding e precificação</u>	18
<u>Opções de greenshoe</u>	19
<u>IPOs como reflexo do ciclo macroeconômico</u>	19
<u>Yields dos títulos do Tesouro e o custo de capital</u>	19
<u>Taxas de juros e múltiplos de valuation</u>	20
<u>Desempenho do mercado acionário e confiança dos investidores</u>	20
<u>VIX e apetite pelo risco</u>	21
<u>Os booms de IPOs sinalizam topos de mercado?</u>	22
<u>Dinâmica da avaliação no mercado primário</u>	23
<u>Análise de empresas comparáveis</u>	23
<u>Considerações sobre o DCF</u>	23
<u>O que acontece depois que as empresas abrem o capital?</u>	24
<u>O primeiro dia é apenas o começo</u>	24
<u>Os vencedores de longo prazo são definidos pela qualidade dos negócios</u>	25
<u>A seletividade é mais importante do que a participação</u>	25
<u>“Estudos de caso – IPOs bem-sucedidos”</u>	26
<u>“Estudos de caso – IPOs desafiadores”</u>	28
<u>Liderança setorial ao longo dos ciclos de IPO</u>	30
<u>Tecnologia</u>	30
<u>Saúde e Biotecnologia</u>	30
<u>Inteligência Artificial</u>	31
<u>A nova geração de candidatos a IPO</u>	32
<u>Anthropic</u>	32
<u>OpenAI</u>	33
<u>Implicações para os investidores e para o mercado acionário em geral</u>	35
<u>Os booms de IPOs drenam a liquidez do mercado de ações?</u>	35
<u>A nova oferta é o preço da formação de capital</u>	35
<u>A verdadeira variável é a oferta líquida de ações</u>	36
<u>Os mercados de IPO são endógenos às condições de liquidez</u>	36
<u>Por que o atual ciclo de IPOs parece diferente</u>	37
<u>Implicações para os investidores</u>	39
<u>Posicionamento da carteira</u>	39

Abertura do mercado: Decifrando o ciclo de IPOs nos EUA

A evolução do mercado de IPOs nos EUA

Uma breve história das aberturas de capital nos Estados Unidos

O mercado de ações dos Estados Unidos tem suas origens no Acordo de Buttonwood, de 1792, quando 24 comerciantes e corretores assinaram um documento sob uma árvore de buttonwood na Wall Street, estabelecendo as convenções de negociação que viriam a formar a Bolsa de Valores de Nova York. As primeiras empresas de capital aberto eram entidades de infraestrutura (empresas de canais, operadoras de pontes, seguradoras e, por fim, ferrovias), para as quais a escala de capital necessária excedia o que qualquer investidor privado ou sociedade em nome coletivo poderia fornecer. A oferta pública inicial (IPO) não era, inicialmente, um produto; era uma necessidade.

A industrialização do século XIX acelerou o desenvolvimento dos mercados de capitais públicos. As ferrovias, as siderúrgicas e as empresas de serviços públicos da Era Dourada precisavam de centenas de milhões de dólares para sua construção e operação, e o mercado de ações público evoluiu como o mecanismo de intermediação entre as necessidades de investimento da indústria e as economias da classe média emergente. A criação da regulamentação do mercado de valores mobiliários impôs requisitos de divulgação e disposições antifraude que criaram a arquitetura fundamental do processo moderno de IPO: prospecto obrigatório, demonstrações financeiras exigidas e responsabilidade do banco coordenador por distorções materiais.

O período pós-Segunda Guerra Mundial estabeleceu o modelo ainda reconhecível hoje: os bancos de investimento subscreviam as ofertas com compromisso firme, formando carteiras de pedidos de investidores institucionais e alocando ações a um preço de oferta fixo, determinado por meio de um processo de bookbuilding. O surgimento de investidores institucionais (fundos mútuos, fundos de pensão, seguradoras) como principais compradores de ações em IPOs desviou o mercado da democratização do varejo para o modelo de alocação institucional que predomina atualmente.

A Era das Aquisições Alavancadas

A década de 1980 introduziu uma tensão estrutural que remodelaria permanentemente a relação entre os mercados de capitais públicos e privados: a aquisição alavancada. Empresas especializadas em LBO, como KKR, Forstmann Little e Clayton & Dubilier, demonstraram que empresas de capital aberto podiam ser adquiridas, fechadas, reestruturadas e relistadas, gerando lucro para os patrocinadores. Esse foi um uso profundamente diferente da oferta pública inicial (IPO) em relação ao modelo de formação de capital do século anterior: as empresas não abriam

o capital para levantar recursos para o crescimento, mas para proporcionar liquidez de saída aos patrocinadores de private equity.

A onda de aquisições hostis da década de 1980, exemplificada pela aquisição da RJR Nabisco pela KKR por US\$ 31,1 bilhões em 1988, o maior LBO da história na época, cristalizou uma nova dinâmica de mercado: as empresas de capital aberto não eram entidades permanentes, mas receptáculos temporários de capital que podiam ser realocados de forma eficiente por meio de ciclos de privatização e nova abertura de capital. Essa lógica não era inteiramente destrutiva; a disciplina imposta pelas estruturas de capital alavancadas forçou eficiências operacionais que, em muitos casos, melhoraram genuinamente a qualidade dos negócios. Mas também normalizou a extração de valor dos acionistas do mercado de capitais por meio de engenharia financeira que ressurgiria, com maior sofisticação e escala, nas décadas seguintes.

O boom e o colapso das empresas ponto-com (1995–2002)

O boom das aberturas de capital na internet entre 1995 e 2000 representa o episódio histórico mais instrutivo para investidores que avaliam o ciclo atual de aberturas de capital na era da IA. Entre 1995 e o pico de março de 2000, o mercado primário dos EUA produziu centenas de aberturas de capital de empresas de internet e tecnologia com valuations desvinculados de qualquer medida convencional de valor intrínseco. Somente em 1999, aproximadamente 548 empresas abriram o capital, levantando cerca de US\$ 66 bilhões. Os retornos médios no primeiro dia de negociação em 1999 ultrapassaram 70% segundo algumas estimativas, gerando fortunas imediatas no papel para os alocados nas ofertas e reforçando a crença de que a participação no mercado primário era uma arbitragem sem risco.

O colapso foi rápido e abrangente. O Índice Nasdaq Composite caiu aproximadamente 78% desde seu pico em março de 2000 até seu nível mais baixo em outubro de 2002. Centenas de empresas recém-listadas entraram em falência dentro de 24 meses após suas ofertas públicas iniciais. As consequências duradouras para a estrutura do mercado de IPOs foram significativas: os padrões de subscrição se tornaram mais rigorosos; a rentabilidade passou a ser pré-requisito para atrair investidores; e o endurecimento dos padrões de subscrição, após os valuations se mostrarem insustentáveis, forçou uma reavaliação dos padrões de due diligence.

A Lei Sarbanes-Oxley de 2002, aprovada em resposta aos escândalos contábeis da Enron, da WorldCom e de outras empresas, impôs novos requisitos de governança e divulgação às empresas de capital aberto, o que aumentou permanentemente os custos de conformidade para se manter listada na bolsa.

A recuperação pós-crise financeira global (2010–2019)

A década que se seguiu à crise financeira de 2008–2009 produziu um ciclo de IPOs sustentado e de alta qualidade, marcado pelo surgimento dos

“unicórnios”. A disponibilidade de capital privado em estágios avançados, proveniente do Vision Fund da SoftBank, da Tiger Global, da Coatue e de outros investidores crossover, permitiu que as empresas adiassem suas IPOs por muito mais tempo do que o habitual. O Facebook levantou rodadas de financiamento privado com valuations superiores a US\$ 50 bilhões antes de seu IPO em 2012. A Uber operou por oito anos como empresa privada, levantando mais de US\$ 20 bilhões antes de abrir o capital em 2019.

Esse fenômeno de “permanecer privada por mais tempo” teve duas consequências para o mercado de IPOs. Do lado positivo, significou que as empresas que entraram no mercado de capitais na década de 2010 estavam mais maduras, com modelos de receita consolidados e posicionamento competitivo comprovado. Do lado negativo, significou que grande parte da criação de valor na fase inicial foi acumulada exclusivamente pelos investidores de capital privado, com os players do mercado de capitais comprando em estágios posteriores, a preços mais elevados.

A década pós-crise financeira global produziu IPOs genuinamente excepcionais: Visa (2008), LinkedIn (2011), Facebook (2012), Twitter (2013), Alibaba (2014), GoPro (2014), Shopify (2015), Snap (2017), Dropbox (2018) e Zoom (2019), entre outras. A diversidade desses setores, abrangendo software empresarial, internet para consumidores, pagamentos e comunicações, refletiu a ampla transformação digital em andamento em toda a economia dos EUA. Coletivamente, essas listagens remodelaram a composição dos índices de ações e criaram o domínio das empresas de tecnologia de grande capitalização que define as ponderações atuais do S&P 500.

A explosão de IPOs durante a pandemia (2020–2021)

A resposta de emergência do Federal Reserve à COVID-19, que reduziu a taxa de juros dos fundos federais a zero e expandiu seu balanço patrimonial em mais de US\$ 4 trilhões, criou o ambiente de IPOs mais extraordinário da história do mercado norte-americano. As taxas de juros zero eliminaram a restrição da taxa de desconto sobre ativos de crescimento de longo prazo. A participação de investidores de varejo gerou uma demanda marginal que antes não existia no mercado primário. A combinação foi explosiva.

Em 2020, apesar da pandemia (ou talvez por causa dela), a atividade de IPOs nos EUA atingiu níveis recordes. O ano produziu ofertas marcantes, incluindo Airbnb, DoorDash e Snowflake. A oferta pública inicial da Snowflake, em setembro de 2020, levantou US\$ 3,4 bilhões a um preço de oferta de US\$ 120 por ação; a ação estreou a US\$ 245 e fechou seu primeiro dia a US\$ 253, proporcionando um retorno imediato de 111% aos alocados da oferta, com uma capitalização de mercado pós-IPO de US\$ 10,2 bilhões. Isso não foi uma anomalia; foi emblemático.

O ano de 2021 ampliou esse excesso. De acordo com estimativas da Renaissance Capital, o total de recursos arrecadados em IPOs em 2021 (incluindo as SPACs) ultrapassou US\$ 300 bilhões, quebrando todos os recordes anteriores. As SPACs, empresas de “cheque em branco” que levantaram capital por meio de seu próprio processo de IPO e depois se fundiram com alvos privados, proliferaram além de qualquer base racional: mais de 600 IPOs de SPACs somente em 2021, muitos patrocinados por celebridades, atletas e equipes de gestão inexperientes, sem nenhum mandato específico de aquisição. A estrutura das SPACs tinha utilidade genuína em certas circunstâncias, proporcionando acesso aos mercados públicos para empresas com trajetórias complexas de receita que se beneficiavam de divulgações financeiras projetadas, indisponíveis nos prospectos tradicionais de IPO, mas muitas estruturas de SPACs criaram incentivos desalinhados para os investidores públicos.

O Grande Congelamento (2022–2023)

A mudança de rumo do Federal Reserve, passando de uma política acomodatória para um aperto monetário agressivo em março de 2022, o ciclo de aumento de taxas mais rápido desde o início da década de 1980, provocou o colapso do mercado primário com efeito quase instantâneo. O mecanismo era simples: o aumento das taxas de desconto comprimiu o componente de valor terminal dos modelos de fluxo de caixa descontado para empresas de alto crescimento. Empresas que haviam sido avaliadas em 30 a 50 vezes a receita futura em 2021 viram suas comparativas no mercado público serem negociadas a 5 a 10 vezes em meados de 2022. Nenhum emissor de uma oferta pública inicial (IPO) poderia razoavelmente precificar um IPO tradicional a 30 vezes a receita quando seus pares no mercado público estavam sendo negociados a 8 vezes. A janela se fechou.

A queda na atividade de IPOs tradicionais em 2022 foi impressionante. Segundo a maioria dos indicadores, o ano registrou menos de 100 IPOs tradicionais (não SPAC) nos EUA, uma queda de aproximadamente 80% em relação aos níveis de 2021 e o menor volume desde os anos mais difíceis da crise financeira global. O mercado de SPACs estava, ao mesmo tempo, em queda livre: a combinação de taxas de juros em alta (o que reduziu o valor dos juros das contas fiduciárias), fusões concluídas de SPACs sendo negociadas drasticamente abaixo de seu NAV (a transação mediana de des-SPAC estava sendo negociada com um desconto substancial em relação ao preço de NAV de US\$ 10 em meados de 2022) e a pressão regulatória da SEC sobre a contabilidade das SPACs tornou o veículo essencialmente inviável para novas emissões.

O ano de 2023 foi pouco melhor durante a maior parte do ano. As poucas empresas que tentaram realizar IPOs no início de 2023 ou desistiram ou fixaram o preço no piso absoluto de suas faixas indicadas. O mercado aguardava um teste confiável: uma grande empresa de qualidade institucional disposta a abrir o capital com uma valuation realista em um ambiente difícil. A ARM Holdings proporcionou esse teste em setembro de 2023, levantando US\$ 4,87 bilhões com uma valuation de

aproximadamente US\$ 54,5 bilhões, fixando o preço no limite superior de sua faixa, registrando alta de cerca de 25% no primeiro dia de negociação e demonstrando que a demanda institucional por emissões primárias de alta qualidade não havia desaparecido, mas simplesmente se mantinha em espera até que surgissem condições adequadas.

A Fase de Reabertura (2024–presente)

A oferta bem-sucedida da ARM em setembro de 2023 foi seguida pela Instacart (Maplebear Inc.) e pela Klaviyo na mesma semana, três grandes IPOs em uma única semana, representando a atividade mais concentrada no mercado primário desde o início do congelamento. Nem todas as três tiveram desempenho igual; o desempenho da Instacart após a oferta pública inicial foi desafiador, refletindo as preocupações dos investidores com a concorrência da DoorDash e da Amazon. Mas a semana demonstrou o funcionamento do mercado: os investidores institucionais comprariam ações em ofertas públicas iniciais pelo preço certo.

O ano de 2024 marcou a transição da reabertura para a recuperação. Entre as transações notáveis, destacaram-se a oferta pública inicial (IPO) do Reddit em março de 2024, a Astera Labs (conectividade de semicondutores), a Rubrik (segurança em nuvem) e a Lineage (REIT de armazenamento refrigerado). Cada uma dessas transações refletiu a nova realidade do mercado: os emissores apresentavam lucratividade auditada ou trajetórias credíveis de fluxo de caixa livre (FCF) no curto prazo; os múltiplos do preço de oferta baseavam-se em comparações com o mercado público, em vez de avaliações de rodadas privadas; e os bancos coordenadores impuseram uma disciplina de precificação que havia estado ausente em 2021.

Em 2025, o pipeline havia se ampliado ainda mais. O tema de investimento em IA começou a gerar seu próprio grupo de empresas prontas para IPO, não apenas na camada de infraestrutura (beneficiárias da NVIDIA), mas também empresas de aplicativos e serviços nativos de IA com crescimento genuíno da receita. A estrutura para avaliar esse grupo exige uma distinção cuidadosa entre empresas com vantagens competitivas duradouras impulsionadas pela IA e empresas que são rotuladas como de IA, mas não são impulsionadas por ela.

Tabela 1 — Maiores IPOs dos EUA por valor captado

Company	Year	Exchange	Sector	Proceeds (US\$ billion)
SpaceX	2026	Nasdaq	Aerospace / Space Technology	85,7
Alibaba Group	2014	NYSE	Consumer Internet / E-commerce	25,0
General Motors	2010	NYSE	Automotive	18,1
Visa Inc.	2008	NYSE	Payments / Financial Services	17,9
Meta Platforms	2012	Nasdaq	Social Media / Technology	16,0
Rivian Automotive	2021	Nasdaq	Electric Vehicles	13,7
AT&T Wireless	2000	NYSE	Telecommunications	10,6
Kraft Foods Group	2012	Nasdaq	Consumer Staples	8,7
Uber Technologies	2019	NYSE	Ride-sharing / Technology	8,1
Mobilye Global	2022	Nasdaq	Autonomous Driving / Semiconductors	6,1
United Parcel Service	1999	NYSE	Logistics	5,5
Arm Holdings	2023	Nasdaq	Semiconductor IP	4,9
Snowflake	2020	NYSE	Cloud Data / Software	3,4
Airbnb	2020	Nasdaq	Travel / Marketplace	3,5
DoorDash	2020	NYSE	Food Delivery / Technology	3,4
Lyft	2019	Nasdaq	Ride-sharing	2,3

Fonte: Bloomberg, BTG Pactual.

O que podemos aprender com a história?

As janelas de IPO são impulsionadas pelas condições de mercado, não pela qualidade da empresa

Os padrões de emissão tendem a se tornar menos seletivos durante períodos de expansão. Janelas de emissão aquecidas atraem emissores menos maduros. O inverso também é verdadeiro: empresas genuinamente excepcionais podem definir preços em mercados frios ou em transição, desde que a disciplina de valuation seja mantida. Os investidores devem resistir à suposição de que “abrir o capital agora” sinaliza confiança da administração no negócio.

As condições financeiras que tornaram a oferta viável raramente se repetem

Muitas aberturas de capital de 2021 foram precificadas em um ambiente de taxas de juros zero, mudanças comportamentais no auge da era da COVID e participação sem precedentes do público de varejo. Os modelos de negócios subjacentes (entrega de comida, espaços de trabalho compartilhados, financiamento ao consumidor BNPL) nunca foram avaliados em relação a uma taxa normalizada e a um ambiente competitivo. Quando esse ambiente chegou em 2022, os negócios que haviam sido precificados como se as taxas zero fossem permanentes foram os que sofreram mais severamente. Os investidores devem sempre se perguntar: a que taxa de juros, com que intensidade competitiva e em que ambiente macroeconômico essa valuation faz sentido?

As melhores ofertas públicas iniciais (IPOs) nem sempre parecem as melhores oportunidades pelo preço de oferta

Amazon, Google, Salesforce e ServiceNow pareciam todas totalmente avaliadas no IPO segundo os indicadores convencionais de suas respectivas épocas. O erro analítico de descartá-las como “caras” com

base nos indicadores do primeiro dia revelou-se extremamente oneroso na década seguinte. A lição não é que a valuation não importe (ela importa), mas que a qualidade do negócio e a escala da oportunidade acessível são os principais determinantes dos retornos em 10 anos, e não o preço de negociação do primeiro dia ou do primeiro mês.

A situação atual do mercado de IPOs nos EUA

A natureza cíclica do mercado de IPOs nos EUA

A evolução histórica do mercado de IPOs nos EUA destaca sua natureza inerentemente cíclica, com períodos de intensa atividade de emissão seguidos por desacelerações prolongadas impulsionadas por mudanças nas condições macroeconômicas, no sentimento dos investidores e na dinâmica do mercado de capitais. Analisando tanto o número de ofertas quanto o total de recursos captados oferece uma visão mais abrangente desses ciclos, ilustrando não apenas quanto capital as empresas conseguiram levantar, mas também o grau de participação em diferentes setores e fases do ciclo econômico.

O início dos anos 2000 refletiu as consequências do estouro da bolha das empresas ponto-com. Após o pico do boom tecnológico, a atividade de IPOs diminuiu drasticamente, com o número de transações caindo de 459 operações que levantaram US\$ 84,3 bilhões em 2000 para apenas 143 IPOs, totalizando US\$ 46,6 bilhões em 2001. Embora os volumes de emissões tenham permanecido moderados nos anos seguintes, o mercado se estabilizou gradualmente, estabelecendo as bases para uma nova fase de expansão, apoiada pela melhora das condições econômicas e pela recuperação da confiança dos investidores.

Entre 2004 e 2007, o mercado de IPOs dos EUA entrou em outro período de forte crescimento. Os recursos arrecadados anualmente oscilaram consistentemente entre aproximadamente US\$ 60 bilhões e US\$ 92 bilhões, enquanto o número de IPOs aumentou de 319 transações em 2004 para 348 em 2007. Essa expansão foi abruptamente interrompida pela Crise Financeira Global, que provocou o colapso das atividades de emissão. Em 2008, apenas 60 empresas realizaram IPOs, levantando US\$ 28,8 bilhões, seguido por uma recuperação modesta para 86 ofertas e US\$ 25,4 bilhões em recursos durante 2009.

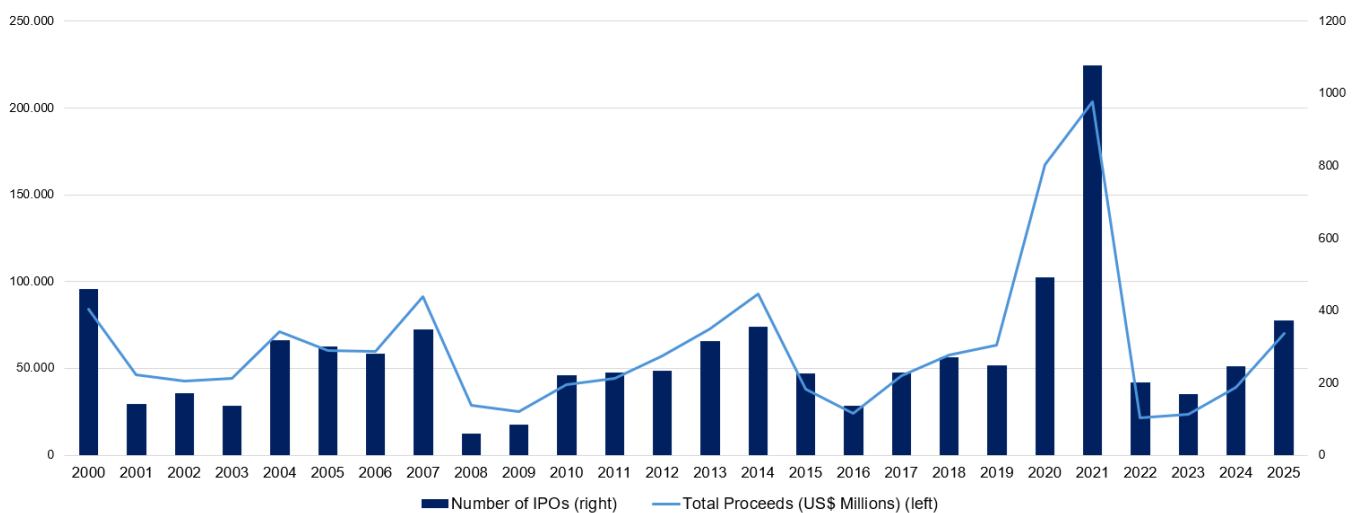
A década seguinte foi marcada por uma normalização gradual da atividade no mercado primário. Os volumes anuais de IPOs oscilaram, em geral, entre 220 e 320 transações, enquanto os recursos arrecadados variaram tipicamente de US\$ 40 bilhões a US\$ 73 bilhões. Entre os anos de destaque estão 2012, impulsionado pela oferta pública inicial do Facebook, quando as empresas arrecadaram US\$ 57,4 bilhões em 235 transações, e 2014, quando a oferta recorde do Alibaba contribuiu para que a arrecadação total atingisse US\$ 93,1 bilhões em 355 IPOs, representando um dos anos mais fortes do período pós-crise.

A fase mais extraordinária da história recente ocorreu entre 2020 e 2021. Em 2020, 492 empresas abriram o capital, levantando US\$ 167,6 bilhões. O ano seguinte marcou um recorde histórico, com 1.078 IPOs gerando US\$ 203,7 bilhões em receitas. Esse período demonstrou como condições financeiras favoráveis podem acelerar drasticamente o acesso das empresas aos mercados de capitais.

No entanto, o forte aperto da política monetária a partir de 2022 levou a uma das contrações mais acentuadas das últimas décadas. A atividade de IPOs caiu para apenas 202 transações e US\$ 21,6 bilhões em recursos captados, à medida que o aumento das taxas de juros pressionou os valuations e reduziu o apetite dos investidores por ativos voltados para o crescimento. Embora 2023 tenha permanecido relativamente moderado, com 169 IPOs e US\$ 23,8 bilhões arrecadados, o mercado começou a mostrar sinais de recuperação a partir de então. O número de emissões aumentou para 246 transações e US\$ 39,2 bilhões em 2024, antes de se recuperar de forma mais significativa em 2025, quando 374 empresas concluíram IPOs e a arrecadação total atingiu US\$ 70,1 bilhões.

De modo geral, os dados sugerem que o mercado de IPOs dos EUA funciona como um poderoso barômetro das condições financeiras mais amplas. Compreender esses padrões históricos é essencial para investidores que buscam avaliar o momento, a sustentabilidade e a atratividade potencial de futuros ciclos de IPOs nos Estados Unidos.

Gráfico 1: IPOs históricos nos EUA



Fonte: SEC, BTG Pactual

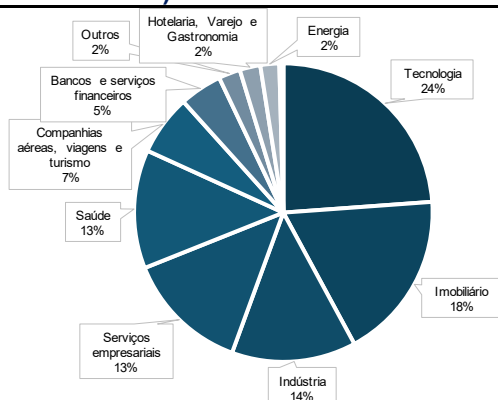
Composição setorial

A composição setorial da atividade de IPOs é um indicador confiável do apetite de risco dos investidores e do ciclo de inovação predominante. A atual fase de reabertura se destaca por duas características estruturais: (1) o predomínio dos setores de tecnologia e afins, particularmente infraestrutura de IA, segurança cibernética e software nativo da nuvem; e (2) a representação significativa de emissores dos setores industrial, de defesa e de infraestrutura física.

A tecnologia lidera porque sempre lidera nos ciclos de IPOs. Ela representa a maior parcela do investimento privado em capital de risco, gera o maior número de empresas de crescimento com qualidade institucional e se beneficia mais diretamente dos ventos favoráveis estruturais (adoção da nuvem, implantação de IA, transformação digital) pelos quais os investidores estão atualmente pagando preços premium para ter acesso.

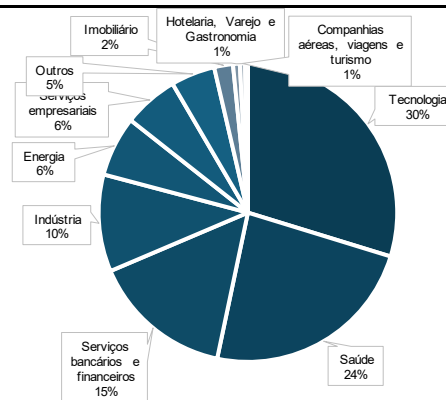
A atividade de IPOs nos setores de saúde e biotecnologia, embora cíclica, permaneceu ativa para empresas com dados clínicos em estágio avançado ou produtos aprovados. As empresas de biotecnologia ainda sem receita, que dominaram o período de 2020 a 2021, enfrentaram um mercado muito mais seletivo no ciclo atual.

Gráfico 2: Recursos de IPOs por grupo setorial (exceto SPAC) – 2024



Fonte: SEC, BTG Pactual

Gráfico 3: Recursos de IPOs por setor (exceto SPAC) – 2025



Fonte: SEC, BTG Pactual

Por que a atual fase de reabertura difere de 2021

As diferenças entre o ciclo de IPOs de 2021 e a atual retomada são estruturais, não superficiais.

Limite de rentabilidade. Em 2021, a disposição dos investidores em pagar 30 a 50 vezes a receita futura por empresas ainda sem lucro fez com que a rentabilidade fosse, na melhor das hipóteses, uma consideração secundária. No ciclo atual, os investidores institucionais estão exigindo rentabilidade atual ou um caminho credível e vinculado por cláusulas contratuais para alcançá-la. Essa é a diferença estrutural mais importante.

Padrões de governança. Após casos de IPOs que geraram tensões, os investidores institucionais elevaram o escrutínio da governança a uma consideração de primeira ordem. As estruturas de ações de dupla classe ainda estão presentes (elas são estruturalmente difíceis de eliminar), mas a magnitude do diferencial de voto está sendo negociada de forma mais agressiva.

A anatomia de uma oferta pública inicial

Por que as empresas abrem o capital

A decisão de realizar uma oferta pública inicial raramente é puramente financeira. Para a maioria dos emissores, a IPO é uma convergência de múltiplos imperativos estratégicos que atingiram a maturidade simultaneamente.

Capital primário. Para empresas em fase de crescimento com necessidades contínuas de capital (investimentos em expansão, capital de giro para crescimento, investimento em P&D), os mercados de capitais públicos oferecem acesso a um pool de capital maior, mais e e e mais líquido do que as alternativas privadas. Os US\$ 3 a 5 bilhões ou mais levantados em uma grande oferta pública inicial de tecnologia são difíceis de replicar em uma rodada privada sem diluir estruturalmente a tabela de capitalização.

Liquidez para investidores iniciais e fundadores. Após 7 a 12 anos de permanência na empresa privada, os fundos de capital de risco chegam ao fim de sua vida útil de 10 a 12 anos, e a oferta pública inicial (IPO) é o mecanismo preferido para a realização do portfólio. Fundadores e funcionários que acumularam valor patrimonial substancial de forma ilíquida também se beneficiam de um mercado público que oferece um mecanismo de liquidez contínuo além da oferta inicial.

Moeda de aquisição. Ações negociadas publicamente, com um preço transparente e determinado diariamente, são uma moeda de aquisição superior ao patrimônio líquido de empresas privadas. Empresas como a Salesforce, que realizou mais de 70 aquisições desde sua oferta pública inicial (IPO) em 2004, não teriam sido capazes de executar essa estratégia sem as ações ordinárias líquidas que o status de IPO proporciona.

Marca e talentos. O status de empresa de capital aberto confere uma forma de legitimidade institucional difícil de ser replicada no mercado privado, especialmente para empresas de software empresarial e de serviços financeiros que vendem para compradores corporativos regulamentados. A listagem na Nasdaq ou na NYSE é, para muitos compradores, um indicador de estabilidade, transparência e prestação de contas. Da mesma forma, a capacidade de oferecer aos funcionários opções de ações de empresas de capital aberto é uma vantagem significativa na aquisição e retenção de talentos em relação aos concorrentes privados que oferecem participações acionárias ilíquidas.

Seleção dos bancos coordenadores

A escolha do bookrunner líder do lado esquerdo está entre as decisões mais importantes que um emissor toma no processo de IPO. O banco líder é responsável por gerenciar a carteira de ordens, assessorar sobre precificação e estrutura e coordenar o consórcio de co-gestores. A relação

entre o mandato de subscrição e a cobertura de research de ações subsequente, embora formalmente regida por barreiras de isolamento, é entendida por todos os players como simbiótica: os bancos que lideram IPOs normalmente iniciam a cobertura de research em de um período específico de tempo após o término do período de silêncio, e uma cobertura inicial positiva por parte de um banco respeitado constitui um mecanismo significativo de apoio no mercado secundário.

Os emissores otimizam a seleção dos bancos coordenadores com base em vários critérios: especialização setorial e relacionamentos com investidores institucionais no setor relevante; desempenho histórico no mercado pós-listagem das operações administradas pelo banco; o calibre e a visibilidade do analista de research de ações que cobrirá o título após a listagem; e o acordo geral de honorários.

Registros S-1

A declaração de registro S-1 é o documento com maior densidade de informações no processo de IPO e a principal ferramenta de due diligence para investidores sofisticados. Uma leitura minuciosa do S-1, com foco na discussão e análise da administração, nos fatores de risco, nas transações com partes relacionadas e nas notas de rodapé financeiras detalhadas, yield insights indisponíveis na apresentação da roadshow.

O que investidores experientes buscam em um S-1:

Trajectoria da economia unitária. A evolução ao longo de vários anos do custo de aquisição de clientes, do valor da vida útil do cliente e das taxas de retenção de cortes revela se o negócio está melhorando ou se deteriorando no nível unitário, independentemente do crescimento da receita líquida.

Qualidade da receita. As estruturas contratuais, os saldos de receita diferida, a carteira de pedidos e as taxas de renovação permitem que um investidor avalie qual parte da receita reportada é genuinamente recorrente, em comparação com receitas pontuais ou com risco de não renovação.

Transações com partes relacionadas. Transações entre o emissor e afiliadas de acionistas controladores, fundadores ou investidores iniciais frequentemente revelam conflitos de interesse que não são adequadamente divulgados no resumo principal. Os detalhes estão sempre nas notas de rodapé.

Utilização dos recursos. A utilização declarada dos recursos do IPO oferece uma visão da filosofia de alocação de capital da administração. Recursos destinados a fins corporativos gerais ou a “investimentos estratégicos” vagos são um sinal de menor qualidade do que o desenvolvimento de produtos específicos, a expansão geográfica ou o investimento direcionado em infraestrutura.

Fatores de risco. A seção obrigatória sobre fatores de risco de um formulário S-1, embora muitas vezes descartada como uma divulgação jurídica padronizada, ocasionalmente contém informações específicas e adaptadas à empresa que são relevantes, mas subestimadas por investidores que apenas dão uma olhada superficial em vez de lerem com atenção.

O Roadshow

O roadshow de IPO, uma série de apresentações da administração e reuniões individuais com investidores institucionais realizadas ao longo de 1 a 2 semanas imediatamente antes da fixação do preço, é o mecanismo final de compartilhamento de informações entre o emissor e o investidor antes do encerramento da oferta. Os roadshows virtuais, impulsionados pelos protocolos da pandemia em 2020, tornaram-se a regra e não a exceção, eliminando os atritos geográficos e logísticos do roadshow físico tradicional, que abrange várias cidades.

O roadshow cumpre várias funções simultaneamente. Para os investidores, é uma oportunidade de avaliar a qualidade da administração, a clareza estratégica e o grau de convicção com que os executivos comunicam a tese de investimento. Para os bancos coordenadores, é um processo de geração de demanda e qualificação de ordens, que permite avaliar quais investidores estão expressando demanda real em faixas de preço específicas, em comparação com aqueles que “aparecem” apenas para manter relacionamentos, sem interesse genuíno. Para o emissor, é a validação final de que a proposta de investimento encontra ressonância junto ao capital sofisticado antes que o preço da oferta seja irrevogavelmente definido.

Bookbuilding e Precificação

O processo de bookbuilding transforma as manifestações de interesse dos investidores em uma decisão de preço e alocação. À medida que as ordens se acumulam no sistema do bookrunner, a equipe de subscrição acompanha a sensibilidade da demanda ao preço: a que preço de e o o livro fica coberto (a demanda total é igual à oferta), onde a demanda se torna inelástica em relação ao preço (investidores que comprarão independentemente do preço) e onde a demanda se esgota.

A prática padrão em IPOs envolve a publicação de uma faixa de preço inicial que representa a estimativa do banco coordenador sobre o valor em que a operação será precificada. Se o livro for sobre-subscrito na parte superior da faixa (a demanda excede a oferta no preço mais alto declarado), o livro pode ser revisado para cima. Se a demanda estiver concentrada na parte inferior da faixa, o preço de oferta é normalmente fixado no piso da faixa ou abaixo dele.

Opções “Greenshoe”

A opção de sobrealocação concede ao líder da equipe de subscrição o direito de vender até 15% de ações adicionais além do volume básico da

oferta. Esse mecanismo funciona como um mecanismo de estabilização de preço no mercado pós-negociação imediato: se a ação for negociada acima do preço de oferta, o banco coordenador exerce a opção greenshoe, comprando os 15% adicionais pelo preço de oferta e vendendo-os pelo preço de mercado (capturando o spread). Se a ação for negociada abaixo do preço de oferta, o banco coordenador compra ações no mercado aberto para cobrir sua posição vendida, fornecendo suporte de compra que estabiliza a ação no preço de oferta ou acima dele.

A opção “greenshoe” está entre as características estruturais mais eficazes e subestimadas do mercado de IPOs dos EUA. Ela oferece 30 dias de suporte implícito aos preços para praticamente todos os IPOs tradicionais. Investidores que observarem que uma ação recém-listada está “sustentada no preço de oferta” devem estar cientes de que esse suporte pode ser mecânico, e não fundamental, e que a remoção do suporte da opção “greenshoe” ao completar 30 dias pode gerar pressão de venda no curto prazo.

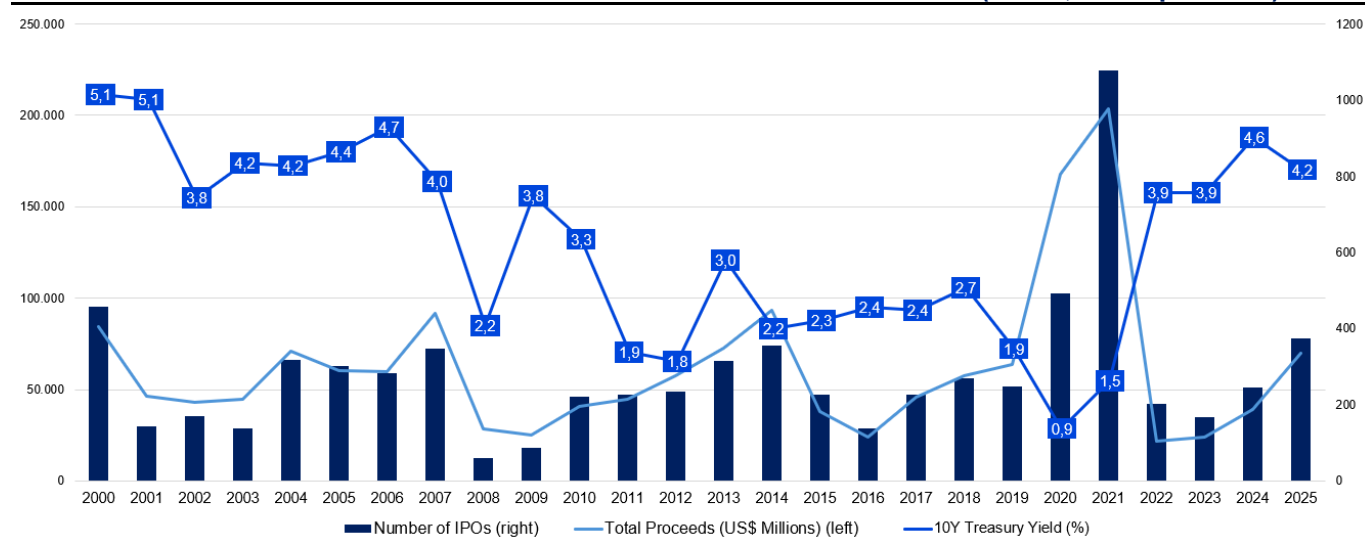
IPOs como reflexo do ciclo macroeconômico

Yields do Tesouro e o custo de capital

Nenhuma variável macroeconômica isolada tem um efeito mais direto e quantificável sobre as condições do mercado de IPOs do que o nível das taxas de juros de longo prazo. O mecanismo opera por meio das taxas de desconto: empresas em fase de crescimento, cujo valor está predominantemente incorporado nos fluxos de caixa finais projetados para os próximos 7 a 15 anos, são matematicamente altamente sensíveis ao denominador da equação do fluxo de caixa descontado.

A relação inversa entre os recursos arrecadados em IPOs e as taxas de yield dos títulos do Tesouro de 10 anos está entre as regularidades macrofinanceiras mais consistentes observadas nos mercados de capitais dos EUA nas últimas três décadas. O boom de IPOs de 1999–2000 coincidiu com taxas de yield de 10 anos em torno de 5,0, a exceção que confirma a regra, explicada pelo excesso especulativo sem precedentes da bolha das .com, que se sobrepôs à restrição racional da taxa de desconto. O boom de 2021 foi a consequência previsível das taxas de yield de 10 anos entre 0,9% e 1,5%, a política monetária mais acomodatória da história dos EUA. A estagnação de 2022–2023 acompanhou diretamente o ciclo de normalização das taxas.

Gráfico 4: Receitas de IPOs vs. Yield dos Títulos do Tesouro de 10 anos (Anual, 2000–presente)



Fonte: SEC, Bloomberg, BTG Pactual

O cenário atual, com yields de títulos de 10 anos na faixa de 4,0% a 4,5%, é significativamente diferente da era das taxas zero, mas não é incompatível com a atividade de IPOs para empresas com verdadeira capacidade de geração de lucros. A principal diferença: nesses níveis de yield, o mercado não aceitará projeções de fluxo de caixa de longo prazo para empresas que ainda não geram lucro. Somente empresas com lucratividade atual ou iminente podem acessar o mercado primário com valuations razoáveis.

Taxas de juros e múltiplos de valuation

A mudança nos múltiplos de avaliação de IPOs de 2021 para 2022 é a demonstração mais vívida do efeito da taxa de desconto na história moderna do mercado de capitais dos EUA. Em 2021, empresas de software em nuvem acessavam rotineiramente o mercado público com múltiplos de 25 a 50 vezes a receita futura. Em meados de 2022, empresas equivalentes estavam sendo negociadas a múltiplos de 5 a 10 vezes. Os modelos de negócios não haviam mudado. A taxa de desconto, sim.

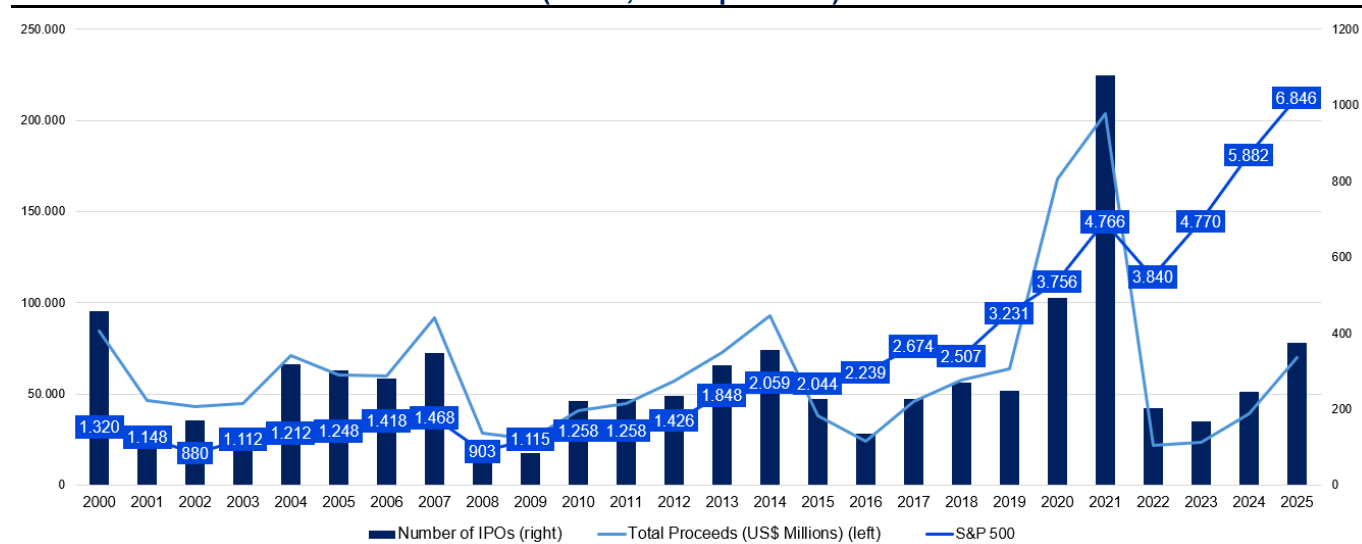
A disciplina de valuation do ciclo atual reflete essa recalibração. Os investidores estão aplicando taxas de desconto estruturalmente mais altas do que em 2021, resultando em múltiplos de valor terminal mais baixos para empresas em crescimento e um prêmio pela visibilidade dos lucros no curto prazo. Empresas que conseguem demonstrar geração de fluxo de caixa livre (FCF) dentro de 12 a 18 meses após a oferta são avaliadas com um prêmio significativo em relação àquelas que projetam lucratividade além de um horizonte de três anos.

Desempenho do mercado de ações e confiança dos investidores

A correlação entre o desempenho do mercado de ações e a atividade de IPOs é empiricamente robusta e economicamente intuitiva. As janelas para IPOs se abrem quando os mercados de ações estão em alta: mercados em

alta aumentam os múltiplos P/E pelos quais empresas de capital aberto comparáveis são negociadas, melhorando o ambiente de precificação para os emissores de IPOs; mercados em alta geram confiança dos investidores e apetite pelo risco, o que se traduz em demanda por IPOs; e mercados em alta produzem carry positivo para investidores institucionais, criando a disponibilidade de capital e a flexibilidade nos mandatos de carteira que sustentam a participação no mercado primário.

Gráfico 5: Volume de IPOs vs. S&P 500 (Anual, 2000–presente)



Fonte: SEC, Bloomberg, BTG Pactual

Por outro lado, as janelas para IPOs se fecham quando os mercados acionários estão em queda. A relação não é simétrica: os mercados podem cair sem fechar completamente o mercado primário se a queda for modesta e o contexto macroeconômico permanecer favorável, mas distorções graves no mercado acionário congelam de forma confiável a atividade do mercado primário. Historicamente, mercados em baixa sustentados de -20% ou mais produziram quedas na atividade de IPOs de 70% a 90% em relação aos níveis do ano anterior.

VIX e apetite pelo risco

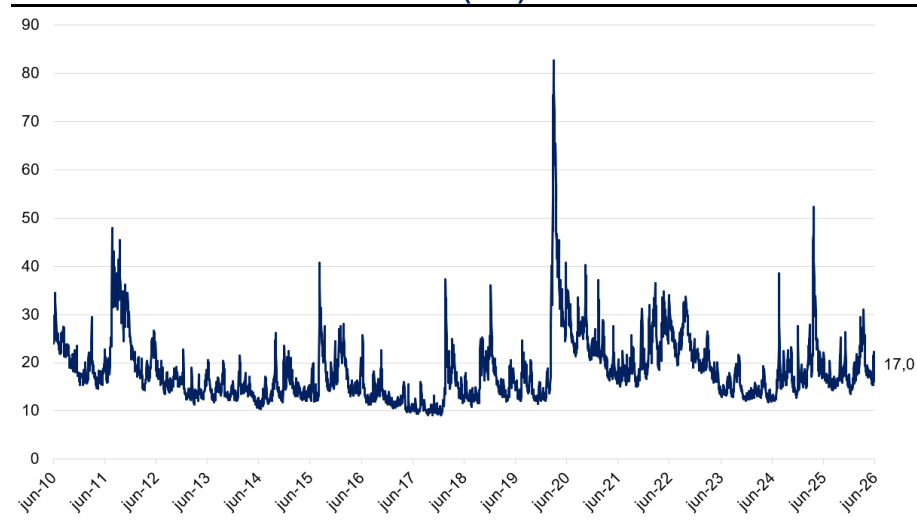
O Índice de Volatilidade da CBOE (VIX), comumente conhecido como “medidor do medo”, mede a expectativa do mercado quanto à volatilidade implícita de 30 dias no S&P 500. Ele funciona como um indicador quase em tempo real do apetite de risco dos investidores institucionais e possui uma relação bem documentada com as condições do mercado de IPOs.

Evidências históricas sugerem: **VIX abaixo de 15**: alta atividade de IPOs; o apetite pelo risco é forte, a precificação é agressiva e a sobre-subscrição é comum. **VIX entre 15 e 20**: ambiente normal de IPOs; as ofertas são precificadas, há sobre-subscrição seletiva e a demanda institucional está presente. **VIX entre 20 e 25**: ambiente seletivo de IPOs; apenas emissores da mais alta qualidade conseguem precificar; os termos das ofertas tornam-se mais favoráveis aos compradores. **VIX entre 25 e 35**: atividade de IPOs amplamente suspensa; a maioria dos emissores desiste ou adia. **VIX acima**

de 35: mercado primário efetivamente fechado; investidores institucionais adotam postura defensiva.

O calendário de IPOs de curto prazo é normalmente elaborado com uma suposição implícita sobre o VIX. Emissores que registram o formulário S-1 quando o VIX está abaixo de 18 costumam construir seu modelo interno com base na suposição de que as condições para o IPO permanecerão favoráveis durante o processo de 6 a 8 semanas entre o registro do S-1 e a fixação do preço. Um pico do VIX para 25 ou mais durante a semana da roadshow pode forçar o adiamento ou a desistência. Investidores devem monitorar o nível macro do VIX juntamente com as volatilidades implícitas específicas do setor.

Gráfico 6 – Índice de Volatilidade (VIX)



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Os booms de IPOs sinalizam topos de mercado?

A relação entre os picos do mercado de IPOs e as correções subsequentes do mercado como um todo é sugestiva, mas não determinística. O boom de IPOs das empresas ponto-com atingiu seu pico em 1999–2000, dois meses antes do pico definitivo do Nasdaq. O boom de SPACs e IPOs de 2021 precedeu o mercado em baixa de 2022 em aproximadamente 6 a 9 meses. O surto de IPOs apoiados por fundos de private equity (PE) em 2007, antes da crise financeira global, precedeu a quebra de 2008 em cerca de 12 meses.

No entanto, a relação não é causal. Os booms de IPOs não causam picos de mercado; são sintomas correlacionados da mesma condição subjacente: apetite excessivo pelo risco, múltiplos elevados e condições financeiras que ultrapassaram o equilíbrio. O valor de sinalização da atividade elevada de IPOs é diagnóstico, não preditivo. Um mercado com 1.000 IPOs por ano não está caminhando para um colapso por causa dos IPOs; está caminhando para um colapso porque as condições (taxas zero, confiança máxima dos investidores, excesso de valuation) que tornam possíveis 1.000 IPOs são insustentáveis.

O ciclo atual, com transações de IPO significativamente abaixo dos níveis extremos de 2021, não emite um sinal de alerta nesse indicador. O volume de IPOs no período atual é mais consistente com uma situação normal no meio do ciclo do que com um pico.

Dinâmica de Valuation no Mercado Primário

Análise de empresas comparáveis

A principal metodologia de valuation utilizada pelos bancos coordenadores na fixação do preço de IPOs é a análise de empresas comparáveis, ou seja, a aplicação de múltiplos do mercado aberto de um grupo selecionado de empresas semelhantes aos indicadores financeiros do emissor. Essa metodologia é simples em sua concepção, mas complexa na execução: a seleção das empresas comparáveis determina a valuation, e a estrutura de incentivos do processo de subscrição cria pressão para a seleção de empresas comparáveis que maximize o preço de oferta.

A tensão fundamental na análise comparativa de IPOs está entre as comparações do mercado privado (a valuation da última rodada de financiamento) e as comparações do mercado público (onde as empresas semelhantes estão sendo negociadas atualmente). Em 2021, a diferença entre esses dois pontos de referência costumava ser pequena ou inexistente, pois as avaliações das rodadas privadas haviam se inflacionado a níveis que antecipavam os múltiplos de negociação do mercado público. Entre 2023 e 2025, essa diferença se normalizou: as avaliações das rodadas privadas em muitos setores permanecem acima dos níveis em que as empresas comparáveis do mercado público eram negociadas durante a baixa de 2022, exigindo reajustes de avaliação da esfera privada para a pública que os fundadores e investidores de capital de risco aceitam com relutância.

As melhores oportunidades de IPO para os investidores surgem quando o preço de oferta é fixado com um desconto significativo em relação ao conjunto de empresas comparáveis no mercado público, o que implica que o emissor aceitou uma valuation abaixo do que seus pares alcançam no mercado. Isso pode ocorrer quando a empresa está abaixo da mediana em termos de crescimento ou lucratividade, quando o emissor está altamente motivado a concluir a transação (restrições de prazo do fundo, momento oportuno para a equipe de gestão) ou quando o banco coordenador define um preço conservador para garantir um forte desempenho pós-negociação e um sentimento positivo no mercado pós-negociação.

Considerações sobre o DCF

A análise de fluxo de caixa descontado raramente é a principal ferramenta de avaliação para IPOs em fase de crescimento, por uma razão simples: para empresas de alto crescimento que operam no ponto de equilíbrio ou próximo a ele, o principal fator de valor é o valor terminal, e os valores terminais são extremamente sensíveis às premissas incorporadas em um

modelo que deve projetar fluxos de caixa para mais de 10 anos no futuro. A faixa de avaliação resultante é tão ampla que se torna analiticamente pouco informativa como ferramenta principal de precificação.

No entanto, o DCF desempenha um importante papel secundário na valuation de IPOs. Investidores do lado comprador costumam construir modelos de DCF não para determinar um valor preciso, mas para fazer a engenharia reversa das premissas de crescimento e margem incorporadas ao preço de oferta. “O que o mercado precisa acreditar para que este IPO tenha um preço justo?” é a questão central. Se o preço de oferta exigir premissas altamente otimistas, um investidor pode avaliar a probabilidade desse resultado e dimensionar sua posição de acordo com isso.

As premissas relativas à taxa de crescimento terminal e à taxa de desconto que são razoáveis no ambiente atual produzem avaliações de IPOs drasticamente diferentes das do ambiente de 2021. Essa recalibração é a principal explicação técnica para o motivo pelo qual os valuations de 2021 pareciam absurdos em retrospecto: elas estavam corretas, dadas as premissas vigentes na época, mas essas premissas eram insustentáveis.

O que acontece depois que as empresas abrem o capital?

O primeiro dia é apenas o começo

O período imediatamente após uma oferta pública inicial (IPO) recebe atenção desproporcional por parte dos investidores, da mídia financeira e dos players do mercado. Os retornos do primeiro dia, os volumes de negociação no dia da estreia e os movimentos de preço de curto prazo costumam dominar as manchetes e moldar a percepção do público sobre se uma oferta foi “bem-sucedida” ou “mal-sucedida”. Embora esses indicadores sejam altamente visíveis, eles frequentemente obscurecem a questão mais importante: o que, em última instância, determina os retornos de longo prazo para os acionistas depois que uma empresa abre o capital?

As evidências históricas sugerem que a resposta tem relativamente pouco a ver com o desempenho do primeiro dia. Algumas das aberturas de capital mais bem-sucedidas da história moderna do mercado geraram apenas retornos iniciais modestos, enquanto várias das empresas mais aclamadas no primeiro dia acabaram não conseguindo criar valor duradouro para os acionistas. Os fatores que impulsionam os retornos de longo prazo são fundamentalmente diferentes daqueles que impulsionam a atividade de negociação de curto prazo.

A primeira sessão de negociação reflete principalmente o equilíbrio entre oferta e demanda em um momento específico. As alocações dos bancos coordenadores, o posicionamento dos investidores, o sentimento do mercado e as condições de liquidez vigentes costumam ter um impacto

maior no desempenho do primeiro dia do que a qualidade intrínseca do negócio subjacente.

O contraste entre várias ofertas públicas iniciais (IPOs) bem conhecidas ilustra esse ponto. A Meta Platforms teve um desempenho fraco após sua IPO em 2012 e passou grande parte de seu primeiro ano abaixo do preço de oferta. No entanto, a empresa acabou se tornando uma das maiores criadoras de valor na história do mercado de ações. Por outro lado, inúmeras empresas que registraram ganhos espetaculares no primeiro dia durante o boom de emissões de 2020–2021 geraram posteriormente retornos de longo prazo decepcionantes, pois os fundamentos do negócio não conseguiram justificar as expectativas iniciais.

Os vencedores de longo prazo são definidos pela qualidade do negócio

As empresas que geram maior valor para os acionistas após a abertura de capital geralmente compartilham um conjunto comum de características. Elas possuem vantagens competitivas duradouras, grandes mercados-alvo, equipes de gestão sólidas, alocação disciplinada de capital e modelos de negócios capazes de sustentar o crescimento muito além do próprio evento de IPO.

É importante ressaltar que esses atributos costumam ser visíveis no momento da listagem, mesmo quando as reações de curto prazo do mercado são mistas. Amazon, Google, Salesforce, Visa, Shopify, ServiceNow e inúmeras outras empresas excepcionais entraram nos mercados de capitais com amplas perspectivas de crescimento e posicionamento competitivo que se mostraram muito mais importantes do que seu desempenho inicial nas negociações.

A seletividade é mais importante do que a participação

Os dados históricos demonstram que o investimento em IPOs não é uma estratégia de ampla participação. Em horizontes de longo prazo, o IPO médio não tem superado consistentemente o desempenho do mercado acionário como um todo. No entanto, essa observação pode ser enganosa, pois as médias agregadas ocultam uma realidade importante: um grupo relativamente pequeno de empresas excepcionais é responsável por uma parcela desproporcional da criação de riqueza a longo prazo.

O objetivo não é participar de todas as ofertas que chegam ao mercado. Trata-se, ao contrário, de identificar o subconjunto de empresas capazes de se tornar a próxima geração de líderes do setor. O investimento bem-sucedido em IPOs se assemelha à lógica do capital de risco aplicada aos mercados de capitais: a seletividade é muito mais importante do que a atividade.

Essa distinção se torna particularmente importante durante períodos de elevado volume de emissões (o que não é o caso atualmente). Mercados de IPO robustos atraem inevitavelmente tanto empresas excepcionais

quanto emissores menos maduros. Investidores que aplicam a mesma estrutura analítica a todas as ofertas provavelmente obterão resultados decepcionantes. Investidores que se mantêm disciplinados e focados na qualidade podem gerar resultados que diferem drasticamente da média do mercado.

A implicação prática: uma participação ampla e indiscriminada é menos eficaz do que uma análise fundamentalista seletiva.

“Estudos de caso – IPOs bem-sucedidos”

Visa (V) – 2008

A oferta pública inicial (IPO) da Visa, em março de 2008, foi, sob qualquer ponto de vista, uma das transações no mercado primário mais bem estruturadas e com sucesso duradouro da história dos Estados Unidos. A empresa levantou aproximadamente US\$ 17,9 bilhões (a maior IPO dos EUA na época da oferta), com preço de US\$ 44 por ação e fechando seu primeiro dia a US\$ 56,50, um retorno de 28% no primeiro dia (dados Bloomberg; IPO).

O que tornou a Visa extraordinária na oferta pública inicial não foi o retorno no primeiro dia, mas a clareza estrutural do modelo de negócios: a Visa operava uma rede de pagamentos com quatro partes (bancos emissores, bancos adquirentes, titulares de cartões e comerciantes), na qual cobrava taxas de pontos-base sobre cada pagamento eletrônico. Ela não assumia risco de crédito e não tinha requisitos de distribuição física. A rede havia sido construída ao longo de 40 anos e estava enraizada em bilhões de hábitos de consumo e terminais de aceitação de comerciantes em todo o mundo.

A principal percepção de investimento disponível na época da oferta: o volume global de pagamentos da Visa era de aproximadamente US\$ 3,8 trilhões por ano, representando uma pequena fração do total de pagamentos em dinheiro e cheque em todo o mundo que poderiam ser convertidos para o formato eletrônico na década seguinte. O mercado total acessível (TAM) não era apenas grande; ele estava associado a uma enorme e previsível oportunidade de conversão. A partir do preço de oferta de US\$ 44 na abertura de capital, a Visa apresentou um crescimento composto de aproximadamente 18% ao ano durante a década seguinte (dados Bloomberg), tornando-se um dos melhores investimentos em ações da safra de 2008.

Meta Platforms (META) – 2012

A oferta pública inicial (IPO) do Facebook, em maio de 2012, foi, na época, a abertura de capital mais esperada do setor de tecnologia desde a do Google, em 2004. A oferta de US\$ 16 bilhões, a US\$ 38 por ação, avaliou a empresa em aproximadamente US\$ 104 bilhões, um prêmio que muitos observadores caracterizaram como heroico para uma empresa de mídia

social com receita de US\$ 3,7 bilhões em 2011 (dados Bloomberg) e perspectivas incertas de monetização no setor móvel.

A estreia caótica nas negociações, o sistema de formadores de mercado da Nasdaq sofreu várias falhas técnicas no primeiro dia, levando a atrasos nas confirmações de execução e a uma incerteza significativa sobre os preços de execução, o que agravou a ansiedade dos investidores, fez com que o Facebook fechasse seu primeiro dia praticamente estável em relação ao preço de oferta: um resultado caracterizado na época como uma “IPO fracassada”, dada a expectativa típica de um salto significativo no primeiro dia.

Os dois anos seguintes foram difíceis: as ações caíram para aproximadamente US\$ 18 por ação em setembro de 2012, uma queda de 52% em relação ao preço de oferta do IPO (dados Bloomberg), impulsionada principalmente pelo ceticismo dos investidores quanto ao potencial de receita com publicidade móvel. A resolução dessa incerteza, à medida que a receita com publicidade móvel do Facebook provou ser não apenas viável, mas explosivamente escalável, impulsionou uma das mais poderosas recuperações de ações ao longo de vários anos na história das empresas de tecnologia de grande capitalização. Os investidores que mantiveram suas ações desde a baixa de US\$ 18 até o pico final antes da mudança de marca para Meta obtiveram ganhos superiores a 3.000% (dados Bloomberg).

O estudo de caso da Meta contém duas lições distintas. Primeiro: o fracasso na precificação de uma oferta pública inicial (IPO) no curto prazo não prevê a destruição do valor das ações no longo prazo, se o modelo de negócios subjacente for sólido. Segundo: a incerteza do mercado em relação a um novo modelo de receita (publicidade móvel em 2012) cria o ponto de entrada mais atraente para investidores com a convicção de manter suas posições até que essa incerteza seja resolvida.

Airbnb (ABNB) – 2020

A oferta pública inicial (IPO) da Airbnb em dezembro de 2020 foi uma das transações mais paradoxais do mercado primário da história recente. A empresa levantou US\$ 3,5 bilhões a US\$ 68 por ação, avaliando-a em aproximadamente US\$ 47 bilhões, apesar de as receitas terem caído de US\$ 4,8 bilhões em 2019 para US\$ 3,4 bilhões em 2020 (dados Bloomberg), consequência direta da pandemia da COVID-19, que tornou as viagens praticamente impossíveis durante a maior parte do ano.

O primeiro dia de negociação refletiu uma euforia especulativa: a Airbnb abriu a US\$ 146, quase o dobro do preço de oferta, e fechou a US\$ 144,71, um retorno de 113% no primeiro dia que (dados Bloomberg; IPO) avaliou a empresa em mais de US\$ 100 bilhões. A US\$ 144 por ação, os investidores estavam efetivamente pagando aproximadamente 30 vezes as receitas pré-pandêmicas de 2019 por uma empresa cujas perspectivas de receita no curto prazo eram extremamente incertas.

A tese de investimento que se mostrou correta no médio prazo baseava-se em várias observações: o modelo de marketplace com poucos ativos da Airbnb significava que ela poderia sobreviver a choques de demanda que teriam sido fatais para redes de hotel de capital intensivo; a mudança no comportamento do consumidor em direção a acomodações não hoteleiras acelerou-se após a COVID, à medida que o trabalho remoto possibilitou viagens de maior duração; e a penetração da marca nos principais segmentos demográficos de viagem era defensável. No entanto, os investidores que compraram ao preço de abertura de US\$ 144 enfrentaram uma relação risco/recompensa fundamentalmente diferente daquela dos que receberam alocações a US\$ 68.

“Estudos de caso – IPOs desafiadores”

WeWork – 2019 (retirada) / 2021 (por meio de SPAC)

A tentativa de IPO da WeWork em 2019 e a subsequente retirada forçada da declaração de registro constituem o estudo de caso clássico de como o escrutínio do mercado público difere do capital crédulo dos mercados privados em estágio avançado. A empresa havia levantado rodadas de financiamento privado com um valuation de US\$ 47 bilhões, apoiada principalmente pelo Vision Fund da SoftBank e por uma narrativa da administração que descrevia a WeWork como uma “rede social física”, em vez de uma sublocadora de imóveis comerciais.

O documento S-1 original revelou, para leitores experientes do mercado de capitais, uma empresa com receita de US\$ 1,8 bilhão em 2018, mas prejuízos líquidos de US\$ 1,9 bilhão; um modelo de negócios indistinguível de uma operação imobiliária comercial alavancada (a WeWork assinava contratos de locação de 10 a 15 anos e alugava espaços por prazos de 1 a 3 anos, criando um profundo desequilíbrio de liquidez); e estruturas de governança que incluíam a capacidade de Adam Neumann de votar com ações com direito a voto privilegiado na proporção de 20:1, vender imóveis para a empresa com lucro e registrar a marca “We” para depois vendê-la de volta à WeWork por US\$ 5,9 milhões.

Os mercados públicos disseram o que os mercados privados não ousaram dizer: esta não é uma empresa de tecnologia avaliada em US\$ 47 bilhões; é um negócio imobiliário alavancado que vale uma fração disso. A oferta pública inicial (IPO) foi retirada em setembro de 2019. Posteriormente, a WeWork abriu o capital por meio de uma SPAC em outubro de 2021, com uma valuation implícita de aproximadamente US\$ 9 bilhões, uma queda de 80% em relação ao pico no mercado privado. A empresa entrou com pedido de falência em novembro de 2023.

Rivian Automotive (RIVN) – 2021

A oferta pública inicial (IPO) da Rivian, em novembro de 2021, arrecadou aproximadamente US\$ 13,7 bilhões a US\$ 78 por ação (dados Bloomberg; IPO), tomando-se uma das maiores IPOs da história dos EUA e avaliando

a empresa, por um breve período, em aproximadamente US\$ 100 bilhões, mais do que a Ford e a General Motors. Na época da oferta, a Rivian havia entregue um total de 156 veículos e não apresentava receita significativa.

O argumento de investimento baseava-se na narrativa de crescimento secular dos veículos elétricos, em uma relação estratégica com a Amazon (que havia encomendado 100 mil vans de entrega elétricas) e na percepção de que as capacidades de design da Rivian para picapes e SUVs a posicionavam para competir com a Tesla no mercado de veículos elétricos de consumo de alta margem de lucro. Essas observações qualitativas não eram irracionais. O problema era o preço.

Com uma valuation de US\$ 100 bilhões, os investidores estavam pagando aproximadamente US\$ 640.000 por veículo produzido em 2021, não em receita, mas na valuation dividida pelo número de unidades. Os desafios de execução revelados posteriormente (gargalos de produção, custos excedentes, disputas com fornecedores e a dificuldade estrutural de competir com fabricantes automotivos estabelecidos) levaram o preço das ações para perto de US\$ 10 por ação em 2023 (dados Bloomberg), representando uma perda de mais de 85% em relação ao preço da oferta pública inicial (IPO). A lição não foi que o setor de veículos elétricos seja um mau negócio; foi que mesmo temas seculares sólidos podem produzir resultados catastróficos para os investimentos quando o preço de entrada incorpora muitos anos de execução bem-sucedida ao valor presente.

Blue Apron (APRN) – 2017

A oferta pública inicial (IPO) da Blue Apron, em junho de 2017, levantou aproximadamente US\$ 300 milhões a US\$ 10 por ação, avaliando a empresa de entrega de kits de refeições em cerca de US\$ 1,9 bilhão (dados Bloomberg). O formulário S-1 revelou a fraqueza estrutural fundamental que os investidores do mercado de capitais deveriam ter identificado, mas que muitos optaram por ignorar: um custo de aquisição de clientes de aproximadamente US\$ 94 por cliente, contra um valor médio da vida útil do cliente que estava diminuindo rapidamente à medida que a rotatividade se acelerava.

A análise da economia por unidade foi conclusiva em retrospecto: a Blue Apron estava gastando mais para adquirir clientes do que o valor que esses clientes representavam, e a taxa de perda de clientes estava estruturalmente incorporada ao produto (a conveniência dos kits de refeições é alta inicialmente; o cansaço de cozinhar e a sensibilidade ao preço levam a uma elevada rotatividade). O negócio havia apresentado margens brutas negativas em escala, um indicador confiável de que o que parece ser uma oportunidade de crescimento é, na verdade, um mecanismo de destruição de capital.

Em 18 meses após o IPO, as ações da Blue Apron sofreram uma queda de 80% (dados Bloomberg). A empresa acabou sendo retirada da bolsa. A lição: a economia unitária do S-1 deve ser o primeiro filtro na avaliação de

uma abertura de capital, e não o último. Um negócio com índices LTV/CAC em deterioração, rotatividade acelerada de clientes e margens de contribuição unitárias negativas não representa uma oportunidade de investimento, independentemente da taxa de crescimento da receita.

Liderança setorial ao longo dos ciclos de IPO

Tecnologia

O setor de tecnologia tem sido responsável pela maior parte das atividades de IPO nos Estados Unidos em todos os principais ciclos desde a década de 1990, representando normalmente de 30% a 45% do número de transações e uma parcela maior dos recursos arrecadados. A composição dos subsetores evoluiu significativamente: o final da década de 1990 foi marcado por hardware e infraestrutura de internet; a década de 2010, por software SaaS; o início da década de 2020, por plataformas nativas da nuvem; e o ciclo atual, por infraestrutura de IA, aplicativos nativos de IA e segurança cibernética.

A mudança para a IA como tema dominante de investimento em tecnologia criou tanto oportunidades quanto riscos para os investidores em IPOs. A oportunidade: a IA representa uma camada de infraestrutura genuinamente nova, com economia de plataforma, altos custos de e de mudança e uma dinâmica de mercado potencialmente do tipo “o vencedor leva tudo”, análoga à computação em nuvem no início da década de 2010. O risco: o ciclo de investimento em IA elevou os valuations de empresas ligadas à IA a níveis que incorporam premissas de crescimento heroicas, criando as condições para uma repetição da dinâmica de 2001 ou 2022, quando as expectativas foram reajustadas.

No setor de tecnologia, os subsetores mais representados no atual pipeline de IPOs são: infraestrutura de IA (clusters de GPU, plataformas de treinamento de modelos, otimização de inferência), segurança cibernética (arquitetura zero-trust, detecção de ameaças com IA, gerenciamento de identidade) e ferramentas para desenvolvedores (codificação assistida por IA, automação de DevOps). Essas categorias compartilham uma característica comum: bases de clientes corporativos com estruturas de contratos plurianuais e custos de mudança que proporcionam visibilidade de receita superior à das empresas de tecnologia voltadas para o consumidor.

Saúde e Biotecnologia

A atividade de IPOs nos setores de saúde e biotecnologia é estruturalmente cíclica de uma forma distinta da tecnologia. Os catalisadores para IPOs de biotecnologia são eventos binários, aprovações da FDA, resultados de ensaios clínicos de Fase 3, decisões regulatórias, que são independentes das condições macroeconômicas, mas fortemente dependentes do apetite de risco dos investidores em relação à exposição a resultados binários.

O atual ambiente de IPOs no setor de biotecnologia é caracterizado pela preferência dos investidores por empresas com dados da Fase 3 ou produtos aprovados, em detrimento de plataformas que ainda não geram receita. Isso representa um afastamento significativo em relação ao período de 2020–2021, quando empresas em fase pré-clínica e na Fase 1 acessavam rotineiramente o mercado de capitais com avaliações de US\$ 1 a 3 bilhões, com base em narrativas de plataformas tecnológicas. A disciplina de mercado atual efetivamente reserva o processo de IPO para empresas com prova de conceito clínica comprovada.

A onda dos agonistas do GLP-1, a classe de medicamentos para obesidade e diabetes exemplificada pelo Ozempic e pelo Wegovy, criou um interesse específico dos investidores por empresas da área cardiovascular e metabólica, com a Eli Lilly (LLY) servindo como o principal ponto de referência no mercado de capitais para essa categoria. Os candidatos a IPO nesse segmento têm obtido múltiplos de valuation acima da média do setor, à medida que os investidores buscam exposição direta ou alavancada ao paradigma do tratamento da obesidade.

Inteligência Artificial

A comparação entre as eras das ponto-com e da IA é instrutiva, mas imperfeita. As semelhanças estruturais, uma tecnologia transformadora e facilitadora que atrai enormes fluxos de capital, prêmios de valuation que excedem a justificativa de receita no curto prazo e uma dinâmica do tipo “o vencedor leva a maior parte”, que concentra o valor nos provedores de infraestrutura, são reais. Mas as diferenças são igualmente importantes.

Tabela 2 – Era das ponto-com x Era da IA: Comparação da atividade de IPOs

Dimension	Dot-Com Era (1995–2000)	AI Era (2022–Present)
Primary technology layer	Network protocols, web servers	GPU compute, LLMs, inference
Revenue at IPO	Often zero	Often material (\$50M–\$500M+)
Profitability at IPO	Rare	Increasingly required
Valuation (Fwd Rev)	50–100x+	15–40x for leading companies
IP concentration	Fragmented	Concentrated (NVIDIA, OpenAI)
Infrastructure buildout cost	Moderate (servers/bandwidth)	Extreme (\$10B+ data centers)
Primary beneficiary	Applications layer	Infrastructure layer currently
Investor profile	Retail-dominated	Primarily institutional

Fonte: BTG Pactual

A era das ponto-com gerou centenas de empresas sem receita, sem economia por unidade e sem caminho para a lucratividade; o mercado era indiscriminado. A era da IA, embora claramente esteja passando por um excesso de valuation em certos subsegmentos, está sendo preenchida no nível das aberturas de capital por empresas com receita real, adoção empresarial comprovada e posições competitivas razoavelmente defensáveis. Isso não significa que as aberturas de capital de empresas de IA sejam baratas (elas não são), mas significa que o modo específico de

fracasso da era das ponto-com (empresas sem receita levantando bilhões) é menos prevalente.

A questão analítica crítica para os investidores em IPOs de IA é em que ponto da cadeia de valor se acumula a economia sustentável. Na era da internet, a maioria das empresas da camada de aplicativos foi comoditizada pela concorrência; o valor sustentável acumulou-se na infraestrutura (Amazon AWS), na busca (Google) e nas redes sociais (Meta). A questão análoga para a IA: o valor duradouro se acumulará na camada de modelos (OpenAI e suas concorrentes), na camada de infraestrutura (NVIDIA, hiperescaladores) ou na camada de aplicativos (Copilot, ferramentas de IA empresarial)? A resposta define como as aberturas de capital no setor de IA devem ser avaliadas e com quais múltiplos.

A nova geração de candidatos a IPO

Anthropic

Negócio: A Anthropic é uma das principais empresas pioneiras em inteligência artificial, focada no desenvolvimento de grandes modelos de linguagem e sistemas de IA projetados com ênfase na segurança e no alinhamento. Fundada em 2021 por ex-pesquisadores da OpenAI liderados por Dario e Daniela Amodei, a Anthropic emergiu rapidamente como uma das principais concorrentes da OpenAI. Sua família de modelos emblemática, o Claude, alimenta aplicações que vão desde produtividade empresarial e assistência à programação até suporte ao cliente e agentes de IA. A empresa firmou parcerias estratégicas com grandes empresas de tecnologia, principalmente a Amazon e o Google, que fornecem tanto capital quanto suporte de infraestrutura em nuvem. O posicionamento da Anthropic como fornecedora de soluções de IA de nível empresarial a diferencia dos concorrentes focados em consumidores e a coloca no centro da adoção acelerada da IA generativa em todos os setores.

Modelo de receita: A Anthropic gera receita principalmente por meio de taxas de uso de API cobradas de desenvolvedores e empresas que acessam os modelos Claude, normalmente com base no consumo de tokens. Fontes adicionais de receita incluem contratos de licenciamento corporativo, parcerias estratégicas e implantações personalizadas de IA integradas aos fluxos de trabalho de grandes organizações. À medida que o mercado evolui em direção a agentes autônomos e aplicativos habilitados para IA, a Anthropic poderá se beneficiar cada vez mais de assinaturas corporativas de maior valor e de uma economia orientada pelo consumo, vinculada à demanda por inferência.

Avaliação estimada: A Anthropic concluiu várias rodadas de financiamento com valuations progressivamente mais altos, em meio ao crescente entusiasmo dos investidores pela infraestrutura de inteligência artificial. As transações de financiamento mais recentes da empresa teriam implicado

em valuations *post-money* superiores a US\$ 900 bilhões, refletindo tanto seu rápido progresso comercial quanto as expectativas dos investidores em relação ao potencial de monetização de longo prazo dos modelos de IA de ponta. No entanto, as avaliações do mercado privado permanecem altamente sensíveis às premissas relativas ao crescimento futuro da receita, ao posicionamento competitivo e ao ritmo do avanço tecnológico.

Cronograma da Oferta Pública Inicial (IPO): A Anthropic protocolou um pedido confidencial para realizar sua Oferta Pública Inicial (IPO) nos Estados Unidos. O crescimento contínuo da receita, as crescentes necessidades de liquidez dos investidores e o amadurecimento do ecossistema mais amplo de IA poderiam posicionar a empresa como uma candidata a uma IPO já em 2026 ou 2027. Dada sua importância estratégica na cadeia de valor da IA, uma eventual listagem provavelmente representaria uma das ofertas de tecnologia mais significativas da década atual.

Considerações sobre o investimento: A questão analítica central em torno da Anthropic é se a empresa conseguirá estabelecer uma vantagem competitiva duradoura em um mercado caracterizado por uma extraordinária intensidade de capital e rápidas mudanças tecnológicas. Embora a demanda por soluções de IA generativa pareça robusta, manter a liderança exige investimento contínuo no desenvolvimento de modelos, na infraestrutura de computação e na aquisição de talentos. Os investidores devem avaliar se a ênfase da Anthropic na segurança, na orientação empresarial e nas parcerias estratégicas se traduz, ao longo do tempo, em poder de fixação de preços e economia unitária atraente. Com valuations superiores a US\$ 900 bilhões, as expectativas de hiper crescimento sustentado já são substanciais, deixando margem limitada para erros de execução.

OpenAI

Negócio: A OpenAI é amplamente considerada a empresa que define a era da IA generativa. Fundada em 2015 com a missão de garantir que a inteligência artificial geral beneficie a humanidade, a OpenAI passou de uma organização de pesquisa sem fins lucrativos para uma estrutura com lucro limitado, o que lhe permitiu atrair níveis sem precedentes de capital privado. A empresa desenvolveu a família de modelos GPT e lançou o ChatGPT, o aplicativo de consumo que mais cresce na história. Os produtos da OpenAI agora abrangem assinaturas para consumidores, soluções de produtividade empresarial, APIs para desenvolvedores, recursos de IA multimodal e agentes autônomos cada vez mais sofisticados. Por meio de sua parceria estratégica com a Microsoft, a OpenAI se beneficia de acesso preferencial a infraestrutura de computação em grande escala e canais de distribuição empresariais globais.

Modelo de receita: A OpenAI obtém receita de várias fontes, incluindo assinaturas do ChatGPT Plus e ofertas corporativas, taxas de uso de API

cobradas de desenvolvedores, acordos de licenciamento e parcerias comerciais. A geração de receita é predominantemente baseada no consumo, com os clientes pagando de acordo com o uso do modelo, enquanto os contratos corporativos proporcionam níveis crescentes de fluxos de caixa recorrentes e previsíveis. À medida que a adoção da IA se expande em aplicações de software, atendimento ao cliente, programação e trabalho de conhecimento, o mercado potencial da OpenAI continua a se ampliar significativamente.

Avaliação estimada: As últimas transações de financiamento privado da OpenAI teriam um valuation post-money implícito de aproximadamente US\$ 850 bilhões, tornando-a uma das empresas de tecnologia privadas mais valiosas do mundo. Tais valuations refletem um otimismo extraordinário dos investidores em relação ao impacto econômico de longo prazo da inteligência artificial, mas também incorporam premissas excepcionalmente ambiciosas quanto ao crescimento futuro da receita, à lucratividade e à sustentabilidade competitiva.

Cronograma da Oferta Pública Inicial (IPO): A empresa apresentou um pedido confidencial de Oferta Pública Inicial (IPO) à SEC, o órgão regulador do mercado de valores mobiliários dos Estados Unidos. Uma transação em 2026 ou posteriormente poderia se tornar a maior oferta do setor de tecnologia desde a do Alibaba e, potencialmente, uma das maiores IPOs da história do mercado dos EUA.

Considerações sobre o investimento: O principal debate em torno da OpenAI gira em torno da capacidade da empresa de converter sua liderança inicial em IA de ponta em uma vantagem competitiva sustentável. Atualmente, a OpenAI se beneficia de poderosos efeitos de rede relacionados ao reconhecimento da marca, à adoção por desenvolvedores e à escala do ecossistema. No entanto, o setor continua intensamente competitivo, com rivais como Anthropic, Google, Meta e alternativas emergentes de código aberto investindo agressivamente. Os investidores também devem levar em conta os investimentos substanciais necessários para treinar e implantar modelos cada vez mais sofisticados, bem como o cenário regulatório em constante evolução em torno da inteligência artificial. Com níveis de valuation se aproximando de US\$ 850 bilhões, os futuros acionistas provavelmente estariam apostando não apenas no crescimento contínuo, mas na possibilidade de a OpenAI se tornar uma das plataformas tecnológicas fundamentais da próxima década.

Implicações para os investidores e para o mercado acionário em geral

Os booms de IPOs drenam a liquidez do mercado de ações?

Um dos debates mais persistentes em torno de períodos de elevada atividade de IPOs é se as novas emissões acabam se tornando um

obstáculo para os mercados de ações. A preocupação parece intuitiva. Cada IPO introduz nova oferta no mercado e exige que os investidores comprometam capital que, de outra forma, poderia ser alocado a títulos já existentes. Durante períodos de intensa atividade de emissões, especialmente quando empresas de grande visibilidade levantam dezenas de bilhões de dólares, os players do mercado frequentemente questionam se o mercado primário está absorvendo liquidez às custas do mercado secundário.

A história sugere que a relação é consideravelmente mais complexa. Embora as IPOs absorvam capital mecanicamente ao criar nova oferta de ações, as ondas de emissões têm surgido historicamente durante períodos de liquidez abundante, em vez de causarem elas mesmas escassez de liquidez. De fato, alguns dos mercados acionários mais fortes da história moderna coincidiram com os ambientes de IPO mais ativos. Essa aparente contradição destaca uma distinção importante entre os efeitos mecânicos diretos das emissões e as condições financeiras mais amplas que tornam as emissões possíveis em primeiro lugar.

As evidências sugerem que a atividade de IPOs deve, em geral, ser vista como um sintoma de liquidez abundante, e não como uma fonte de tensão de liquidez. Somente quando as emissões se tornam suficientemente grandes em relação à demanda dos investidores é que a nova oferta começa a atuar como uma restrição significativa ao desempenho do mercado.

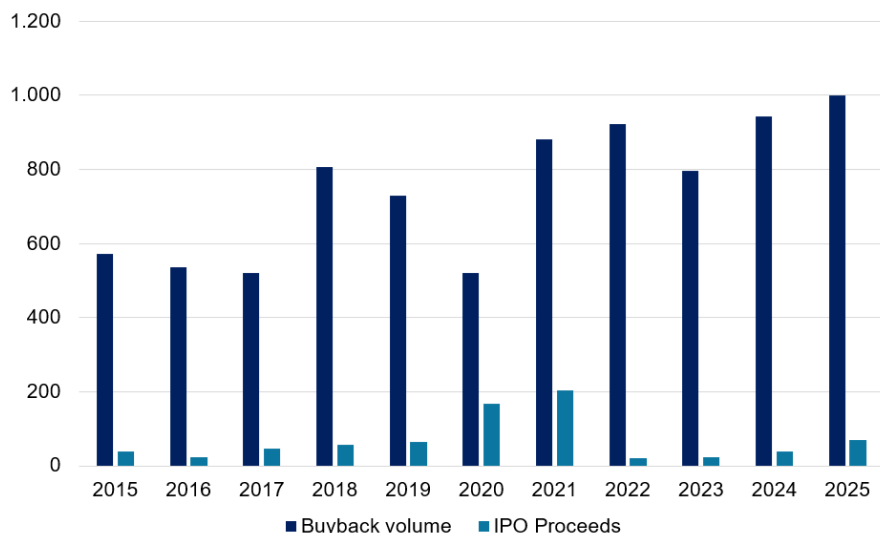
A nova oferta é o preço da formação de capital

Em sua essência, uma oferta pública inicial (IPO) representa a criação de novas ações negociadas publicamente. Ao contrário das transações no mercado secundário, que se limitam a transferir a propriedade entre investidores, uma IPO amplia o universo de investimentos ao introduzir novas ações no mercado. O capital que antes era investido em mercados privados, fundos de capital de risco ou estruturas de propriedade dos fundadores torna-se acessível aos investidores públicos.

Esse processo requer necessariamente a alocação de capital. Quando uma empresa como a Alibaba levantou aproximadamente US\$ 22 bilhões em 2014 ou a Rivian levantou quase US\$ 14 bilhões em 2021, os investidores redirecionaram quantias substanciais de capital para títulos recém-emitados. O efeito mecânico é, portanto, inegável: as IPOs absorvem liquidez.

A questão relevante, no entanto, é se essa absorção é grande o suficiente para afetar o mercado como um todo.

Gráfico 7 – Receitas de IPOs nos EUA vs. volume de recompras do S&P 500



Fonte: Bloomberg, S&P DOW JONES INDICES, BTG Pactual

A verdadeira variável é a oferta líquida de ações

Concentrar-se exclusivamente nas IPOs corre o risco de superestimar sua importância dentro do ecossistema mais amplo de ações.

Os investidores institucionais raramente avaliam a emissão bruta isoladamente. Em vez disso, eles se concentram na oferta líquida de ações, o equilíbrio entre as ações recém-emitidas e as ações retiradas do mercado por meio de recompras, aquisições e outras ações corporativas.

Durante grande parte da última década, as empresas americanas recompraram centenas de bilhões de dólares em ações anualmente. Em muitos anos, as recompras excederam o total de emissões de IPOs por uma margem substancial. Como resultado, o mercado estava efetivamente enfrentando uma oferta líquida de ações negativa, apesar da atividade saudável no mercado primário.

Essa dinâmica ajuda a explicar por que períodos de forte emissão de IPOs frequentemente coincidiram com retornos robustos das ações. A capacidade do mercado de absorver a nova oferta é significativamente maior quando as recompras estão, simultaneamente, reduzindo o número de ações disponíveis.

Os mercados de IPOs são endógenos às condições de liquidez

As empresas não optam por abrir o capital porque os mercados precisam de oferta adicional. Elas abrem o capital porque as condições de mercado lhes permitem levantar capital de forma eficiente e com múltiplos atraentes.

Historicamente, os períodos de maior emissão compartilharam um conjunto notavelmente consistente de características. Os mercados acionários estavam em alta, a volatilidade estava diminuindo, a confiança dos

investidores estava melhorando e o capital era abundante. O boom tecnológico do final da década de 1990, a recuperação pós-crise financeira e a onda de emissões pós-pandemia surgiram em condições semelhantes.

A implicação é direta. A atividade de IPOs tende a acompanhar a liquidez, em vez de criá-la.

Essa relação pode ser observada comparando-se os volumes de emissão com indicadores de confiança do mercado, como o VIX, os múltiplos das ações e os yields dos títulos do Tesouro. Quando as condições financeiras se tornam mais restritivas, a atividade de IPOs entra em colapso rapidamente. Quando a liquidez se expande, as emissões seguem o mesmo caminho.

A forte contração na atividade de IPOs durante 2022 talvez seja o exemplo mais claro dos últimos tempos. À medida que as taxas de juros subiram agressivamente e os múltiplos das ações se comprimiram, os volumes de emissão caíram para níveis não vistos em mais de uma década. É importante ressaltar que as condições de liquidez se deterioraram antes do colapso das emissões de IPOs, e não o contrário.

Por que o atual ciclo de IPOs parece diferente

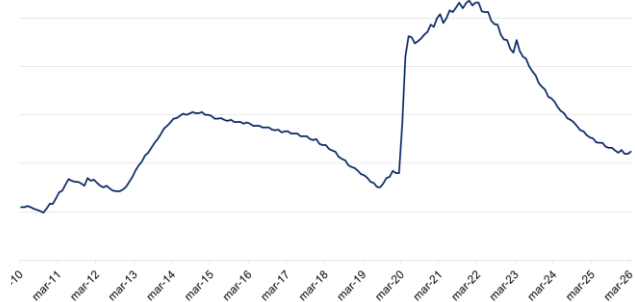
A atual fase de retomada parece fundamentalmente diferente tanto da bolha da internet quanto do boom das SPACs.

A característica marcante do mercado de 2025–2026 é a seletividade. Os investidores estão valorizando escala, lucratividade e qualidade dos negócios, em vez de simplesmente narrativas de crescimento. As empresas que cogitam abrir o capital hoje enfrentam um escrutínio significativamente maior do que os emissores enfrentaram durante episódios especulativos anteriores.

Essa distinção é importante porque sugere que a capacidade do mercado de absorver novas emissões permanece saudável. Grandes empresas privadas, como a Anthropic e a OpenAI, provavelmente entrariam em um mercado caracterizado por uma demanda institucional substancial, recompras corporativas saudáveis e estruturas de valuation relativamente disciplinadas.

Nesse ambiente, as novas emissões devem ser vistas menos como um dreno de liquidez e mais como evidência de que as condições financeiras continuam favoráveis.

Gráfico 8: Balanço patrimonial do Federal Reserve como % do PIB



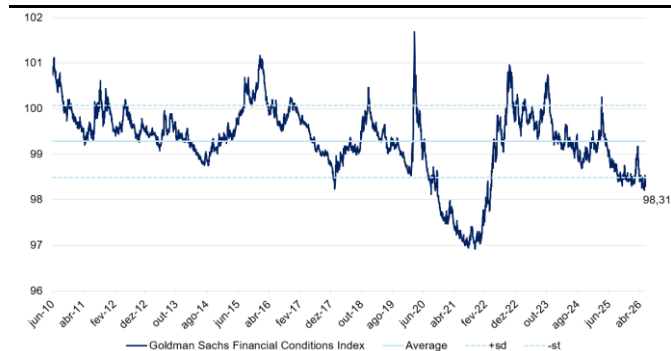
Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Gráfico 10: Yield dos títulos do Tesouro a 10 anos (%)



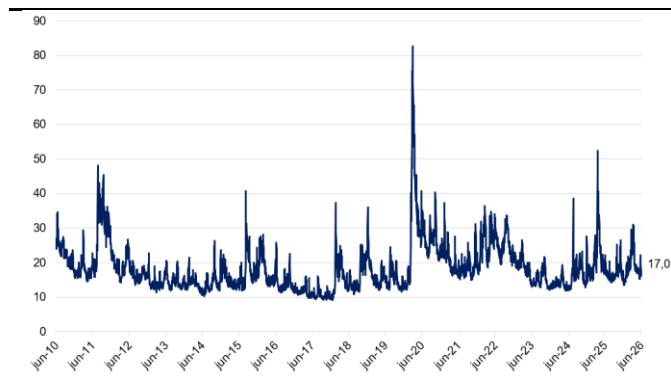
Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Gráfico 9: Índice de Condições Financeiras do Goldman Sachs



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

Gráfico 11: Índice VIX



Fonte: Bloomberg, BTG Pactual

A recente reabertura do mercado de IPOs nos EUA parece justificada por um cenário financeiro que continua, em linhas gerais, favorável aos ativos de risco. Embora o Federal Reserve tenha continuado a normalizar seu balanço patrimonial, o total de ativos ainda se situa em aproximadamente US\$ 6,7 trilhões (cerca de 21% do PIB dos EUA), um nível que permanece significativamente acima dos padrões pré-pandêmicos e continua a fornecer ampla liquidez ao sistema financeiro.

As condições financeiras mais amplas permanecem acomodativas em termos históricos, com tanto o Índice de Condições Financeiras do Goldman Sachs quanto medidas alternativas, como o NFCI do Fed de Chicago, permanecendo em território tipicamente associado à disponibilidade saudável de crédito e ao bom funcionamento dos mercados de capitais.

O ambiente de taxas de juros, embora não seja mais excepcionalmente flexível, também se estabilizou. O yield dos títulos do Tesouro dos EUA de 10 anos está atualmente sendo negociado em torno de 4,4% a 4,5%, bem abaixo dos picos atingidos durante o ciclo de aperto monetário de 2022–2023 e dentro de uma faixa que os mercados acionários historicamente têm sido capazes de absorver.

Por fim, a volatilidade do mercado permanece moderada, com o VIX oscilando perto de 17, um nível consistente com um sentimento construtivo dos investidores e participação ativa em novas emissões de ações.

Em conjunto, esses indicadores sugerem que a atual recuperação das ofertas públicas iniciais (IPOs) não está sendo impulsionada por excessos especulativos, mas sim por uma combinação de liquidez abundante no sistema, condições financeiras acomodáticas, taxas de juros de longo prazo controláveis e um apetite saudável pelo risco. Nesse ambiente, a reabertura do mercado primário deve ser vista como uma confirmação da melhora nas condições do mercado de capitais, e não como uma fonte de pressão de liquidez para as ações já em circulação.

Implicações para os investidores

Para os investidores, a saúde do mercado de IPOs fornece informações valiosas sobre o estado mais amplo do ciclo de ações. Historicamente, uma forte atividade de emissão tem sido associada a valuations crescentes, liquidez abundante e apetite pelo risco favorável. Em níveis moderados, a atividade de IPOs é geralmente um sinal positivo, e não negativo.

Os sinais de alerta surgem quando os volumes de emissão aceleram drasticamente, a disciplina de valuation se deteriora e os retornos no primeiro dia se tornam excessivos. Nesse ponto, os mercados de IPOs deixam de refletir uma formação de capital saudável e passam a refletir um comportamento especulativo.

Essa distinção é fundamental. Os booms de IPOs normalmente não drenam liquidez do mercado de ações. Na maioria das vezes, eles revelam que a liquidez já é abundante. Somente quando a oferta se expande mais rapidamente do que a demanda dos investidores é que os IPOs se tomam um obstáculo significativo para o desempenho do mercado.

Visto sob essa perspectiva, a reabertura do mercado de IPOs dos EUA em 2026 deve ser interpretada não como uma ameaça ao valuation das ações, mas como mais um indício de que a confiança dos investidores, o apetite pelo risco e a disponibilidade de capital continuam a apoiar o ciclo mais amplo do mercado acionário.

Posicionamento da carteira

Para os investidores institucionais, as implicações práticas da reabertura do mercado de IPOs incluem:

Estratégia de participação em IPOs. As evidências apoiam consistentemente a participação seletiva em detrimento da participação sistemática. Uma estratégia de comprar todos os IPOs pelo preço de oferta apresenta desempenho inferior ao do S&P 500, em média, em períodos de manutenção de três anos. Uma estratégia de comprar apenas o subconjunto de IPOs que atendam a critérios mínimos de qualidade

fundamental, economia por unidade em expansão, vantagem competitiva defensável e valuation racional do preço de oferta apresenta desempenho superior. O desafio analítico é que a triagem de qualidade exige uma capacidade significativa de diligência que equipes institucionais menores podem não possuir.

Dimensionamento das posições em um ciclo de reabertura.

Investidores que expressam uma visão otimista sobre a reabertura do ciclo de IPOs devem dimensionar suas posições de modo a refletir a natureza binária dos resultados individuais das ofertas e os benefícios da diversificação temporal de investir em múltiplas transações, em vez de se concentrarem em uma ou duas ofertas de grande capitalização. A diversificação entre setores, datas de lançamento e estruturas reduz o risco idiossincrático que domina o desempenho de uma única oferta.

Monitoramento específico do pipeline de IPOs de IA. Dada a concentração do pipeline atual em negócios relacionados à IA e dada a incerteza de valuation que envolve essa categoria, os gestores de portfólio devem desenvolver critérios explícitos de avaliação de IPOs de IA com antecedência para evitar o viés cognitivo de se basear na narrativa de marketing de uma transação, em vez de em seus fundamentos econômicos.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual S.A."), um banco regulamentado no Brasil, e está sendo fornecido de forma confidencial e exclusivamente para fins informativos pelo BTG Pactual US Capital, LLC ("BTG Pactual"), uma corretora registrada na SEC e membro da FINRA e SIPC. Este documento não deve ser considerado, de nenhuma forma, como aconselhamento jurídico, fiscal ou contábil. Este não é um relatório de análise de valores mobiliários e as informações aqui contidas não constituem uma oferta de venda ou solicitação de compra de qualquer valor mobiliário ou produto de investimento. Qualquer oferta ou solicitação só pode ser feita por meio da entrega de um memorando de oferta aprovado, prospecto, termo de emissão ou outro documento oficial, e somente nas jurisdições permitidas por lei.

Este material é um resumo não vinculante de certos termos e não pretende ser exaustivo. Os investidores devem se informar e buscar aconselhamento adequado sobre requisitos legais, regulamentação fiscal e controle de câmbio aplicáveis nos países onde possuem cidadania, residência ou domicílio, pois podem impactar a subscrição, compra, posse, troca, resgate ou venda de investimentos.

Embora as informações aqui contidas sejam consideradas confiáveis e tenham sido obtidas de fontes tidas como confiáveis, nem o BTG Pactual nem suas afiliadas garantem, expressa ou implicitamente, a exatidão, razoabilidade ou completude das informações e opiniões. Todas as informações, opiniões e valores indicados podem ser alterados sem aviso prévio. O BTG Pactual não tem a obrigação de atualizar, modificar ou corrigir este documento, nem de notificar os destinatários caso qualquer informação, projeção ou estimativa se torne imprecisa. Se este documento contiver links para fontes externas, o BTG Pactual não garante a verificação, monitoramento ou aprovação do conteúdo. Caso o destinatário decida acessar qualquer site externo, o faz por sua conta e risco, estando sujeito aos Termos e Condições e Políticas de Privacidade do respectivo site, sobre os quais o BTG Pactual não tem controle. O BTG Pactual não se responsabiliza por qualquer informação ou conteúdo presente nesses sites.

Este material foi fornecido a você pelo BTG Pactual e suas afiliadas e é para uso pessoal apenas. A informação contida deve ser tratada como confidencial e não pode ser reproduzida, copiada ou distribuída sem autorização prévia do BTG Pactual.

Este material não deve ser a única fonte de informação no processo de tomada de decisão de um investidor. Os investidores são fortemente aconselhados a analisar todos os riscos de acordo com seus objetivos pessoais e perfil de risco ("Suitability"). Nada neste documento representa uma garantia de que qualquer estratégia de investimento é adequada para determinado investidor. Antes de investir, os investidores devem analisar cuidadosamente o memorando de oferta e consultar seus assessores financeiros, jurídicos e fiscais para avaliar se o investimento é apropriado para seu perfil. Ao aceitar este documento e/ou seus anexos, você declara que atende a todas as qualificações de investidor exigidas pela legislação aplicável na(s) jurisdição(ões) onde está sujeito às normas estatutárias relacionadas ao investimento no tipo de fundo descrito neste documento. Desempenho passado não é garantia de resultados futuros. O BTG Pactual não garante lucros, não compartilha ganhos e não se responsabiliza por eventuais perdas de investimentos. Não há qualquer garantia de que os objetivos do investimento serão atingidos. Devido a diversos riscos e incertezas, os resultados reais podem ser significativamente diferentes das projeções ou estimativas apresentadas.

Este documento reflete as condições econômicas no momento de sua criação, não havendo garantia de que futuras transações ocorrerão sob os mesmos parâmetros econômicos aqui especificados. Investimentos envolvem riscos, e os investidores devem agir com cautela ao tomar decisões de investimento. As informações de desempenho apresentadas neste documento não foram auditadas e refletem retornos estimados líquidos de despesas, incluindo taxas de administração e performance, a menos que indicado de outra forma. O BTG Pactual, suas subsidiárias e/ou funcionários podem manter posições compradas ou vendidas, negociar em nome próprio, coordenar ou administrar operações ou ofertas de emissores mencionados neste documento, ou realizar outros investimentos relevantes. As áreas de negócios do BTG Pactual e suas afiliadas operam independentemente umas das outras e podem restringir o acesso de determinados profissionais a certas informações para evitar conflitos de interesse.

O BTG Pactual atua principalmente comprando e vendendo valores mobiliários para seus clientes. Cada vez que um cliente realiza uma transação de compra ou venda, o BTG Pactual pode cobrar comissões, taxas de subscrição e/ou taxas de indicação. Além disso, podem ser cobradas taxas de distribuição e taxas relacionadas à compensação e liquidação de transações. O BTG Pactual pode ter incentivos para recomendar produtos de suas afiliadas em vez de produtos de terceiros, pois obtém taxas tanto da transação do cliente quanto dos lucros gerados pelo investimento.

Para mais informações, visite e leia atentamente as informações disponíveis em www.btgpactual.us/disclosures, incluindo o FORM CRS e outras informações relevantes no FINRA Brokercheck. Este documento é aprovado e emitido pelo BTG Pactual, sendo estritamente proibida a reprodução ou transcrição, total ou parcial, sem autorização prévia por escrito. Caso você não seja o destinatário pretendido deste documento, fica expressamente proibido divulgar, copiar, distribuir ou tomar qualquer ação com base no conteúdo deste documento.

NÃO É ASSEGURADO PELO FDIC. NÃO É ASSEGURADO PELO GOVERNO FEDERAL OU QUALQUER AGÊNCIA DO GOVERNO FEDERAL. SUJEITO A RISCO DE INVESTIMENTO, INCLUINDO POSSÍVEL PERDA DO CAPITAL INVESTIDO