

1

O Problema da Pesquisa

Este primeiro capítulo introduz o problema do estudo, apresentando os objetivos gerais e específicos da pesquisa. Em seguida, são apresentadas a delimitação do estudo, a relevância do tema e a organização do trabalho.

1.1

Introdução

De acordo com a Lei das Sociedades Anônimas, Lei nº 6.404 de 15/12/1976, a companhia aberta é aquela que possui valores mobiliários de sua emissão admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários. Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) podem ser negociados no mercado de valores mobiliários. São considerados valores mobiliários: ações, debêntures, bônus de subscrição, notas promissórias para distribuição pública, partes beneficiárias, contratos de investimento coletivo e os *Brazilian Depositary Receipts* (BDRs).

A distribuição pública de valores mobiliários deverá ser previamente registrada na CVM. A abertura de capital ocorre com a colocação de valores mobiliários em negociação na Bolsa de Valores ou no Mercado de balcão. Esses valores mobiliários podem ser ações, bônus de subscrição, debêntures, notas promissórias para distribuição pública, etc.

A operação de lançamento de valores mobiliários deve ser coordenada por uma instituição financeira – banco de investimentos, banco múltiplo, corretora ou sociedade de títulos e valores mobiliários. O coordenador é responsável pelo registro dos valores mobiliários em bolsas de valores ou entidade de balcão organizado e pelos processos de registro da CVM tanto da companhia, quanto da emissão. Além disso, o coordenador assessora a definição do perfil da operação, elabora o prospecto, realiza o marketing da operação, a distribuição dos títulos e a liquidação.

Para a definição do perfil da operação a instituição coordenadora analisa a situação econômica, financeira e estratégica da empresa. Depois de realizar toda a análise, a instituição propõe o volume total da operação e o preço a ser subscrito. Definidos os parâmetros do lançamento, a empresa e a coordenadora firmam o contrato de coordenação e distribuição, que deverá conter, principalmente, a autorização da emissão, as características da operação, as garantias, as obrigações relativas ao Registro na CVM, o cronograma e o prazo e a adesão de terceiros ao *pool* de distribuição. A decisão de abrir o capital deve ser aprovada em Assembléia Geral Extraordinária. Na respectiva ata devem constar as características gerais da operação.

A abertura de capital é uma alternativa aos financiamentos bancários, sendo uma forma da companhia ter acesso a investidores institucionais.

1.1.1

Motivação para abrir o capital?

Segundo Pagano, Panetta e Zingales (1998)¹ a noção geral é que as empresas abrem o capital por este ser um estágio de crescimento para a companhia. Com isso, o tamanho da companhia é um indicador importante na decisão de abrir o capital. Mas, segundo os autores, haveria interesse em comparar as condições *ex-ante* e *ex-post* da abertura de capital e seu efeito sob o custo da dívida.

A abertura de capital é motivada pela idéia de levantar capital e oferece uma opção de saída para os acionistas, dando uma maior liquidez para seus ativos. Com o capital levantado, a empresa poderá investir mais em mão de obra, infraestrutura, pesquisa e desenvolvimento. Conseqüentemente, aumentará sua produção ou sua gama de serviços, sendo uma oportunidade de crescimento para empresa.

Os investidores, por sua vez, buscam em empresas uma oportunidade de valorização. A abertura de capital é uma alternativa para esses investidores

¹PAGANO, Marco, PANETTA, Fabio e ZINGALES, Luigi, “Why do companies Go Public? An Empirical Analysis”. The Journal of Finance Vol LIII, number 1, February 1998.

realizarem seus lucros. Caso a empresa permanecesse fechada, esta realização de lucros seria muito difícil de acontecer. Além disso, segundo Schulthesis (2004)², o IPO, *initial public offering*, cria uma moeda que pode ser utilizada em futuras aquisições de empresas, através de aquisições *stock-for-stock*.

A liquidez é um benefício para a empresa e seus empregados, estes são incentivados através de *stock options*, e a possibilidade de abertura de capital pode valorizar a participação dos empregados. Uma empresa de capital aberto pode realizar planos de recompra de ações para aumentar o seu comprometimento com o mercado. O *stock option* é um benefício que pode melhorar a capacidade de recrutamento da empresa, pois esta passa a ser mais atrativa aos seus empregados pela perspectiva de se tornarem seus futuros acionistas.

As empresas tendem a abrir o capital em épocas de maior prosperidade e otimismo, aproveitando a chamada “janela de oportunidade”.

Uma empresa ao abrir seu capital pode retornar ao mercado a qualquer momento para levantar capital adicional através de uma oferta secundária. Além disso, as empresas de capital aberto têm acesso às melhores taxas de financiamento, uma vez que a abertura de capital aumenta a transparência devida à divulgação de relatórios financeiros trimestrais. Além do efeito sobre os credores, a abertura de capital também pode melhorar a percepção dos fornecedores, uma vez que, depois do IPO, a empresa tende a ter uma melhora no seu risco de crédito.

A publicidade de divulgação da oferta pública pode aumentar a captação de futuros clientes já que empresas públicas possuem mais destaque na mídia. Jornais e revistas tendem a divulgar mais as empresas de capital aberto.

²SCHULTHESIS, Patrick J., MONTEGUT, Cristian E., O' CONNOR, Robert G., LINDQUIST, Shawn J., LEWIS, J. Randall. “The initial public Offering – A Guidebook for Executives and Board Directors”. BOWNE - Second Edition 2004.

1.1.2

Motivação para não abrir o capital

Apesar dos motivos expostos anteriormente, o processo de IPO pode apresentar algumas desvantagens. Segundo Schulthesis (2004)³, muitos executivos reclamam que o processo de abertura de capital é muito longo – geralmente leva de 3 a 5 meses – e ocupa grande parte do tempo com a seleção de *advisor*, a realização de apresentações para *due diligence*, etc. e, por fim, o *road show*, que irá consumir algumas semanas, às vezes meses, com viagens por todo país e, possivelmente, para o exterior.

No Brasil, quando a empresa se considera pronta para abrir o capital, com suas contas já auditadas e o conselho de administração funcionando, o primeiro passo é contratar os bancos que farão a assessoria financeira da operação, definir seu formato, avaliar a companhia e, finalmente, vender os papéis. O processo pode demorar até seis meses, caso sejam necessários ajustes na formatação da contabilidade ou no estatuto, por exemplo. Entre o início do processo e o pedido de registro da operação na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) são necessários sessenta dias.

Enquanto a empresa permanece fechada muitos aspectos de governança corporativa são conduzidos informalmente, como por exemplo, o calendário das reuniões de conselho de administração que pode ser mais flexível, bem como os acordos entre a empresa e seus empregados, ou negócios estratégicos, que não precisam ser divulgados. As decisões gerenciais são mais simples uma vez que não há preocupação com flutuações nos preços das ações no curto prazo.

Outro problema que pode ser encontrado principalmente no mercado americano é a suscetibilidade das empresas públicas a processos de fraude e informação privilegiada. Existem firmas de advocacia especializadas em defender certas classes de investidores descontentes com a performance da empresa.

³SCHULTHESIS, Patrick J., MONTEGUT, Cristian E., O' CONNOR, Robert G., LINDQUIST, Shawn J., LEWIS, J. Randall. "The initial public Offering – A Guidebook for Executives and Board Directors". BOWNE - Second Edition 2004.

Ademais, quando uma companhia se torna pública ela fica mais vulnerável a um *takeover* hostil.

Outra desvantagem de abrir o capital é a perda de controle. Antes da abertura de capital os executivos da empresa têm mais poder e podem agir mais livremente. A abertura de capital obriga a empresa ser mais transparente, pois há, também, uma pressão maior do mercado que se manifesta pelos órgãos reguladores, investidores institucionais e demais investidores, além de outras restrições que são impostas à mesma.

Como mencionado anteriormente, a abertura de capital poderá motivar os empregados de uma empresa por ser uma chance destes exercerem seus *stock options*. Ocorre que, por outro lado, os empregados admitidos após a abertura de capital poderão se sentir desmotivados por terem perdido a oportunidade de valorizar sua participação na empresa. Com isso, o recrutamento de novos empregados poderá se tornar mais difícil e até mais caro.

Segundo Leal⁴, um motivo para empresas de grande porte terem o capital fechado é o custo do capital próprio. O valor de mercado da companhia será menor à medida que a taxa de desconto aumenta. O fato do custo do capital acionário ser alto leva a queda no preço das ações e à tentativa de muitas emissões serem feitas em momentos de euforia. Outra razão oferecida pelo autor para a opção das empresas em manter o seu capital fechado é a falta de proteção ao acionista minoritário que gera conflito de interesses na companhia – *agency cost* que vem a ser o custo dos gestores agirem com má-fé, ou seja, pensando em seus próprios interesses as custas dos acionistas.

Outro fator importante constatado por Loughran e Ritter (1995)⁵ é que empresas que realizam IPO ou SEO apresentam uma performance pior do que as empresas que não fizeram esse tipo de operação. De 1970 a 1990 o retorno médio anual durante os 5 anos seguintes ao IPO foi de apenas 5% enquanto o SEO obteve 7%. Outro aspecto levantado é que empresas que fazem emissões públicas em períodos de menor atividade possuem uma performance relativamente melhor

⁴LEAL, Ricardo. “Lembrando Alguns Desafios para a Abertura de Capital”. Sessão COPPEAD.

⁵LOUGHRAN, Tim e RITTER, Jay R. “The New Issues Puzzle”. The Journal of Finance, vol I number 1, March 1995

do que empresas que fazem suas emissões em períodos de alta atividade. Isso pode ser explicado porque as empresas aproveitam a “janela de oportunidade” emitindo ações quando o mercado está em alta e conseqüentemente o preço estará supervalorizado.

Outro problema é a tendência de supervalorização do preço da ação. Entre 1990 e 1998 Loughran e Ritter (2002)⁶ verificaram que as empresas que abriram o capital “deixaram na mesa” cerca de US\$ 27 bilhões. Esta expressão define o ganho do primeiro dia em relação ao preço da emissão multiplicado pelo número de ações vendidas. Se a oferta tivesse sido eficiente, os acionistas controladores poderiam ter ofertado menos ações resultando em sua menor diluição. Os US\$ 27 bilhões “deixados na mesa” representam um volume muito grande de recursos, principalmente quando comparados aos custos médios de emissão, cerca de US\$ 13 bilhões. Segundo o artigo os acionistas não contabilizam “o dinheiro deixado sobre a mesa”, como pode ser visto no trecho a seguir:

In Netscape’s August 1995 initial public offering (IPO) with Morgan Stanley as the lead underwriter, 5 million shares were sold to investors at \$28.00 per share. With a closing market price of \$ 58.25, \$151 million left on the table. Yet in spite of this huge wealth transfer from Netscape’s preissue shareholders were satisfied with the pricing of the offering”.... “Netscape retained Morgan Stanley as the lead underwrite for the November 1996 follow-on offering.

O problema da precificação do ativo vem sendo explicado por diversas maneiras, entre elas, a assimetria de informação, onde o emissor não sabe o preço que o mercado está disposto a pagar por suas ações, ou seja, não conhece sua curva de demanda, segundo Ritter e Welch (2002)⁷. O emissor pode assumir que os investidores estão bem informados sobre o preço da oferta, logo, só comprarão ações se o preço estiver abaixo de suas estimativas, isso explicaria porque os IPOs são subavaliados.

⁶LOUGHRAN, Tim e RITTER, Jay R. Why Don’t Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPO? *The Review of Financial Studies Special*. 2002 Vol. 15, No. 2 p. 413-443.

⁷RITTER, Jay e WELCH, Ivo. A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations. National Bureau of Economic Research. Working Paper 8805. February 2002.

Como visto a determinação do preço de colocação é um desafio para o emissor, uma vez que para um IPO ser bem sucedido, deve-se conseguir colocar todas as ações e ainda deve obter uma alta valorização no primeiro dia. Mais uma vez, “o dinheiro deixado sobre a mesa” não é avaliado.

Uma maneira de resolver o problema do preço subavaliado é através de um *bookbuilding* Benvenistes e Busaba (1997)⁸ comparam a estratégia de fazer IPO através do *American Bookbuilding* e do método do preço fixo. Historicamente a precificação do IPO através de um preço fixo é dominante na Inglaterra e nas suas ex-colônias (Índia e Singapura). A oferta através do preço fixo é feita antes do investidor mostrar seu real interesse. Já no *bookbuilding*, o emissor recebe indicações do interesse do investidor durante as reuniões e os *roadshow* e pode precificar melhor o ativo.

Wright (2002)⁹ acredita que os IPOs deveriam ser feitos através de leilão. A alta valorização ocorrida no primeiro dia de negociação acontece porque os bancos de investimento atuam como garantidores da oferta, garantindo, assim, a compra caso não aja procura pelo papel. Mas, uma vez que os bancos não pretendem comprar as ações emitidas, estes colocam o preço abaixo do preço de mercado. Nesse ponto de vista, um leilão melhoraria a ineficiência do mercado pois as empresas poderiam vender suas ações a seu real valor de mercado e sem ter que pagar as altas taxas de colocação cobradas pelos bancos.

O processo de abertura de capital é muito caro e os custos vêm crescendo significativamente, principalmente devido à introdução da governança corporativa. Nos Estados Unidos, o custo médio de um IPO aumentou cerca de 103%, passando de US\$ 1,69 milhão em 1999 – ano do *boom* da internet para US\$ 3,43 milhões em 2003¹⁰. Em 1999, cerca de 62% dos IPOs eram provenientes de empresas de tecnologia, já em 2003 esse número caiu para 19%.

⁸BENVENISTE, Lawrence M. e BUSABA, Walid Y. Bookbuilding vs. Fixed Price: An Analysis of Competing Strategies for Marketing IPOs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol.32, No 04 December 1997

⁹WRIGHT, Robert E. Reforming the US IPO Market: Lessons from History and Theory. *Accounting, Business & Financial History*. November 2002 p. 419-437.

¹⁰Fonte: *The Initial Public Offering* – Schulthesis, Montegut, O’ Connor, Lindquist e Lewis – Bowne 2004.

A assessoria financeira representa um custo alto. Normalmente, duas ou até três instituições participam da operação. A taxa cobrada é alta, geralmente um percentual do montante emitido. Também é necessária a contratação de assessores legais se a companhia optar por vender ações no mercado brasileiro e estrangeiro. Nesse caso, serão contratados em média quatro escritórios, agências de publicidade e gráficas especializadas que representam um custo significativo e são responsáveis pelos anúncios no início e no encerramento da oferta, pelos prospectos com as informações da oferta aos investidores e pelo material usado nas apresentações (*road show*). Abaixo são enumerados alguns custos de fazer uma emissão primária no Brasil:

- Exigências legais, como contratação de auditoria externa;
- Taxa de fiscalização do registro de emissão junto a CVM;
- Anuidade da bolsa de valores;
- Serviço de ações escriturais;
- Custos de divulgação, tais como edital de convocação, ata de assembléias e publicação das demonstrações financeiras;
- Prospectos e material informativo aos acionistas e, atendimento a analistas de investimentos;
- Custos de intermediação financeira; e
- Custos internos da empresa: estruturação de diretoria de relação com investidores.

Levantadas as vantagens e desvantagens da abertura de capital o estudo pretende abordar, à luz da teoria de avaliação de empresas, o processo de precificação da ALL - América Latina Logística para sua abertura de capital. Posteriormente, será apresentada uma comparação do preço avaliado com o preço ofertado e a performance da ação no primeiro dia de negociação.

1.2

Objetivos do Estudo

Este trabalho tem por objetivo final apresentar as melhores práticas de avaliação de investimentos para empresas brasileiras de capital fechado e, portanto, oferecer às comunidades acadêmica e corporativa um serviço público: uma referência prática, através da avaliação da ALL - América Latina Logística.

Os objetivos intermediários do trabalho são:

- Comparar o preço avaliado com o preço ofertado, verificando se o mesmo foi super ou sub avaliado; e
- Comparar a performance da ação no primeiro dia de negociação com as empresas de outros mercados.

1.3

Delimitação do Estudo

O foco da pesquisa é a América Latina Logística. Não obstante, as grandes empresas de capital nacional e, principalmente, de capital estrangeiro do setor ferroviário estarão incluídas no trabalho.

Quanto à delimitação temporal, pretende-se avaliar a ALL no segundo trimestre de 2004, logo antes da empresa abrir seu capital, o que ocorreu em 25 de junho de 2004. A projeção da empresa vai de 2004 até 2013.

Foram utilizados os demonstrativos financeiros (Balanço Patrimonial, Demonstrativo de Resultado do Exercício) de 2001, 2002 e 2003. Neste período a ALL Argentina foi separada da ALL Brasil pelas razões de “venda e recompra” da ALL Argentina.

Em 2001, a ALL cedeu a ALL Argentina para a Logispar, mas em 31 de dezembro de 2003, a ALL adquiriu de seus próprios acionistas, por valor simbólico, a totalidade das ações da Logispar e, indiretamente, os direitos sobre suas Concessionárias Argentina. Em decorrência de tais transações, as demonstrações financeiras da ALL para o exercício de 2001 incluem os resultados

operacionais da ALL Argentina somente até 30 de novembro de 2001. Logo, as demonstrações financeiras da ALL para os exercícios de 2002 e 2003 não incluem os resultados operacionais da ALL Argentina. De acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil, não é possível re-apresentar as demonstrações financeiras consolidando em forma retroativa as operações do Brasil e da Argentina para os exercícios de 2001, 2002 e 2003.

1.4

Relevância do Estudo

O *valuation* de IPO é um tópico importante em Finanças porque é uma primeira oportunidade de se avaliar ativos que não estavam no mercado para depois observar seu comportamento. O comportamento do ativo sinaliza aos gestores e investidores como a empresa irá se comportar no futuro e como será seu crescimento.

1.5

Organização do Trabalho

O presente trabalho está organizado em sete capítulos. O segundo capítulo é o referencial teórico e introduz os principais conceitos em avaliação de investimentos e custo de capital, apontando as definições existentes na literatura e revelando pontos em que a aplicação da teoria de custo de capital ainda gera controvérsias entre os profissionais da área de Finanças Corporativas.

No terceiro capítulo, a metodologia adotada neste trabalho é apresentada e explicada, definindo a estratégia de pesquisa utilizada, a elaboração do instrumento de coleta de dados, a seleção da amostra e a forma de coleta e análise dos dados. Também são apresentadas as vantagens e limitações desta metodologia.

No quarto capítulo é apresentado um panorama da abertura de capital no mundo. Depois o enfoque muda para o setor de logística em que a ALL atua e, por fim, é abordado o mercado brasileiro suas tendências e operações recentes. Poderá

ser constatado, ainda, que a atividade de IPO tem aumentado significativamente nos últimos anos mostrando uma maior confiança na economia.

No quinto capítulo é apresentada a empresa ALL América Latina Logística, seu histórico, a indústria, seu desempenho financeiro e o processo de oferta pública.

No sexto capítulo são apresentados os resultados.

As conclusões deste trabalho de pesquisa e recomendações para trabalhos futuros são apresentadas no sétimo capítulo.