

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA.
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**ABERTURA DE CAPITAL NO BRASIL: O CASO
RENAR MAÇÃS S.A.**

ANDRE FABRÍCIO DOS SANTOS ZAMBON

Florianópolis - SC

2006

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA.
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**ABERTURA DE CAPITAL NO BRASIL: O CASO
RENAR MAÇÃS S.A.**

**Monografia submetida ao Departamento de Ciências
Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina
como requisito parcial para obtenção do título de
graduação em Economia.**

Por: André Fabrício dos Santos Zambon

Orientador: Prof. Dr. Ricardo José Araújo de Oliveira

Área de Pesquisa: Mercado de Capitais

Palavras Chaves:

- 1. Abertura de capital**
- 2. Mercado de capitais**
- 3. Oferta pública de ações**

Florianópolis, abril de 2006.

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A Banca Examinadora resolveu atribuir a **nota 9,50** (nove e meio) ao aluno André Fabrício dos Santos Zambon, na Disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

Professor Dr. Ricardo José Araújo de Oliveira
Presidente

Professor Dr. Eraldo Sérgio Barbosa da Silva
Membro

Professor Dr. Marcos Alves Valente
Membro

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Nilce e Nelson, a quem tanto amo, os quais contribuíram significativamente para minha educação e possibilitaram meus primeiros passos na longa jornada até aqui.

Ao meu estimado orientador Prof. Dr. Ricardo José Araújo de Oliveira pela confiança, conhecimento, orientação e atenção dedicadas neste momento singular.

Ao meu sogro e amigo, Prof. Dr. Antônio Alves Filho, pela cobrança, dedicação, tempo e atenção dedicados.

A minha sogra Helga, pelo apoio, alegria e descontração.

A Renar Maçãs S/A, seus dirigentes e funcionários, em especial aos Srs. Elvito Coldebella e Ricardo Sampaio Corrêa Filho, os quais sempre me atenderam com especial atenção.

Aos professores do Curso de Ciências Econômicas da UFSC que contribuíram, cada um da sua maneira, para o aprofundamento dos meus conhecimentos.

Enfim, agradeço a todos que de alguma forma contribuíram para a realização desse trabalho.

A minha amada esposa Maria Cristina e meu filho Carlos Eduardo, por tornarem a palavra
felicidade cada dia mais presente em minha vida.

“O conhecimento amplia a vida. Conhecer é viver uma realidade que a ignorância impede desfrutar”
Do livro Exegese Logosófica

RESUMO

A presente monografia trata da abertura de capital no Brasil, tema que desde 2004 passou a ganhar importante espaço no noticiário econômico, tendo em vista um considerado número de companhias que, motivadas pelo período econômico com estabilidade e crescimento interno, excesso de liquidez dos mercados mundiais e expressiva valorização do IBOVESPA, passaram a buscar o mercado de capitais a fim de subscreverem parte de seu capital e com isso obterem recursos para seus projetos de investimento, além de assumirem o status de companhia aberta e com isso todas as vantagens e responsabilidades que a mesma exige. Desta forma, são apresentadas as vantagens e limitações de uma empresa ao abrir seu capital e fazer a oferta pública de ações no contexto da legislação brasileira. Quanto a metodologia, a presente monografia é uma pesquisa descritiva, realizada por meio de um estudo de caso, feito sob uma abordagem qualitativa. Os instrumentos de coleta de dados utilizados foram, a pesquisa bibliográfica e documental, além de questionário e entrevista não estruturada. O estudo de caso ilustrado na presente monografia refere-se a Renar Maçãs S.A, empresa catarinense fundada em 1962, que abriu seu capital e realizou a oferta pública inicial de ações no ano de 2005, observando as expectativas, custos, conseqüências e resultados obtidos com a abertura. Assim, descreve-se e analisa-se o processo de abertura de capital, identificando custos, implicações legais e regulamentares, conseqüências, faz-se também a investigação a respeito das causas que levaram a companhia estudada a fazer a oferta pública inicial (*IPO*) de ações; identificam-se ainda as ações adotadas pela companhia ao longo do processo de abertura de capital, bem como os órgãos, entidades, agentes e empresas relacionadas ao processo de abertura. Por fim se avalia o desempenho da empresa no período pós-abertura.

Palavras Chaves: Abertura de capital, Mercado de capitais e Oferta pública de ações.

LISTA DE ANEXOS

ANEXO 1: Quadro - Cronograma de etapas e responsabilidades no lançamento de ações.....	75
ANEXO 2: Figura - Esquema de liquidação financeira de ações.....	76
ANEXO 3: Figura - Pool de Underwriting.....	77
ANEXO 4: Tabela - Lançamentos de ações na Bolsa desde 2004.....	77
ANEXO 5: Tabela - Resultado positivo na Bolsa.....	79

LISTA DE QUADROS

Quadro 1:	Cronograma previsto da operação.....	62
-----------	--------------------------------------	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1:	Plano de investimento com recursos da oferta pública.....	57
Tabela 2:	Custo estimado da oferta para a emissora.....	59
Tabela 3:	Percentual do custo de distribuição em reais e por ação em relação ao valor da emissão.....	60

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR's - American Depositary Receipt

ANBID - Associação Nacional dos Bancos de Investimento

APIMEC - Assoc. dos Analistas e Profis. de Investimento do Mercado de Capitais

AGE - Assembléia Geral Extraordinária

BACEN - Banco Central do Brasil

BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo

BDRs - Brazilian depositary receipts

CCA - Certificado de Compra de Ações

CCVM - Corretora de Câmbio e valores mobiliários

CEO - Chief Executive Officer

CMN - Conselho Monetário Nacional

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

DFPs - Demonstrações Financeiras Padronizadas

DTVM - Distribuidora de títulos e valores mobiliários

FCD - Fluxo de Caixa Descontado

IBOVESPA - Índice de ações da BOVESPA

IANs - Informações Anuais

ITRs - Informações Trimestrais

IPO - Initial Public Offering

LAJIDA - Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização

ON - Ordinária Nominativa

PN - Preferencial Nominativa

RCA – Reunião do Conselho de Administração

RI - Relação com Investidores

SA (s) - Sociedade (s) Anônima (s)

SBPE - Sistema de Poupança e Empréstimo

VPA - Valor Patrimonial

VPL - Valor Presente Líquido

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	15
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA	16
1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA	17
1.2.1 <i>Objetivo geral</i>	17
1.2.2 <i>Objetivos específicos</i>	17
1.3 RELEVÂNCIA DO TRABALHO.....	18
1.4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	18
2. REVISÃO DA LITERATURA	21
2.1 FORMAS DE FINANCIAMENTO	21
2.2 MERCADO DE CAPITAIS	22
2.3 BOLSAS DE VALORES	23
2.4 SOCIEDADES CORRETORAS.....	23
2.5 AÇÕES	24
2.6 TIPOS DE EMPRESAS.....	25
2.7 ABERTURA DE CAPITAL.....	26
2.8 CAUSAS E OBSTÁCULOS PARA ABERTURA DE CAPITAL.....	28
2.9 INSTRUMENTOS E ALTERNATIVAS PARA ABERTURA DE CAPITAL	30
2.10 FASES DO PROCESSO DE ABERTURA DE CAPITAL	30
2.10.1 <i>Preparações preliminares</i>	31
2.10.2 <i>Contratação da instituição financeira coordenadora</i>	33
2.10.3 <i>Definição do preço, volume e demais características da operação</i>	36
2.10.4 <i>Assembléia geral extraordinária deliberativa da operação e período de</i> <i>exercício de preferência</i>	39
2.10.5 <i>Processo de obtenção de registro junto à Comissão de Valores Mobiliários</i>	40
2.10.6 <i>Registro nas bolsas de valores ou mercado de balcão organizado</i>	42
2.10.7 <i>Formação do pool de distribuição</i>	43
2.10.8 <i>Marketing da operação e disclosure da companhia</i>	44
2.10.9 <i>Anúncio de início da distribuição pública</i>	45
2.10.10 <i>Subscrição e liquidação financeira</i>	45
2.10.11 <i>Anúncio de encerramento de distribuição pública</i>	46
2.11 RESPONSABILIDADES FRENTE AO MERCADO APÓS A ABERTURA DE CAPITAL	46
2.12 NOVO MERCADO E A GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	47
3. ABERTURA DE CAPITAL NA RENAR MAÇÃS S.A.....	51
3.1 HISTÓRICO E CARACTERIZAÇÃO DA EMPRESA	51

3.2 MERCADO DE ATUAÇÃO - PRODUTO E ANÁLISE SETORIAL	54
3.3 ESTRUTURA ADMINISTRATIVA	55
3.4 A DECISÃO PELO PROCESSO DE ABERTURA.....	56
3.5 DESCRIÇÃO DO PROCESSO DE ABERTURA DA RENAR MAÇÃS S.A	56
3.6 INSTITUIÇÕES CONTRATADAS E FORMA DE COLOCAÇÃO.....	59
3.7 CUSTO ESTIMADO DA OFERTA PARA A EMISSORA	60
3.8 JUSTIFICATIVA DO PREÇO DE EMISSÃO.....	61
3.9 GOVERNANÇA CORPORATIVA E O NOVO MERCADO.....	63
3.10 CRONOGRAMA.....	64
3.11 ANÁLISE DA OFERTA PÚBLICA DA RENAR MAÇÃS S.A	64
4. CONSIDERAÇÕES FINAIS	71
REFERÊNCIAS.....	74
ANEXOS.....	77
APÊNDICE	82

1. INTRODUÇÃO

À medida que as economias se desenvolvem, a maior parte das empresas necessita de recursos para financiar seus projetos de expansão; deste modo, o sistema de distribuição de valores mobiliários torna-se relevante por oferecer às empresas diversas alternativas de financiamento.

Segundo Assaf Neto (2001), os mercados de capitais têm a capacidade de unir, de um lado, os que têm capacidade de poupança (investidores), e, de outro, aqueles que estão carentes de recursos de longo prazo, ou seja, que apresentam déficit de investimento. A função básica do mercado de capitais, então, seria promover a riqueza nacional por meio da participação da poupança de cada agente econômico.

Apesar da forte abertura do mercado financeiro ao investidor estrangeiro, da aceleração dos processos de privatização e do crescimento da indústria de fundos, o mercado de capitais brasileiro ainda está carente quanto à sua utilização como padrão alternativo ou complementar de financiamento da economia brasileira. Nos últimos anos houve avanços inegáveis; contudo, apesar das possibilidades criadas, a relação entre a capitalização das empresas negociadas em Bolsa no Brasil e o PIB é ainda um terço da apresentada por países de economia desenvolvida (BOVESPA, 2005 a).

Conforme Gitman (1997), a espinha dorsal do mercado de capitais são as bolsas de valores, as quais provêm o recinto para as transações de instrumentos de dívida e participações acionárias. O bom funcionamento do mercado de capitais, fortalecido pelos bancos de investimento, seria importante para o crescimento dos negócios a longo prazo.

Assaf Neto (2001) afirma também que além das Bolsas de Valores, sociedades corretoras, sociedades distribuidoras e demais instituições auxiliares, os mercados de capitais são constituídos ainda pelas instituições financeiras não bancárias e instituições componentes do sistema de poupança e empréstimo - SBPE.

Baseada na legislação brasileira vigente, a condição de companhia aberta decorre da colocação de valores mobiliários em negociação nas Bolsas de Valores ou no mercado de balcão. São considerados valores mobiliários emitidos por companhias: ações, bônus de subscrição, debêntures, partes beneficiárias e notas promissórias para distribuição pública (BOVESPA, 2005 a).

As diversas modalidades de financiamento realizadas pelas companhias abertas e os instrumentos financeiros negociados no âmbito do mercado de capitais nacional e internacional podem ser classificadas, conforme Assaf Neto (2001), em: financiamento de

capital de giro; operações de repasses; arrendamento mercantil; oferta pública de ações e debêntures; securitização de recebíveis; mercado de *bonds*; *warrants* e títulos conversíveis; *forfeiting* e caderneta de poupança.

Segundo ainda Assaf Neto (2001), uma possibilidade de levantamento de recursos que merece destaque, pois se apresenta como uma das mais vantajosas para aquelas empresas que estão estabelecidas como sociedades anônimas, possuem um porte considerável e produtos ou serviços bem aceitos pela comunidade em geral: é a abertura de capital com oferta pública de ações.

Nesse contexto, na esfera do mercado de capitais, o presente trabalho se propõe a analisar o mercado de ações, e, mais detalhadamente, a oferta pública de ações. Esta oferta pública de ações, segundo Gitman (1997), é a venda, sem exclusividade, de títulos de dívida ou ações para o público em geral. Para Assaf Neto (2001), ações são títulos nominativos, negociáveis, representativos da menor fração do capital social de uma empresa (sociedade anônima, por ações ou companhia). O acionista, desse modo, não é um credor da companhia, mas sim um co-proprietário com direito a participação nos seus resultados.

Pretende-se abordar o tema *abertura de capital* com seus respectivos conceitos, apontando as vantagens e desvantagens, implicações legais e regulamentares brasileiras, e os agentes envolvidos no processo.

Para tornar o trabalho mais rico, será ilustrado com o estudo de caso da Renar Maçãs S.A, empresa que abriu seu capital e realizou a oferta pública inicial de ações no ano de 2005, observando as expectativas, custos, conseqüências e resultados obtidos com a abertura.

1.1 Problema de pesquisa

Apesar de contemporânea, a abertura de capital é um tema pouco discutido pela comunidade acadêmica, existindo um número limitado de publicações a ele exclusivamente dedicadas.

A principal motivação do estudo, decorre do recente e crescente número de empresas brasileiras que têm aberto seu capital e realizado oferta pública inicial (*IPO*) de ações nos últimos anos, após longo período de inércia no processo, motivadas pelo cenário de estabilidade econômica com crescimento mundial, aliada à grande liquidez de recursos externos, a valorização expressiva dos índices das bolsas nacionais e por último ao aumento gradativo da importância e abrangência da bolsa na economia nacional.

Procura-se também oferecer subsídios aos acadêmicos e profissionais que busquem expandir seus conhecimentos acerca do tema “abertura de capital com oferta pública de ações”, servindo como material de consulta sobre o tema.

Como já explanado anteriormente, com a finalidade de analisar as dificuldades e os resultados práticos da abertura de capital com oferta pública de ações, será desenvolvido o estudo de caso da Renar Maçãs S.A., empresa catarinense fundada em 1962 e que abriu seu capital em Bolsa de Valores em 28 de fevereiro de 2005, buscando-se resposta ao seguinte problema de pesquisa:

Quais são as vantagens e limitações de uma empresa ao abrir seu capital e fazer a oferta pública de ações no contexto da legislação brasileira?

1.2 Objetivos da pesquisa

A definição dos objetivos da pesquisa determina o que se deseja abordar com o presente trabalho, compreendendo, os objetivos em geral e específicos.

1.2.1 Objetivo geral

Como objetivo geral abarca-se, de maneira abrangente, as finalidades do projeto de pesquisa; desta forma, o objetivo geral deste trabalho é identificar as vantagens e limitações do processo de abertura de capital com oferta pública de ações da empresa Renar Maçãs S.A. processo este ocorrido entre 2004 e 2005.

1.2.2 Objetivos específicos

Para atender o objetivo geral, foram estabelecidos os objetivos específicos que desdobram o objetivo geral e estão relacionados à empresa estudada, ao mercado na qual a mesma está inserida e ao conjunto legal e regulamentar do processo de abertura de capital com oferta pública de ações:

- a) Descrever e analisar o processo de abertura de capital, identificando custos, implicações legais e regulamentares, além das conseqüências;
- b) investigar a respeito das causas que levaram a empresa estudada a fazer a oferta pública inicial (*IPO*) de ações;
- c) identificar as ações adotadas pela empresa ao longo do processo de abertura de capital;
- d) identificar os órgãos, entidades, agentes e empresas relacionadas ao processo de abertura de capital da Renar Maçãs S.A;

- e) avaliar o desempenho da companhia no período pós-abertura.

1.3 Relevância do trabalho

Este trabalho é relevante em função do processo de integração dos mercados mundiais, o qual faz com que as empresas e grupos nacionais passem a competir cada vez mais com empresas e grandes grupos internacionais e, desta maneira, necessitem, para fins de investimento, de formas de captação de recursos financeiros mais acessíveis, tendo em vista o elevado custo de financiamento interno, baseado em altos *Spreads* bancários e taxas de juros reais que beiram a insensatez.

A abertura de capital, desta maneira, proporciona menores custos de captação de recursos, além de facilitar o acesso da empresa a outras fontes de financiamento do mercado de capitais.

Este trabalho contribuirá ainda para que estudantes, profissionais, empresas, e organizações possam conhecer um pouco melhor o assunto.

Colaborará também para o curso de Ciências Econômicas da UFSC, uma vez que possibilitará aos estudantes utilizá-lo como fonte de pesquisa sobre o tema.

Beneficiará igualmente a Renar Maçãs S.A, servindo como material de consulta organizado para o público em geral, difundindo o nome e a marca da empresa e ressaltando o processo de abertura de capital com oferta pública de ações da mesma.

1.4 Procedimentos metodológicos

Método, para Richardson (1999), é o caminho ou maneira para se chegar a determinado fim ou objetivo, enquanto metodologia são os procedimentos e regras utilizados por determinado método.

Seguindo a mesma linha, para Gil (1999, p. 26), a investigação científica depende de um “conjunto de procedimentos intelectuais e técnicos” para que seus objetivos sejam atingidos: os métodos científicos. Desta forma, pode-se definir método como o “caminho para se chegar a determinado fim”. Ainda segundo o referido autor, método científico, por sua vez, é o “conjunto de procedimentos intelectuais e técnicos adotados para se atingir o conhecimento”.

Sandroni (2000, pág 384) afirma que método é o “instrumental teórico integrado usado na análise dos fenômenos econômicos”. Cada escola econômica disporia de um

método, desta forma o pesquisador deverá ao longo do seu trabalho distinguir o essencial do acessório conforme metodologia utilizada.

Esta monografia é uma *pesquisa descritiva*, visando descrever as características de determinado fenômeno pelo estabelecimento de relações entre variáveis. Foi realizada por meio de um estudo de caso, sob uma abordagem qualitativa.

A opção pelo *método qualitativo* de pesquisa justifica-se pelo fato de que este método proporciona o conhecimento da realidade social por meio dos significados dos sujeitos participantes na pesquisa. Para Trujillo (1982, p.241), esta forma de análise trata de “decompor o fenômeno, o problema ou o assunto nas suas partes essenciais (...) de tal modo que essas partes se organizem em sua recíproca dependência, procurando estabelecer as relações que se estabelece entre as partes”.

Quanto ao estudo de caso, de acordo com Gil (2002, p. 54), um estudo de caso “consiste no estudo profundo e exaustivo de um ou poucos objetos de maneira que permita seu amplo e detalhado conhecimento”. Deve ser utilizado quando se deseja analisar algo singular, que tenha valor por si só, mesmo que, posteriormente, identifiquem-se semelhanças com outros casos.

Já quanto aos estudos descritivos, os mesmos implicam na coleta de dados junto aos agentes envolvidos no ambiente de pesquisa. Seguindo Gil (1999), a pesquisa descritiva procura fazer a pormenorização das características de determinada população ou ambiente, estabelecendo relação entre as suas variáveis, com um mapeamento da situação observada e uma leitura crítica do fenômeno a ser observado.

Para a realização deste estudo, adota-se o estudo de caso da Renar Maçãs S.A., por permitir que sejam analisados enfoques específicos, pertinentes ao processo de abertura de capital com oferta pública de ações da mesma, explicando a ocorrência de fenômenos, sem a necessidade de traçar comparações.

Ao estudar a Renar Maçãs S.A, por meio do método de estudo de caso, pretende-se conhecer, na prática, o processo de abertura de capital e compará-lo a teoria obtida em diversas fontes bibliográficas.

Quanto aos instrumentos de coleta de dados, utilizam-se dados *primários* e dados *secundários*. Como *dados secundários*, tem-se a *pesquisa bibliográfica*, elaborada a partir de material já publicado, constituído principalmente de livros, artigos de periódicos e atualmente com material disponibilizado na Internet; e, a *pesquisa documental*, baseada em documentos e publicações legais, tais como o prospecto da oferta pública da Renar Maçãs S.A. Já quanto aos *dados primários*, obtiveram-se os mesmos por meio da aplicação

de questionário com perguntas abertas e entrevista não estruturada e guiada, junto ao Diretor de Relações com Investidores da Renar Maçãs S.A, Sr. Ricardo Sampaio Corrêa Filho.

A entrevista não estruturada, segundo Richardson (1999), procura saber como e por que algo ocorre, em lugar de determinar a frequência de certas ocorrências, nas quais o entrevistador acredita. Desta forma, diferencia-se da entrevista estruturada, que “força” uma escolha, entre as alternativas de respostas predeterminadas, a perguntas rigidamente formuladas.

Quanto a entrevista guiada, baseando-se ainda em Richardson (1999), deve ser utilizada quando o entrevistador conhece previamente os aspectos que deseja pesquisar e, com base neles, formula alguns pontos a tratar na entrevista.

2. REVISÃO DA LITERATURA

Como ferramental básico, a revisão da literatura apresentada neste capítulo tem como objetivo formar o panorama geral dos conceitos relacionados com o processo de abertura de capital com oferta pública de ações, servindo de fundamentação para análise dos resultados obtidos na pesquisa a ser realizada. Desta maneira, são apresentados os principais conceitos que fundamentam o estudo sobre abertura de capitais.

Inicialmente são abordadas as diferentes *formas de financiamento* do setor financeiro; logo após, apresentam-se os conceitos e a estrutura dos *mercados de capitais*. A terceira seção trata das *Bolsas de Valores*; a quarta, das *Sociedades Corretoras* e a quinta dos conceitos, tipos e formas de negociação de *ações*. Na sexta seção passa-se para abordagem dos *tipos de empresas*, a seguir discorre-se sobre a *abertura de capital*. Na oitava seção, apresentam-se quais são as *causas e obstáculos para abertura de capital*; na seqüência, a nona seção trata dos *instrumentos e alternativas para a abertura de capital*. A décima seção traz as *fases do processo de abertura de capital*, em seguida, na décima primeira seção, abordam-se as *responsabilidades frente ao mercado após a abertura de capital* e, finalmente, na última seção, apresenta-se os conceitos e características do *Novo mercado e a Governança Corporativa*.

2.1 Formas de financiamento

A constatação da influência do setor financeiro sobre o desenvolvimento econômico passa fundamentalmente pela investigação da existência de padrões de financiamento das empresas, ou seja, de prioridades na escolha das três formas de financiamento, a saber: (i) recursos próprios ou internos ou lucros retidos; (ii) recursos externos via endividamento ou capital de terceiros; e (iii) recursos externos por meio da emissão de ações ou capital próprio (IPEA, 2005).

O capital é um fator de produção necessário à constituição, manutenção e crescimento de uma empresa e, como qualquer outro fator ele têm um custo e uma origem; desta forma, denomina-se de estrutura de capital das empresas o conjunto dos títulos usados para financiar estas atividades empresariais, ou, ainda, como a razão entre as dívidas de curto, médio e longo prazo e o capital próprio.

Cavalcante Filho (1998) divide os financiamentos em 3 formas: a) *Financiamentos de curto prazo*: vencimento inferior a 360 dias; b) *financiamentos de longo prazo*:

vencimento superior a 360 dias e; c) *capital próprio*: sem prazo, tendo sua remuneração vinculada aos resultados.

Portanto, quanto à origem dos recursos, Assaf Neto (2001) apresenta dois grandes grupos: o *capital de próprio*, quando o principal recurso financeiro de uma empresa é subscrito e integralizado pelos quotistas ou acionistas fundadores; este subdivide-se em: a) acionistas ou quotistas controladores; b) acionistas ou quotistas minoritários; c) capital das instituições sem fins lucrativos; e d) empresas de um único dono (empresas governamentais, firma individual, subsidiária integral). O outro grupo, bem mais extenso e complexo é o grupo onde a origem dos *recursos provém de terceiros*; este grupo se subdivide em 8 grandes grupos a citar: a) empréstimos (ex: desconto de duplicatas, empréstimos com garantia de títulos de crédito); b) financiamentos (de capital fixo, de capital de giro); c) arrendamento mercantil; d) factoring (compra e venda de duplicatas); e) crédito ao consumidor; f) debêntures; g) ações (lançamento de ações para subscrição pública); e, h) incentivos fiscais.

2.2 Mercado de capitais

Conforme Sandroni (2000), os mercados de capitais são constituídos por toda a rede de bolsa de valores e instituições financeiras (bancos, companhias de investimento e de seguro) que operam com compra e venda de papéis, principalmente ações e títulos de dívidas, a longo prazo e desta maneira buscam unir, de um lado os que têm capacidade de poupança e do outro aqueles que estão carentes de recursos de longo prazo. Diferencia-se do mercado monetário, pelo fato deste movimentar recursos de curto prazo, porém ambos têm muitas instituições em comum. Nos países mais desenvolvidos, os mercados de capitais são fortes e dinâmicos, contribuindo de maneira significativa para formação de poupança. A debilidade dos mercados de capitais nos países subdesenvolvidos dificultam a formação de poupança e constituem um sério obstáculo ao desenvolvimento, obrigando-os, muitas vezes, a recorrer aos mercados de capitais internacionais a fim de obterem recursos.

Para a Apimec (2005), o mercado de capitais compreende operações realizadas predominantemente em mercados organizados (balcão e bolsas de valores), em que se verifica a captação de recursos de médio e longo prazos por companhias emissoras de títulos e valores mobiliários. Os intermediários são os bancos múltiplos, os bancos de investimentos e as sociedades corretoras. Os principais investidores seriam os fundos de pensão, os fundos mútuos, as seguradoras, as pessoas físicas e as pessoas jurídicas.

2.3 Bolsas de valores

Assaf Neto (2001) afirma que as bolsas de valores são constituídas por associações civis sem fins lucrativos, cujo objetivo básico é o de manter um local em condições adequadas para a realização, entre seus membros, de operações de compra e venda de títulos e valores mobiliários. No Brasil, estas são supervisionadas pela CVM – Comissão de Valores Mobiliários, atuando como entidade auxiliar de fiscalização. São membros das bolsas de valores as sociedades corretoras que tenham adquirido título patrimonial.

Conceitualmente, as bolsas de valores são entidades físicas, com prédios próprios, número limitado de membros e um corpo regulador eleito – seu conselho de administração. Os membros têm “assentos” que são comprados e vendidos e dão direito ao proprietário de negociar na bolsa (Houston, 1999). As bolsas de valores atuam no mercado secundário, registrando unicamente a transferência de propriedade dos títulos e valores mobiliários, não determinando variações diretas sobre os fluxos de recursos das sociedades emitentes. Desta forma, a empresa emissora somente obtém recursos por meio de subscrição de capital no mercado primário, não se beneficiando diretamente das negociações no mercado secundário (ASSAF NETO, 2001).

O pregão é o local em que são realizadas as diversas transações de compra e venda de ações, somente tendo acesso a ele os representantes credenciados pelas sociedades corretoras. Nele, todos os participantes devem ter acesso às informações e fatos relevantes que possam influir sobre os preços (ASSAF NETO, 2001).

2.4 Sociedades corretoras

São instituições financeiras cuja principal função é promover, de forma eficiente, a aproximação entre os compradores e os vendedores de títulos e valores mobiliários, dando a estes negociabilidade adequada por meio de leilões realizados em recinto próprio (pregão das bolsas de valores) (CASAGRANDE NETO, 2000).

As principais atividades, desenvolvidas pelas Sociedades Corretoras, são as seguintes:

- a) operar com exclusividade na bolsa de valores da qual são membros com títulos e valores mobiliários de negociação autorizada;
- b) comprar, vender e distribuir títulos e valores mobiliários, por conta de terceiros, e efetuar lançamentos públicos de ações;

- c) custodiar títulos e valores mobiliários; instituir, organizar e administrar carteiras, fundos e clubes de investimento; prestar serviços de transferência de títulos, desdobramentos de cautelas, recebimento de juros, dividendos e encarregar-se da distribuição de títulos e valores mobiliários;
- d) operar no mercado aberto (*open market*) e intermediar as operações de câmbio.

2.5 Ações

As ações representam a menor fração do capital social de uma empresa (sociedade anônima, sociedade por ações ou companhia). Desta forma, o acionista não é um credor, mas um co-proprietário com direito a participação em seus resultados. As ações não têm prazo de resgate, podendo ser convertidas em dinheiro a qualquer momento mediante negociação no mercado (ASSAF NETO, 2001).

Assaf Neto (2001) afirma que as ações são classificadas basicamente em dois tipos: *ordinárias e preferenciais*. As ações ordinárias dão direito a voto, podendo seu titular eleger e destituir membros da diretoria e do conselho fiscal da companhia, decidir sobre o destino dos lucros, reformar o estatuto social, autorizar emissões de debêntures e aumentos de capital social etc. Cada ação ordinária equivaleria a um voto e, portanto, o poder de decisão concentra-se no investidor ou grupo de investidores, que detenha a maior quantidade de ações. As ações preferenciais por sua vez priorizam a distribuição de resultados, e não dão direito de voto. Desta maneira, as ações preferenciais têm prioridade na distribuição de dividendos, geralmente um percentual mais elevado que o valor das ações ordinárias e têm também prioridade no reembolso do capital, no caso de dissolução da empresa.

Sobre a forma de circulação das ações, estas podem ser *nominativas, nominativas endossáveis e escriturais*. As ações nominativas trazem o nome do investidor registrado no livro de ações nominativas; a transferência é feita mediante averbação do nome do novo titular neste livro. As ações nominativas endossáveis registram somente o nome do primeiro acionista, sendo as transferências processadas mediante endosso na própria cautela. Ações escriturais são anônimas, ou seja, dispensam a emissão de título de propriedade. As movimentações com essas ações ocorrem mediante extratos bancários emitidos pelas instituições depositárias.

Segundo Fortuna (2001), o preço da ação em bolsa é fruto das condições de mercado (oferta e demanda) que reflitam as condições estruturais e comportamentais da economia do país e especificamente da empresa e do seu setor.

2.6 Tipos de empresas

Com base na cartilha do Sebrae (2004), a entrada em vigor do Novo Código Civil brasileiro em 11 de janeiro de 2003, fez com que deixasse de existir a clássica divisão existente entre *atividades mercantis* (indústria ou comércio) e *atividades civis* (as chamadas prestadoras de serviços). Desta maneira, o atual sistema jurídico passou a adotar uma nova divisão que não se apóia mais na atividade desenvolvida pela empresa, isto é, comércio ou serviços, mas no aspecto econômico de sua atividade, ou seja, fundamenta-se na teoria da empresa. Assim, as espécies de sociedades previstas na legislação brasileira passaram a ser as seguintes: *sociedade em nome coletivo* (constituída somente por pessoas físicas, sendo que todos os sócios respondem solidária e ilimitadamente pelas obrigações sociais); *sociedade em comandita simples* (possui dois tipos de sócios comanditados: pessoas físicas, responsáveis solidária e ilimitadamente pelas obrigações sociais; e os comanditários, obrigados somente pelo valor de sua quota), *sociedade em comandita por ações* (tem o capital dividido em ações, regendo-se pelas normas relativas às sociedades anônimas), *sociedade por quotas de responsabilidade limitada* (tipo de sociedade mais comum adotada pelas pequenas empresas; conta com responsabilidade limitada dos sócios, restrita ao valor de suas quotas, e é de constituição mais simples) e sociedade anônima (capital dividido em ações, regendo-se pelas normas relativas às sociedades anônimas).

Esta monografia, contudo, por tratar da abertura de capital, irá se concentrar apenas nas sociedades anônimas (S.A) de capital aberto, conhecidas popularmente como companhias. Para Fortuna (2001), sociedades anônimas ou companhias são aquelas cujo capital social divide-se em ações e são reguladas pela Lei nº 6.404, de 1976, com as alterações dadas pela Lei 9.457, de 1997, conhecida como Lei das Sociedades Anônimas. São, por definição legal, sociedades essencialmente mercantis e por serem sociedades de capital, prevêm a obtenção de lucros para serem distribuídos aos acionistas.

Baseando-se no texto Bahiainvest (2005), há duas espécies de sociedades anônimas: a *companhia aberta*, que capta recursos junto ao público e é fiscalizada pela Comissão de Valores Mobiliários, e a *companhia fechada*, que obtém seus recursos dos próprios acionistas.

O capital social é dividido em partes rigorosamente iguais, denominadas ações. As ações podem ser ordinárias, preferenciais ou de fruição. *Ações ordinárias* conferem ao titular os direitos sociais comuns ou essenciais, como o voto; as *preferenciais* conferem ao titular vantagens especiais de ordem material, como a anteposição na distribuição de dividendos ou política; as de *gozo ou fruição* resultam da amortização das ações ordinárias ou preferenciais.

Os acionistas podem, por meio de acordos, decidir a respeito da compra e venda de suas ações, preferência para sua aquisição, além de exercerem o direito de voto.

Conforme determine seu estatuto social, a sociedade anônima pode ser administrada por uma diretoria e por um conselho de administração, ou só por uma diretoria. O conselho de administração é um órgão de deliberação colegiada, composto de, no mínimo, três acionistas, sendo esses, pessoas físicas, residentes ou não no país. É facultativo para as companhias fechadas e obrigatório para as companhias abertas e/ou as de capital autorizado.

2.7 Abertura de capital

O conceito legal, de acordo com a legislação brasileira atual, segundo Casagrande Neto (2000), é que uma companhia, ou sociedade anônima é aberta quando os valores mobiliários de sua emissão são admitidos à negociação em bolsa ou mercado de balcão, tais como as ações, as debêntures, os bônus de subscrição, as notas promissórias para distribuição pública, as partes beneficiárias, os contratos de investimento coletivo e os *Brazilian Depositary Receipts – BDR* (título lançado no Brasil por sociedade aberta com sede no exterior, emitido por instituição depositária no Brasil).

Segundo Cavalcante Filho (1998), abrir o capital significa tornar-se uma companhia de capital aberto, ou seja, emitir ações para o público em geral, as quais poderão ser negociadas em bolsas de valores e nos mercados organizados. Abrir o capital, em síntese significa ter novos sócios.

Fortuna (2001) aponta como primeiro passo para abertura de capital a empresa estar estabelecida como sociedade anônima, tendo seu capital dividido em ações e sendo regulamentada pela Lei das Sociedades Anônimas (lei n.º 6.404/76).

Segundo Assaf Neto (2001), a colocação de ações no mercado pode ocorrer tanto pela emissão de novas ações pela empresa, como pela oferta pública de ações detidas por um investidor. O lançamento público de novas ações, também conhecido por *underwriting*, é uma operação na qual a sociedade emitente coloca seus valores mobiliários no mercado

primário mediante a intermediação de uma instituição financeira. Desta forma a sociedade atrai novos sócios pela subscrição e integralização de novas ações (capital), cujos recursos financeiros são direcionados para financiar seu crescimento. Um acionista (ou grupo de acionistas) pode também fazer lançamento de ações, contudo esta modalidade de oferta pública constitui-se na verdade de oferta secundária, pois os recursos financeiros não são transferidos para empresa; é conhecida como *block trade*.

Por outro lado, Assaf Neto (2001) lembra que a abertura de capital traz também novas exigências e responsabilidades à sociedade, como distribuição obrigatória de dividendos, levantamento e publicação de informações ao mercado, elevação dos custos administrativos com a criação do departamento de relações com o mercado, contratações de auditorias externas etc.

Cavalcante Filho (1998) também ressalta que quando a empresa decide abrir seu capital, sua administração necessita ficar mais transparente, desencadeia-se um processo de profissionalização que eleva a eficiência administrativa criando a imagem de empresa competente, séria, bem administrada e prestadora de bons serviços. Segundo ele, os recursos obtidos com a emissão de ações não seriam baratos, mas sim recursos estáveis, pois serão pagos aos investidores através da distribuição de dividendos e da retenção de lucros que, bem reaplicados valorizarão o preço das ações em bolsa de valores.

Assaf Neto (2001) destaca o fato de que, se por um lado temos uma companhia que deseja vender seus títulos, torna-se necessário ter na outra ponta um mercado interessado em demandar estes títulos; desta maneira a companhia candidata à emissora deverá analisar se de fato oferece credibilidade, resultados econômicos e financeiros sólidos, setor de atuação atrativo, *market share* expressivo ou com boas perspectivas de crescimento, faturamento, geração de caixa e lucro significativos, enfim, a companhia antes de buscar o mercado deve se perguntar se de fato pode oferecer atrativos suficientes para que o mercado demande ações ou títulos emitidos por ela.

Cabe fazer aqui uma explicação, tendo em vista a popularização e associação do termo *IPO* com abertura de capital; *IPO* é a expressão formada pelas primeiras letras das palavras inglesas *Initial Public Offering*, isto é, Oferta Pública Inicial. Essa oferta se refere a ações, portanto é a primeira oferta de ações de uma empresa, isto é, quando ela abre seu capital e passa a vender ações na bolsa de valores.

2.8 Causas e obstáculos para abertura de capital

Segundo Casagrande Neto (2000), as razões para a abertura de capital relacionam-se à decisão de investimento e financiamento da companhia. A decisão de investimento determina o risco empresarial de uma firma, e a decisão de financiamento define seu risco financeiro, que vai desde a variabilidade de seu lucro até a situação de insolvência.

A abertura de capital proporciona à companhia uma fonte de captação de recursos permanente, pois quando bem conduzida à mesma pode novamente buscar no mercado recursos para investimentos e também para reestruturação de passivos com perfil inadequado. Na emissão de ações também ocorre a divisão do risco com os novos sócios e o aumento da alavancagem financeira.

Também ocorre melhoria da imagem institucional da empresa, junto aos meios financeiros, clientes e fornecedores. O atendimento as exigências legais e a implantação do departamento de relações com investidores tornam a empresa mais visível, suas informações econômico-financeiras ganham mais credibilidade e o acesso ao mercado internacional fica facilitado.

Há criação de liquidez para o patrimônio dos acionistas, sendo ainda usual o crescimento do valor de mercado da empresa cujas ações são listadas em bolsa ou mercado de balcão organizado em função do crescimento dos investidores potenciais, notadamente os institucionais.

Outra vantagem é a profissionalização da empresa com a entrada de novos sócios, além disso, questões relativas ao processo decisório, partilha de heranças e exclusão de sócios podem também ser solucionadas por meio da abertura de capital.

Para Assaf Neto (2001), a principal vantagem da abertura de capital relaciona-se ao prazo indeterminado dos recursos levantados, ou seja, estes recursos não apresentam prazos fixos para resgate, e sua remuneração depende do sucesso do empreendimento aliado às condições financeiras e econômicas vigentes. Outras vantagens apresentadas pelo mesmo autor seriam um menor risco financeiro da empresa, devido a sua maior capitalização, incentivo a profissionalização das decisões da empresa inclusive com a facilitação do processo sucessório e arranjos societários, melhoria da imagem institucional, melhor liquidez para os acionistas realizarem seu patrimônio etc.

Cavalcante Filho (1998) também apresenta algumas vantagens da abertura de capital, tais como o prazo indeterminado de reposição dos recursos levantados, menor risco financeiro diante de uma maior capitalização, divisão dos riscos do negócio com os novos

sócios, fortalecimento da empresa mediante obtenção de novas fontes de obtenção de recursos, criação de liquidez para o patrimônio dos acionistas, aumento da capacidade de endividamento e a consolidação da imagem institucional da empresa junto aos segmentos financeiros.

Relativamente aos obstáculos no processo de abertura de capital, além de aspectos já apontados tais como porte da empresa, mercado atrativo, potencial de crescimento, custos envolvidos etc, toma-se como base Casagrande Neto (2000) para indicar, os 4 principais motivos que emperram por vezes o processo de abertura de capital com oferta de ações; desta maneira temos inicialmente o *desconhecimento do mercado de valores mobiliários*, o qual gera falácias tais como, o sigilo empresarial ficará comprometido, há possibilidade de perder o controle acionário, a empresa será mais fiscalizada pelo governo, a concorrência poderá se aproveitar da transparência exigida as companhias abertas, entre outras.

Outro motivo apontado por Casagrande Neto (2000) é a *estrutura empresarial brasileira*, pois apesar de avanços significativos no mercado de capitais nos últimos 10 anos, temos ainda uma realidade bastante modesta quando comparada a dos países desenvolvidos industrializados, tanto no aspecto monetário quanto no aspecto cultural, pois o mercado de capitais não esta presente na cultura empresarial. Desta forma, temos uma situação na qual as grandes companhias, demandadas pelo investidor doméstico, têm optado preferencialmente por captar recursos “lá fora” em especial aquelas de controle ou participação estrangeira significativa. As companhias menores, por sua vez, não interessam aos grandes investidores domésticos, porque o porte de suas emissões não confere subsequente liquidez aos negócios no mercado secundário.

Temos também a *falta de necessidade imediata de recursos*, cabe, portanto, lembrar que a abertura de capital não é uma fonte para cobrir eventuais necessidades de recursos, mas sim, um passo estratégico da companhia em busca do crescimento e/ou consolidação de posições. Desta maneira, alguns empresários recusariam a idéia da abertura de capital quando estão passando por bons resultados, para então procurar o mercado quando seus resultados deixassem de apresentar bom desempenho, e desta forma captar recursos de uma fonte mais barata; porém equivocam-se, pois o mercado tende a “não querer aceitá-los”.

Por fim, Casagrande Neto (2000) cita a *fixação do preço de emissão*, que resumidamente se apóia no fato do acionista majoritário achar que sua ação deva ser negociada no mínimo pelo valor patrimonial, enquanto que o mercado tende a analisar a

rentabilidade das mesmas baseando-se em índices como preço/lucro (P/L), preço/fluxo de caixa descontado (P/FCD), entre outros que mostram ao investidor em quanto tempo sua aplicação retornaria, além de tornar possível a comparação entre as diversas empresas. Na prática, se observa que poucas empresas têm suas cotações atreladas ao respectivo valor patrimonial, pois os preços evoluem muito mais em função das perspectivas de geração de lucros e fluxo de caixa. Ocorrendo assim no mercado secundário, no mercado primário tende a ser ainda mais acentuado, pois os preços precisam apresentar atratividade, caso contrário o investidor optará por adquirir ações em bolsa com menores riscos.

Tratando mais diretamente das desvantagens apontadas pelos críticos da abertura de capital, Cavalcante Filho (1998), cita a necessidade de divulgar informações, a distribuição de dividendos a acionistas, a influencia dos novos acionistas nas decisões estratégicas e o acréscimo de custos administrativos, com auditorias, contábeis, com publicações legais etc.

2.9 Instrumentos e alternativas para abertura de capital

Como instrumentos de abertura de capital, baseando-se em Casagrande Neto (2001), temos justamente aqueles que são definidos pela legislação como sendo valores mobiliários, e que portanto podem ser emitidos pela companhia, ou seja, ações, bônus de subscrição, debêntures, notas promissórias para distribuição pública, partes beneficiárias e *Brazilian depositary receipts* (BDRs).

Com relação às alternativas para abertura de capital com oferta pública inicial, temos a distribuição pública de um lote de ações ou debêntures já existentes detido por acionista controlador ou semelhante ou ainda por ações em tesouraria, sendo esta modalidade conhecida como distribuição secundária.

Casagrande Neto (2001) apresenta ainda uma situação atípica, em que a abertura de capital pode ocorrer sem emissão de valores mobiliários, ou seja, a companhia é fechada mas tem seu capital bastante pulverizado e portanto pode requerer pedido de companhia aberta a CVM, porém sem emissão de valores mobiliários novos.

2.10 Fases do processo de abertura de capital

A decisão de abrir o capital é em geral, uma decisão complexa para os controladores e envolve além de uma série de estudos a aceitação de uma “nova” cultura dentro da empresa. Neste capítulo, toma-se por base o texto de Casagrande Neto (2000), por entender ser o mais didático, apresentando-se as diversas fases que envolvem um

processo de abertura de capital com a distribuição pública de ações, sendo que tal fato poderá ocorrer de duas formas, a citar: a) operação de aumento de capital com colocação de novas ações junto ao público investidor (*underwriting*) ou; b) leilão de ações antigas (de posse da companhia ou de algum acionista), com colocação junto ao público investidor (*block-trade*). Neste trabalho contudo, daremos ênfase apenas as operações de oferta primária de ações (*underwriting*).

Underwriting, conforme Cavalcante Filho (1998), significa subscrição, emitir ações para captar novos recursos junto a acionistas. A operação de *underwriting* faz parte do mercado primário, pois a transferência de recursos ocorre diretamente do investidor para o caixa da empresa. O mesmo autor chama ainda atenção para o fato de expressões cotidianas como aumento de capital de companhia aberta, emissão de ações, subscrição de capital, subscrição de ações e aporte de capital de risco tem o mesmo significado, ou seja, emitir novas ações que serão subscritas ou compradas por acionistas atuais ou novos.

Casagrande Neto (2000), ressalta que o cronograma da abertura de capital considera como tempo zero o momento em que a empresa decidiu pela abertura e está pronta para contratar o coordenador da operação.

A operação de *underwriting* envolve várias fases, as quais são resumidas no anexo 1, sendo que as mesmas são mais bem detalhadas a seguir.

2.10.1 Preparações preliminares

A operação de abertura de capital é relativamente demorada; a primeira fase, conhecida como *preparações preliminares*, não tem prazo definido, pois os acionistas e eventuais consultores analisam a alternativa da abertura de capital e distribuição pública de valores mobiliários. As *preparações preliminares* envolvem, desse modo, ampla gama de aspectos, pois o processo de abertura de capital, como apresentado, traz para empresa novos sócios (investidores). Assim, os aspectos econômico-financeiros, organizacionais, jurídicos e até mesmo culturais tem que ser revistos em função da nova condição de companhia aberta a ser assumida.

São apresentados a seguir, baseados em Casagrande Neto (2000), algumas das questões a serem tratadas para em seguida serem postas em prática a fim de tornar a empresa aberta. Segundo o autor, são pontos complexos que na maioria das vezes obrigam a empresa a contratar profissionais para auxiliá-la na análise e definição das mesmas. Os principais pontos a serem discutidos nesta fase são os seguintes:

- a) os motivos e as alternativas adequadas à abertura de capital;

- b) profissionalização da administração, bem como das práticas e controles, tendo-se em vista que o mercado repudia gestões não adequadas e que não atendem aos anseios dos acionistas;
- c) acerto e/ou negociação de pendências fiscais, ambientais, trabalhistas, ou débitos de qualquer natureza que possam comprometer a imagem da companhia junto ao público;
- d) contratação de auditoria independente, autorizada pela CVM, para auditar as demonstrações financeiras, dando-lhes maior credibilidade;
- e) criação, organização e profissionalização do departamento de acionistas;
- f) designação do Diretor de Relações com Investidores, que será a pessoa autorizada a falar pela empresa diante do mercado, e montagem de uma estrutura de relacionamento com investidores (RI – relações com investidores);
- g) estabelecimento ou cancelamento de acordo de acionistas;
- h) adequação dos estatutos sociais a qualidade de companhia aberta, de acordo com leis e instruções da CVM, e também com as melhores práticas do mercado. Desta forma os estatutos devem prever o conselho de administração, recomenda-se também a eliminação de privilégios para certas classes de ações ou dispositivos que acarretem desvantagens para acionistas minoritários;
- i) criação do conselho de administração e eleição de seus membros;
- j) tratando-se de um grupo de empresas deve ocorrer o reordenamento do grupo de controle, pois o mercado exigirá que o quadro de controle tenha uma conformação tal que não dê margens a “desvios de lucros” por parte do controlador;
- k) Estabelecimento de debates internos com o objetivo que os funcionários incorporem o “espírito de empresa aberta”.

Para Assaf Neto (2001), as características básicas de uma emissão com lançamento de ações levam em consideração a existência de incentivos fiscais na subscrição primária de ações, a existência de garantias de liquidez no mercado secundário, o preço de lançamento de ações, a política de dividendos definida no estatuto da sociedade e as condições fixadas para pagamento da subscrição.

Assaf Neto (2001) também chama atenção para a importância dos trabalhos de auditoria externa, exigidas no processo pela CVM, as quais transmitem ao mercado uma maior garantia da idoneidade das informações contábeis publicadas.

2.10.2 Contratação da instituição financeira coordenadora

Acompanhando Casagrande Neto (2000), a segunda etapa é a *contratação da instituição financeira coordenadora*, ou seja, é o intermediário da operação, conhecido por *underwriter*.

Nenhuma empresa pode vender diretamente suas ações no mercado quando a emissão for pública, pois a legislação exige que a coordenação e a intermediação sejam feitas por meio de instituições financeiras credenciadas para tal fim. Esta instituição poderá ser uma corretora, um banco de investimentos ou múltiplo, com carteira de investimento ou ainda uma distribuidora de valores (Casagrande Neto, *ibidem*).

Segundo o referido autor, a definição deste agente (*underwriter*), deve ser baseada em alguns aspectos apresentados a seguir:

- a) *Porte do lançamento*: De maneira geral, as instituições dividem-se conforme o porte do lançamento, ou seja, as ditas pequenas emissões, que vão até R\$ 40 milhões são feitas pelas corretoras, distribuidoras e pequenos bancos de investimento; já as grandes emissões, a partir de R\$ 100 milhões são disputadas pelos grandes bancos;
- b) *tipo e garantia de colocação*: O contrato de colocação pode ser feito de duas formas, a *garantia firme* e os *melhores esforços*; na *garantia firme*, a instituição assume o risco de adquirir, integralmente ou em parte, a parcela da emissão que a mesma não conseguiu colocar; já nos *melhores esforços* não há essa obrigatoriedade e a instituição apenas “devolve” à empresa o lote não colocado; há também uma combinação destas modalidades de garantia, onde se dá *garantia firme* sobre uma parcela da emissão, enquanto o restante se trabalha por *melhores esforços*; o tipo de garantia escolhido deve estar relacionado ao tipo de operação, ou seja, quando for abertura de capital com oferta pública, o contrato de *garantia firme* é mais adequado, tendo-se em vista que uma operação mal sucedida fecharia as portas do mercado para companhia durante um longo período, enquanto o contrato de *melhores esforços*, devido ao seu menor custo, seria indicado, por exemplo, para companhia que fizesse oferta secundária, tivesse larga tradição com o

mercado, apresentasse preço de lançamento atrativo e momento econômico favorável; deve-se salientar também que o *underwriter* deve ter porte e perfil adequado ao tipo de garantia; Assaf Neto (2001) complementa utilizando uma denominação um pouco diferente, para as formas de subscrição de ações, a citar: *subscrição do tipo puro ou firme*, em que a instituição assume totalmente o risco da colocação no mercado, responsabilizando-se pelo pagamento a sociedade emitente do valor total de ações lançadas; *subscrição do tipo residual (standy-by)*, em que em que a instituição financeira não se responsabiliza pela integralização total das ações emitidas no lançamento e seguirá após o lançamento negociando-as no mercado visando colocá-las; e *subscrição do tipo melhor esforço (best effort)*, em que a instituição financeira não assume nenhuma responsabilidade sobre a integralização das ações e o risco fica totalmente com a emissora. Ela compromete-se apenas em dedicar o melhor esforço no sentido de colocar o maior número possível de ações no mercado em determinado tempo;

- c) *tradição do underwriter*: A tradição e o porte do *underwriter* no mercado também influenciam de forma positiva o sucesso da operação, pois se uma instituição renomada aceita a colocação, ela está dando seu aval ao papel. Sabe-se também, de maneira informal, quais *underwriters* fixam preços adequados, criam mercado e cuidam da imagem da empresa. Fora isso, alguns *underwriters* poderão mesmo após a conclusão da emissão assessorar a empresa em assuntos relacionados ao mercado de valores mobiliários, tais como desdobramento de ações, quanto pagar em dividendos, organizar reuniões com analistas etc;
- d) *comissão de intermediação*: Deve-se sempre focar a preocupação na qualidade dos serviços, principalmente em casos de abertura de capital e não nos custos, claro conservados os limites do absurdo. O preço cobrado pelo intermediário financeiro em uma oferta pública compõe-se principalmente de 3 tipos de comissão, a saber:
1. *Comissão de colocação*: remuneração sobre os serviços de colocação do papel junto ao tomador final;
 2. *Comissão de garantia*: remuneração paga pela garantia de colocação, que poderá ser estabelecida sobre a emissão toda, sobre

as sobras ou ainda sobre parte da emissão previamente estabelecida. Quando o contrato o de melhores esforços essa comissão é suprimida;

3. *Comissão de coordenação*: remuneração pela coordenação da emissão que vai desde a elaboração da documentação do pedido de registro até a liquidação financeira.

Os quatro aspectos citados, *porte do lançamento, tipo e garantia de colocação, tradição do underwriter e comissão de intermediação*, ainda segundo Casagrande Neto (ibidem), sendo cuidadosamente observados oferecem uma maior probabilidade de sucesso da operação, pois uma contratação “forçada” ou em desacordo com o padrão de emissão de cada instituição poderá contribuir para o insucesso de toda a operação. Em períodos de mercado atraente, ou seja elevada liquidez e valorização de ativos financeiros, a maior parte das emissões é colocada facilmente, e pode ocorrer leilão da operação por parte da empresa, a fim de contratação do intermediário, porém empresa deve atentar para competição predatória em que o estabelecimento do preço poderá implicar, em contrapartida, numa perda de qualidade técnica, experiência, reconhecimento, interesse ou ainda ser posto numa prolongada fila até o início dos trabalhos.

Cavalcante Filho (1998) complementa as informações de Casagrande Neto (2000) informando que os custos com a comissão de coordenação giram em torno de 1%, as comissões com os custos de garantia em torno de 3% e as comissões com os custos de colocação em torno de 3,5%.

Assaf Neto (2001) segue a mesma linha de Casagrande Neto (2000) e também adverte que a presença de intermediário financeiro nas operações de subscrição de ações, que poderá ser banco de investimento, banco múltiplo, sociedade corretora ou sociedade distribuidora, é exigência da lei. Ele ressalta que experiência e qualificação técnica são fatores essenciais na escolha da instituição, influenciando diretamente sobre o sucesso da colocação de ações no mercado.

Assaf Neto (2001) afirma que a instituição financeira intermediadora constitui-se basicamente em um elo entre a empresa tomadora de recursos e os agentes econômicos superavitários, identificados no mercado primário.

Casagrande Neto (2000) enfatiza a necessidade de contatar no mínimo 3 candidatos a *underwriters*, para que não se feche a operação fora dos padrões do mercado. Após a escolha, as instituições candidatas a *underwriters* encaminharão seus técnicos a empresa,

os quais farão uma prévia avaliação da empresa para que se possa saber da real possibilidade da emissão e do preço. A seguir, ocorre a apresentação das propostas com as condições básicas e custos, os quais devem ser avaliados pelos controladores que elegem a melhor proposta. Escolhida a instituição coordenadora, que poderá ser mais de uma, é assinado o contrato de *underwriting*, no qual são caracterizadas as partes e fixadas as condições da emissão e colocação.

Segundo instrução CVM n.º 13, a colocação das ações junto ao público pode ser feita por dois sistemas:

- 1) *Garantia de acesso*: no mínimo 30% da emissão deve ser destinada ao público, sendo previamente fixadas as condições para aceitação de reservas;
- 2) *procedimento diferenciado*: são todos os procedimentos que diferem da garantia de acesso. O mais comum é a colocação ficar a critério da instituição financeira coordenada e os líderes decidirem a quem vender o papel.

2.10.3 Definição do preço, volume e demais características da operação

Seguindo a lógica de Casagrande Neto (2000), nesta etapa, a diretoria da companhia inicia os diálogos com a instituição financeira coordenadora, a fim de definir qual o tipo de operação mais conveniente para empresa e, de acordo com o mercado, definir ainda o montante de recursos necessários e se o preço definido aceitável pelos atuais acionistas, para receber novos sócios, está de acordo com a realidade do mercado.

O aumento de capital com emissão de novas ações, geralmente traz consigo a necessidade de investimentos em projetos, reforço do capital de giro ou saneamento financeiro, sendo portanto responsabilidade da diretoria financeira, fazer a avaliação sobre a real necessidade dos recursos a serem captados. Após definição do montante necessário, deve-se estabelecer o tipo de ação que será lançado, podendo o aumento de capital se dar somente em ações ordinárias, somente em ações preferenciais, ou ainda em ambas, dependendo tal decisão de 3 aspectos:

- a) *Diluição dos lucros com lançamento de novas ações;*
- b) *disponibilidade de recursos e interesse do acionista majoritário em ordinárias para acompanhar o aumento;*
- c) *condições legais para lançar somente preferenciais, pois a Lei n.º 6.404/76 prevê um limite máximo de dois terços do capital em ações preferenciais.*

Vale lembrar, segundo Casagrande Neto (2000), que se podem lançar várias classes de ações de um mesmo tipo. Desta forma, pode-se ter ações com dividendos mínimos obrigatórios diferentes, ações advindas de incentivos fiscais, etc. No entanto, o mercado tem sinalizado que é mais interessante ter poucas classes de ações para simplificar a análise do investidor, que pode visualizar mais facilmente o desempenho do papel em bolsa.

O passo seguinte é definir quantas ações serão lançadas e o preço de seu lançamento. Essa fase é de suma importância para o sucesso do lançamento, pois esta intimamente relacionada à aceitação ou não do papel pelo mercado. Desta maneira, o preço fixado deverá decorrer, alternativa ou conjuntamente, de alguns fatores assim listados:

- a) Perspectiva de rentabilidade pela empresa a qual compreende a análise das demonstrações financeiras retrospectivas, a análise do setor de atuação da companhia e da concorrência, o desenvolvimento de projeções de resultados, a visita às instalações produtivas e/ou de prestação de serviços responsáveis pela geração de resultados da companhia; o contato preliminar com a área financeira e entrevistas nas áreas comercial, de marketing, e de planejamento estratégico;
- b) valor do patrimônio líquido por ação;
- c) caso seja uma emissão secundária (*block Trade*), observar as cotações de suas ações admitindo ágio ou deságio em função das condições de mercado.

A fixação do preço de emissão, segundo Assaf Neto (2001), também é importante para que os atuais acionistas definirem seu direito de preferência. O autor enfatiza ainda que a preocupação básica da sociedade emitente seja a de estabelecer um preço que viabilize a colocação integral do lote, garantindo recursos para financiar seu crescimento.

Casagrande Neto (2000) por outro lado, enfatiza de que na maioria das vezes os controladores objetivam preços elevados pelas ações da companhia, alegando que estão vendendo parte de suas empresas e que, portanto, devem ter uma remuneração condizente com tal aspecto. Porém, ressalte-se que não está em jogo o controle da empresa e portanto um prêmio sobre sua administração, seu fundo de comércio e seu patrimônio, mas tão somente uma parcela do capital da mesma e para qual o mercado analisará apenas a opção de investimento sob a ótica do minoritário, o qual busca a rentabilidade da ação em determinado período. Além do mais, o mercado tende sempre a fazer uma avaliação relativa, ou seja, compara-se aquela ação com aquelas de outras companhias, principalmente as do mesmo setor. Para tanto se utilizam indicadores tais como:

- a) *Índice preço/lucro*, que indica em quantos anos o valor investido retorna, pelo padrão de lucro projetado, sendo que o preço corresponde à cotação da ação no mercado;
- b) *índice preço/fluxo de caixa descontado*, que indica em quantos anos o valor investido retorna, pelo padrão de caixa projetado, descontado a uma taxa adequada ao cenário financeiro;
- c) relação *preço/valor patrimonial* da ação;
- d) índice de *retorno sobre patrimônio líquido*;
- e) relação *preço/dividendo*;
- f) relação *firma/Lajida*, onde o valor da firma é igual ao valor de mercado mais endividamento líquido e lajida correspondente ao lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização, na prática e a geração operacional de caixa.

Deve ser considerado ainda, conforme Casagrande Neto (2000), o fato de que as ações das companhias que estão entrando no mercado de capitais pela primeira vez tendem a sofrer um deságio maior em seus títulos pela falta de tradição, desconhecimento da administração, entre outros aspectos que trazem incertezas aos investidores; desta maneira, é comum que estas empresas sejam lançadas com indicadores mais favoráveis aos investidores, se comparadas aquelas já com histórico no mercado.

Cavalcante Filho (1998), segue a mesma linha afirmando que é usual, para companhia que faz sua oferta inicial, que o preço seja definido com pequeno deságio em função do desconhecimento e falta de tradição da empresa no mercado.

Outro aspecto importante para companhia que deseja adquirir uma boa imagem junto ao mercado, segundo Casagrande Neto (2000), é que o pós-lançamento também deva ser observado, ou seja o preço deve ser fixado também de maneira a possibilitar uma evolução satisfatória quando começar a ser negociado em bolsa, oferecendo um bom conceito para empresa e para o respectivo valor mobiliário, e, principalmente, criando condições favoráveis para futuros lançamentos.

Uma técnica complementar de estabelecimento de preço final de emissão, bastante difundido nas operações internacionais e que começou a ser mais utilizado com mais vigor por aqui nos últimos 2 anos é o *Bookbuilding*, que consiste no estabelecimento de uma faixa de preço por parte do *underwriter*, apresentada a investidores para que manifestem suas intenções de compra a cada preço do intervalo selecionado. Ao fim, com base no

mapeamento da demanda potencial, os coordenadores estabelecem o preço final, que é apresentado novamente aos investidores, para que confirmem suas reservas. Desta forma, o procedimento de *bookbuilding* apresenta a curva de demanda pelas ações da emissão, permitindo definição menos subjetiva do preço final.

2.10.4 Assembléia geral extraordinária deliberativa da operação e período de exercício de preferência

A Assembléia Geral dos Extraordinária (AGE) deve deliberar sobre a subscrição de novas ações para o aumento de capital; desta forma, os acionistas se reúnem extraordinariamente ou em Reunião do Conselho de Administração (RCA), conforme estiver previsto no estatuto. A deliberação de aumentar o capital deverá dispor sobre:

- a) Se o aumento de capital ocorrerá mediante subscrição pública ou particular;
- b) se há, e a data de início dos prazos para o exercício de preferência, que permitem que os atuais acionistas subscrevam novas ações na proporção da quantidade possuída sobre o capital anterior a subscrição;
- c) preço de emissão e respectiva justificativa ou, se for o caso, delegação ao conselho de administração para fixá-lo;
- d) necessidade de ratificação da deliberação, se for o caso, por titulares de classes de ações preferenciais interessadas, caso não tenha sido previamente aprovada;
- e) condições de subscrição das ações, explicando forma e percentuais de integralização das ações e datas dos respectivos pagamentos;
- f) características das ações a serem emitidas (quantidade, espécie, classe, forma, vantagens, restrições e direitos, inclusive quanto à participação ou não nos dividendos do exercício em curso);
- g) se, na hipótese de subscrição particular, a sobra das ações não subscritas ocorrerá mediante a venda em bolsa em benefício da companhia ou em forma de rateio proporcional dos valores subscritos entre os acionistas que tiverem pedido no boletim ou lista de subscrição reservas de sobras;
- h) em se tratando de subscrição pública, deve-se adotar os seguintes procedimentos, baseando-se na legislação:
 - a. Qual o tipo de tratamento que será adotado aos interessados em subscrever, ou seja, se haverá garantia de acesso a todos os

investidores (art. 32 da Lei n.º 6.404/76) ou se será adotado o procedimento diferenciado (art. 33 da Lei 6.404/76);

- b. Após o término do prazo de preferência e antes da distribuição pública, haverá rateio de sobras de ações na proporção dos valores subscritos entre os acionistas que tiverem pedido reservas de sobras, no boletim ou em listas de subscrições.
- i) prazo de entrega dos certificados e títulos múltiplos de ações ou cautelas que as representem, se houver, fixado no máximo em 60 dias após a homologação do aumento de capital.

2.10.5 Processo de obtenção de registro junto à Comissão de Valores Mobiliários

A legislação brasileira obriga que a emissão de ações só poderá ser ofertada no mercado depois de registrada na Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Da mesma forma, se a empresa estiver abrindo o capital, deverá também obter o registro de companhia aberta. Desta maneira, a empresa deverá, para conseguir tais registros, atender os requisitos das instruções CVM n.ºs 13/80 e 202/93.

A instrução CVM n.º 13/80 dispõe sobre as características da emissão, especificando e abrindo dados considerados de relevância para tomada de decisão por parte do investidor, tais como:

- a) Condições de aumento de capital (quantidade de ações, tipo, espécie, forma, classe, preço, quantidade a ser distribuída no mercado etc.);
- b) composição do capital social antes e depois do aumento;
- c) demonstrativo do custo de distribuição;
- d) prazos de subscrição e integralização;
- e) condições do contrato de colocação, no que concerne aos lotes dos líderes e consorciados;
- f) direitos, vantagens e restrições das ações lançadas;
- g) justificativa do preço de emissão;
- h) procedimento de distribuição;
- i) destinação dos recursos;
- j) relação da empresa emissora com os líderes da operação;
- k) descrição do contrato de garantia de liquidez, se houver.

A Instrução CVM n.º 202/93, por sua vez, relaciona os documentos necessários à obtenção do registro de companhia aberta, de modo a possibilitar ao investidor uma análise do risco empresarial e financeiro. Portanto, dispõe sobre assuntos como:

- a) Nomeação do diretor de relações com o mercado;
- b) demonstrações financeiras dos três últimos exercícios;
- c) exemplar atualizado do estatuto social;
- d) características da distribuição de valores mobiliários;
- e) formulário de informações anuais (IAN) (onde consta o histórico da companhia, principais acionistas, principais clientes, e concorrentes, matérias-primas, processo produtivo ou de prestação de serviços), demonstrações financeiras padronizadas (DFP) e informações trimestrais (ITR);
- f) atas de todas as assembleias gerais dos acionistas, nos últimos doze meses.

O prospecto, que é um documento básico sobre a emissão e a companhia, em geral já apresenta a maior parte destas informações e documentos solicitados, e deve estar disponível a todos os investidores ao final do processo junto a CVM.

Cavalcante Filho (1998) salienta que o objetivo da CVM não é fazer juízo de valor da empresa, mas sim permitir que o público investidor tenha a sua disposição o conjunto de informações suficientes para decidir se as ações da companhia representam ou não uma boa oportunidade de investimento.

Durante o processo de registro, é permitida a circulação de um prospecto preliminar, bem como de um relatório de apresentação da companhia, sendo todos antecipadamente aprovados pela CVM. Em 1999, foi lançado pela ANBID (Associação Nacional dos Bancos de Investimento) um código de auto-regulação, acrescentando informações adicionais ao prospecto, além daquelas previamente exigidas pela CVM, objetivando a maior transparência das emissões. As emissões que atendem as exigências da ANBID podem colocar na capa do prospecto um impresso afirmando que a emissão está de acordo com o código.

Para os pedidos de emissão de valores mobiliários e de registro de companhia aberta que objetivam a oferta simultânea no mercado interno e externo e que demandem solicitação de registro por órgão regulador no exterior, a Instrução CVM n.º 315/99 estabeleceu a possibilidade da análise preliminar confidencial.

A entrada dos pedidos de registro junto a CVM deverá ser feita pela Instituição Coordenadora e se torna necessária reunir uma série de documentos, além do prospecto propriamente dito, os quais são descritos a seguir:

- a) Demonstrações financeiras padronizadas (DFP);
- b) informações trimestrais (ITR);
- c) estudo de viabilidade econômica financeira da companhia em fase pré-operacional;
- d) informações anuais (IAN);
- e) parecer de auditor independente relativo ao último exercício social;
- f) demonstrações financeiras consolidadas, se for o caso;
- g) exemplar consolidado do estatuto social;
- h) demonstrações financeiras e notas explicativas dos três últimos exercícios sociais, acompanhados dos relatórios da administração;
- i) petições da empresa emissora a CVM e a bolsa;
- j) declaração da bolsa de valores sobre o deferimento do pedido de admissão, se for o caso;
- k) ata de AGE ou RCA que designou o Diretor de Relações com o investidores (DRI);
- l) cópia do contrato mantido com instituição para execução dos serviços de ações escriturais, ou controle de contas dos valores mobiliários;
- m) atas de todas as AGE/O realizadas nos últimos 12 meses anteriores a data de registro na CVM.

Após a entrega dos documentos, a CVM tem 30 dias para analisar o pedido, havendo alguma pendência ou complementação necessária, passam a contar 30 dias do atendimento a solicitação. A companhia, além dos gastos decorrentes do atendimento das exigências dos processos, recolhe também taxa de registro da emissão, baseada na Lei n.º 7.940/89.

2.10.6 Registro nas bolsas de valores ou mercado de balcão organizado

A ação, para ser negociada em bolsa ou mercado de balcão organizado, necessita de registro para que o valor mobiliário seja listado. Desta forma, a companhia precisa solicitar o registro junto a bolsa de sua escolha, conforme Instrução n.º 312/99. Concedido o

primeiro registro, as ações podem ser negociadas nas demais bolsas de valores do país, atendendo as exigências das mesmas.

Para obtenção deste registro, a companhia deve encaminhar a bolsa um requerimento contendo anexo cópia da mesma documentação enviada a CVM, correndo portanto ambos os pedidos em paralelo, sendo que o registro da Bolsa fica condicionado a aprovação do registro pela CVM. O início da negociação dos papéis só poderá ocorrer após o encerramento da distribuição pública.

2.10.7 Formação do *pool* de distribuição

Acompanhando Casagrande Neto (2000), a distribuição pública de ações, no mercado, é feita por um *pool* ou consórcio de instituições financeiras, que se agrupam em Coordenador, Líder e Consorciado, de acordo com sua função e tamanho do lote que assumem para colocar. Portanto, a estrutura de distribuição poderá ter um porte maior ou menor dependendo do tamanho da operação, ou seja, podemos ter um grande *pool* com vários Coordenadores, Líderes e Consorciados ou um pequeno *pool* em que as figuras do coordenador e do líder se confundam e haja pequeno número de consorciados.

Objetivando deixar mais claro o papel de cada participante, seguem as funções de cada um deles:

- a) *Coordenador* (es): São aqueles que coordenam a operação desempenhando funções como:
 - a) Apresentação da empresa ao mercado;
 - b) elaboração da documentação necessária e acompanhamento do processo;
 - c) escolha das instituições que serão convidadas para líderes e consorciados;
 - d) elaboração e publicação de anúncios;
 - e) envio dos convites e centralização das respostas;
 - f) realização de reuniões com a empresa e com as instituições participantes do *pool* para avaliar o andamento dos trabalhos.
- b) *Líder* (es): É a instituição que toma um grande lote de ações, segmenta-o e distribui as ações para outros intermediários (consorciados).
- c) *Consoiciado* (s): É a instituição que vai desempenhar a função de varejo, colocando os papéis junto aos tomadores finais (pessoas físicas, jurídicas, investidores institucionais etc).

Assaf Neto (2001) por sua vez, também aponta que os intermediários na colocação das ações organizam-se mediante um *pool* de instituições financeiras que participam de todo o processo de colocação dos valores emitidos, sendo neste *pool* definidos o Coordenador que tratará de todo o processo de subscrição, desde seu registro na CVM até a efetiva liquidação financeira, além das Instituições Líderes e Consorciadas. É importante frisar que este *pool* é firmado sem ônus para empresa emitente das ações, sendo regulado mediante contrato de adesão firmado pelas instituições financeiras interessadas.

Retornando para Casagrande Neto (2000), a formação do *pool* tende a ocorrer por meio de convites, dirigidos inicialmente do coordenador aos líderes e para as demais instituições consorciadas. No convite dirigido aos candidatos a consorciados, constariam as características básicas da operação, além do tamanho do lote que deverá ser colocado e o prazo para resposta, que geralmente é de cinco dias úteis, quando então deve responder se adere ou não ao *pool*.

Quando o consorciado aceitar o convite, a resposta escrita tem valor de documento como compromisso assumido e a operação só será aberta com a concordância de ambas as partes. Fechado o *pool*, são feitos os contratos de adesão à distribuição.

Havendo sobras, restariam ao Coordenador três possibilidades, devolvê-las a empresa, subscrevê-las ou oferecê-las ao mercado.

O anexo 3 ilustra resumidamente o *Pool de Underwriting*.

2.10.8 Marketing da operação e *disclosure* da companhia

Segundo Cavalcante Filho (1998), *disclosure* da companhia, seria a política de divulgação de informações da mesma objetivando o conhecimento por parte dos investidores e do mercado das informações relevantes a oferta pública de ações em curso.

Não bastam oferecer boas perspectivas, afirma Casagrande Neto (2000), há de se mostrar isso de maneira clara e eficaz para os potenciais investidores a fim de que a operação seja bem sucedida; desta forma, compete à empresa e ao coordenador da operação montarem um esquema de *disclosure* da companhia que atingirá dois grupos, a saber:

- a) *Intermediários*: são as instituições financeiras que participam do *pool* e que precisam conhecer bem o “produto” e estar convencidas de sua qualidade para poderem efetuar suas vendas;

- b) *tomadores finais de papel*: são os grandes investidores institucionais, as pessoas físicas, as pessoas jurídicas etc, que decidem se compram ou não o papel.

Este trabalho de promoção e divulgação da companhia emissora abrangerá atividades de marketing diversas, tais como:

- a) Distribuição de material publicitário;
- b) reuniões com analistas da Abamec (associação dos analistas do mercado de capitais);
- c) campanha institucional em veículos de comunicação;
- d) publicação de demonstrações financeiras;
- e) visita as instalações da empresa com posterior palestra com diretores.

2.10.9 Anúncio de início da distribuição pública

Assim que a documentação é aprovada pela CVM, a mesma comunica o Coordenador da distribuição informando o deferimento do pedido e o número de registro. O Coordenador e os Líderes, já de posse das respostas dos convites formulados aos Consorciados tem então o *pool* formado. Agenda-se então a data da liquidação financeira da operação e publica-se o anúncio do início de distribuição no jornal já utilizado regularmente para publicações legais da companhia. O Anúncio do início da distribuição conterá informações como o montante a ser colocado, as instituições participantes etc.

Após a liquidação da operação, publica-se, no mesmo jornal que fez o anúncio da oferta, o encerramento da distribuição pública, onde constam informações sobre o montante subscrito e as instituições que aderiram ao *pool* de colocação.

2.10.10 Subscrição e liquidação financeira

A subscrição é a aquisição por parte do investidor de um lote de ações, por meio de uma solicitação formal.

A liquidação financeira do *pool* é feita junto à instituição financeira coordenadora, que estará encarregada de transferir os recursos para a companhia. Desta forma, os investidores, por meio do *pool* formado pelo Coordenador, Líder e Consorciado, recebem os boletins de subscrição e os devolvem preenchidos, juntamente com os recursos necessários ao seu pagamento; o *pool* então os recebe e por sua vez os repassa, subtraído a

parcela de sua comissão, a companhia emissora que, por sua vez, transfere aos investidores, por meio de instituição depositaria ou não, as ações escriturais.

A figura do anexo 2, ilustra resumidamente o esquema da liquidação financeira.

2.10.11 Anúncio de encerramento de distribuição pública

A subscrição tem um prazo máximo de seis meses para ser concluída, contados a partir do início do período de preferência, ou ainda, na falta deste, da data da AGE (Assembleia Geral Extraordinária) ou RCA (Reunião do Conselho de Administração) que autorizou a emissão. Não havendo a colocação da totalidade das ações, a CVM considera anulado o aumento de capital.

Após a conclusão da colocação, a companhia juntamente com a Coordenadora, tem o prazo máximo de 15 dias para divulgação do anúncio de encerramento da distribuição pública.

2.11 Responsabilidades frente ao mercado após a abertura de capital

O processo de abertura de capital também traz novas obrigações e custos para companhia, entre eles Casagrande Neto (2000) destaca a obrigatoriedade da prestação de informações econômico-financeiras, as quais são auditadas externamente; também é necessária a publicação de informações corporativas relevantes. Afora as informações obrigatórias, as quais são fiscalizadas pela CVM, o mercado demanda da companhia aberta uma série de informações adicionais, como esclarecimentos, entrevistas, informes periódicos, visitas de campo, entre outros que obrigam a companhia a dispor de um departamento de relações com investidores com profissionais qualificados e respeitados pelo mercado.

A Legislação também obriga a companhia aberta a constituir e manter conselho de administração, responsável pela nomeação da diretoria e também conselho fiscal. Os membros destes conselhos são remunerados e eleitos em assembleia, desta forma, a concentração das “novas ações” nas mãos de um pequeno grupo pode significar a influência deles nas decisões da companhia.

O mercado é muitas vezes severo com companhias abertas que não demandam profissionalismo do corpo dirigente, desta forma, Casagrande Neto (2000) aponta que a transição de uma empresa familiar para uma gestão profissional dificilmente é rápida e isenta de conflitos, com custos pessoais e financeiros em consequência.

Vale também lembrar que a entrada de novos acionistas significa uma diluição dos ganhos futuros advindos, seja em forma de dividendos ou juros sobre capital próprio. Em contrapartida, a entrada dos novos sócios também pode ser encarada, segundo Casagrande Neto (2000), como fortalecimento da companhia, pois depois da capitalização destes recursos, considerando que os mesmos serão bem aplicados, os mesmos poderão também aumentar as margens da empresa.

Há também o aspecto dos custos financeiros, relacionados a manutenção da condição de companhia aberta, os quais podem ser divididos e reunidos, segundo Casagrande Neto (2000), em 4 grupos:

- a) *Custos legais e institucionais*: pagamento de taxas de fiscalização da CVM;
- b) *custos de publicação e marketing*: gastos com a divulgação de informes aos acionistas e com publicações obrigatórias;
- c) *intermediação financeira*: remuneração ao banco custodiante (depositante) das ações, quando for o caso;
- d) *internos da empresa*: departamento de acionistas, reuniões com investidores, diretoria de relações com investidores.

2.12 Novo mercado e a Governança Corporativa

Com base na cartilha CVM (2002), conceitua-se Governança corporativa como o *conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas*, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

Para os investidores, a análise das práticas de governança auxilia na decisão de investimento, pois a governança determina o nível e as formas de atuação que estes podem ter na companhia, possibilitando-lhes exercer influência no desempenho da mesma. O objetivo, portanto, é o aumento do valor da companhia, pois boas práticas de governança corporativa repercutem na redução de seu custo de capital, o que aumenta a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização (CVM, 2002).

A cartilha da CVM (2002) afirma ainda que, quando os investidores financiam companhias, eles sujeitam-se ao risco de apropriação indevida, por parte de acionistas controladores ou de administradores da companhia, de parcela do lucro do seu investimento. A adoção de boas práticas de governança corporativa constitui, também, um

conjunto de mecanismos através dos quais investidores, incluindo controladores, se protegem contra desvios de ativos por indivíduos que têm poder de influenciar ou tomar decisões em nome da companhia.

Desta forma, cartilha da CVM (2002) conclui que companhias com um sistema de governança que proteja todos os seus investidores tendem a ser mais valorizadas, porque os investidores reconhecem que o retorno dos investimentos será usufruído igualmente por todos.

O Novo Mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação. (BOVESPA, 2005).

A valorização e a liquidez das ações são influenciadas positivamente pelo grau de segurança oferecido pelos direitos concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas pelas companhias. Essa é a premissa básica do Novo Mercado (BOVESPA, 2005).

Segundo ainda a Bovespa (2005), a entrada de uma companhia no Novo Mercado ocorre por meio da assinatura de um contrato e implica a adesão a um conjunto de regras societárias, genericamente chamadas de "boas práticas de governança corporativa", mais exigentes do que as presentes na legislação brasileira. Essas regras, consolidadas no Regulamento de Listagem do Novo Mercado, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias, bem como a dispersão acionária e, ao determinar a resolução dos conflitos societários por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada.

A principal inovação do Novo Mercado, segundo a Bovespa (2005), em relação à legislação, é a exigência de que o *capital social da companhia seja composto somente por ações ordinárias*. Porém, esta não é a única. Por exemplo, a companhia aberta participante do Novo Mercado tem como obrigações adicionais:

- a) Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tag along*).
- b) realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado.

- c) conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição; no mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes;
- d) melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais – entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa;
- e) melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais – entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa;
- f) divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou *US GAAP*;
- g) melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém informações corporativas – entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições;
- h) realização de pelo menos uma reunião pública com analistas e investidores, por ano;
- i) apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados etc;
- j) divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas;
- k) divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores;
- l) manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia;
- m) quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.

- n) adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

È importante ainda salientar que, conforme Bovespa (2005), além de presentes no regulamento de listagem, alguns desses compromissos deverão ser aprovados em Assembléias Gerais e incluídos no Estatuto Social da companhia.

3. ABERTURA DE CAPITAL NA RENAR MAÇÃS S.A

Após apresentação geral dos principais conceitos relacionados ao tema abertura de capital com oferta pública de ações, os quais serviram de base para confecção desta análise prática, será exposto estudo de caso da Renar Maçãs S.A., empresa do setor agrícola que atua na área da pomicultura, tendo sido fundada em 1962 e que abriu seu capital em Bolsa de Valores em 2005.

Inicialmente são apresentados o *histórico e a caracterização da companhia*, logo após discorre-se sobre o *mercado de atuação – produto e análise setorial*; na terceira seção demonstra-se a *estrutura administrativa* da Renar Maçãs S.A e a seguir descrevem-se as razões que motivaram a *decisão pelo processo de abertura*. A quinta seção faz a *descrição do processo de abertura* da Renar, para em seguida, na sexta seção serem expostas as *instituições* contratadas e a forma de colocação. Na seqüência, a sétima seção apresenta o *custo estimado da oferta para a emissora*, na seção seguinte, a oitava, busca-se compreender a *Justificativa do preço de emissão*. A nona seção traz a *Governança corporativa e o novo mercado* e na décima seção apresenta-se o quadro com o *Cronograma* da oferta pública. Por fim, na última seção, se faz a *Análise da oferta pública da Renar Maçãs S.A.*

3.1 Histórico e caracterização da empresa

Com base nas informações obtidas da empresa por meio do questionário com perguntas abertas, na entrevista não estruturada e guiada e também por meio das informações obtidas junto a sua *Home Page* (<http://www.renar.agr.br/historia.html>) estruturou-se de maneira cronológica o histórico da empresa, a seguir apresentado.

A Renar Maçãs S/A foi fundada em 1962, pelos irmãos René Frey e Arnoldo Frey, os quais trabalhavam em atividades extrativistas de araucárias nativas e estabeleceram-se em Butiá Verde em 1942, povoado que, em 1961, tornou-se o município de Fraiburgo, no meio leste de Santa Catarina.

Tendo como finalidade o desenvolvimento do setor agrícola da empresa que os irmãos tinham em sociedade, a René Frey & Irmão Ltda, as atividades da Renar eram ligadas à produção de maçãs e de móveis. Em 1973, estas atividades foram separadas com a criação da Renar Maçãs e da Renar Móveis. O nome da empresa foi resultado da junção da primeira sílaba do nome de cada um dos irmãos: RENÉ e AR noldo. Na época os

irmãos Frey já tinham certo destaque na região, pois eram empreendedores bem sucedidos, tendo um grupo de empresas, entre elas madeireiras, indústria de móveis, comercial e pecuária.

Willy Frey, filho de René Frey, a partir de 1970, dá grande impulso ao desenvolvimento de Fraiburgo como pólo produtor de maçãs. Ele criou a Reflorestamento Fraiburgo Ltda. - REFLOR, empresa dedicada à captação de recursos de incentivos fiscais para plantar, inicialmente, pinus para a utilização industrial da madeira produzida; mas como a Lei de Incentivos Fiscais previa, também, a utilização dos recursos para o plantio de árvores frutíferas, elaborou o primeiro projeto para cultivo de árvores frutíferas (macieiras) em 1969, implantando 30 projetos de pomares de macieiras e 10 de florestas de pinus. Na prática, ele empregou incentivos fiscais para atrair investimentos para a Renar e buscou grupos nacionais como Fischer, Perdigão, Portobello e franceses como grupo Ebehrard Mahler para investirem no setor. Por isso, a história da evolução dos negócios da Renar se confunde com o enorme sucesso agrícola do Brasil no setor de maçãs que, de importador da fruta em 1970, se transformou, em trinta anos, em exportador de produtos de alta qualidade.

A utilização de modernas técnicas de pesquisa, a tecnologia adaptada às “suas” condições de solo e clima, a formação e treinamento de técnicos especializados para o grupo e para o mercado e um profundo respeito à ecologia são, conforme a Renar, as bases que explicam seu grande crescimento e sucesso no período. Desta forma, apresenta-se cronologicamente, os principais fatores que contribuíram, segundo a Renar, para que ela atingisse e mantivesse uma posição de destaque no setor, iniciando-se no ano de 1973, quando a Renar introduziu princípios da biologia para a polinização dos pomares; depois de diversas experiências, inclusive importando polens dos Estados Unidos, a RENAR obtém melhores resultados com a implantação de colméias em seus pomares.

Em 1975, a Renar constrói em Fraiburgo, o primeiro frigorífico destinado ao armazenamento de maçãs e instala também a primeira máquina de classificar maçãs por peso. No ano de 1980, a Renar inova mais uma vez e se torna pioneira no uso de radar com alcance horizontal e vertical para detectar nuvens que possam resultar em chuvas de granizo. Já em 1982 inicia a importação, dos primeiros foguetes “terra-ar”, para pulverização de nuvens com partículas de iodeto de prata como forma de redução das chuvas de granizo. Em 1983, a RENAR sai mais uma vez na frente e constrói em Fraiburgo, o primeiro frigorífico com câmaras de atmosfera controlada dentro das quais, através da retirada do oxigênio e introduzindo percentual controlado de nitrogênio a fruta

assim armazenada, com uma quantidade acentuada de gás carbônico, diminui seu metabolismo permanecendo em estado “dormente”. Esta técnica permite a conservação do sabor e qualidade por períodos de até 12 meses, permitindo ao produtor oferecer ao consumidor, frutas de qualidade na entressafra e reduzir os efeitos da sazonalidade em seu faturamento.

No ano de 1998 a Renar desenvolve e implanta novas técnicas de plantio com adensamento dos pomares pela utilização de novos tipos de mudas livres de vírus provocando uma revolução na produtividade. Até então, plantava-se 1.000 mudas por hectare e passou-se a plantar 2.100 mudas, sendo que atualmente os pomares chegam a ter 3.000 mudas por hectare; desta maneira, há 10 anos a área plantada da Renar era de 1.500 hectares de pomares e atualmente está reduzida a 900 hectares com uma maior produtividade. Ao implantar esta técnica, a Renar iniciou a eliminação de pomares ainda em plena fase produtiva o que foi considerada na época uma “loucura”; o adensamento dos pomares não apenas melhora a produtividade como também reduz os custos de manejo, raleio e colheita. No ano de 1999, a Renar atingiu a marca de 2.000 toneladas exportadas e no mesmo período, visando a diminuição do uso de agrotóxicos em seus produtos, firmou convênio com a Funpar - Fundação da Universidade Federal do Paraná - para o desenvolvido e controle biológico de ácaros predadores, sendo que o objetivo era a criação em massa e em estufas climatizadas, do ácaro da espécie “*Neoscilus Californicus*”. Esta espécie quando introduzida nos pomares tem o objetivo de predação de ácaros fitófagos, que são uma das principais pragas e que causam danos expressivos nos pomares; a aplicação de agrotóxicos para esta finalidade foi reduzida a zero nas safras 2002 e 2003.

Mais recentemente, em 2001, a Renar desenvolve estudos e parcerias com os pequenos e médios distribuidores europeus procurando reduzir o número de intermediários; a estratégia é ampliar e diversificar os países e clientes para onde exporta. No ano de 2003, com a marca 9.000 toneladas exportadas, a Renar torna-se a 6.º maior produtor nacional em toneladas, o maior exportador em receita líquida de exportação, o 3.º em receita líquida total e o 1.º em rentabilidade.

Segundo seus controladores, no ano de 2004, objetivando crescer com segurança e aprimorar sua administração, a Renar decide capitalizar-se por meio da abertura de Capital; com isso, seus controladores aceitam possuir uma menor participação, em prol de uma empresa mais rentável e melhor administrada e desta forma, a Renar, obtém seu registro de capital aberto em 28 de dezembro de 2004, sob o no. 01965-8, junto a CVM e o código ISIN No. BRRNARACNOR6, junto a BOVESPA.

Em 2005 a Renar Maçãs tornou-se a terceira maior produtora de maçãs do país, possuindo 3.144 hectares de áreas rurais, das quais 1.250 hectares são destinados ao plantio de macieiras. Atualmente, são 936 hectares em produção com 2.000 macieiras, em média, por hectare, conduzidos mediante o sistema integrado de controle biológico, um dos métodos mais seletivos e eficazes para supressão de pragas e que possibilita a redução do uso de agrotóxicos na cultura. A área construída da companhia é de 23.000 m² com capacidade para armazenar em frigoríficos 18.700 tons. de maçãs (11.100 tons. em atmosfera controlada e 7.600 tons. em atmosfera normal). Possui uma frota de 28 veículos leves e máquinas agrícolas (39 tratores e 39 pulverizadores) e uma linha de produção automatizada constituída de duas máquinas eletrônicas de classificação, com capacidade total de 20 tons./hora. A produção da empresa é de cerca de 40.000 toneladas por ano, concentrada nas principais variedades da fruta (Gala e Fuji) e seus clones (Imperial Gala, Royal Gala e Fuji Suprema).

3.2 Mercado de atuação - Produto e análise setorial

A maçã é a segunda fruta mais consumida no mundo, perdendo somente para a banana, sendo cultivada em diversos países, como a China (maior produtor, responsável por 40% da produção mundial), os Estados Unidos, o Canadá, os países da Europa, a Argentina, o Chile, África do Sul e outros. A produção atual de maçãs é da ordem de 43 milhões de toneladas / ano, sendo que os países do hemisfério norte respondem por cerca de 90% deste total.

No Brasil, até o início da década de 70, a maçã consumida internamente era importada, principalmente da Argentina. A fruta era encontrada somente nos maiores centros consumidores e seu consumo limitado às pessoas de maior poder aquisitivo. No final dos anos 60, as primeiras experiências para o cultivo da maçã no Brasil foram iniciadas na cidade de Fraiburgo - SC. Em 1970, é iniciado o plantio de grandes pomares na região e, em 1975, ocorre a primeira safra nacional. Em 1980, a produção nacional atingiu 70 mil toneladas, tornando-se uma das principais culturas da Região Sul. A partir daí, a produção brasileira apresentou expressivo crescimento, alcançando 1 milhão de toneladas em 2004.

Em 1986, foram realizadas as primeiras exportações do produto, envolvendo apenas 648 toneladas, ao fim de 2004 esse número chegou a 120 mil toneladas. O principal mercado para as maçãs brasileiras é a Europa. O produto brasileiro tem obtido uma fatia de mercado de outros produtores mundiais, em virtude de sua qualidade superior. O Brasil,

também, é mais competitivo, uma vez que o custo de produção é de US\$ 0,10/kg, enquanto em outros países chega a US\$ 0,30/kg. Somente a África do Sul consegue trabalhar com custo semelhante ao brasileiro.

A macieira possui uma vida útil de vinte anos, sendo que a partir daí sua produtividade entra em declínio. Os primeiros frutos ocorrem no período entre 3 e 4 anos de idade da árvore, que atinge a plena produção aos 5 anos.

Atualmente, o Brasil possui 32.233 hectares cultivados. No início da pomicultura no país, a produtividade era de 15 a 20 toneladas por hectare, em virtude das variedades plantadas ainda não estarem bem adaptadas ao solo e ao clima. Atualmente, as modernas técnicas de cultivo e a melhor adaptação das árvores, elevaram a produtividade para entre 40 e 50 ton./hectare (há registros de até 80 ton./hectare). Além disso, foi elevada a densidade da área plantada de 600 plantas/hectare para, em média, 2.000 plantas/hectare, podendo chegar até 3.000 plantas/hectare. As principais variedades de maçãs plantadas no Brasil são a fuji e a gala, que são também as preferidas por consumidores de todo o mundo.

O setor é bastante pulverizado, as 6 maiores empresas concentram 28% da produção nacional anual de maçãs, como segue: a) Fischer 10,0 %; b) Schio 6,0 %; c) RENAR 3,5 %; d) Rasip 3,0 %; e) Agrícola 3,0 %; e f) Pomifrai 2,5 %.

Cerca de 95% da produção brasileira está concentrada nos estados da Região Sul do país. Santa Catarina é o maior produtor nacional de maçã, respondendo por 55% da produção nacional. A cidade de Fraiburgo detém 64% da produção catarinense e 28% da produção nacional. As cidades de São Joaquim - SC, Vacaria e Caxias do Sul - RS são outras importantes regiões produtoras.

3.3 Estrutura administrativa

O processo abertura de capital promoveu modificações positivas na estrutura administrativa da empresa que fizeram com que a gestão fosse totalmente profissionalizada. Porém, cabe ressaltar que mesmo antes do processo de abertura de capital e Renar Maçãs S/A já mantinha Conselho Fiscal há 7 (sete) anos, e possuía auditoria externa há mais de 10 (dez) anos.

Seu atual presidente é profissional contratado e apenas um filho do controlador, entre quatro, participa da gestão da Companhia. Todos os demais gestores são profissionais, profundos conhecedores do setor de pomicultura.

A Renar Maçãs S.A não possui plano de opção de compra de ações como forma de remuneração da diretoria. Seus administradores não possuem ações de empresa, exceto o

Diretor Presidente Roland Brandes que possui número irrisório de 10 (dez) ações necessárias para que possa participar como membro efetivo do Conselho de Administração.

3.4 A decisão pelo processo de abertura

Com base no questionário e na entrevista, ambas feitas com o atual Diretor de Relações com Investidores (RI) da Renar, Sr. Ricardo Sampaio Corrêa Filho, a decisão pela abertura de capital foi norteadada por uma questão estratégica de longo prazo. Pesaram também aspectos como a profissionalização da empresa e a necessidade de recursos para investimento. O Sr. Ricardo complementou ainda que o processo de amadurecimento, mudança cultural e aprimoramento da Renar rumo a abertura *“durou cerca de 2 anos, e ainda hoje, 1 ano após a abertura a companhia, ainda está em transformação”*.

Para o antigo diretor de RI da Renar, que acompanhou de perto o processo de abertura, Senhor Elvito Coldebella, o mercado de capitais teria sido a fonte escolhida por diversas razões, entre elas o fato do mercado acionário ser visto como importante canal de crescimento para o País. *“Preferimos contribuir para o desenvolvimento desta fonte de recursos do que pagar juros aos bancos”*, afirmou Coldebella. Também contou a favor a preocupação da companhia em profissionalizar a gestão. Desde 2000, apenas um filho do atual controlador, entre quatro, participa da administração. A emissão de ações é vista ainda como forma de abrir um canal para novas captações, por meio de outros títulos, nos próximos anos *“O início deste relacionamento é importante para futuras oportunidades. Quem sabe, para uma emissão de debêntures mais adiante”*, conclui Coldebella.

Para o Sr Willy Frey, principal acionista da Renar, a transparência exigida pelos investidores, tornou mais eficaz o processo de sucessão e ajudou a institucionalizar e perenizar o negócio. Ao mesmo tempo, a entrada de novos sócios, o compartilhamento de decisões e a cobrança por resultados, contribuem para aprimorar o desempenho da companhia, avalia.

3.5 Descrição do processo de abertura da Renar Maçãs S.A

Esta seção, bem como as seções 3.7 e 3.8, foram elaboradas tomando-se como base, principalmente, os dados disponíveis no prospecto preliminar, no prospecto definitivo, no anúncio de início da oferta pública, no anúncio de encerramento da oferta pública e no

questionário com perguntas abertas e entrevista não estruturada e guiada aplicadas exclusivamente para confecção desta monografia.

O processo de abertura de capital da Renar Maçãs S.A, iniciou-se com a deliberação de abertura de capital pelas AGE's (assembléia geral extraordinária) realizadas em 10.08.2004 e em 16.12.2004, em que os acionistas controladores aprovaram a emissão de 10.000.000 ações ordinárias, escriturais, nominativas, sem valor nominal, destinadas à oferta pública, tendo os atuais acionistas renunciado ao direito de preferência na subscrição.

Desta forma, a composição do capital social da companhia sofreu modificações, ou seja, o capital social antes da subscrição era de R\$ 26.400.000,00 divididos em 30.000.000 de ações ordinárias, nominativas, escriturais e sem valor nominal. Após a conclusão da oferta pública a composição do capital social modificou-se passando a ser de R\$ 42.400.000,00, divididas em 40.000.000 de ações ON.

O processo de abertura de capital da Renar Maçãs S.A., portanto, envolveu a oferta pública inicial de 10.000.000 de ações ordinárias, escriturais, nominativas, sem valor nominal, que foram destinadas exclusivamente ao mercado interno e a todos os segmentos do mercado de investidores em ações, tanto pessoas físicas, quanto às pessoas jurídicas financeiras e não financeiras, investidores institucionais, fundos e clubes de investimentos, entidades administradoras de recursos e quaisquer outros investidores que operavam em Bolsa de Valores e que eram previamente cadastrados junto a uma Corretora de Valores, sem distinção de tratamento e de forma simultânea, tanto no que diz respeito a preço, prazo para reserva e subscrição ou limites de subscrição. Apenas o Clube de Investimento RENAR, constituído pelos funcionários da empresa, obteve tratamento diferenciado e, portanto, teve direito a reserva de um lote de 200.000 ações para subscrição o qual não estava sujeito a rateio.

Desta maneira, o montante de ações levado a mercado (*free float*), representa 25% do novo capital total da Renar Maçãs S/A, atendendo as exigências mínimas do Novo Mercado da Bovespa.

O preço de cada ação na oferta pública foi fixado em R\$1,60 (um real e sessenta centavos) e, portanto o valor total da oferta foi de R\$ 16.000.000,00.

Neste sistema de oferta por preço fixo, os investidores foram chamados para definirem se aceitavam o preço oferecido pela Renar ou não. A coleta de intenções de investimento não se destinava, portanto, a definir preço, mas a aprovar o preço pré-determinado. Sendo aprovado através de subscrição integral das ações ou ainda com

excesso de Pedidos de Reservas, a emissão era realizada. Caso as reservas não atingissem o montante da emissão, seria entendido que o preço estabelecido não foi aprovado pelo mercado e a emissão seria cancelada. Não havia portanto possibilidade de emissão parcial para atender eventuais Pedidos de Reserva, caso tais pedidos não atendessem o volume total da emissão.

Após a oferta pública, os acionistas controladores ficaram proibidos, por um período de até seis meses, de vender ações e direitos detidos no momento da operação e, após este período, as vendas permaneceram limitadas ao máximo de 40% dos saldos iniciais.

O montante obtido com a emissão, R\$16.000.000,00 (dezesesseis milhões de reais) tinha por objetivo atender ao plano de investimento e a necessidade de capital de giro da empresa para o exercício de 2005, conforme detalhamento projetado na tabela 1.

Tabela 1 – Plano de investimento com recursos da oferta pública.

Descrição do investimento	Montante	%
Compra de frutas de terceiros, visando aumento das exportações (capital de giro)	R\$ 8.100.000	50
Melhoria do sistema atual de classificação e armazenagem, visando a redução da mão-de-obra e o aumento da produtividade	R\$ 1.800.000	11
Aquisição de máquina para embalar maçãs em sacolas plásticas, visando agregar maior valor à fruta miúda	R\$ 1.200.000	8
Aquisição de câmaras frias com sistema de <i>rack</i> para resfriamento e armazenagem de <i>pallets</i> prontos para o embarque	R\$ 1.400.000	9
Redução das dívidas de curto prazo	R\$ 2.500.000	16
Custo (estimado) do processo de abertura de capital e emissão	R\$ 1.000.000	6
TOTAL	16.000.000,00	100

Fonte: Renar. Prospecto (2005).

Sobre a diluição patrimonial proveniente da emissão de novas ações, questão que muitas vezes emperra processos de abertura de capital, é apresentada a seguinte análise: em

30.09.2004 o patrimônio líquido da Renar era de R\$ 27.881.599,00, representado por 30.000.000 de ações ordinárias. Desta forma, o valor patrimonial (simples divisão do patrimônio pela quantidade de ações) da ação era, portanto de R\$ 0,93 (R\$ 27.881.599,00 / 30.000.000). Considerando-se que o mesmo valor patrimonial permaneceu até a data da homologação do aumento de capital, o valor patrimonial líquido passou a ser de (R\$ 27.881.599,00 + R\$ 16.000.000,00) = R\$ 43.881.599,00 e a quantidade de ações emitidas totalizou (30.000.000 + 10.000.000 = 40.000.000). Recalculando portanto o valor patrimonial (R\$ 43.881.599,00 / 40.000.000) chega-se ao novo valor patrimonial por ação que foi R\$1,10. Portanto, se deduz que os antigos acionistas não tiveram uma diluição no valor patrimonial da ação, mais sim uma valorização de cerca de 15%.

Por outra ótica, obviamente sucedeu-se uma redução na participação social dos controladores da Renar de 100% para 75%.

Pelo lado dos investidores, os quais desembolsaram R\$ 1,60 pela ação subscrita, que tinha valor patrimonial de R\$ 1,10, os mesmos compraram uma ação pagando um ágio de cerca de R\$ 0,50 por ação ou 31,25%.

3.6 Instituições contratadas e forma de colocação

A Renar não utilizou grandes bancos de investimento para a coordenação da operação e contratou exclusivamente instituições corretoras e distribuidoras nacionais para tal, desta forma as instituições: Elite CCVM Ltda, Fator CV S.A., Gradual CCTVM Ltda. Isoldi CVM S.A. Sagres DTVM Ltda, Spinelli CVMC S.A. e Título CV S.A. coordenaram a presente emissão de oferta pública, cuja distribuição foi realizada pelo regime de melhores esforços (*best effort*), tendo o contrato sido assinado em 18 de agosto de 2004 e aditado em 28.12.2004. A Elite CTVM foi escolhida a Coordenadora Líder.

Como a Renar utilizou o sistema de melhores esforços, não havia garantia sobre eventual parcela não colocada, e conforme deliberação da AGE de 16/12/2004, a oferta publica inicial somente seria mantida na hipótese de distribuição e colocação integral da totalidade das ações emitidas e colocadas em oferta pública; ou seja na possibilidade de não colocação integral da totalidade de ações emitidas, a emissão seria cancelada e as quantias, eventualmente depositadas pelos investidores, junto as Coordenadoras e as instituições contratadas seriam devolvidas.

A Gradual Corretora foi contratada também para ser a *formadora de mercado* das ações da Renar após a oferta pública, permanecendo ainda com a função. A formadora de

mercado tem como objetivo promover maior liquidez das ações de determinada companhia.

Como agente escriturador das ações (custodiante) foi escolhido o Banco Itaú.

3.7 Custo estimado da oferta para a emissora

De acordo com o prospecto definitivo (2005), os custos estimados pela Renar com o processo de abertura de capital, relacionados a coordenação, distribuição, registros e publicações totalizavam R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e eram distribuídos, segundo tabela 2.

Tabela 2 - Custo estimado da oferta para a emissora

EVENTO	% SOBRE O TOTAL DA EMISSÃO	CUSTO R\$
Coordenação	1,5%	240.000,00
Distribuição	2,5%	400.000,00
Custos legais	(*)	120.000,00
Publicações, Prospectos, Auditorias	(*)	90.000,00
CBLC, Análises e Avaliações	(*)	80.000,00
Custo de Registro da Emissão	(*)	48.000,00
Custos de transporte, hospedagem e eventuais	(*)	22.000,00
TOTAL	(*)	1.000.000,00

Fonte: Renar. Prospecto (2005).

(*) Estes custos foram estimados. Não estavam incluídos nos custos acima a taxa trimestral de fiscalização da CVM e a anuidade da BOVESPA por não serem consideradas custos da emissão.

Já a tabela 3, demonstrará o percentual do custo da distribuição, em reais e por ação, em relação ao valor da emissão.

Tabela 3 - Percentual do custo de distribuição em reais e por ação em relação ao valor da emissão

ITEM	VALOR TOTAL	%	VALOR POR AÇÃO	%
Custo de Distribuição	R\$ 1.000.000,00	6	R\$ 0,10	6
Valor Líquido p/ Emissora	R\$ 15.000.000,00	94	R\$ 1,50	94
Valor Total Captado	R\$ 16.000.000,00	100	R\$ 1,60	100

Fonte: Renar. **Prospecto** (2005).

3.8 Justificativa do preço de emissão.

A Comissão de Valores Mobiliários, órgão regulador do mercado estabelece com base na legislação em vigor (parágrafo 1.º do artigo 170 da Lei 6404 de 15 de dezembro de 1976) que o estabelecimento do preço das ações deve levar em conta:

- a) A perspectiva de rentabilidade da companhia;
- b) o valor do patrimônio líquido da ação;
- c) a cotação de suas ações em Bolsa ou Mercado de Balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado (no caso de oferta secundária).

Porém, a própria Comissão de Valores Mobiliários, reconhece que o mercado é o grande regulador dos preços das ações e portanto, a CVM permite através do artigo 44 da Instrução 400/03, que coletas com intenção de investimentos, com ou sem o recebimento de reservas, possam ser realizadas a partir da divulgação do Prospecto Preliminar e desta forma, o artigo 44 da instrução 400/03 permite colher intenções de investimento. A CVM permite ainda, com base na mesma instrução que o preço apresentado aos investidores seja na *forma variável* para que o valor final seja estabelecido pela média das ofertas recebidas, ou ainda que seja apresentado um *preço único* para o mercado decidir, se o aceita ou não. Esta modalidade de preço fixo portanto foi a forma de oferta pública escolhida pela Renar. Mas ao estabelecer este critério de colocação uma condição importante foi imposta. Era necessária que a emissão fosse integralmente subscrita ou então, a mesma seria cancelada.

Segundo a Renar, esta decisão foi motivada pelo fato de que os recursos para a realização dos projetos precisavam ser integralmente captados.

O preço de emissão, como visto, foi definido em R\$1,60, sendo a oferta por preço fixo. *Mas por que R\$1,60?* Inicialmente cabe informar que o chamado “estudo de viabilidade e laudo de precificação” foi feito pela Fator Doria Atherino S.A Corretora de Valores.

A Fator Corretora utilizou o método do *valor econômico* da companhia, obtido por meio da análise do *fluxo de caixa descontado*. A avaliação econômico-financeira pelo método de *fluxo de caixa descontado* (FCD) consiste na apuração do *Valor Presente Líquido* (VPL) dos fluxos de caixa futuros da empresa, trazidos a valor presente por uma determinada taxa de desconto, que no caso da Renar foi, em média, de 16,5% a.a.; o valor presente encontrado então é somado ao valor residual resultante da perpetuidade deste fluxo, ao fim é deduzido o endividamento e então chega-se ao valor líquido da empresa.

Desta forma, com base nos dados financeiros públicos referentes a data base de 30 de junho de 2004 e também nas informações fornecidas pela Renar, a Fator Corretora projetou os resultados da Renar entre 2004 a 2010, utilizando, em média, 16,5% a.a. como taxa de desconto e 4% a.a. como taxa de crescimento da perpetuidade; encontrou então, o *valor econômico* da companhia como sendo R\$ 81.467.200,00 e portanto, dividindo-se pela quantidade total de ações após a emissão, 40.000.000, o preço sugerido por ação foi de R\$ 2,04. Este valor era, portanto, 27,5% superior ao preço praticado de R\$1,60.

Aqui é também relevante a apresentação resumida de alguns dados financeiros, a fim de analisar o *valor patrimonial* (VPA) das ações. Em 30.09.04 o patrimônio Líquido era de R\$ 27.881.599,00, como a emissão pretendia captar R\$ 16.000.000,00 o patrimônio líquido após a emissão passaria a ser de R\$ 43.881.599,00 e a quantidade de ações após a emissão saltaria de 30.000.000 para 40.000.000. Estes dados permitem calcular o novo *valor patrimonial* por ação da Renar em R\$ 1,10; porém o valor da ação na emissão foi estipulado em R\$ 1,60, desta forma, após emissão, existia um ágio em relação ao *valor patrimonial* de R\$ 0,50 ou seja 45%.

Enfim, em resposta a pergunta sobre o *motivo da definição do preço de emissão em R\$ 1,60 por ação*, segundo a Renar, este valor foi estipulado juntamente com os Coordenadores por ser considerado o preço justo e também por se aproximar da *média ponderada* entre os dois valores encontrados, ou seja entre o preço de R\$2,04 estabelecido pelo estudo de precificação da Fator e o valor patrimonial final de R\$ 1,10. Salienta-se ainda que a adoção da Governança Corporativa também foi considerada pela Renar e pelas

Coordenadoras quanto a definição do preço de emissão, pois o mercado dá mais valor as empresas que atendem as regras do Novo Mercado.

3.9 Governança corporativa e o novo mercado

A Renar foi a primeira empresa do setor agrícola a integrar o Novo Mercado. Para tanto, foi necessário que a Renar se adequasse e cumprisse integralmente as normas e condições estabelecidas para o Novo Mercado da Bovespa.

Para tanto, a Renar, a partir do anúncio de início de distribuição pública primária de ações, comprometeu-se também com as seguintes exigências:

- a) Os controladores e administradores não poderão vender e/ou ofertar à venda quaisquer ações ou derivativos destas de que eram titulares, quando do início de negociação dos valores mobiliários da companhia no Novo Mercado; após este período inicial de 6 (seis) meses, o controlador e os administradores não poderão, por mais 6 (seis) meses, vender e/ou ofertar a venda mais de 40% das ações e derivativos destas de que eram titulares quando do início de negociação dos valores mobiliários da companhia no Novo Mercado;
- b) assinatura por parte dos controladores, administradores, conselheiros de administração e fiscal do Termo de Anuência à Câmara de Arbitragem do Mercado;
- c) elaborar e divulgar a partir das demonstrações financeiras referentes ao 2.º exercício, após a obtenção de autorização para negociar no Novo Mercado, Demonstrações Financeiras Trimestrais e Anuais de acordo com os padrões internacionais estabelecidos pelo regulamento do Novo Mercado;
- d) realizar pelo menos uma reunião pública anual com analistas, acionistas e investidores para divulgar informações quanto à situação financeira da empresa, projetos e perspectivas de seus negócios;
- e) enviar à Bovespa, anualmente, até o final de janeiro de cada ano, o calendário informando os eventos programados de acordo com formulário padrão desenvolvido pela Bolsa;
- f) enviar os formulários IAN, ITR e DFP, com as informações adicionais previstas no regulamento do Novo Mercado;
- g) manter um percentual mínimo de 25% de ações em circulação;

- h) na hipótese de alienação de controle, oferecer aos acionistas minoritários, através de oferta pública a ser realizada no prazo máximo de 90 (noventa) dias, após a alienação do controle, tratamento igualitário que permita aos mesmos alienar suas ações nas mesmas condições de preço e demais condições, pagos pelos adquirentes aos controladores; e
- i) adesão à Câmara de Arbitragem de Mercado para as disputas ou controvérsias, relacionadas ao regulamento de listagem do Novo Mercado, ao Estatuto Social, as disposições das Leis da S.A. e as outras normas do Mercado de Capitais.

3.10 Cronograma

A oferta pública inicial da Renar Maçãs S.A, tinha como cronograma previsto da operação, o apresentado no quadro 1, o qual foi inteiramente cumprido.

Nº	EVENTOS	DATA
1-	REGISTRO DA EMISSÃO NA CVM	24.01.2005
2-	INÍCIO DO AVISO AO MERCADO DISTRIBUIÇÃO DO PROSPECTO FÍSICO E ELETRONICO	02.02.2005
3-	INÍCIO DO PERÍODO DE RESERVA E DATA DO PEDIDO DE RESERVA DAS PESSOAS VINCULADAS	14.02.2005
4-	ENCERRAMENTO DO PEDIDO DE RESERVA	18.02.2005
5-	PUBLICAÇÃO DO ANÚNCIO DE INÍCIO DE DISTRIBUIÇÃO	22.02.2005
6-	DATA DA LIQUIDAÇÃO JUNTO À CBLC E DA CBLC COM A EMISSORA	25.02.2005
7-	CERIMONIA DE INÍCIO DAS OPERAÇÕES NA BOVESPA	28.02.2005
8-	DATA DA PUBLICAÇÃO DO ANÚNCIO DE ENCERRAMENTO	07.03.2005
9-	ELITE CTVM E RENAR PRESTAM CONTAS À CVM	09.03.2005

Quadro 1 – Cronograma previsto da operação
Fonte: Renar. **Oferta pública de ações.** (2005).

3.11 Análise da oferta pública da Renar Maçãs S.A

A determinação do lote mínimo de 1.000 ações e do máximo de 500.000 ações provocou uma grande pulverização na colocação dos papéis provenientes da oferta pública inicial. A demanda foi superior ao total de ações ofertado, mas como não havia emissão de lote adicional para atender a demanda excedente ao volume da emissão, foram atendidos todos os pedidos até o valor do lote mínimo e aplicado o rateio, na base de pouco menos de 25%, sobre as reservas acima deste valor, sem distinção entre pessoas físicas e jurídicas.

No questionário e na entrevista aplicados exclusivamente para confecção desta monografia, objetivando apresentar as opiniões da empresa acerca do processo, o Sr. Ricardo Sampaio Corrêa Filho, diretor de RI da Renar, foi questionado inicialmente sobre as implicações legais e regulamentares impostas pelo processo, tanto durante quanto após a abertura e como a Renar passou a lidar com esta mudança, de maneira que o mesmo respondeu que *“A Renar sempre teve uma história de transparência controle, auditoria, portanto mesmo sendo um choque, ele não foi tão grande como de uma empresa totalmente fechada. Contamos também com o apoio de nossos coordenadores, conselheiros e a contratação de profissional do mercado para isso”*.

Questionou-se também o Sr. Ricardo Sampaio Corrêa Filho, sobre a posição dos controladores e gestores da Renar diante da decisão de abertura de capital uma vez que *“abrir o capital significa, em síntese, ter novos sócios”*. O Sr Ricardo afirmou que *“Mesmo que a empresa soubesse da transformação de postura que seus administradores iriam passar, somente o fato trouxe a realidade a tona, e a cia, teve que se remodelar e se ajustar as novas regras de comando, transparência e amadurecimento. O processo anterior a abertura teve um período de 2 anos, e ainda hoje ,após 1 ano após a abertura a cia esta em transformação”*.

O Sr. Ricardo também afirmou, quanto ao conhecimento e participação dos colaboradores, que *“Todos souberam da operação e quais as possíveis mudanças envolvidas. Hoje o grau de participação e sugestão a dos funcionários é muito maior, e muitos deles, por serem minoritários, estão mais comprometidos com a Renar e seu resultado”*.

É importante ressaltar que o modelo de oferta pública da Renar Maçãs S/A, *contrariou os padrões* atuais para este tipo de operação, por pelo menos quatro fatores, a citar:

- a) *Porte da operação*: O volume total da operação, R\$ 16 milhões é considerado pequeno e, portanto *“fora dos padrões”* de mercado para este tipo de operação; a última oferta com tamanho semelhante ocorreu em 1996, com a Panex S.A;
- b) *não teve a chancela de um grande banco como coordenador da operação*: a empresa dispensou os grandes bancos e contratou exclusivamente corretoras e distribuidoras de valores mobiliários, sendo a Elite Ctv m a coordenadora líder; participaram ainda do processo como coordenadoras: Fator, Gradual, Isoldi, Sagres, Spinelli e Título;

- c) *foi voltada exclusivamente para investidores nacionais*: baseado no volume modesto da operação, a Renar procurou direcionar a oferta exclusivamente para os investidores nacionais; contudo, na prática ela também acabou sendo direcionada para as pessoas físicas, isto porque o “apetite” dos investidores institucionais exige ofertas de maior porte;
- d) *oferta por preço fixo*: a Renar também seguiu um caminho alternativo na determinação do preço dos seus ativos, no lugar do sistema de *bookbuilding*, ultimamente difundido pelos grandes bancos, em que o mercado forma o preço do papel, ou ainda pelos tradicionais leilões, a Renar utilizou a mais simples e menos ambiciosa forma de emitir ações, a oferta a preço fixo, em que a companhia estipula quanto quer receber pelos papéis e o mercado decide se aceita ou não, ou seja, se o mercado concordar com o preço, a operação é concretizada, caso contrário à operação é cancelada; “Foi possível optar pelo preço fixo porque se tratava de uma operação pequena. Qualquer prejuízo com a determinação prévia do valor da ação não seria tão expressivo”, explica Ricardo Nogueira, superintendente de operações da Bovespa, que não via ofertas com preço fixo há pelo menos dez anos.

Quanto à decisão pela oferta por preço fixo, o Sr. Ricardo Sampaio Corrêa Filho, salientou que *“na verdade, a operação foi diferente das atuais, mas não diferentes das operações realizadas no Brasil, em fase anterior (anos 80), em suma; por ser voltada a pessoa física, em função do porte, a forma de preço fixo, nos pareceu a mais adequada, pois garantiria ao investidor o pleno conhecimento das regras do jogo. Até então, o processo de bookbuilding, era conhecido pelos investidores institucionais e a fatia de mercado de investidores pessoais não eram relevantes, diferentemente do nosso caso”*.

Quanto a não utilização de um grande banco de investimento como coordenador, o Sr Ricardo Sampaio Corrêa Filho afirmou ainda que como a Renar entendia que o foco da emissão eram as pessoas físicas, *“as corretoras estariam mais próximas desse tipo de cliente, além disso também dispunham de profissionais capacitados com passagem em grandes bancos de investimento e ofereciam custos mais acessíveis. Na oportunidade esta decisão nos pareceu a mais acertada. E foi!”*.

Sobre a escolha das instituições ele declarou *“conhecíamos alguns profissionais, que já prestavam serviços a Renar, e estes indicaram outros, que nos visitaram e participaram do processo de discussão sobre a possibilidade, o que no decorrer do*

mesmo, acabou acontecendo naturalmente, com a saída de alguns e a entrada de outros interessados”.

Sobre a forma de colocação das ações, como visto na fundamentação teórica, o regime de melhores esforços (*best effort*) é aquele em que as instituições não assumem responsabilidade sobre eventuais lotes não colocados, ficando o risco totalmente com a emissora. Desta forma, Casagrande Neto (2001) não recomenda este tipo de regime de colocação para ofertas iniciais, tendo em vista a possibilidade de uma operação mal sucedida que afastaria a empresa do mercado por longos períodos. Mas mesmo contrariando a teoria, a oferta pública inicial da Renar foi um sucesso pois a demanda superou a oferta e foi necessário o rateio parcial do lote ofertado, além disso, implicou em custos menores de colocação para Renar Maçãs S.A. em virtude de não existir garantia de colocação.

Questionado sobre a percepção de sucesso da operação, por parte da Renar, o Sr. Ricardo Sampaio Corrêa Filho, apontou as principais ações adotadas pela Renar ao longo do processo de abertura de capital que garantiram uma forte demanda pelas ações na abertura *“Transparência de informações, visitas de potenciais investidores e agentes do mercado a empresa, informações sobre os números, estratégias e controles”.*

Analisando agora as expectativas traçadas antes do processo de abertura e as mais eloqüentes vantagens observadas após o mesmo, o Sr. Ricardo afirmou que a maioria das expectativas foi alcançada, *“porém alguns agentes, não aceitam a condição da empresa, pois a sua profissionalização acabou criando sistemas de controle, custos e de relacionamento que os afetava. O grande ganho, foi, interno, pois a empresa, hoje é muito mais responsável e comprometida com a modernidade, responsabilidade, crescimento, controle e resultado. A vinda de profissionais contratados, ou ao conselho de administração e fiscal, alterou substancialmente o mecanismo de decisão e garante a perenidade da Renar”.*

Em contrapartida, analisando-se limitações e conseqüências negativas observadas após o processo de abertura de capital o Sr Ricardo disse que *“A Renar, passa a ser uma das poucas (2) empresas com transparência no setor, portanto a base de comparação não é igualitária, e distorce a análise dos agentes envolvidos”.*

Apesar do sucesso da colocação inicial, as ações da Renar amargam expressiva desvalorização desde seu lançamento. No pregão de 01 de março de 2006, portanto um ano após a emissão, as ações eram cotadas a R\$ 0,73 por ação, ou seja, menos da metade do

preço de lançamento. No mesmo período, o Ibovespa, principal índice da Bolsa de valores de São Paulo, registrava valorização de mais de 37%.

Interrogado sobre como a Renar avalia o desempenho de suas ações no período pós-abertura o Sr. Ricardo Sampaio Corrêa Filho respondeu que *“o mercado apenas refletiu o resultado da companhia, que não obteve no mercado externo, visto a queda cambial, o resultado esperado. Um reflexo, não desejado mas normal, em função dos números apresentados”*; Complementou ainda afirmando *“Entendemos que o mercado é um sinalizador, e representa uma das fontes de informação de como nossos acionistas e o mercado estão nos avaliando”*.

Sobre um possível retorno da Renar ao mercado para uma nova oferta ou emissão de debêntures o Sr Ricardo respondeu que *“Em função da rentabilidade e dos resultados recentes, nossos planos nesse sentido estão postergados, até pelo menos dois anos de lucros consistentes”*. Porém o Sr Ricardo acredita que a *“reformulação proposta no 3.º trimestre de 2005 está evoluindo e começa a apresentar resultados. Nossos custos se reduziram e acreditamos que iremos nos recuperar. Estamos discutindo junto com o nosso conselho, as estratégias de médio e longo prazo. Nesse sentido, achamos que o mercado vai reconhecer nosso trabalho e as cotações no futuro vão subir, refletindo isso”*.

Quanto ao aspecto dos custos relativos ao processo de abertura e oferta pública de ações, eles foram 50% superiores aos previstos, totalizando R\$ 1.500.000,00 conforme informação do Sr. Ricardo.

Além da Renar Maçãs S.A, diversas empresas têm buscado o mercado de capitais e aberto seu capital, em 2005, captou-se R\$ 16,4 bilhões em operações de ofertas primárias e secundárias de ações, um recorde, segundo Cotias (2005); e a expectativa é que 2006 tenha também um desempenho, no mínimo, semelhante à 2005, pois a tríade juros decrescentes, alta liquidez internacional e valorização expressiva dos mercados têm atraído diversas empresas para o mercado. Do total captado em 2005, estima-se que 70% das ações tenham sido compradas pelo capital externo.

As tabelas dos anexos 4 e 5 apresentam as empresas que fizeram ofertas de ações entre 2004 e início de 2006 e suas respectivas rentabilidades.

A participação dos pequenos investidores tem crescido significativamente na Bovespa, segundo Napolitano (2005), porém eles não são ainda capazes sozinhos, sustentar uma emissão, além disso, tendem no primeiro susto há criar um forte movimento de vendas que reduz os preços e precipita ainda mais as quedas nas cotações.

A estréia da Renar Maças na Bolsa foi considerada pelos analistas um fracasso, segundo Napolitano (2005), é o que afirma Alexandre Bettamio, diretor do Banco UBS segundo qual, o tamanho de uma companhia aliada a uma oferta expressiva, de no mínimo 100 milhões de dólares são necessários para o sucesso de uma oferta publica. “Uma companhia que faz uma emissão deste porte tem, em geral, um valor de mercado que é o triplo disso”. Ocorre que captações menores não conseguem atrair os investidores institucionais, sejam eles nacionais ou estrangeiros, que são os maiores compradores. Desta forma, “o volume precisa ser grande para atender esses investidores que colocam pelo menos 1 milhão de dólares em cada emissão” afirma José Olympio Pereira, diretor do Banco CS First Boston.

A oferta da Renar portanto, seguindo Napolitano (2005), não foi bem recebida pelos analistas, que afirmam que a oferta foi muito pequena, apesar da empresa ser boa.

Seguindo a mesma linha, em Cotias (2006), Alexandre Bettamio do Banco Ubs, afirma que “o mais relevante são os fundamentos das empresas, mas quando uma operação é muito pequena sempre fica a preocupação com a liquidez dos papéis depois”. Ele utiliza como exemplo a Renar Maças, dizendo que ela praticamente não tem negócios.

O RI da Renar, Sr. Ricardo Sampaio, responde a questão do porte afirmando que empresas como a Marcopolo, Randon, e Perdigão também eram modestas quando abriram seu capital; desta maneira, a Renar, mais uma vez mostrou-se pioneira, inaugurando uma onda de empresas menores que abrirão seu capital nos próximos anos no Brasil, e que este fator “já pode ser observado agora em 2006, pois as empresas que estão abrindo seu capital são menores que as que abriram em 2005”.

Quanto a questão da liquidez das ações, o Sr. Ricardo Sampaio, rebate a crítica afirmando que desde seu lançamento, as ações da Renar foram negociadas em 97% dos pregões, e que justamente pensando neste aspecto, a companhia contratou a Gradual Corretora como formadora de mercado de seus papéis. Ressalta ainda que deve ser feita uma distinção entre volume e liquidez, pois “liquidez as ações têm! O que elas não têm é volume suficiente para atender investidores estrangeiros”.

Lethbridge (2006) cita dentre os diversos casos de ofertas publicas recentes, Renar, Grendene e Uol como aquelas que mais trouxeram perdas aos seus acionistas. E entre elas, a Renar Maças é aquela que é vista com mais ressalvas, novamente devido ao seu pequeno valor de mercado, apenas 28 milhões de reais, que quando comparados aos 7,2 bilhões da Cosan, por exemplo, outra companhia que atua no agronegócio, ficam realmente modestos.

Segundo Lethbridge (2006), a Renar Maçãs não foi bem recebida desde o início, pois a percepção dos investidores era de que se tratava de uma empresa pequena e despreparada para a operação, que estava abrindo seu capital não por convicção, mas seguindo uma espécie de efeito manada.

Lethbridge (2006) cita o Senhor Elvito Coldebella, diretor responsável pelas relações com os investidores na época "*Eu não tinha experiência com o mercado de capitais*". Coldebella era o contador da companhia, e a Renar não tinha sequer uma página com informações na internet. "*Não era a minha praia. Eu entendia de maçãs, mas os investidores não queriam saber disso, e sim do retorno financeiro*". Meses após a abertura de capital, o valor dos papéis havia sido reduzido a quase 50%.

Segundo Lethbridge (2006), ele conclui que o “desempenho da Renar é uma prova dos riscos que as empresas correm ao encarar o mercado sem antes desenvolver uma sólida musculatura”. Para evitar fiascos, as companhias passam por um processo rigoroso, e caro, que pode levar anos de preparação.

A Bovespa está criando um segmento para empresas de menor porte que estão abrindo seu capital, como era o caso da Renar Maçãs, na época da sua oferta pública. A finalidade do *Bovespa Mais* é angariar ações de companhias com perspectivas de crescimento, comprometidas com a ampliação de sua base acionária e com a observância das melhores práticas de governança corporativa, cujas ações não reúnam, ainda, as condições de liquidez compatíveis com os segmentos principais da Bovespa. Isso proporcionará a estas companhias um acesso gradual ao mercado de capitais.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste capítulo são apresentadas as conclusões desta monografia, abrangendo, principalmente o confronto do problema da pesquisa e os objetivos do trabalho com os resultados alcançados.

Verifica-se que a pergunta da pesquisa e o objetivo geral foram estruturados em torno da investigação das vantagens e limitações de uma empresa ao abrir seu capital e fazer a oferta pública de ações, no contexto da legislação brasileira. A resposta à pergunta da pesquisa e a concretização daquele objetivo foram proporcionadas pela avaliação do estudo de caso aplicado na Renar Maçãs S.A.

Verificou-se que a Renar usufruiu vantagens com o processo de abertura de capital, tais como a possibilidade de realizar integralmente seu plano de investimento para 2005, utilizando-se dos recursos capitados por este. Transformar-se em uma companhia aberta, trouxe ganhos de ordem cultural significativos, tais como a profissionalização de sua gestão, a possibilidade da perpetuidade da empresa, a criação de liquidez para o patrimônio dos acionistas, o comprometimento dos colaboradores com o crescimento e o resultado, a facilitação do processo sucessório ou de eventuais arranjos societários. Outros benefícios foram ainda: a melhoria da imagem institucional, principalmente junto aos clientes e, do ponto de vista financeiro, a divisão do risco com os novos sócios e o menor “custo do dinheiro”, junto às instituições bancárias, devido a maior transparência da companhia.

Por outro lado, surgiram também limitações com o processo, como a necessidade de divulgar informações, aliada ao fato da Renar ser das poucas empresas com transparência no setor em que atua. Também a influência de novos acionistas nas decisões estratégicas, já que todas as ações alienadas dão direito a voto. Outro aspecto negativo é o acréscimo dos custos administrativos, com auditorias, contábeis, com publicações legais etc. Mas o fator que mais pesou negativamente foi a oferta pública ter sido mal recebida por parte dos agentes do mercado, o que, aliado à forte desvalorização dos papéis desde o lançamento e a queda dos resultados da companhia, acabaram “engessando” as possibilidades da Renar de retornar, no curto prazo, ao mercado para futuras operações, além de terem prejudicado a imagem da mesma junto a parcela dos investidores.

Relativamente aos objetivos específicos, verifica-se que o primeiro era analisar o processo de abertura de capital, contemplando-se aspectos legais e regulamentares, identificando-se os custos e as conseqüências tanto teóricas, quanto práticas no caso da

Renar Maçãs S.A. Constata-se que essa formulação está detalhadamente apresentada no trabalho e possibilitou a elaboração de questionário e entrevista aplicados junto ao Diretor de Relações com Investidores da Renar, as quais serviram como mais rico instrumento de coleta de dados do caso estudado.

O objetivo seguinte era analisar as causas que levaram a Renar Maçãs S.A a fazer a oferta pública inicial (*IPO*) de ações e lançar suas ações na Bovespa em 28 de fevereiro de 2005. Da mesma forma, este objetivo foi atendido, tendo-se em vista que foi exposta a opinião do Presidente da Renar, do antigo diretor de RI e também do atual diretor de RI da Renar, sobre as motivações da empresa em buscar o mercado de capitais e realizar a oferta pública de ações.

Partindo-se para o terceiro objetivo, o qual trata da identificação das ações adotadas pela empresa ao longo do processo de abertura de capital, observa-se que a Renar primou pela transparência das informações, incitou os funcionários a conhecerem e participarem da oferta pública, permitiu a visita de potenciais investidores e agentes do mercado e divulgou informações sobre números, estratégias e controles.

O quarto objetivo, voltado a identificação dos órgãos, entidades, agentes e empresas participantes do processo de abertura de capital da Renar Maçãs S.A., concretizou-se por meio da descrição destes órgãos (CVM, Bovespa) e agentes (corretoras, distribuidoras) bem como do papel de cada um no processo. Foi ainda possível apresentar que a seleção destas instituições financeiras e consultores pela Renar baseou-se inicialmente no critério de contatar inicialmente “aqueles que já prestaram serviços à companhia”, os quais acabaram também indicando outros para participarem do processo de discussão sobre a abertura de capital; desta forma, ao longo do processo, alguns saíram permitindo a entrada de outros interessados.

O último objetivo trata da avaliação do desempenho da empresa no período pós-abertura. Aqui se pode verificar que a avaliação do processo de abertura de capital da Renar, para ser completa, deve considerar duas óticas distintas, sendo a primeira a da própria companhia e a segunda a do mercado. Analisando-se o ponto de vista da Renar, o processo de lançamento das ações (*IPO*) foi um sucesso, pois o objetivo de captação de R\$ 16.000.000,00 foi inteiramente satisfeito, permitindo que a companhia realizasse seus investimentos com recursos “baratos”. O processo de lançamento de ações foi concluído com êxito, tendo a demanda pelos papéis superado o lote ofertado, e como não havia lote adicional foi necessário, inclusive, fazer rateio de parte das reservas.

Abordando-se, entretanto, a ótica do mercado, a oferta foi frustrante, inicialmente porque o montante total da oferta pública, R\$16.000.000,00 bem como o porte da companhia, despontam negativamente para os padrões atuais do mercado; isto fez com que os investidores institucionais se ausentassem do processo e predominantemente as pessoas físicas participassem do lançamento. A Renar também apresentou maus resultados após a abertura, o que contribuiu para forte desvalorização de suas ações, em um período em que o IBOVESPA se valorizou em mais de 30%.

Vale destacar, ainda, o fato de no biênio 2004/2005, outras várias companhias buscarem o mercado para fazer oferta pública e a imensa maioria terem apresentado expressiva valorização de seus títulos; isso faz com que a Renar passe a ser constantemente apresentada em reportagens e entrevistas de especialistas sobre o assunto como um “case” mal sucedido de oferta pública; isto corrobora para o enfraquecimento da imagem da companhia frente o mercado e dificulta eventuais desejos de futuras emissões pela mesma.

Desta forma, acredita-se que a Renar tenha primeiramente que fortalecer sua imagem junto ao mercado de capitais, provando que sua abertura de capital foi uma decisão acertada e que a companhia está preparada para manter-se no mercado. Assim, deverá respeitar direitos dos acionistas minoritários, promover reuniões com analistas e investidores, prestar todo o tipo de informação relevante e também melhorar seus resultados, apresentando, ao menos, 3 anos de lucros consistentes. Estes fatores, aliados à valorização e aumento do volume e liquidez diário de suas ações no mercado, poderão possibilitar, num período não inferior a 3 anos e com mercado propício, que a Renar possa planejar seu retorno para lançamentos de debêntures, nova oferta pública ou mesmo pulverização do controle em bolsa.

Assim pode concluir-se que este trabalho alcançou pleno êxito na construção da resposta ao problema da pesquisa formulado e na concretização de seu objetivo geral e específicos.

REFERÊNCIAS

AGUILAR, Adriana. Cresce o apetite pela bolsa de valores. **Valor Econômico**, São Paulo, 28 março 2005. Disponível em: < <http://www.valoronline.com.br/veconomico/caderno/?show=index&n=&mat=2926832&edicao=1062>> Acesso em: 19 maio 2005.

ALVES FILHO, Antonio. **Adaptação estratégica na empresa pública do setor bancário**: o caso do Banco de Estado de Santa Catarina. 2000. 266 pág. Tese (doutorado em Engenharia de Produção), Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis – SC.

APIMEC. **Conceito de mercado de capitais e o papel da APIMEC**. Disponível em <<http://www.expomoney.com.br/palestras%202004/tutoriais/Apimec%20%20MILTON%20LUIZ%20MILIONI.pdf>> Acesso em 27 de maio de 2005.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

BAHIAINVEST. **Tipos de Empresas**. Disponível em < http://www.bahiainvest.com.br/port/guia/normas_tipos.asp?pai=8c> Acesso em 18 de maio de 2005.

BERTOLDI, Marcelo M (org). **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas**: comentários à lei 10.303 de 31.10.2001. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2002.

BOVESPA S/A. **Abertura de capital**. Disponível em:< http://www.abimaq.org.br/ceimaq/meta3/abertcapital_doc_m.htm> Acesso em: 25 de maio de 2005 (1).

_____. **Como e por que tornar-se uma cia aberta**. Disponível em:< <http://www.bovespa.com.br/pdf/guiaaber.pdf>> Acesso em: 31 de maio de 2005 (2).

_____. **Regulamento Novo Mercado**. Disponível em <www.bovespa.com.br/pdf/RegulamentoNMercado.pdf> Acesso em: 25 de fevereiro de 2006.

CASAGRANDE NETO, Humberto; **Abertura do capital de empresas no Brasil: um enfoque prático**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

CAVALCANTE FILHO, Francisco Silva; MISUMI, Jorge Yoshio. **Mercado de capitais**. 4. ed. Belo Horizonte: CNBV, 1998.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Jun. 2002. 13 p. Disponível em < <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>> Acesso em 14/02/2006.

COTIAS, Adriana. R\$ 16,4 bi em ofertas. **Valor Econômico**, São Paulo, 04 jan 2005. Eu & Investimentos, pág D1.

DABUS, Daniel de. Bolsa permitirá abertura de capital de pequena empresa. **Revista Consultor Jurídico**. São Paulo, 03 jan 2006. Disponível em:<http://www.bovespa.com.br/pdf/BOVESPAMais_Clipping_030106.pdf> Acesso em: 26 de fevereiro de 2006.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 14. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2001.

FRANCO, Thais. Em terra de gigantes. **Revista Capital Aberto**, São Paulo, ed. 19, pág 8-10, março 2005.

GRADILONE, Cláudio; NAPOLITANO, Giuliana. O Brasil descobre a Bolsa. **Revista Exame**. São Paulo, ed. 864, pág 24-30, março 2006.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

GROPELLI, A. A; NIKBAKHT, Ehsan. **Administração financeira**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 1998.

IPEA. **Padrão de financiamento das empresas privadas no Brasil**. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/pub/td/1999/td_0653.pdf> Acesso em 23 de junho de 2005.

LETHBRIDGE, Tiago. O que vem depois da Bolsa. **Revista Exame**, São Paulo, ed. 864, pág 32-33, março 2006.

MARTINS, Eliseu; IUDICIBUS, Sergio de. GELBCKE, Ernesto. **Manual de contabilidade das sociedades por ações**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1990.

MEURER, Elmar. Renar Maçãs entra no Novo Mercado. **Jornal Gazeta Mercantil**, São Paulo, 30 set. 2004. Caderno Finanças, pág B2.

NAPOLITANO, Giuliano. Abrir o capital é para poucas. **Revista Exame**, São Paulo, ed. 845, pág 100-101, junho 2005.

PEFRAN. **Anúncio de encerramento**. Disponível em <[http://pefran.com.br/empresas/eliteunderwriting/%5B8870%5Delite underwriting rem anuncio enc an%C3%BAncio de encerramento de renar ma%C3%A7%C3%AAs/internet/arte/%5B8870%5Delite underwriting rem Anuncio enc an%C3%BAncio de encerramento de Renar Ma%C3%A7%C3%AAs_4.pdf](http://pefran.com.br/empresas/eliteunderwriting/%5B8870%5Delite%20underwriting%20rem%20anuncio%20enc%20anuncio%20de%20encerramento%20de%20renar%20ma%C3%A7%C3%AAs/internet/arte/%5B8870%5Delite%20underwriting%20rem%20Anuncio%20enc%20anuncio%20de%20encerramento%20de%20Renar%20Ma%C3%A7%C3%AAs_4.pdf)>. Acesso em: 18 de novembro de 2005.

RENAR MAÇÃS S.A. **Oferta pública de ações**. Disponível em:< <http://www.cblic.com.br/cblic/download/acblic/apresentacaoRenar.pdf> > Acesso em: 18 de maio de 2005.

_____. **Prospecto**. Disponível em:< <http://www.renar.agr.br/docs/prospectodefinitivo.doc>> Acesso em: 18 de maio de 2005.

_____. **Anúncio de início**. Disponível em< <http://www.renar.agr.br/docs/inicio.pdf>> Acesso em: 18 de maio de 2005.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 1999.

SANDRONI, Paulo. **Novíssimo dicionário de economia**. 4. ed. São Paulo: Best Seller, 2000.

SEBRAE. **Legalização de empresas**. 2004. 26 pág. Disponível em: <<http://www.sebraesp.com.br/principal/melhorando%20seu%20neg%C3%B3cio/producao%20sebrae/saiba%20mais/legalizacao.aspx#>> Acesso em 18 de novembro de 2005.

TRIVIÑOS, A. N. S. **Introdução à pesquisa em ciências sociais**: a pesquisa qualitativa em educação. São Paulo: 1987.

TRUJILLO FERRARI, Alfonso. **Metodologia da pesquisa científica**. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1982.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 5. ed. São Paulo: Cortez, 2000.

YIN, Robert K. **Estudo de caso**: planejamento e métodos. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

ZAMBON, Maria Cristina Fleischmann Alves. **A Alternativa da aplicação dos conceitos de marketing e de vendas na gestão hoteleira**: um estudo de multicaso nas pousadas da ilha de Santa. 2004. 123 pág. Dissertação (mestrado em administração), Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis – SC.

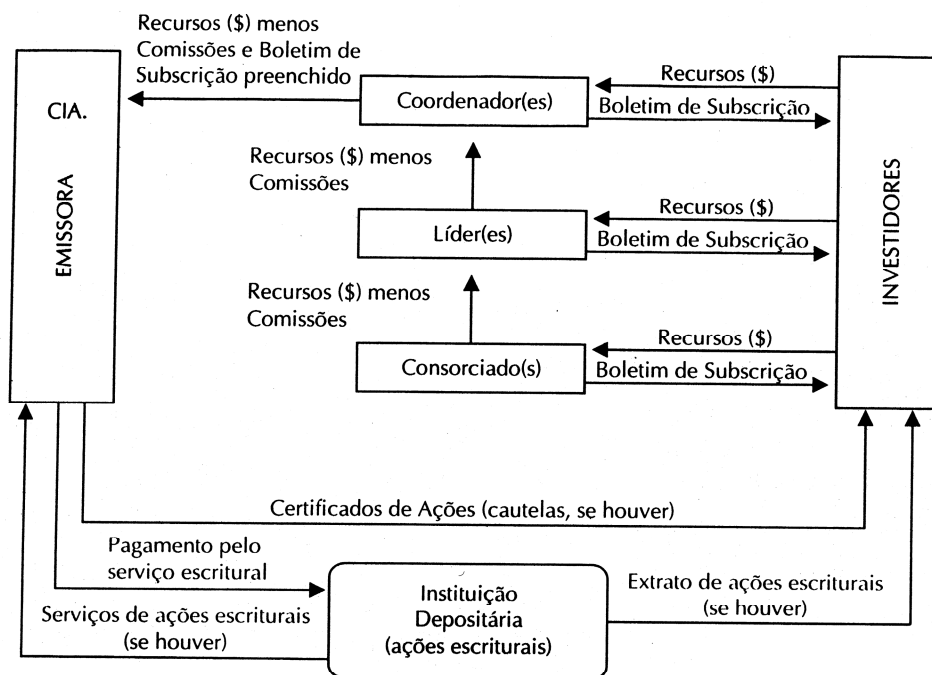
ANEXOS

Lançamento de ações – cronograma de etapas e responsabilidades.

Etapas	Partes Envolvidas					Inde- finido	Número de Semanas											
	Empresas e Consul- tores	Institui- ção(ões) Financei- ra(s)	CVM	Bolsa(s) de Va- lores	Investi- dor(es)		1ª	2ª	3ª	4ª	5ª	6ª	7ª	8ª	9ª	10ª	11ª	12ª
1ª Preparações Preliminares	X	X				■												
2ª Contratação da Instituição Financeira Coordenadora	X	X					■	■	■									
3ª Definição do preço, volume e demais características	X	X																
4ª AGE deliberativa da operação e período de exercício	X									■	■	■	■	■				
5ª Processos de obtenção de registros junto à CVM	X	X	X							■	■	■	■	■	■			
6ª Processo de Registro em Bolsa ou Mercado de Balcão	X	X	X	X														
7ª Formação do pool de distribuição		X								■	■	■	■					
8ª Marketing da operação		X			X													
9ª Anúncio de início de distribuição pública	X	X															■	
10ª Subscrição e Liquidação Financeira		X			X													■
11ª Anúncio de encerramento de distribuição pública	X	X																■

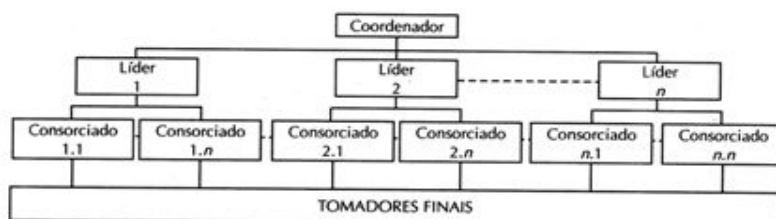
ANEXO 1: Quadro - Cronograma de etapas e responsabilidades no lançamento de ações.

Fonte: CASAGRANDE NETO, Humberto; Abertura do capital de empresas no Brasil: um enfoque prático. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000, pág 55.



ANEXO 2: Figura - Esquema de liquidação financeira de ações

Fonte: CASAGRANDE NETO, Humberto; Abertura do capital de empresas no Brasil: um enfoque prático. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000, pág 73.



ANEXO 3: Figura - Pool de Underwriting

Fonte: CASAGRANDE NETO, Humberto; Abertura do capital de empresas no Brasil: um enfoque prático. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000, pág 71.

ANEXO 4: Tabela – Lançamentos de ações na Bolsa desde 2004.

Data	Empresa	Natureza da distribuição	Segmento de listagem	Volume da oferta (R\$ M)	Preço da oferta
10/mai/04	CCR	Primária	Novo Mercado	375	23,50
26/mai/04	Natura*	Secundária	Novo Mercado	768	36,50
24/jun/04	Gol*	Mista	Nível 2	878	26,57
25/jun/04	ALL*	Mista	Nível 2	588	46,50
06/set/04	Weg	Secundária	Nível 1	319	7,20
24/set/04	Braskem	Mista	Nível 1	1.211	90,00
29/set/04	CPFL Energia*	Mista	Novo Mercado	821	17,22
29/set/04	Sabesp	Secundária	Novo Mercado	688	113,47
29/out/04	Grendene*	Secundária	Novo Mercado	617	31,00
19/nov/04	DASA*	Mista	Novo Mercado	437	20,00
22/nov/04	Porto Seguro*	Mista	Novo Mercado	377	18,75
09/dez/04	Gerdau ¹	Secundária	Nível 1	413	40,00
09/dez/04	Gerdau Met ¹	Secundária	Nível 1	88	55,00
15/dez/04	Bradespar	Primária	Nível 1	1.045	77,00

17/dez/04	Suzano Pet.	Mista	Nível 2	179	5,80
Total 2004		15		8.805	
31/jan/05	Unibanco	Secundária	Nível 1	718	15,65
28/fev/05	Renar Maças*	Primária	Novo Mercado	16	1,60
23/mar/05	ALL	Secundária	Nível 2	645	72,50
30/mar/05	Submarino*	Mista	Novo Mercado	473	21,62
13/abr/05	Ultrapar	Mista	Tradicional	362	40,00
28/abr/05	Gol	Mista	Nível 2	594	35,12
20/mai/05	Localiza*	Secundária	Novo Mercado	265	11,50
14/jun/05	TAM*	Mista	Nível 2	548	18,00
15/jun/05	AES Tietê	Secundária	Tradicional	1.060	0,04 ²
01/jul/05	Lojas Renner	Mista	Novo Mercado	886	37,00
13/jul/05	Energias do Br*	Mista	Novo Mercado	1.185	18,00
15/jul/05	OHL Brasil*	Mista	Novo Mercado	496	18,00
14/set/05	Unibanco	Secundária	Nível 1	1.765	20,49
15/set/05	Bradespar	Secundária	Nível 1	506	53,00
22/set/05	Cyrela	Mista	Novo Mercado	902	15,00
28/out/05	Nossa Caixa*	Secundária	Novo Mercado	954	31,00
18/nov/05	Cosan*	Primária	Novo Mercado	886	48,00
09/dez/05	Tractebel	Secundária	Novo Mercado	1.052	13,00
16/dez/05	UOL*	Mista	Nível 2	625	18,00
Total 2005		19		13.937	
02/fev/06	Iochpe	Secundária	Nível 1	340	19,25
08/fev/06	Vivax*	Mista	Nível 2	529	24,50
08/fev/06	Copasa* **	Primária	Novo Mercado	723	23,50
15/fev/06	Rossi Resid**	Mista	Novo Mercado	900	25,00
17/fev/06	Gafisa*	Mista	Novo Mercado	927	18,50
02/mar/06	Company*	Mista	Novo Mercado	283	16,00
09/mar/06	Totvs* **	Mista	Novo Mercado	400	32,00
09/mar/06	TAM**	Mista	Nível 2	1.496	42,00
Total 2006		8		5.598	
Total geral				28.339	
<i>* ofertas públicas iniciais / ** dados preliminares</i>					
<i>1. Leilão em bolsa / 2. Preço das ações PN</i>					

Fonte: http://portalexame.abril.com.br/static/aberto/complementos/864/numeros_864.html

ANEXO 5: Tabela – Resultado positivo na Bolsa

A maioria das empresas que abriram o capital nos últimos dois anos teve um bom desempenho no mercado financeiro (números em reais)						
Empresa	Setor	Data de estréia na Bolsa	Quanto foi vendido na estréia	Quanto a empresa valia na estréia	Quanto a empresa vale hoje	Valorização(2)
2004						
Natura	Cosméticos	Maio	768 milhões	3,1 bilhões	10,4 bilhões	237%
Gol	Aviação	Junho	878 milhões	5,2 bilhões	12,4 bilhões	138%
ALL(1)	Ferrovias	Junho	588 milhões	2 bilhões	5,7 bilhões	184%
CPFL Energia	Energia	Setembro	821 milhões	8,3 bilhões	15 bilhões	82%
Grendene	Calçados	Outubro	617 milhões	3,1 bilhões	1,8 bilhão	-41%
Dasa	Saúde	Novembro	437 milhões	1,1 bilhão	2,8 bilhões	158%
Porto Seguro	Seguros	Novembro	377 milhões	1,4 bilhão	3 bilhões	105%
2005						
Renar Maçãs	Frutas	Fevereiro	16 milhões	64 milhões	28 milhões	-56%
Submarino	Internet	Março	473 milhões	993 milhões	2,3 bilhões	130%
Localiza	Locação de veículos	Maio	265 milhões	728 milhões	2,3 bilhões	211%
TAM(1)	Aviação	Junho	548 milhões	2,6 bilhões	6,2 bilhões	138%
Lojas Renner(1)	Varejo	Julho	886 milhões	899 milhões	2,8 bilhões	211%
Energias do Brasil	Energia	Julho	1 185 milhões	3 bilhões	5,1 bilhões	73%
OHL	Energia	Julho	496 milhões	1,2 bilhão	2,1 bilhões	73%
Cyrela	Imóveis	Setembro	902 milhões	2,2 bilhões	6 bilhões	168%
Nossa Caixa	Bancos	Outubro	954 milhões	3,3 bilhões	5,3 bilhões	61%
Cosan	Açúcar	Novembro	886 milhões	3 bilhões	7,7 bilhões	156%
UOL	Internet	Dezembro	625 milhões	2,2 bilhões	1,9 bilhão	-14%
2006						
Copasa	Saneamento	Fevereiro	723 milhões	2,6 bilhões	2,7 bilhões	3%
Vivax	TV a cabo	Fevereiro	529 milhões	905 milhões	968 milhões	7%
Rossi(1)	Imóveis	Fevereiro	900 milhões	1,9 bilhão	1,9 bilhão	3%
Gafisa	Imóveis	Fevereiro	927 milhões	1,9 bilhão	2,5 bilhões	31%
Company	Imóveis	Março	283 milhões	549 milhões	615 milhões	12%
Totvs	Informática	Março	400 milhões	854 milhões	965 milhões	13%
Total						
			15,5 bilhões	53,1 bilhões	102,5	bilhões 87%
(1) As empresas já tinham ações na bolsa, mas sua presença era pouco expressiva. Essas operações são consideradas IPOs pelo mercado financeiro						
(2) Da data de estréia até 20 de março						

Fonte: http://portalexame.abril.com.br/static/aberto/complementos/864/bolsa_864.html

APÊNDICE

Segue, na íntegra, questionário com perguntas abertas aplicado junto ao Diretor de RI da Renar, Sr. Ricardo Sampaio.

Questionamentos:

1. O que motivou a Renar a realizar uma oferta pública inicial (IPO) de ações no mercado, tendo em vista a existência de outras fontes de financiamento? *A questão estratégica de longo prazo foi o que norteou a captação. outros fatores foram, a profissionalização da empresa e recursos para investimento*
2. Caso ocorresse um insucesso diante da oferta pública, que alternativas a Renar dispunha para realizar seu plano de capitalização e seus investimentos? *Por se tratar de uma questão estratégica, haveria o adiamento da abertura, e o investimento seria feito através de endividamento bancário.*
3. A afirmação de que “abrir o capital significa, em síntese, ter novos sócios”, causa muitas vezes certo desconforto perante os controladores. Diante dessa realidade, como se comportaram os administradores da empresa diante dessa decisão? Foi um processo de crescente amadurecimento da organização e de seus controladores, ou nunca houve dúvidas que este era o caminho a ser seguido? Quanto tempo durou esse processo decisório? *Mesmo que a empresa soubesse da transformação de postura que seus administradores iriam passar, somente o fato trouxe a realidade a tona, e a cia, teve que se remodelar e se ajustar as novas regras de comando, transparência e amadurecimento. O processo anterior a abertura teve um período de 2 anos, e ainda hoje, 1 ano após a abertura a cia esta em transformação.*
4. É possível identificar quais as principais ações adotadas pela Renar ao longo do processo de abertura de capital responsáveis pelo sucesso da operação? *Transparência de informações, visitas de potenciais investidores e agentes do mercado a empresa, informações sobre os números, estratégias e controles.*

5. A Emissão da Renar, contrariou os padrões para este tipo de operação por pelo menos quatro fatores, a citar: a) *porte da operação*; b) *oferta por preço fixo*; c) *não teve a chancela de um grande banco como coordenador da operação*; e d) *foi voltada exclusivamente para investidores nacionais*. Gostaria que o senhor comentasse a respeito desses fatores. *Na verdade, a operação foi diferente das atuais, mas não diferentes das operações realizadas no Brasil, em fase anterior (anos 80), em suma, por ser voltada a pessoa física, em função do porte, a forma de preço fixo, nos pareceu a mais adequada, pois garantiria ao investidor o pleno conhecimento das regras do jogo. Até então, o processo de book building, era conhecido pelos investidores institucionais e a fatia do mercado de investidores pessoais não eram relevantes, diferentemente do nosso caso. As corretoras por estarem mais próximo desse tipo de cliente e por terem profissionais com passagem em bancos, bem como custos mais acessíveis também nos pareceu a mais acertada. E foi.*
6. Como a Renar avalia o desempenho de suas ações no período pós-abertura? *O mercado refletiu o resultado da cia, que não obteve no mercado externo, visto a queda cambial, o resultado esperado. Um reflexo, não desejado mas normal, em função dos números apresentados.*
7. A Renar tem planos de retornar ao mercado para uma nova oferta ou emissão de debêntures? *Em função da rentabilidade e dos resultados recentes, nossos planos nesse sentido estão postergados, até pelo menos dois anos de lucros consistentes.*
8. Como a Renar vê o recente processo de pulverização de controle no mercado, praticado, por exemplo pela Renner e Embraer? Existe algum estudo em andamento? *Achamos que o futuro das empresas modernas é esse. As Cias citadas, tem porte e regras clara em seu estatuto para isso e vêem de histórias de má gestão, ou privatização, em tese, achamos que esse será um caminho natural da maioria das corporações, em nosso caso, ainda temos uma longa estrada para atingir esse quadro.*

9. Sobre as implicações legais e regulamentares impostas pelo processo, tanto durante quanto após a abertura, como a Renar passou a lidar com esta mudança? (ex: maior transparência, auditorias, comunicados). *A Renar sempre teve uma historia de transparência controle, auditoria, portanto mesmo sendo um choque, ele não foi tão grande como de uma empresa totalmente fechada. Contamos também com o apoio de nossos coordenadores, conselheiros e a contratação de profissionais do mercado para isso.*
10. Como se deu o processo de escolha dos agentes envolvidos no processo (consultores e corretoras)? *conheciamos alguns profissionais, que já prestavam serviços a cia, e estes indicaram outros, que nos visitaram e participaram do processo de discussão sobre a possibilidade, o que no decorrer do mesmo, acabou acontecendo naturalmente, com a saída de alguns e a entrada de outros interessados.*
11. De quanto foi o custo total do processo ? Inicialmente a empresa estimava um custo total de 1 milhão com o processo de abertura conforme o que pesquisei. *O custo total foi de 1.500.000,00*
12. As expectativas traçadas antes do processo de abertura foram atingidas? Quais as mais eloqüentes vantagens observadas após o processo de abertura de capital ? A relação com fornecedores e clientes foi afetada (positiva ou negativamente) após o processo? De que forma? *A maioria delas sim, porém alguns agentes, não aceitam a condição da empresa, pois a sua profissionalização acabou criando sistemas de controle, custos e de relacionamento que os afetava. O grande ganho, foi interno, pois a empresa, hoje é muito mais responsável e comprometida com a modernidade, responsabilidade, crescimento, controle e resultado. A vinda de profissionais contratados, ou ao conselho de administração e fiscal, alterou substancialmente o mecanismo de decisão e garante a perenidade da cia.*
13. Quais as limitações ou conseqüências negativas observadas após o processo de abertura de capital? *A Renar, passa a ser uma das poucas (2) empresas com transparência no setor, portanto a base de*

comparação não é igualitária, e distorce a análise dos agentes envolvidos.

14. Os níveis hierárquicos mais baixos participaram de alguma forma do processo? Caso positivo, de qual maneira isso foi feita e com qual objetivo? O aspecto da mudança cultural para uma companhia aberta foi trabalhado? *Todos souberam da operação e quais as possíveis mudanças envolvidas. Hoje o grau de participação e sugestão a dos funcionários é muito maior ,e muitos deles por serem minoritários , estão mais comprometidos com a cia e seu resultado .*
15. De que forma, a queda nas ações da empresa desde seu lançamento foi entendida? Quais fatores motivaram esta queda? A substituição do diretor de RI para um com perfil mais de mercado tiveram relação com essa queda nas cotações? *De certa forma isso esta respondido acima, mas sim, a cia é suscetível aos recados do mercado. Entendemos que o mercado é um sinalizador, e representa uma das fontes de informação de como nossos acionistas e o mercado estão nos avaliando.*
16. Os prejuízos assumidos pelo Clube de Investimento RENAR, que adquiriram um lote de 200.000 ações da companhia no lançamento causaram algum problema? *Muito pouco, uma vez que os cotistas por serem funcionários, tinham conhecimento do momento da cia...houve sim uma frustração, pelo trabalho que todos se envolveram.*
17. Qual a projeção que a empresa faz para o desempenho de seus papeis, levando em consideração um período de médio prazo? *A reformulação proposta no 3 tri de 2005 esta evoluindo e começa a apresentar resultados. Nossos custos se reduziram e acreditamos que iremos nos recuperar. Estamos discutindo junto com o nosso conselho, as estratégias de médio e longo prazo. Nesse sentido, achamos que o mercado vai reconhecer nosso trabalho e as cotações no futuro vão subir, refletindo isso.*