

Francisco Lobo

Analista de Crédito | Banco Santander (Brasil) S/A

francisco.lobo@santander.com.br

Antes de um título privado chegar às mãos dos investidores, ele passa por um processo estruturado que começa com a decisão da empresa emissora de captar recursos por meio do mercado de crédito, geralmente via debêntures, CRAs ou CRIs. Para viabilizar essa captação, a empresa conta com instituições financeiras que atuam como coordenadoras da oferta. Esses agentes são responsáveis por estruturar a operação, definir as condições preliminares e distribuir os papéis. O sucesso da emissão depende, em grande parte, do processo de *bookbuilding* — a construção de um "livro de ofertas" que consolida as intenções de investimento dos participantes de mercado, indicando quanto desejam aplicar e a que taxa. Com base nessa coleta, os coordenadores determinam os termos finais da emissão: volume, taxa de remuneração e alocação dos papéis. Trata-se de um processo de precificação colaborativa, no qual o emissor busca captar recursos ao menor custo possível e os investidores visam obter o maior retorno ajustado ao risco. Neste texto, exploramos toda essa dinâmica, da estruturação à formação do *book*, e seus principais conceitos e implicações. No mercado de capitais, a pergunta "quer pagar quanto?" carrega um peso técnico: reflete uma negociação em que risco, retorno e poder de barganha caminham juntos.

### Estrutura de uma oferta pública de crédito privado

O processo tem início com a decisão do emissor de acessar o mercado para captar recursos. Pode ser uma companhia buscando financiar seu crescimento, refinanciar dívidas antigas ou até aproveitar uma janela de mercado favorável. A partir dessa decisão, inicia-se um processo de estruturação que envolve diversas etapas técnicas e jurídicas, conduzidas por instituições financeiras que atuam como coordenadoras da oferta.

Esses coordenadores são responsáveis por definir prazos, garantias e condições financeiras, elaborar os documentos legais, providenciar o registro da oferta na Comissão de Valores Mobiliários (CVM – quando necessário) e, principalmente, conduzir o processo de distribuição dos títulos entre os investidores. Frequentemente, forma-se um sindicato de instituições financeiras que participa ativamente da venda para ampliar o alcance da oferta no mercado.

Desde a vigência da ICVM 160, em janeiro de 2023, a maioria das ofertas destinadas a investidores pessoas físicas tem sido realizada sob o rito automático da instrução, que permite um processo mais ágil de registro e distribuição, desde que atenda determinados requisitos. É importante destacar as diferenças entre os públicos: para investidores profissionais, os materiais de divulgação são opcionais; já para o varejo e o público qualificado, documentos como o prospecto e a lâmina são obrigatórios, assegurando maior transparência e proteção.

Independentemente da modalidade de registro, o ponto crucial de qualquer emissão está no equilíbrio entre os termos desejados pelo emissor e a receptividade do mercado — e é aqui que o *bookbuilding* se torna central.

### Termos e condições

Antes de ir ao mercado, a oferta precisa nascer com parâmetros definidos: volume a ser captado, remuneração, prazo do título, carência, forma de amortização, garantias envolvidas e, quando aplicável, *rating* de crédito. Esses termos são definidos em conjunto pelos bancos coordenadores e pelo emissor, sempre com base nas necessidades da empresa e nas condições de mercado vigentes.

A remuneração pode ser estabelecida de duas formas principais:

- Fixa: quando já se define uma taxa única e definitiva para a oferta;

- Teto: quando se estabelece uma taxa máxima, servindo como referência para os lances dos investidores.

Já o volume pode ser acrescido de um lote adicional, caso a demanda supere a oferta inicial. Outro elemento relevante é a garantia firme, muito comum nas ofertas brasileiras. Nesse modelo, os coordenadores garantem, antes mesmo da oferta ir ao mercado, que comprarão parte ou a totalidade dos títulos, independente da demanda.

Em ofertas em que há uma remuneração máxima predefinida, é comum que o teto seja expresso como o maior valor entre duas taxas de referência no momento da estruturação, como NTN-B 2035 + 10 bps ou IPCA + 7,35%. Esse teto não representa a taxa final da emissão, mas sim o ponto de partida para o processo de *bookbuilding*, a qual será definida com base na demanda captada.

Onde oferta e demanda se encontram

Com os termos da oferta definidos, inicia-se o *bookbuilding*, etapa em que os investidores informam quanto pretendem aplicar e a que taxa. O processo varia conforme a forma de remuneração:

- Remuneração fixa: os investidores apenas indicam o volume que desejam aplicar. Caso a demanda supere a oferta, ocorre o rateio — ou seja, cada investidor recebe uma parcela proporcional (ou estratégica) do que solicitou.
- Remuneração com teto: os investidores informam tanto o volume quanto a taxa desejada. Aqui, a dinâmica é mais estratégica. Alguns investidores, mais sensíveis ao retorno, fazem pedidos com taxas próximas ao teto, tentando influenciar o preço final. Outros podem ofertar volumes maiores com taxas mais baixas (maior deságio), visando garantir alocação. O *book* é montado das menores para as maiores taxas até atingir o volume total. Os pedidos com taxas acima da taxa de corte são descartados. A remuneração final da oferta será igual para todos os investidores alocados e corresponderá à taxa de corte, ou seja, a maior taxa que respeita o limite do volume da oferta.

É importante lembrar que, por regra, a taxa final é definida exclusivamente com base nos lances de investidores qualificados e profissionais, como fundos, gestoras e clientes de *private banking*. As intenções do público de varejo são desconsideradas na formação do preço, mas é comum que esse público tenha alocação prioritária, especialmente quando há demanda elevada.

Como funciona um *bookbuilding* na vida real

Vamos imaginar uma emissão de R\$ 400 milhões em debêntures, com remuneração teto de IPCA + 7,2% para o público geral, e alocação prioritária de 20% para investidores de varejo. No dia do *bookbuilding*, o coordenador da oferta recebe as cartas com as intenções de investimento das casas participantes, cada uma informando o volume e a taxa desejada. A demanda total somou R\$ 630 milhões.

As ordens de investidores qualificados e profissionais são agrupadas por taxa e organizadas em ordem crescente de remuneração, do investidor disposto a aceitar a menor taxa até aquele que exige o retorno máximo permitido. No nosso exemplo, a demanda agregada desses públicos atinge R\$ 510 milhões, valor superior ao montante ofertado. Com isso, a taxa de corte (taxa máxima ainda aceita na emissão) é fixada em IPCA + 7,0%.

A partir daí, analisamos o *book* do varejo, que teve uma demanda total de R\$ 120 milhões. Desse montante, R\$ 100 milhões foram ofertados com taxas inferiores ou iguais à taxa de corte. Como o volume foi superior ao disponível para o público (R\$ 80 milhões), as ordens foram parcialmente alocadas, com rateio de 80% ( $80 \div 100$ ). No varejo, não há diferenciação entre ordens abaixo ou exatamente na taxa de corte. Já as ordens acima daquele valor foram automaticamente desconsideradas.

Voltando ao *book* institucional, as ordens abaixo da taxa de corte, que totalizaram R\$ 310 milhões, foram atendidas integralmente. As ordens exatamente na taxa de corte, no valor de R\$ 100 milhões, foram alocadas proporcionalmente ao

volume restante (R\$ 10 milhões), o que gerou um rateio de 10% nesse grupo. Os R\$ 100 milhões demandados acima da taxa de corte foram desconsiderados.

Independentemente da taxa ofertada ou do público-alvo, todos os investidores contemplados recebem a mesma remuneração final da emissão (IPCA + 7,0%), reforçando a isonomia do processo.

Tabela 1. Resumo da alocação

Público	Faixa de taxa	Valor demandado	Alocação final	Rateio aplicado
Institucional	Abaixo da taxa de corte	R\$ 310 mm	R\$ 310 mm	Nenhum
Institucional	Exatamente na taxa de corte	R\$ 100 mm	R\$ 10 mm	10%
Institucional	Acima da taxa de corte	R\$ 100 mm	R\$ 0 mm	-
Varejo	Abaixo e exatamente na taxa de corte	R\$ 100 mm	R\$ 80 mm	80%
Varejo	Acima da taxa de corte	R\$ 20 mm	R\$ 0 mm	-
Total		R\$ 630 mm	R\$ 400 mm	-

Fonte: Santander.

### Conclusão

Mais do que uma etapa operacional, o *bookbuilding* cumpre um papel fundamental de precificação eficiente. Ele permite que o mercado “diga” quanto está disposto a pagar por um risco específico, contribuindo para evitar distorções que podem ocorrer em emissões feitas a taxas arbitrárias ou sem visibilidade de demanda. Para o investidor, entender como funciona o *bookbuilding* é crucial para calibrar expectativas, avaliar estratégias de alocação e participar de ofertas de forma mais consciente e informada.

Confira mais edições da série Research Explica [aqui](#).

# Comunicado importante

O presente relatório foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e destina-se somente para informação de investidores, não constituindo oferta de compra ou de venda de algum título e valor mobiliário contido ou não neste relatório (i.e., os títulos e valores mobiliários mencionados aqui ou do mesmo emissor e/ou suas opções, warrants, ou direitos com respeito aos mesmos ou quaisquer interesses em tais títulos e valores mobiliários).

Este relatório não contém, e não tem o escopo de conter, toda a informação relevante a respeito do assunto ora abordado. Portanto, este relatório não consiste e nem deve ser considerado como uma declaração e/ou garantia quanto à integridade, precisão, veracidade das informações aqui contidas.

Qualquer decisão de compra ou venda de títulos e valores mobiliários deverá ser baseada em informações públicas existentes sobre os referidos títulos e, quando apropriado, deve levar em conta o conteúdo dos correspondentes prospectos arquivados, e a disposição, nas entidades governamentais responsáveis por regular o mercado e a emissão dos respectivos títulos.

As informações contidas neste relatório foram obtidas de fontes consideradas seguras, muito embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis para assegurar que as informações aqui contidas não são incertas ou equivocadas no momento de sua publicação, não garantimos sua exatidão, nem que as mesmas são completas e não recomendamos que se confie nelas como se fossem.

Todas as opiniões, estimativas e projeções que constam no presente relatório traduzem nossa opinião na data de sua emissão e podem ser modificadas sem prévio aviso, considerando nossas premissas relevantes e metodologias adotadas à época de sua emissão, conforme estabelecidas no presente relatório.

O Santander ou quaisquer de seus diretores ou funcionários poderão adquirir ou manter ativos direta ou indiretamente relacionados à(s) empresa(s) aqui mencionada(s), desde que observadas as regras previstas na Instrução Resolução CVM Nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 20").

O Santander não será responsável por perdas diretas ou lucros cessantes que sejam decorrentes do uso do presente relatório.

O presente relatório não poderá ser reproduzido, distribuído ou publicado pelo seu destinatário para qualquer fim.

A fim de atender à exigência regulatória prevista na Resolução CVM 20, segue declaração do analista:

Eu, **Francisco Lobo, analista de valores mobiliários credenciado nos termos da Resolução CVM Nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, subscritor e responsável por este relatório, o qual é distribuído pelo Santander**, com relação ao conteúdo objeto do presente relatório, declaro que as recomendações refletem única e exclusivamente a minha opinião pessoal, e foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação à instituição a qual estou vinculado, nos termos da Resolução CVM 20. Adicionalmente, declaro o que segue:

- (i) O presente relatório teve por base informações baseadas em fontes públicas e independentes, conforme fontes indicadas ao longo do documento;
- (ii) As análises contidas neste documento apresentam riscos de investimento, não são asseguradas pelos fatos, aqui contidos ou obtidos de forma independente pelo investidor, e nem contam com qualquer tipo de garantia ou segurança do analista, do Santander ou de quaisquer das suas controladas, controladores ou sociedades sob controle comum;
- (iii) O presente relatório não contém, e não tem o escopo de conter, todas as informações substanciais com relação ao setor objeto de análise no âmbito do presente relatório;
- (iv) Sua remuneração não é, direta ou indiretamente, influenciada pelas receitas provenientes dos negócios e operações financeiras realizadas pelo Santander.

O Banco Santander (Brasil) S.A, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum, declaram, nos termos da Resolução CVM 20, que:

- Tem interesse financeiro e comercial relevante em relação ao setor, à companhia ou aos valores mobiliários objeto desse relatório de análise.
- Recebem remuneração por serviços prestados para o emissor objeto do presente relatório ou pessoas a ele ligadas.
- Estão envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação do(s) valor(es) mobiliário(s) que tem como risco final a companhia objeto do presente relatório de análise.
- Podem ter (a) coordenado ou coparticipado da colocação de uma oferta pública dos títulos de companhia(s) citada(s) no presente relatório nos últimos 12 meses; (b) ter recebido compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de bancos de investimento prestados nos últimos 12 meses; (c) espera receber ou pretende obter compensações de companhia(s) citada(s) no presente relatório por serviços de banco de investimento prestados nos próximos 3 meses.
- Prestaram, prestam ou poderão prestar serviços financeiros, relacionados ao mercado de capitais, ou de outro tipo, ou realizar operações típicas de banco de investimento, de banco comercial ou de outro tipo a qualquer empresa citada neste relatório.
- A(s) companhia(s) citada(s) no presente relatório, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum não têm participações relevantes no Santander, nem em suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum.

O conteúdo deste relatório é destinado exclusivamente à(s) pessoa(s) e/ou organizações devidamente identificadas, podendo conter informações confidenciais, as quais não podem, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizadas, divulgadas, alteradas, impressas ou copiadas, total ou parcialmente, por pessoas não autorizadas pelo Santander.

Este relatório foi preparado pelo analista responsável do Santander, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, fotocopiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa além daquelas a quem este se destina. Ainda, a informação contida neste relatório está sujeita a alteração sem prévio aviso.

Os potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários, outros investimentos ou estratégias de investimentos aqui discutidos, e devem entender que declarações sobre perspectivas futuras podem não se concretizar. Os potenciais investidores devem notar que os rendimentos de valores mobiliários ou de outros investimentos, se houver, referidos neste relatório podem flutuar e que o preço ou o valor desses títulos e investimentos pode subir ou cair. Assim, potenciais investidores podem não receber a totalidade do valor investido. O desempenho passado não é necessariamente um guia para o desempenho futuro.

Eventuais projeções, bem como todas as estimativas a elas relacionadas, contidas no presente relatório, são apenas opiniões pessoais do analista, elaboradas de forma independente e autônoma, não se constituindo compromisso por obtenção de resultados ou recomendações de investimentos em títulos e valores mobiliários ou setores descritos neste relatório.