

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**ABERTURA DE CAPITAL DE EMPRESAS COMO FORMA
DE FINANCIAMENTO PÓS PLANO REAL**

Átila Alexandre Nunes Pereira

No. de matr. 9314545=

Orientador: Marcos Bustamante

Julho de 1997

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**ABERTURA DE CAPITAL DE EMPRESAS COMO FORMA
DE FINANCIAMENTO PÓS PLANO REAL**

Átila A. Nunes Pereira

Átila Alexandre Nunes Pereira

No. de matr. 9314545=

Orientador: Marcos Bustamante

Julho de 1997

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

Gostaria de dedicar este trabalho aos meus pais que sempre me apoiaram, à Juliana Campello pela sua paciência e colaboração e ao Professor Marcos Bustamante por ter me incentivado na escolha deste tema.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	Pág. 6
CAPÍTULO I - CONSIDERAÇÕES GERAIS SOBRE ABERTURA DE	
CAPITAL.....	Pág. 8
I.1 - A Empresa e a Economia.....	Pág. 9
I.2 - Diferenças Entre Ações e Debêntures.....	Pág. 10
I.3 - Vantagens Decorrentes da Abertura de Capital.....	Pág. 13
I.4 - Obrigações que a Empresa Assume com a Abertura de Capital e Suas	
Desvantagens.....	Pág. 16
I.5 - Características de Uma Empresa com Potencialidade Para Abertura de	
Capital e Critérios de Análise.....	Pág. 18
I.6 - Mercado de Balcão, Uma Alternativa Para os Iniciantes.....	Pág. 26
CAPÍTULO II - A ECONOMIA BRASILEIRA E O AMBIENTE DE	
COMPETITIVIDADE PÓS PLANO REAL.....	Pág. 29
II.1 - Situação Geral do Mercado de Capitais no Brasil.....	Pág. 29
II.2 - A Economia e o Mercado de Capitais Americano.....	Pág. 32
II.3 - Perfil do Mercado de Capitais Pós Plano Real.....	Pág. 35

CAPÍTULO III - ESTUDO DE EMPRESAS QUE DEMOCRATIZARAM

SEU CAPITAL.....	Pág. 39
III.1 - O Papel do Underwriter.....	Pág. 39
III.2 - Um Exemplo Positivo de Abertura de Capital: Reynolds Latasa.....	Pág. 43
III.2.1 - Seminário Executivo.....	Pág. 43
III.2.2 - Visão Geral da Indústria.....	Pág. 45
III.2.3 - Estruturação Financeira.....	Pág. 47
III.2.4 - Oferta Pública Inicial.....	Pág. 48
III.3 - Um Exemplo Negativo de Abertura de Capital: Grupo Antactica.....	Pág. 49
III.3.1 - Visão Geral da Indústria.....	Pág. 49
III.3.2 - Uma Análise do Grupo Antarctica.....	Pág. 50
III.3.3 - Estruturação Societária Atual e Suas Consequências.....	Pág. 51
CONCLUSÃO.....	Pág. 53
BIBLIOGRAFIA.....	Pág. 55

INTRODUÇÃO

A abertura de capital sempre foi uma opção de financiamento para as empresas nos países desenvolvidos, onde o mercado de capitais vem exercendo um importante papel de fonte de financiamento para as que estejam necessitando de uma alavancagem nos seus investimentos. Com a abertura comercial e com a estabilidade econômica, o Brasil passa a ter uma nova realidade competitiva, as empresas nacionais estão em pleno processo de transformação e é nesse quadro econômico que o mercado de capitais brasileiro passa a ter um papel muito importante na economia nacional.

Investir em ações ainda é visto por muitas pessoas como especulação, mas isso se deve a um passado recente, onde as perspectivas de ganhos eram de curto prazo e o mercado de capitais brasileiro não possuía uma boa estrutura. Com o Plano Real a mentalidade dos investidores está mudando e sem dúvida será cada vez mais comum que empresas busquem o mercado de capitais para poderem crescer de acordo com suas perspectivas.

O objetivo desse trabalho é analisar os vários aspectos da abertura de capital de uma empresa, se realmente é vantajoso realizar essa abertura, em que condições ela deve ser feita e, principalmente, qual o efeito do Plano Real para a abertura de capital.

No primeiro capítulo vamos abordar os vários aspectos da abertura de capital, a visão econômica que a empresa deve ter para realizar a abertura, falaremos sobre as diferenças entre debêntures e ações, analisaremos as vantagens e as desvantagens, assim como, as condições necessárias para realizá-la e, ainda, analisaremos o papel do Mercado de Balcão.

No segundo capítulo deve ser analisado as transformações no mercado de capitais decorrentes do Plano Real, como o aumento de competitividade influencia na decisão da empresa de abrir o capital. Os aspectos negativos do mercado de capitais brasileiro assim como as perspectivas deste, também serão analisados neste capítulo. Um estudo sobre o momento que vive a economia americana e seu mercado acionário será necessário para que possamos ver a influência destes no mercado de capitais brasileiro.

No terceiro capítulo será dado um exemplo positivo e um negativo sobre a abertura de capital realizada em duas empresas e a forma como essas empresas e suas ações são analisadas pelos profissionais da área. No início do capítulo três, veremos a importância do *underwriter* na abertura de capital.

I - CONSIDERAÇÕES GERAIS SOBRE ABERTURA DE CAPITAL.

No Brasil, uma empresa é aberta se os valores mobiliários de sua emissão estão admitidos à negociação em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão. A abertura, portanto, é restrita às companhias ou sociedades anônimas.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é o órgão normativo do sistema financeiro, especificamente voltado para o desenvolvimento, a disciplina e a fiscalização do mercado de valores mobiliários não emitidos pelo sistema financeiro e pelo Tesouro Nacional, basicamente o mercado de ações e debêntures.

É uma entidade auxiliar, autárquica autônoma e descentralizada mas vinculada ao Governo. Seus principais objetivos são: estimular a aplicação de poupança no mercado acionário, assegurar o funcionamento eficiente e regular das bolsas de valores e instituições auxiliares que operam neste mercado, proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e outros tipos de atos ilegais que manipulem preços de valores mobiliários nos mercados primários e secundários de ações e fiscalizar a emissão, o registro, a distribuição e a negociação de títulos emitidos pelas sociedades

anônimas da capital aberto. O fortalecimento do Mercado de Ações é o objetivo final da CVM.¹

Devemos levar em consideração vários pontos que cercam a abertura de capital de uma empresa, pois se trata de uma decisão de extrema importância para os rumos de qualquer companhia.

I. 1 - A Empresa e a Economia.

O processo de democratização do capital de uma empresa, exige que a mesma se visualize dentro do contexto macroeconômico interno e externo atual, pelo fato de sofrer influência de uma série de variáveis, como por exemplo o nível da renda, a inflação, a taxa de juros, a política de crédito, o câmbio, o comércio internacional e os fatores políticos. Na medida em que o Governo pode, através de suas políticas econômicas, alterar para melhor ou para pior as perspectivas da empresa e conseqüentemente o valor de mercado da mesma, é importante que a empresa tenha claro o horizonte macroeconômico .

A empresa deve também situar-se dentro de seu setor e definir claramente qual é sua estratégia de longo prazo, ciente do tamanho do mercado, do nível da concorrência, das imperfeições existentes no mercado e de sua possibilidade de crescimento dentro do setor. A decisão da abertura do capital e a conseqüente captação de recursos deve pressupor a definição clara dessa estratégia .

¹ Fonte: Livro "Mercado Financeiro: Produtos e Serviços". Fortuna, Eduardo. Ed. 1997.

Nesse sentido, o pleno conhecimento de suas potencialidade e fraquezas pode contribuir de forma decisiva para o aperfeiçoamento operacional da empresa, na medida em que a mesma pode adequar sua nova estrutura de capital aos objetivos explícitos de sua política de investimento e de modernização de longo prazo, inclusive no contexto de seu planejamento estratégico.

A Economia também é um fator decisivo para o tipo de abertura que a empresa irá realizar, se por exemplo as taxas de juros adotadas pelo governo estiverem muito elevadas, a melhor abertura pode ser através do lançamento de debêntures ao invés de ações. Esse vai ser um dos pontos que iremos analisar durante o trabalho.

I. 2 - Diferenças Entre Ações e Debêntures.

Devemos esclarecer e analisar as diferenças entre ações e debêntures, já que durante todo o trabalho levaremos em consideração o tipo de abertura de capital, se é através do lançamento de ações ou através do lançamento de debêntures.

“Debênture é um título emitido por sociedades anônimas não financeiras de capital aberto, com garantia de seu ativo e com ou sem garantia subsidiária da instituição financeira que as lança no mercado, para obter recursos de médio e longo prazo destinados normalmente a financiamento de projetos de investimento ou alongamento do perfil do passivo. A emissão e as condições de emissão são deliberadas em AGE. A

emissão poderá ser por séries, como forma de adequar o montante de recursos às necessidades de caixa da empresa ou à demanda de mercado”.²

Os compradores de debêntures são credores que esperam receber juros periódicos e reembolso específico do principal (valor nominal da debênture) na data do seu vencimento. Elas garantem ao comprador uma remuneração certa num prazo pré-determinado, não dando direito de participação nos bens ou lucros da empresa. Em resumo, correspondem a um empréstimo que o comprador do título faz à empresa emissora, uma forma de financiamento através de empréstimo a longo prazo.

A emissão de debênture deverá ter por limite máximo o valor do patrimônio líquido da empresa e seu prazo de resgate nunca deve ser inferior a um ano.

A colocação de uma debênture em mercado pode ser direta, quando é feita diretamente a um comprador ou grupo de compradores, geralmente instituições financeiras ou fundos de pensão. Não há mercado secundário para elas e geralmente suas taxas de juros são mais altas. O outro tipo de colocação é por oferta pública, que tem mercado secundário e dependendo das alternativas dos outros títulos do mercado no momento de sua emissão, podem ser colocadas com desconto (abaixo do valor nominal) ou com prêmio (acima do valor patrimonial).

Diversamente da alternativa “ações”, a oferta pública de debêntures acarreta para a empresa o dever de uma maior acuidade em suas análises financeiras, tendo em vista que

² Fonte: Livro “Mercado Financeiro: Produtos e Serviços”. Fortuna, Eduardo. Ed., 1997

não poderá faltar capacidade de pagamento dos encargos e do principal, em seu vencimento.

Além da debênture simples, é comum no mercado a emissão de debêntures conversíveis em ações, que é um tipo intermediário de valor mobiliário. Enquanto não convertido é um título real de dívida, com previsão de pagamento de juros e principal, depois da conversão (a opção pela conversão em ações é privativa do debenturista), o antigo debenturista se transforma em acionista , participante nos lucros da empresa.

Portanto, as considerações sobre debêntures simples como alternativa de fonte de recurso, são aplicáveis à debêntures conversível enquanto não convertida. Uma vez convertida, trata-se de ações.

Uma emissão de debêntures conversíveis deve sempre levar em conta três hipóteses: nenhuma conversão, conversão de todas as debêntures e conversão parcial. Dessa forma, as considerações de custo são mais elaboradas, podendo ensejar diversas simulações de hipóteses.

Quanto ao retorno ofertado aos investidores, a debênture conversível eventualmente pagará menores juros, pois o potencial especulativo do valor mobiliário é maior, dado que pode ser convertido num papel por natureza mais especulativo, que é a ação e ainda dá a salvaguarda de ser basicamente um título de dívida de empresa.

A abertura de capital através do lançamento de ações possui algumas vantagens em relação ao lançamento de debêntures. A principal é de não haver necessidade de pagamento de uma dívida no futuro, a empresa só pagará dividendos de acordo com o faturamento de cada período, mas em compensação passa a dividir os lucros com os novos acionistas.

Na realidade cada empresa deve analisar bem o ambiente econômico em que se encontra e deve ter bem definido o seu objetivo para realizar a abertura que melhor atenderá as suas necessidades. Mas independentemente de ser um lançamento de ações ou de debêntures, as vantagens decorrentes da abertura para a empresa são muitas.

I.3 - Vantagens Decorrentes da Abertura de Capital.

A abertura do capital permite às empresas usufruírem de uma série de vantagens relacionadas à nova composição de sua estrutura de financiamento e de investimento. Uma oferta pública, objetivamente, fornece recursos que a empresa esteja necessitando para fins diversos, como capital de giro, planos de investimento em ativo fixo, em pesquisa, em expansão ou diversificação de linhas de produção, diminuição de endividamento excessivo por capital, ou de débito de curto por longo prazo e outros.

A abertura de capital é uma fonte potencial de recursos para financiamento do investimento em capital de giro e em capital fixo, possibilitando-lhe ainda, por exemplo introduzir inovações tecnológicas não só para capacitar profissionalmente seus

empregados mas também para atender o crescimento da demanda por seus produtos de forma mais eficiente.

Uma oferta pública de ações pode ocasionar uma alavancagem na capacidade de a empresa tomar emprestado, com maiores volumes, melhores taxas de juros e prazos mais elásticos. Pode-se dizer que a mais forte razão para se lançar ações é a de conseguir maiores e melhores condições de endividamento e conseqüentemente, aumento de lucro para os acionistas. As debêntures, por sua vez, consolidando endividamento de curto prazo ou eliminando o excesso inconveniente, dão a empresa a racionalização de estrutura de fonte de recursos que seu ramo de negócio aconselha.

Assim um cuidadoso lançamento inicial de ações ou de debêntures, pode originar duas novas fontes permanentes de recursos alternativos.

Uma outra vantagem do lançamento de ações, é que esta assegura à empresa condições de crescimento superiores àquelas possíveis com o uso apenas do auto financiamento, sem precisar recorrer ao endividamento. É uma ótima solução, portanto, para empresas em fases de crescimento ou que integram setores mais dinâmicos e que não querem se endividar, permitindo ainda, a obtenção de recursos para a diversificação de investimentos em outras empresas em setores mais promissores, reduzindo o risco do endividamento global da companhia.

Um outro aspecto positivo da abertura de capital via mercado acionário, é que em alguns problemas significativos relacionados a sucessão nas empresas familiares, podem

eventualmente, ter um desfecho satisfatório com a abertura. Normalmente, é crucial a decisão quanto à atribuição do controle das empresas a um ou mais herdeiros, sobretudo quando se deseja que esteja em mãos do(s) mais competente(s). Um bom amortecedor para a difícil situação pode ser o fato de a companhia ter ações ordinárias e preferenciais com cotação pública em bolsa de valores, o que dá opções aferíveis nas atribuições de valores. Outro fato que pode ocorrer é a sucessão desenhar-se naturalmente para os mais competentes, que se tenham desincumbido a contento do teste rigoroso do “juízo público” dos acionistas estranhos ao controle. Uma outra hipótese é a de efetiva disseminação do controle da companhia para se assegurar sua sobrevivência econômica, com a assunção do comando por quem se mostre mais competente ou com a administração entregue a profissionais.

Quando o empresário abre o capital de sua empresa, está chamando para o corpo de acionista da empresa investidores dispostos a dividir com ele o risco de seu empreendimento. Este fato é extremamente importante para os empresários em projetos que apresentam, ao mesmo tempo, expectativa de alto retorno com risco elevado, na medida em que eles têm a alternativa de arriscar todo o seu patrimônio .

Um empresa pode sofrer em fases conjunturais desfavoráveis, os inconvenientes da coexistência de forte retração em sua rentabilidade, o que reduz sua capacidade de auto financiamento, ou elevadas taxas de juros no mercado financeiro, inviabilizando o uso ou o aumento em seu endividamento. Supondo que a empresa tenha boas perspectivas de vendas e de lucro a médio-longo prazo, que deseja diversificar seus investimentos ou que almeja introduzir inovações tecnológicas, mas esteja sofrendo a curto prazo os efeitos

dessa situação adversa . Este seria o caso da empresa passar por uma situação financeira desfavorável, não obstante apresenta uma situação econômica com grandes perspectivas. Neste caso, o empresário teria no mercado acionário uma fonte potencial de recuperação e de crescimento na medida em que, em princípio, o mercado avalia as perspectivas da empresa a médio-longo prazo.

Uma característica importante da captação de recursos via mercado acionário é que ela não põe em risco o controle da empresa, um dos temores dos empresários ao abrir o capital. Segundo a Lei das Sociedades Anônimas, as companhias abertas no Brasil podem emitir ações preferenciais (sem direito a voto) até um limite máximo de dois terços do capital social. Como a posse de 50% (cinquenta por cento) mais uma das ações ordinárias (com direito a voto) assegura o controle da empresa, com apenas aproximadamente 16,7% do capital social o empresário mantém esse controle.

Mas a abertura de capital não traz apenas vantagens, com ela a empresa passa a ter uma série de obrigações e algumas desvantagens, é o que nós veremos a seguir.

I.4 - Obrigações Que a Empresa Assume Com a Abertura de Capital e Suas Desvantagens .

Ao mesmo tempo que a abertura de capital oferece às empresas uma série de vantagens, exige-lhes também várias obrigações em sua relação com o mercado de capitais no geral e com seus acionistas em particular. Entre elas, está a obrigatoriedade de divulgação das demonstrações financeiras com periodicidade trimestral, semestral e

anual, bem como informações que a administração não gostaria trazer a público terão que se tornar disponíveis aos investidores. Em certos tipos de negócios, é comprometedor habilitar os concorrentes a conhecer os lucros da empresa, a forma como foram gerados e calculados, o volume de vendas, preço unitário de produtos, ainda que por inferência, posição junto a concorrência, dependência de fornecedores ou consumidores especiais, disponibilidade de matéria-prima, honorários de diretores e salários, contratos de vulto, organização operacional e outros itens.

Uma das obrigações assumidas pela companhia é a criação de um departamento de relações com o mercado, de forma a manter permanentemente informados não só os atuais acionistas mas também os investidores potenciais acerca das perspectivas da empresa.

Uma observação que deve ser feita, é que o empresário não deve utilizar a abertura de capital de sua empresa com um objetivo tático de curto prazo de financiamento a baixo custo, aproveitando-se de uma situação conjuntural favorável. Com a abertura a empresa assume uma nova realidade do ponto de vista societário.

Uma outra desvantagem da abertura é a distribuição de dividendos em fase de crescimento, ou em situações de dificuldade, somente para atender a acionistas “externos”, pode ser um fator desencorajador de uma abertura. Não há impedimento legal a que os controladores renunciem a seus dividendos, mas a decisão equivale a transferir, patrimonialmente, parte deles aos que já receberam em dinheiro .

Dependendo da divisão adotada das ações ordinárias e preferenciais na estrutura do capital social, a empresa aberta que esteja necessitando de recursos pode ter como única alternativa lançar também ações ordinárias, afetando assim o controle dos empresários sobre sua empresa.

Apesar de todas as vantagens citadas anteriormente e as desvantagens citadas agora, não cabe apenas a empresa decidir se vale a pena ou não a abertura de capital para realizá-la, esta deve se enquadrar em alguns aspectos para poder realizar ou não a abertura.

I.5 - Características de Uma Empresa Com Potencialidade de Abertura de Capital e Critérios de Análise.

A definição das características “ótimas” de uma empresa com potencialidade de abertura de capital envolve a necessidade de se estabelecer uma série de pré-condições cuja existência pode configurar uma situação ideal à abertura de capital. Nessa linha, é necessário eleger uma série de variáveis econômicas e financeiras, que são utilizadas para fazer uma análise mais profunda da situação de uma empresa e avaliar melhor suas perspectivas e definir de forma qualitativa o que seriam bons ou maus indicadores para que uma determinada empresa se enquadrasse na situação “ótima” (uma análise, usando esses critérios, será feita no capítulo III em relação a duas empresas).

As conclusões são bastante diferenciadas conforme se trate de um lançamento de ações ou de debêntures, num caso são os pressupostos de acesso ao chamado “mercado

de risco”. Uma debênture conversível pode exigir um enfoque duplo. Vários são os pontos a serem analisados, pois só desta forma uma abertura pode ser bem sucedida.

Em princípio, o porte da empresa que abre o capital não deve ser muito menor do que o porte das menores companhias abertas, a menos que seu setor de atividade tenha perspectivas de grande crescimento, ainda que não existam restrições legais estabelecendo impedimentos quanto a porte, setor de atividade ou região do país onde se encontra a empresa postulante à abertura de capital. As pequenas e médias empresas devem considerar o Mercado de Acesso ou de Balcão, como uma importante alternativa.

Para avaliar uma empresa devemos analisar não só sua rentabilidade nos três últimos exercícios mas também sua rentabilidade projetada (fluxo de caixa). Quanto maior for a rentabilidade projetada da empresa maior a possibilidade de sucesso da abertura do capital porque o mercado terá uma expectativa de receber maiores dividendos e/ou ganhos de capital e concluirá que a empresa poderá ter maior capacidade de crescimento no futuro a partir da retenção de lucros e, ainda, no caso das debêntures, menor é o risco de não pagamento da dívida. Numa economia estável o que deve ser considerado mais relevante são as perspectivas da empresa a médio e longo prazo.³

De outro modo, é importante avaliar também a estabilidade da rentabilidade da companhia, pois, companhias muito instáveis apresentam maior risco para o investidor

³ Fonte: Livro “Manual de Abertura das Companhias”. Cordeiro Filho, Ari. Ed., 1981.

do que empresas mais estáveis. O desvio- padrão da taxa de retorno passado e/ou projetado da empresa é uma boa medida do grau de risco.

Uma das principais condições para fazer a abertura de capital, é quanto a capacidade de crescimento da empresa. Esta variável é muito importante na avaliação de empresas, porque a dinâmica própria do sistema capitalista exige que uma empresa possa ter condições de competir com seus concorrentes para, pelo menos, manter a sua fatia de mercado. Nesse sentido é importante analisar as perspectivas não só da empresa, mas também de seu setor de atividades.

Outro ponto importante é quanto as inovações tecnológicas que é a marca registrada das grandes corporações. No sistema capitalista, onde a concorrência entre as empresas é acirrada, sobrevivem e crescem as mais aptas e dinâmicas. Nesse sentido, tanto a geração própria de tecnologia através de programas de pesquisa, quanto a sua compra são imprescindíveis ao desenvolvimento futuro da empresa. Em alguns setores da economia a eficiência no mundo contemporâneo é sinônimo de inovação tecnológica.

Uma empresa que pretende abrir o capital deve transmitir confiança ao mercado. Dessa forma, as qualidades administrativas, morais e éticas de seus dirigentes, são fatores a serem analisados pelos investidores. Em situações normais a empresa só terá sucesso na a abertura se essas qualidades forem inquestionáveis.

A política de administração do capital de giro de uma empresa é extremamente importante. A empresa deve adequar sua estrutura de capital de giro às suas

necessidades permanentes e sazonais e à característica de seu setor. Devemos verificar se a mesma pratica uma política conservadora financiando a maior parte de sua necessidade total de recursos com financiamento de longo prazo, o que lhe dá mais liquidez, ou uma política de administração de capital intermediária. Empresas com baixa liquidez, podem se tornar insolventes. Empresas com excesso de liquidez, podem ter um custo de oportunidade elevado, prejudicando sua rentabilidade a longo prazo. A abertura de capital pode permitir à empresa adequar sua política de administração de capital de giro às suas necessidades de recursos operacionais permanentes e sazonais, tornando-se mais eficiente .

Um estudo cuidadoso das variáveis que afetam o lucro da empresa também se torna necessário para avaliá-la corretamente. É importante saber se os lucros ou prejuízos resultam de aplicações financeiras, da equivalência patrimonial decorrentes dos investimentos em outras empresas, de ganhos decorrentes de inflação(hoje aparentemente minimizados) ou de sua atividade operacional. Ao se analisar as perspectivas da empresa deve-se privilegiar os resultados operacionais. Outro ponto importante é em relação as perspectivas dos lucros, quanto maior a duração dos períodos futuros em que os dados presentes autorizem projeção de crescimento continuado e quanto mais próximo estiver o primeiro período, melhor. Para os analistas mais sofisticados, uma tendência de crescimento de lucro mais consistente no tempo, menos sujeita a ciclismos, ainda que moderada, é mais conveniente que resultados excepcionais.

Em condições normais, as principais fontes de financiamento de uma empresa são o autofinanciamento, o mercado de crédito e o mercado acionário por ordem de

importância. Um indicador qualitativo do crescimento da empresa é a participação do auto financiamento no total das origens de recursos. Quanto maior for esta participação, maior será sua capacidade de crescimento auto sustentado, indicando que a empresa pode crescer a longo prazo com base em sua auto geração de recursos. Portanto sem precisar recorrer ao mercado de capitais e/ou ao mercado de crédito. O crescimento das vendas e do patrimônio em reais e conseqüentemente do valor de mercado da empresa podem ser conseqüências positivas desse processo.⁴

Basicamente, uma empresa pode atuar em dois tipos de mercado: mercado concentrado (oligopolizado ou monopolizado) ou mercado não concentrado (muitos concorrentes). Face ao poder de fixar preços que as empresas têm no mercado concentrado, muitas vezes o Governo exerce uma vigilância severas sobre elas e, em outras vezes, até mesmo o controle de preços. É importante saber se a empresa tem liberdade de fixação de preços, se o Governo exerce controle sobre a mesma e se o eventual controle de preços deprime sua margem de lucro. Enfim, uma análise cuidadosa da empresa deve passar pelo processo de fixação de seus preços de mercado e as conseqüências desse processo sobre a sua rentabilidade.

Uma empresa pode ter, basicamente, dois tipos de custos: fixos e variáveis. Os custos fixos são tomados em relação ao tempo e não em função ao nível de vendas sendo, geralmente, contratuais. São exemplos de custos fixos o aluguel, a depreciação, os honorários da administração, os salários e os encargos, as despesas financeiras e os custos com pesquisas. O custo variável varia diretamente com o nível das vendas da

⁴ Fonte: Trabalho "Abertura de Capital das Empresas" Rodrigues, Dimingos Gouveia. IBMEC 1985.

empresa. São exemplos de custo variável os custos das matérias-primas, de distribuição de mercadorias, as comissões dos vendedores e os impostos indiretos. Nesse sentido, devemos analisar o ponto de equilíbrio operacional da empresa no o nível de vendas onde todos os custos operacionais fixos e variáveis são cobertos, ou seja, onde o lucro antes das despesas financeiras e imposto de renda é nulo. A partir desse ponto podemos avaliar a lucratividade da empresa associada a vários níveis de vendas. Dentre os principais custos, devemos prestar atenção à sua diferenciação entre custos de matérias-primas, mão-de-obra e financeiros e tentar inferir as consequências sobre o nível de equilíbrio da empresa derivadas de modificações nas taxas de juros, na política salarial ou na inflação e de que forma a sua rentabilidade é afetada. Devemos ter em conta que os pontos de equilíbrio da empresa são sensíveis a variações nos custos fixos, no preço de vendas dos produtos e nos custos variáveis. Contudo, deve ser ressaltado que existem setores com características específicas quanto ao custo fixos e variáveis.

A estrutura de capital de uma empresa representa, na prática, sua política de financiamento. É importante verificar a relação entre capital próprio (patrimônio líquido) e capital de terceiros (exigível total) e, em relação a este último, sua composição entre financiamentos bancários internos ou externos e debêntures e outros exigíveis, bem como qual é a parcela dos exigíveis de curto prazo nos exigíveis totais. Empresas muito endividadas apresentam maior risco para os investidores. A abertura de capital pode auxiliar a empresa a trocar uma parte de suas dívidas por capital de risco, melhorando sua estrutura em favor de capital próprio. Não necessariamente, contudo, uma empresa com alto endividamento e, portanto, muito alavancada financeiramente se constitui numa alternativa ruim de investimento. Novamente deve-se ter em conta que o que é

fundamental é a perspectiva gerada pelos seus projetos a longo prazo e sua capacidade de alavancagem favoravelmente.

É inquestionável que muitos investidores preferem comprar ações de empresas que tenham uma política de distribuição de dividendos definida e “generosa”. Ela é interpretada como um sinal de reconhecimento, por parte da empresa, da importância de seus acionistas, além do fato de que os mesmos se sentem mais seguros ao receber uma certa remuneração periódica. Assim, a menos que o acionista interprete que a retenção de lucros para realizar novos investimentos acarretará na valorização das ações no mercado proporcionando-lhe ganhos de capital, a política de dividendos é importante na relação entre empresa e acionista.⁵

Alguns aspectos relacionados com a região onde a empresa está localizada também devem ser levados em conta. Primeiramente, devemos procurar saber se a empresa tem algum benefício fiscal. No caso positivo, por quantos anos e de que forma sua rentabilidade pode ser favorecida. Em seguida, devemos verificar se seus mercados estão próximos de suas fábricas ou não e inferir eventuais implicações sobre os custos totais de seus produtos. Finalmente, torna-se necessário avaliar as perspectivas de desenvolvimento regional e de que forma o mesmo afetará o desempenho da empresa.

Em grande linhas, uma empresa pode produzir para o mercado interno, para o mercado externo ou para ambos. Quanto mais diversificados os mercados da empresa, maiores as possibilidades de crescimento e menor o risco de eventual redução

significativa de vendas, além disso, empresas exportadoras podem contar com vantagens tributárias. Na avaliação de uma empresa, devemos não só analisar os seus mercados efetivos, isto é, aqueles mercados que a mesma já atende, mas também os seus mercados potenciais, ou seja, aqueles que a empresa pode conquistar no país ou no exterior. Nesse sentido, quanto mais dinâmica e eficiente for a empresa, maiores serão suas possibilidades de conquistar mercados para seus produtos.

No caso de lançamento de debêntures, haverá uma atenção redobrada quanto aos números futuros da empresa. Como o interesse é medir a capacidade de pagamento do principal e encargos das debêntures, quer sejam simples quer sejam conversíveis, o foco sobre a lucratividade da empresa subirá algumas rubricas, nas demonstrações financeiras, para se ater na geração interna de caixa, que torne possível tal pagamento. Os ingressos de origem externo (aumentos de capital, aumento de endividamento) tendem, entretanto, a ser assimiláveis na previsão de fluxo de caixa somente quando lastreados por evidências passadas absolutamente consolidadas e não passíveis dúvidas fundadas quanto à probabilidade futura.⁶

A estrutura de fontes de recursos da empresa, após um hipotético lançamento de debêntures, será visualizada e realizada um prognóstico de custo ponderado de capital. Para formação de mercado, será considerada a disposição da empresa de contribuir para a liquidez de suas debêntures. Finalmente, sendo dadas garantias, estas serão objeto de estudo e avaliação.

⁵ Fonte: Trabalho “Empresas Com Potencialidades de Abertura de Capital”. Rodrigues, Domingos de Gouveia. IBMEC 1986.

⁶ Fonte: Livro “Manual de Abertura das Companhia”. Cordeiro Filho, Ari. Ed., 1981.

I.6 - Mercado de Balcão , Uma Alternativa Para os Iniciantes .

O mercado chamado de balcão ou de acesso é uma espécie de entrada dos fundos do mercado acionário. Trata-se de uma espécie de bolsa de valores própria para a negociação de papéis emitidos por pequenas e médias empresas. Em tese, quando essas empresas se tornam grandes, migram para bolsa de valores. Daí o mercado de balcão ser conhecido também como mercado de acesso. Para tentar garantir a liquidez do mercado, já que a maior preocupação das empresas pouco conhecidas no mercado é justamente com a liquidez dos seus papéis, instituiu-se a figura do formador de mercado (*market makers*), assim como ocorre em outros países, eles têm a obrigação de fazer ofertas de compra e venda de forma contínua para os papéis sob sua responsabilidade. Uma mesma empresa poderá ter diversos formadores de mercado.

O mercado de balcão tem uma taxa de risco maior, em contrapartida, oferece maiores chances de ganho. O retorno pode ser maior do que no mercado tradicional porque é neste mercado que se pode encontrar algumas empresas emergentes que oferecem a possibilidade de saltos consistentes de lucratividade. Mas deve-se observar que o mercado de acesso, é um mercado mais especializado no que diz respeito ao investidor, pois o estado em que a empresa se encontra normalmente não é de conhecimento geral do público.

Uma das principais vantagens do mercado de balcão em relação ao tradicional é que os custos para se manter o capital aberto para as empresas, é consideravelmente menor, pois a legislação de balcão no Brasil formatada pela Comissão de Valores

Mobiliários (CVM) não exige a apresentação dos balancetes trimestrais pelas empresas, como é obrigatório no caso das companhias listadas nas bolsas de valores. Outra grande vantagem para a empresa, é que no mercado de acesso os seus papéis têm mais chances de se destacarem, pois não terão que dividir o mesmo espaço com os papéis das grandes empresas, os chamados *blue chips*, que atraem todas as atenções nos pregões da bolsa de valores, tirando a liquidez das ações das empresas menores. Deve-se levar ainda em consideração, que os critérios para a análise destes papéis são os mesmos usados para analisar os papéis negociados no mercado tradicional, onde o principal determinante do preço da ação é a projeção e a perspectiva de lucros futuros.⁷

A SOMA (Sociedade Operadora do Mercado de Acesso), é o primeiro mercado de balcão organizado no País, tendo sido criado por iniciativa das bolsas de valores do Rio de Janeiro e do Paraná e posterior adesão de outras praças e instituições.

As operações são eletrônicas, de abrangência nacional, através da rede de serviços da BVRJ e seu horário de funcionamento coincide com o do Pregão nacional. O registro da empresa na SOMA pode ser feito por pessoa jurídica, inclusive não financeira que tenha interesse na negociação de suas ações.

A SOMA foi inspirada no modelo da NASDAQ (*National Association fo Securities Dealers Automated Quotation*). Todas as operações realizadas são liquidadas na CLC (Camara de Liquidação e Custódia) em prazo igual das bolsas (D+3).

⁷ Fonte: Revista "Exame", 26 de Março de 1997.

A liquidez da SOMA é dada pelos Market Makers que é representado pelo operador de uma determinada ação que se compromete a alocar, constantemente, preços de compra e venda e a correr riscos por conta própria, em troca de algumas regalias como a disseminação pelo terminal somente de suas cotações, fazendo com que os mercados e os clientes em geral tenham que consultá-lo para as negociações de compra e venda desta ação.⁸

⁸ Fonte: Livro “Mercado Financeiro: Produtos e Serviços”. Fortuna, Eduardo.Ed.,1997.

II - A ECONOMIA BRASILEIRA E O AMBIENTE DE COMPETITIVIDADE PÓS PLANO REAL.

A economia brasileira mudou profundamente depois da abertura comercial e do Plano Real, o ambiente econômico para as empresas deixou de ser previsível devido a uma posição paternalista por parte do governo e passou a ser altamente competitivo com a entrada de grandes empresas multinacionais concorrentes. Em consequência o profissionalismo na gestão destas empresas passa a ser vital para sobrevivência neste ambiente competitivo e é neste ponto que o mercado de capitais passa a ter um papel de grande importância neste novo quadro econômico, o papel de fonte de financiamento a um custo competitivo.

II.1 - Situação Geral do Mercado de Capitais no Brasil.

A estabilização da economia é um grande chamariz para grandes empresas multinacionais se instalarem no Brasil, aumentando em muito a competitividade para empresas nacionais. Em contrapartida, o perfil das aplicações financeiras está se modificando profundamente. As aplicações em dólar ou em imóveis já não são o suficiente, assim como a rentabilidade dos CDB'S ou das aplicações em renda fixa já não satisfazem, uma vez que a inflação caiu para casa de um dígito, proteger o dinheiro da

inflação não é mais o principal objetivo de um investimento, para se conquistar uma rentabilidade atraente é preciso arriscar. É por isso que o mercado acionário tende a ser o grande centro receptor de capital de risco e são as empresas em processo de expansão que necessitam de uma alavancagem no seu poder de investimento que serão as maiores beneficiadas neste processo.

O mercado de capitais brasileiro ainda tem muito o que melhorar e muitos obstáculos a serem superados. A liquidez talvez seja um dos maiores problemas atuais, já que os papéis denominados de *blue chips*, que são os papéis de maior liquidez no mercado nacional, como por exemplo a Telebrás, Eletrobrás, Vale do Rio Doce e Petrobrás, é que são o alvo das atenções nos pregões. São estes papéis que ditam o movimento das bolsas de valores no Brasil, o que é prejudicial para as que não são consideradas *blue chips*, pois perdem liquidez e com isso deixam de ser tão atraentes quanto aquelas outras.

Um outro problema que o mercado de ações encontra no Brasil são as altas taxas de juros pagas pelo governo através da emissão de seus títulos (LTN, NTN, BBC), o que faz com que muitos investidores optem por aplicar em fundos de renda fixa por serem mais seguros. Com isso, as empresas para serem bem sucedidas no mercado de capitais estão optando pelo lançamento de debêntures, para justamente competir com os títulos do governo. A opção que algumas empresas escolhem, é o lançamento de debêntures conversíveis, pois desta forma estarão melhores preparadas por uma melhora no mercado de ações.

Um outro sinal de que o mercado de ações vem se firmando como alternativa para o investidor comum, é o aumento da procura pelos fundos de ações administrados por instituições financeiras. “A participação deste tipo de produto dentro do patrimônio total dos fundos ainda é pequena, mas em alguns bancos o volume destinado aos fundos de ações chega a ser 500% maior do que em dezembro de 1996. A busca é por uma rentabilidade próxima do Ibovespa, que já acumula um crescimento de mais de 60% no ano”.⁹

O que tem ajudado muito esse crescimento é a nova mentalidade de retorno a longo prazo, pois só assim é que funciona o mercado acionário. Antes do Plano Real com a inflação altíssima, as expectativas dos investidores era de retorno a curto prazo, com isso o mercado acionário representava um ambiente de especulação e não uma fonte de financiamento da Economia que é sua verdadeira função.

O mercado de capitais passa por um momento de discussão em relação a unificação das bolsas de valores no Brasil, já que atualmente 90% do volume total (650 milhões de reais diariamente) estão concentrados no pregão da Bolsa de São Paulo, Bovespa. A Bolsa do Rio de Janeiro negocia uma fatia 10 vezes menor, ou seja, apenas 9% . As outras sete bolsas de valores do País (Porto Alegre, Paraná, Bahia, Ceará, Pernambuco, Minas - Espírito Santo - Brasília e Santos) giram o mísero 1% restante.¹⁰

⁹ Fonte: Jornal “O Globo”, 12 de junho de 1997.

¹⁰ Fonte: Revista “Exame”, 9 de Abril de 1997.

Como a bolsa de valores só é um mecanismo eficaz se há oferta e demanda, porque são elas que formam os preços dos papéis negociados, não faz sentido existirem tantas bolsas de valores. Como se não bastasse essa diluição no mercado interno, existe um outro agravante, a presença da Bolsa de Nova York, a maior do mundo cresce como nunca sobre o mercado de capitais brasileiro. Já é nítida a transferência de liquidez das principais ações de empresas nacionais rumo à poderosa praça nova-iorquina. O movimento diário da Bolsa de Nova York é de 21,5 bilhões de dólares, sendo o maior centro de liquidez do mundo. O exemplo mais importante dessa migração é a Telebrás que já negocia 45% do total de suas ADRs (American Depositary Receipts) na Bolsa de Nova Iorque.

O melhor caminho para manter os principais papéis negociados no Brasil é a unificação das bolsas de valores brasileiras e posteriormente firmar o Brasil como centro financeiro de liquidez da América Latina. Outras vantagens da concentração dos pregões são a diminuição dos custos e ganhos de escala .

II.2 - A Economia e o Mercado de Capitais Americano .

Nesse ponto do trabalho é conveniente analisarmos a economia e o mercado de capitais americano por ser este o maior mercado mundial e principalmente pela influência que a economia americana exerce sobre a economia mundial e especificamente sobre a economia brasileira.

A economia americana vem sendo mais do que nunca o centro das atenções, já que está provando ser possível combinar crescimento forte com estabilidade econômica, altas taxas de expansão do produto e do emprego com baixas taxas de inflação.

As estatísticas são de fato eloqüentes. Os Estados Unidos fecharam o primeiro trimestre de 1997 exibindo um crescimento econômico de 4% ao ano, quase o dobro da taxa registrada em 1996. Medido em termo de paridade do poder de compra da moeda o PIB americano somou em 1995 quase 7 trilhões de dólares, o mesmo que o total da produção dos quinze países que compõe a União Européia e mais que o dobro do PIB japonês. O desemprego caiu de 5,7% em 1996 para apenas 4,9% em abril. Os lucros das 500 maiores companhias estão aumentando a um ritmo de 14% ao ano. Os índices ao consumidor, sem considerar as variações sazonais dos alimentos e os custos de energia, estão baixando para 2,4% ao ano, uma taxa 0,2% menor que a de 1996.¹¹

Este atual ciclo de prosperidade da economia americana, que não é uma simples bolha capitalista, já dura sete anos corridos sem ativar o que alguns economistas denominariam de inflação de demanda. A Bolsa de Nova York como se poderia esperar vem refletindo todos resultados positivos, atingindo o índice de 7.300 pontos no *Dow Jones* (índice que mede o desempenho da Bolsa de Nova York) que só se esperava para daqui a alguns anos.¹²

¹¹ Fonte: Revista "Exame" 4 de Junho de 1997.

¹² Fonte: Revista "Veja" 4 de Junho de 1997.

O que parece explicar tudo isto é a produtividade da indústria ter voltado a crescer. Em um ambiente extremamente competitivo os ganhos de produtividade das empresas começam a surgir. No primeiro quadrimestre deste ano, a produção horária por trabalhador americano aumentou 2,4% em comparação com mesmo período de 1996. Produzindo mais com os mesmos recursos, a indústria americana consegue aumentar os lucros sem fazer reajustes de preços. Na base deste desempenho notável estaria a reestruturação da indústria, concluída no início desta década, bem como o fato dos Estados Unidos e suas empresas estarem à frente na corrida tecnológica. Paralelamente a abertura de mercados no resto do mundo ajuda a expandir as exportações. “O uso intensivo do computador foi o que permitiu pela primeira vez um crescimento não inflacionário do país” diz o professor da Universidade de Stanford Paul Romer.

Com esses índices de crescimento era de se esperar que o Federal Reserve, o Fed, banco central americano fosse aumentar as taxas de juros para conter um possível aumento inflacionário, mas aparentemente o Fed entendeu o motivo do crescimento da economia e reconheceu que são as empresas de alta tecnologia que estão puxando esse crescimento e por isso não se espera no mercado um aumento da taxas de juros, já que a priori não há necessidade para isto. Esse é o sinal mais positivo que o mercado acionário americano poderia receber para continuar em alta, porque com um pequeno retorno esperado para aplicações em renda fixa, o melhor investimento continua sendo o mercado acionário. O momento é propício para as empresas de alta tecnologia e do setor de serviços, que vêm puxando a alta na Bolsa de Nova York.

A questão dos juros determinados pelo Fed exerce influência mundial. Se o Banco Central americano elevar as taxas de juros, não só o mercado acionário americano, mas também os mercados acionários do mundo inteiro, sofrerão os efeitos. Especificamente o mercado acionário brasileiro será abalado, pois neste caso os juros no Brasil sofrerão um aumento, para continuarem sendo atrativos internacionalmente, o que prejudicará o desenvolvimento do mercado acionário nacional e a questão de lançar ações ou debêntures, tenderá para esta última por ser uma forma mais competitiva para se enfrentar taxas de juros elevadas.

II.3 - Perfil do Mercado de Capitais Pós Plano Real .

Depois de uma década de encolhimento, o número de companhias brasileiras de capital aberto está voltando a crescer. De 1983, quando atingiu seu nível máximo, a 1994, início do Plano Real, esse volume caiu 36% , para um total de 846 empresas. Não foi à toa. Além do fim de incentivos fiscais - por exemplo, o Fundo 157, no qual as pessoas físicas podiam aplicar em ações, abatendo do imposto de renda - , a economia viveu um período de estagnação, que podou uma série de investimentos. Mas a estabilização monetária está contribuindo para a reversão dessa tendência. Nos últimos três anos, a recuperação do volume de empresas de capital aberto no País foi de quase 10% . Em 1994, 43 empresas abriram seu capital e 37 fecharam. Agora, a balança tende nitidamente para o lado das companhias abertas. No ano passado, segundo Comissão de Valores Mobiliários (CVM), foram concedidos 71 registros e cancelados somente 20.

Conforme a CVM, em janeiro deste ano havia 929 empresas de capital aberto, isso inclui os fundos de investimento imobiliário, regulamentados nesta década. A autarquia tinha ainda em análise 14 pedidos de abertura de capital. Mas nem todas as 14 vão engordar as listagens das bolsas de valores, o maior símbolo das companhias abertas. Na realidade, apenas 550 das 929 registradas na CVM estão na bolsa.

Companhias abertas são empresas que lançam títulos de capital (ações) ou dívida (como debêntures) para negociação pública e boa parte das que fizeram isso nos últimos anos optaram pelos papéis da dívida. Foi o caso da Bahia Trust de Recebíveis, uma sociedade montada pela rede varejista Casas Bahia, que emitiu debêntures para captar R\$ 250 milhões, dinheiro que servirá ao financiamento dos consumidores. Na lista da CVM, há também a empresa de leasing do Banco Meridional (a emissão de debêntures é particularmente apropriada para essas sociedades, porque o prazo dos títulos coincide com o financiamento ao clientes) e algumas empresas de participação, que começaram a se multiplicar nos últimos anos como veículo para investidores estrangeiros adquirirem estatais brasileiras na privatização. Todas essas companhias abrem o capital para buscar recursos a custo competitivo. Uma empresa fechada tem a opção de contrair uma dívida bancária para custear seus investimentos, mas ela fica sujeita a flutuação da taxa de juros, que pode aumentar, pressionando o seu retorno e aumentando suas despesas. Se usa capital próprio, paga dividendos que são calculados de acordo com seu desempenho.¹³

Não é à toa que boa parte das empresas que estão abrindo o capital pertençam a setores que começaram a despontar fortemente depois do Plano Real, graças ao

¹³ Fonte: Jornal "Gazeta mercantil", 19/3/1997.

surgimento de um novo patamar de consumo. Dados emitidos pela CVM e classificados pela Abrasca mostram que no ano passado, com exceção das empresas de participação (19 delas abriram seu capital), a maior concentração de registros emitidos ocorreu no segmento de serviços gerais. Quinze companhias do setor, entre elas a Ancar shopping, Bwu Vídeo (leia-se Blockbuster), Playcentere Shoptime abriram o capital. Na área financeira, ocorreram cinco operações, entre elas a do Banco Excel Econômico. No varejo, houve abertura do Bompreço Trust, uma empresa do Bompreço Supermercados do Nordeste. Um ano antes, outras conhecidas varejistas haviam passado pelo mesmo processo: Lojas Arapuã, Makro Atacadista e Companhia Brasileira de Distribuição do grupo Pão de Açúcar.¹⁴

Em relação a preferência das empresas na questão da emissão de debêntures ou ações iremos analisar o ano de 1996. Neste ano o mercado de capitais brasileiro consolidou-se como o principal entre os países emergentes da América Latina, com negócios diários superiores a US\$ 400 milhões na Bolsa de São Paulo. Mas o mesmo não se pode dizer sobre o lançamento de ações, principal combustível do mercado de capitais e fonte de capitalização mais barata e de longo prazo às empresas. Dados levantados pela CVM mostram que 1996 não foi um bom ano para emissões e lançamentos primários de ações, girando apenas 43% do volume lançado em 1995, da ordem de US\$ 438,5 milhões. Na outra ponta as debêntures bateram recordes de emissões e colocações, movimentando cifras superiores a US\$ 2,6 bilhões. O motivo para que isto ocorresse foram os juros altos praticados pelo Banco Central que tornaram o lançamento de ações pouco atrativos. Para competir com esse nível de juro real, os

¹⁴ Fonte: Jornal "Gazeta Mercantil", 19/3/1997.

colocadores teriam que pagar um prêmio expressivo para os investidores. Por outro lado, as emissões de debêntures ganham força por serem títulos de renda fixa, por tanto um instrumento inserido de melhor forma nas regras do jogo. Além disso, muitas empresas optaram pelo lançamento de debêntures com cláusulas de conversão em ações, pois essa opção serve como preliminar ao lançamento de ações, com a melhora do mercado, a empresa dá ao investidor a opção da conversão das debêntures em ações.¹⁵

O que se notou foi uma sutil mudança sobre o perfil dos emissores, ganhando espaço lançamentos de ações em montantes superiores a US\$ 50 milhões, ou até acima de US\$100 milhões, realizado simultaneamente no mercado local e no mercado internacional. O diferencial das taxas de juros interno versus os patamares praticados no exterior vem tornando mais acessível, barata e simples a captação de recursos no mercado internacional. Emitir ações é o melhor caminho para capitalizar as empresas, mas infelizmente, a estruturação de emissão e lançamento primário de ações sobre o mercado de capitais brasileiro saem mais caros e por isso é mais fácil recorrer ao setor externo. Mas a expectativa é de mesmo com as atuais dificuldades, a emissão primária de ações deva mostrar forte recuperação no biênio 97/98. Existem no Brasil empresas de grande porte, com exposição no exterior significativa e que deverão usar os mecanismos de *Global Depositary Receipts (GDR)* e *American Depositary Receipts (ADR)*. Essa é uma tendência clara e haverá um aumento no número de empresas brasileiras lançando ADRs devido as vantagens do mercado acionário no exterior, principalmente o americano que apresenta menores custos e maior liquidez.

¹⁵ Fonte: Revista "Mercado de Capitais", Dezembro de 1996.

III - ESTUDO DE EMPRESAS QUE DEMOCRATIZARAM SEU CAPITAL .

Neste capítulo iremos ver um exemplo positivo e um negativo de empresas que abriram seu capital depois do Plano Real e a forma como estas empresas são analisadas pelos investidores de risco interessados nos possíveis ganhos no mercado acionário, mas, primeiramente, analisaremos o papel do *Underwriter* na abertura de capital. Com isto objetivo concluir minha Monografia focalizando o lado prático da abertura de capital.

III.1 - O Papel do *Underwriter* .

Underwriting ou subscrição é uma das operações cuja prática é explicitamente autorizada aos bancos de investimento. Eles intermediam a colocação (lançamento) ou distribuição no mercado de capitais de ações, debêntures ou outro título imobiliário qualquer para investimento ou revenda no próprio, recebendo uma comissão pelos serviços prestados, proporcional ao volume do lançamento. As operações de *underwriting* podem ser realizadas em dois mercados, no Mercado Primário onde a própria empresa emite ações ou debêntures que são ofertadas através de um banco (a empresa terá seu capital aberto através da emissão desses títulos), ou no Mercado Secundário, onde o banco é contratado para colocar ações ou debêntures já emitidos e pertencentes a uma determinada pessoa física ou jurídica.

Existem quatro tipos de *underwriting*, a primeira é a de Garantia Firme que é a operação na qual a instituição financeira coordenadora da operação garante a colocação de um determinado lote de ações a um determinado preço previamente pactuado com a empresa emissora, encarregando-se por sua conta e risco de colocá-la no mercado. A segunda é a de Melhores Esforços (*Best Efforts*) que caracterizam-se pelo compromisso assumida pela instituição financeira de desenvolver os melhores esforços para revender o máximo de uma emissão juntos aos seus clientes nas melhores condições possíveis e por um prazo determinado. Não existe o compromisso formal de viabilizar a colocação. O terceiro tipo de *underwriting* é o *Stand-By* que caracteriza-se pelo compromisso assumido pelo banco quanto a subscrição, após determinado prazo, das ações que comprometeu a colocar no mercado, mas que não tiveram interessados em adquiri-las. O quarto tipo de *underwriting* é o *Book Building*. Trata-se da oferta global (*global offering*) das ações de uma empresa visando à colocação de seus papéis no País e no exterior. Exige uma maior transparência de informações sobre a empresa emissora e sobre a operação de subscrição. Não há uma definição prévia do preço pelo qual a ação será vendida, ou o volume final de operação, mas sim a definição de um *range* de preços que os coordenadores da emissão e a empresa emissora acordam ser viável para atrair os investidores nacionais e estrangeiros e garantir uma boa liquidez do título a colocação.¹⁶

Como regra geral, a escolha do *underwriter* deve estar compatível com as características da oferta pública desejada e da empresa emitente dos valores mobiliários: porte do lançamento, porte da empresa, tipo de comprometimento desejado do intermediário, limite de custo suportável, tradição de lançamentos em situação

¹⁶ Fonte: Livro “Mercado Financeiro: Produtos e Serviços”. Fortuna, Eduardo. Ed., 1997.

semelhante e de fixação de preços de lançamento apropriados, experiência em formação de mercado para valores mobiliários, oportunidade de negócios e outros.

Uma outra observação que deve ser feita é a importância da reciprocidade na escolha pois se por um lado a empresa deve contratar o melhor *underwriter* possível levando em consideração o seu porte e o tipo de lançamento pretendido, deve adotar como regra geral que este intermediário deva estar efetivamente interessado no negócio, pela sua qualidade e pelo retorno propiciado, isto demonstrado pelo empenho e suporte dado pelo *underwriter* durante a operação. A empresa portanto, deve ser um cliente importante para a instituição, com pessoal qualificado designado para o melhor atendimento que possa fornecer.

O estabelecimento do preço é um fator decisivo para o sucesso do *underwriting*, pois superavaliar uma companhia (e suas ações) pode agradar os controladores, mas pode ser uma péssima receita de abertura com uma desvalorização posterior ao lançamento prejudicando a imagem da empresa, devendo causar uma possível rejeição quanto a operações futuras. Subavaliar uma empresa (e suas ações) pode interessar a manobras especulativas, mas resulta em que melhores ingressos deixaram de favorecer o empreendimento, prejudicando antigos e às vezes também os novos acionistas.¹⁷

Para incentivar e melhorar o mercado de *underwriting* a Associação Nacional dos Bancos de Investimento (Anbid) acaba de concluir o primeiro ranking das instituições

¹⁷ Fonte: Livro "Manual de Abertura das Companhias". Cordeiro Filho, Ari. Ed., 1981.

financeiras (bancos e distribuidoras) que realizam operações de *underwriting* no mercado de capitais e passará a divulgar um ranking trimestral.

Segundo o ranking consolidado que se divide em três categorias gerais, o Banco de Investimento Garantia foi o líder na colocação de ações no mercado brasileiro em 1996. Em operações de colocação de títulos de renda fixa (dívida), a liderança ficou com a Pentágono DTVM, enquanto o Banco do Brasil liderou a categoria “outros”, que engloba, por exemplo, a colocação de bônus de subscrição e emissões da própria empresa ou coligadas (ver gráfico abaixo).¹⁸

Tipo de Operação	1º Lugar	2º Lugar	3º Lugar
Primária de Ações - Abertura de Capital	Garantia	Fator	Bradesco
Primária de Ações - Cias. Abertas	Garantia	Fator	Banco do B.
Secundária de Ações - Abertura de Capital	ING Barings	Itaú B. Trust	Bradesco
Secundária de Ações - Cias. Abertas	Garantia	Tendência	Bonzano
Primária de Debêntures Simples	Pentágono	Marka	Bradesco
Debêntures de Securitização de Ativos	Citibank	Garantia	Marka
Debêntures Linkadas em Ações	BNDES	Fator	Banco do B.
Bônus de Subscrição	Fator	Banco do B.	BNDES
Secundária de Ações Combin. Derivativos	Indosuez	Merrill Lynch	Máxima
Fundos Imobiliários/ Fundos Fechados	Itaú	Bandeirantes	Bamerindus
Notas Promissórias	Banco do B.	Unibanco	Fenícia
Emissões da própria empresa ou ligadas	Banco do B.	Itaú B. Trust	BCN

Fonte: ANBID

¹⁸ Fonte: Jornal “Gazeta Mercantil”, 9/6/1997.

Em síntese, a participação do *underwriter* é decisiva para que seja bem sucedida a abertura de capital de uma empresa. Uma má orientação neste processo pode acarretar prejuízos financeiros e de imagem junto ao mercado, causando arrependimento para esta empresa que fez uma má abertura do seu capital enquanto, inversamente, uma boa operação de *underwriting* gera grandes benefícios para a companhia que democratizou seu capital. A seguir, veremos um exemplo positivo e um negativo de abertura de capital.

III.2 - Um Exemplo Positivo de Abertura de Capital: Reynolds Latasa .¹⁹

Para analisarmos uma abertura de capital devemos, primeiramente, analisar a empresa e o ambiente em que esta se encontra, como também estudar as vantagens e desvantagens da companhia em seu mercado. Só depois de analisarmos todas as variáveis que podem de alguma forma influenciar os resultados futuros da empresa e, conseqüentemente, o valor presente das ações é que poderemos tirar uma conclusão sobre a abertura de capital desta empresa .

III.2.1 - Sumário Executivo .

A Latasa foi, entre 1990 e 1996, a única fornecedora de latas de alumínio para a indústria de bebidas nacional. A empresa, uma associação entre a Reynolds International (com 42,5%), o Banco Bradesco (42,5%), e o J.P Morgan (15%), apresentou um faturamento líquido de R\$ 460,7 milhões em 1996. Nos últimos cinco anos seu crescimento médio de vendas foi da ordem de 56% a.a..

¹⁹ Todo esse sub- capítulo foi feito baseado em materiais fornecidos pelo Banco Pactual.

Atualmente a Latasa opera com três plantas em plena atividade (uma em São Paulo, outra no Rio de Janeiro e a terceira em Minas) e uma quarta localizada em Recife-PE, que entrará em funcionamento ainda neste ano. As quatro unidades totalizarão uma capacidade de produção de 6,3 bilhões de latas/ano.

A partir de 95, contudo, com o expressivo crescimento de vendas de bebidas decorrentes do primeiro período de consumo pós Plano Real, a Latasa veio cedendo espaço no mercado para a importação de latas. Devido parte à incapacidade da empresa de atender ao mercado e parte ao interesse da indústria de bebidas de fomentar a competição do setor, a partir deste ano começaram a ser anunciados investimentos de multinacionais com o objetivo de estabelecerem-se no País.

Com isso, desde 96 vêm entrando em operação empresas como a Ball, a ANC (American National Can) e a Crow Cork & Seal, com objetivo de disputar o mercado nacional de embalagens para bebidas.

Considerando estimativas de demandas por latas e a capacidade que estará entrando no mercado nos próximos anos, é bem possível que exista um forte risco de excesso de capacidade, principalmente entre 97 e 98. Em função disto, é esperado um aumento do poder de barganha da indústria de bebidas, tanto em termos de negociação de preços como de serviços. Assim, mesmo que a Latasa consiga diferenciar-se como fornecedora, o cenário é de compressão de margens em função da queda dos preços do setor. Esta queda, no entanto, já vem ocorrendo há algum tempo e as expectativas são de variações menos significativas do que as verificadas nos últimos anos.

Por outro lado, dadas as excelentes perspectivas de crescimento da indústria no País e o bom posicionamento competitivo da Latasa, é bem provável que a empresa seja capaz de fazer frente à sua concorrência e firmar-se na liderança do setor, assegurando ao mesmo tempo a rentabilidade de seu negócio.

Dentro deste cenário, foi projetado para a empresa uma receita líquida de US\$ 450,2 milhões e US\$ 476,3 milhões, e lucro líquido de US\$ 24,4 milhões e US\$ 23,0 milhões em 1997 e 1998, respectivamente. O pequeno crescimento da receita decorre de um aumento de 22% do volume vendido, conjugado a uma queda de preços da ordem de 12% nos próximos dois anos. A queda de rentabilidade deve-se, principalmente, à redução da margem bruta em função de queda menos acentuada dos custos do produto.

Aos preços prospectivos da oferta inicial, a Latasa foi negociada sendo a 16x o lucro de 97 e 17x o lucro de 98, o que não é considerado atrativo em termos de Brasil. O Banco Pactual que foi o underwriter deste lançamento de ações, iniciou a cobertura da empresa com uma recomendação de *Market Performer/Risco Neutro* para o preço de US\$ 8,00/ação, que foi considerado próximo de seu preço justo.

III.2.2 - Visão Geral da Indústria.

Com a chegada de novos competidores e com a inauguração da nova fábrica da Latasa irá dobrar a capacidade do setor em 97, sinalizando um período de maior competitividade e menores margens.

Até 96, a indústria de latas de alumínio brasileira consistia em um monopólio da Latasa. Com o *boom* de vendas decorrentes do Plano Real entre 94 e 95, a indústria de bebidas apresentou um crescimento anual de vendas de 17% e 30%, respectivamente. Em face deste cenário, a Latasa viu-se sem condições de atender a seu mercado e com isso surgiu a necessidade de se expandir e o caminho escolhido para o financiamento desta expansão foi via emissão de ações.

Nestes dois anos foi importada, em média, 30% da demanda total do País e com a permanência das importações em 96, período em que a demanda por bebidas sofreu uma diminuição no seu crescimento, evidenciou-se a insuficiência de capacidade da Latasa para atender ao ritmo de crescimento do mercado de latas. Somando-se a isto o interesse do setor de bebidas em melhorar suas condições de negociação através da quebra do monopólio de fornecimento de latas, a indústria tornou-se bastante atrativa à entrada de grandes players internacionais. Com isso, a partir do ano passado, grandes empresas multinacionais começaram a anunciar que viriam a estabelecer-se no mercado brasileiro.

Com o crescimento agressivo da concorrência (mais que dobra a capacidade ofertada, entre 96 e 97, face a um aumento estimado de apenas 22% da demanda), o cenário deverá tornar-se significativamente mais desafiador para a Latasa, empresa que permaneceu monopolista por quase 6 anos.

Por outro lado, como já foi mencionado, existem alguns fatores extremamente favoráveis para a indústria como, por exemplo, a expectativa de crescimento da indústria de bebidas e ainda, expectativas de crescimento relevante da participação das latas no

total de embalagens de bebidas e que caso a Latasa se posicione no mercado de maneira eficiente, deverão assegurar a rentabilidade de sua operação. Estimativas de crescimento da indústria de latas, aliadas ao forte posicionamento estratégico da Latasa, indicam perspectiva de ganhos crescentes a médio prazo, ainda que em cenário mais competitivo.

III.2.3 - Estruturação Financeira.

Marcada por uma política agressiva de crescimento, de 1994 a 1996, os investimentos feitos pela Latasa em ampliação da capacidade no Brasil e no exterior, atingiram cerca de US\$ 330 milhões.

O *funding* destes investimentos foi feito com geração operacional de caixa (US\$ 151 milhões), dívida (US\$ 200 milhões) e aumento do capital (US\$ 30 milhões). Com isto, a dívida da Latasa é em sua maior parte composta de financiamentos para realização destes investimentos: da dívida total de US\$ 410 milhões, US\$ 137 milhões são recursos captados por *trading finance* (que têm como contrapartida o caixa de US\$ 132 milhões), enquanto o restante se refere à captação para o programa de investimentos.

Considerada a dívida líquida de US\$ 278 milhões, temos uma relação dívida/patrimônio líquido de 104%, que é bastante elevada para uma empresa brasileira. Com um programa de investimentos de US\$ 250 milhões para os próximos anos, a empresa optou pela abertura de capital, para captação de aproximadamente US\$ 100 milhões. Os recursos restantes serão obtidos via endividamento e geração de caixa.

	Latasa	Subsidiárias	Consolidado
Dívida Curto Prazo			
Trade Finance	122.236	14.491	136.727
Outros	13.475	35.180	48.655
Dívida Longo Prazo			
Financiamentos - US\$	143.412	40.541	183.953
Financiamento - R\$	41.016	-	41.016
Total da Dívida	320.138	90.213	410.351
Caixa e Equivalentes	129.572	1.918	131.490
Dívida Líquida	190.566	88.294	278.861

Endividamento da Latasa em 1996 (US\$ Mil)

III.2.4 - Oferta Pública Inicial.

Com um capital atual formado por 39.270 mil ações ON, a Latasa realizou oferta pública de ações, realizada 50% no Brasil e 50% no exterior (144A com 2 ações PN por cada *global depositary share* oferecida). Foram emitidas 10.435 mil ações ON, mais um possível *green shoe* de 1.565 mil ações ON, totalizando 12 milhões de ações ON, que não serão subscritas pelos atuais acionistas. O preço prospectivo estava entre US\$ 7,75 e US\$ 8,75 por ação.

A este nível de preços, temos um valor de mercado da empresa entre US\$ 385 milhões - US\$ 435 milhões, caso não haja o *green-shoe*, e US\$ 397 milhões - US\$ 449 milhões com o *green-shoe*. O preço final da oferta foi de US\$ 8,00/ação e a Latasa obteve US\$ 83.5 milhões de ações ofertadas. Com este resultado, podemos concluir que

foi realizada uma boa emissão de ações, visto que o objetivo inicial da Latasa era de obter um investimento próximo dos US\$ 100 milhões. Com essa operação a empresa se coloca numa situação mais confortável para dar prosseguimento a sua expansão, já que conseguiu melhorar o perfil da sua dívida .

III.3- Um Exemplo Negativo de Abertura de Capital: Grupo Antarctica .²⁰

Primeiro, faremos uma breve análise sobre a Indústria de Bebidas no Brasil e especificamente sobre o Grupo Antarctica, para depois avaliar a sua abertura de capital.

III.3.1 - Visão Geral da Indústria .

O Brasil é o quarto maior produtor mundial de cerveja, só ficando atrás dos EUA, Alemanha e China e é o terceiro maior produtor mundial de refrigerante, atrás dos EUA e do México. A indústria Brasileira de Bebidas tem uma participação de 4% no PIB nacional, com um faturamento bruto de US\$ 6,7 bilhões com cervejas e US\$ 6,8 bilhões com refrigerantes. Esta indústria gera 98 mil empregos diretos e 130 mil empregos indiretos. Ela sofre uma elevada carga tributária de 203% sobre a cerveja e de 110% sobre o refrigerante. O consumo per capita no Brasil é de 52 litros de cerveja ao ano e de 58 litros de refrigerante ao ano.²¹

A indústria de bebidas no Brasil recebeu um grande impulso pós Plano Real, passou de um consumo de 10,2 bilhões de litros (5,0 bilhões de litros de cerveja e 5,2

²⁰ Fonte: Todo esse sub- capítulo foi baseado em dados fornecidos pelo Banco Pactual.

bilhões de litros de refrigerantes) em 1992 para 17,6 bilhões de litros em 1996 (8,0 bilhões de litros de cerveja e 9,6 bilhões de litros de refrigerantes).

III.3.2 - Uma Análise do Grupo Antarctica.

O Grupo Antarctica tem um market share de 32% do mercado nacional de cerveja, de 19% no mercado nacional de refrigerante e especificamente de 50% no de guaraná. Possui ainda uma capacidade instalada de produção de 50,5 mm de hl, tendo utilizado 70% dessa capacidade em 1996. Possui ainda 21 cervejarias e 25 fábricas de refrigerante, com 14.490 empregados.

Os dados Econômico- Financeiros Consolidados do Grupo Antarctica são os seguintes:

US\$ MM	1992	1993	1994	1995	1996
Vendas Brutas	1.502	1.482	2.575	3.633	3.404
Vendas Líquidas	1.020	1.054	1.222	1.533	1.498
Lucro Bruto	417	426	635	730	620
Lucro Líquido	67,5	132,7	133,7	136,5	125,5
Ativo Total	1.411	1.432	2.343	2.799	3.078
Patrimônio Líquido	907	1.007	1.563	1.771	1.835
Retorno s/ Patrim.	8,1	15,2	9,4	8,4	7,3
Retorno s/ Ativo	5,0	10,2	6,1	5,1	4,3

²¹ Fonte: Sindicerv e ABIR .

Como se pode ver na tabela acima, o ano de 1996 foi um ano em que as expectativas positivas não se concretizaram, principalmente devido a acomodação do consumo de bebidas no Brasil. Para este ano o Grupo Antárctica está prevendo alguns investimentos como a construção de uma nova planta de cerveja em Joinville- SC no valor de US\$ 200 milhões para ser concluído em dezembro de 98. Uma nova planta de refrigerante em Aquiraz- CE também está sendo planejada, com um investimento no valor de US\$ 100 milhões, com data prevista para conclusão em dezembro de 98.

III.3.3- Estrutura Societária Atual e Suas Conseqüências.

A atual estrutura societária do Grupo Antárctica vem prejudicando a empresa junto ao mercado de capitais, suas ações negociadas em bolsa estão perdendo atratividade e liquidez e o grupo não possui boas condições para captação de novos recursos via mercado acionário.

Este quadro negativo se deve a estrutura societária atual do grupo, que é confusa e de difícil entendimento, com 7 empresas de capital aberto e outras tantas de capital fechado. O problema é ainda piorado pelo estatuto da Holding Antárctica Paulista, que veta alterações na composição acionária da empresa.

A solução para este quadro, passa pela reestruturação acionária do grupo. A idéia seria consolidar as empresas do grupo em duas empresas que apresentariam faturamento superior a US\$ 500 milhões, que chamaríamos de Antárctica “Sul” e “Norte” que seriam divididas da seguinte forma:

Antarctica Sul	Antarctica Norte
. Polar (aberta)	. Ceará
. Niger	. Nordeste (aberta)
. Rio de Janeiro	. Piauí (aberta)
. Minas Gerais (aberta)	. Paraíba (aberta)
. Mato Grosso	. Rio Grande do N. (aberta)
	. Amazônia

Apesar do ideal ser a incorporação das empresas visando uma estrutura societária mais simplificada, isto se torna inviável devido a existência de incentivos fiscais em várias empresas (motivo pela qual estas abriram seus capitais). A solução mais viável seria a manutenção destas empresas como empresas fechadas com sua ligação direta as holdings “Norte” e “Sul”, que por sua vez seriam empresas de capital aberto. Com isso espera-se que suas ações negociadas em bolsa poderiam se tornar mais atrativas e com maior liquidez, melhorando também as condições do grupo para captação de recursos via mercado acionário.

CONCLUSÃO

Neste trabalho pudemos analisar os vários aspectos que envolve uma abertura de capital, as suas vantagens e desvantagens, as condições necessárias para realizá-la, as atuais condições do mercado de capitais, a influência internacional e muitos outros aspectos.

A idéia que mais ficou clara no trabalho, é que a abertura de capital é uma opção que deve ser levada em consideração por todas as empresas que apresentem uma alta capacidade de crescimento, mesmo que nem todas as empresas que possuem as condições necessárias, devam realizar a abertura, essa é uma opção que sempre deve está em mente dos administradores e principais acionistas destas empresas.

As vantagens decorrentes da abertura, certamente são maiores do que as obrigações que as empresas assumem com essa nova realidade e o custo para manter uma empresa aberta é menor do que o custo dos financiamentos tradicionais.

È importante que antes que a empresa realize a abertura, ela tenha em mente a sua futura realidade societária e que ela tome os cuidados necessários para fazer uma boa

abertura de capital, principalmente no que diz respeito a escolha do *underwriter* e dessa forma ter o mercado de capitais como uma fonte permanente de financiamento.

O momento econômico que vive o Brasil, facilita a abertura em determinados setores, como o de serviços e de algumas indústrias de bem de consumo. O lançamento de debêntures tem se mostrado o mais conveniente com as elevadas taxas de juros exercidas pelo Governo, mas as perspectivas para o mercado acionário são muito boas, haja visto a alta acumulada neste ano.

Com o amadurecimento econômico do País, a tendência é o aumento do número de empresas com papéis negociados nas bolsas de valores, só ficando a dúvida se estes papéis seguirão o caminho da Bolsa de Nova York ou se ficarão nas bolsas brasileiras.

BIBLIOGRAFIA

Fortuna, Eduardo. “Mercado Financeiro: Produtos e Serviços”, Edição de 1997.

Cordeiro Filho, Ari. “Manual de Abertura das Companhias”, IBMEC, 1981.

Milgrom, Paul R. e Roberts, John. “Economics, Organization & Management”.
New Jersey, USA, Prentice Halls, 1992

Ross, Stephen A.; Westerfield, Randolph W. e Jaffe, Jeffrey F. “Corporate Finance”. Second Edition, Boston, USA, Homewood, 1990.

Trabalhos:

Banco Pactual. “Análise de Empresas: Latasa”, Junho de 1997.

Banco Pactual. “Indústria de Bebidas & Grupo Antarctica”, Maio de 1997.

Ernst & Young. “Deciding to go public: understanding the process and the alternatives”, New York, 1993.

Rodrigues, Domingos de Gouveia. “Empresas com potencialidades de abertura de capital”, IBMEC, 1986.

Rodrigues, Domingos de Gouveia. “Abertura de Capital das Empresas”, IBMEC, 1985.

Artigos de Revistas:

Revista “Exame”: “Temos Bolsas Demais?”, 9 de Abril de 1997. “As Próximas Telebrás”, 26 de Março de 1997. “Acharam a poção mágica do crescimento?”, 4 de Junho de 1997.

Revista “Veja”: “Os EUA quebram um tabu”, 4 de Junho de 1997.

Revista “Mercado de Capitais”: “O mau negócio das ações, o bom negócio das debêntures”, Dezembro de 1996.

Revista “Business Week”: “How Long Can This Last”, 19 de Maio de 1997.

Artigos de Jornais:

Jornal “Gazeta Mercantil”: “Abertura de capital volta a ser atraente”, 19/3/1997.
“Garantia lidera colocação de ações no mercado brasileiro”, 9/6/1997.

Jornal “O Globo”: “Aumenta a procura por fundos de ações”, 12/6/1997. “Uma disputa bilionária nas bolsas”, 14/6/1997.