

# ABERTURA DE CAPITAL – O QUE TODOS DEVEM SABER



- *Principais fatores que levam uma empresa a abrir seu capital*
- *Conceitos básicos*
- *Fonte de recursos barata?*
- *Custo dos lucros retidos versus o custo do lançamento de uma ação*
- *Casos práticos interessantes e criativos*
- *Vantagens / Desvantagens*

**Autora: Maria Izabel Nunes** ([izabeln@uol.com.br](mailto:izabeln@uol.com.br))

- Administradora de Empresas graduada pela Universidade Mackenzie
- Em 1997, concluiu o CEA – Curso de Especialização de Analista de Mercado de Capitais, realizado pela FIPECAFI – ABAMEC
- Analista de Investimentos desde 1991. Foi analista *senior* do Banco Bradesco e atualmente é gerente da área de Corporate Finance do Banco Bandeirantes de Investimentos – Grupo Caixa Geral de Depósitos
- No 15º Congresso da ABAMEC sua monografia “PRINCIPAIS OPERAÇÕES NO MERCADO DE CAPITAIS E SUAS METODOLOGIAS DE AVALIAÇÃO”, recebeu o prêmio de melhor tese na categoria tema livre.

## ÍNDICE

	PÁG
◆ APRESENTAÇÃO	3
◆ CONCEITOS BÁSICOS	4
◆ CATEGORIAS DE AÇÕES	6
◆ O CONTROLE ACIONÁRIO	7
◆ A QUESTÃO DO ACIONISTA MINORITÁRIO	9
◆ OS OBJETIVOS DE UMA ABERTURA DE CAPITAL	11
◆ O QUE É NECESSÁRIO PARA A ABERTURA	13
◆ COLOCAÇÃO DE TÍTULOS	15
◆ ABERTURA DE CAPITAL: FONTE DE RECURSOS BARATA?	17
◆ CASO PRÁTICO I	20
◆ SOLUÇÃO DO CASO PRÁTICO I	23
◆ CASO PRÁTICO II	25
◆ SOLUÇÃO DO CASO PRÁTICO II	26
◆ CASO PRÁTICO III – PROPOSTA E SOLUÇÃO	27

## APRESENTAÇÃO

As empresas em seus primeiros anos de vida, em início de atividade normalmente contam com os recursos oriundos do capital inicialmente investido pelos acionistas mais os lucros retidos e capital de terceiros sob a forma de empréstimos.

À medida em que a empresa vai crescendo, sua necessidade de capitais aumenta até chegar ao ponto que, mesmo com o reinvestimento de lucros e a contratação de empréstimos, ela não consegue suprir a totalidade de sua necessidade de recursos. É nesta hora que se faz uma abertura de capital, onde investidores irão colocar recursos na empresa em troca dos dividendos e da valorização de suas ações, além de permitir que os acionistas iniciais permaneçam com o controle da empresa.

## CONCEITOS BÁSICOS

A abertura de capital ocorre toda vez que uma empresa emite títulos e valores mobiliários, que dependendo dos volumes envolvidos, podem ser negociados em Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão. De forma simplificada, caracterizam este processo o lançamento dos seguintes ativos:

*Tabela 1: Principais Títulos e Valores Mobiliários:*

<b><u>Título</u></b>	<b><u>Definição</u></b>
◆ Ação	Representa a menor parcela do capital de uma empresa. Por esta razão pode ser definida como fonte de recursos própria da companhia.
◆ Debênture	Título de dívida com perfil de longo prazo (pode ser ou não conversível em ações).
◆ Bônus de subscrição	Título que garante o direito de subscrever uma ação em condições de prazos e preços previamente determinados
◆ Partes Beneficiárias	Direito de remuneração especial, garantida pelos estatutos da empresa asseguradas a certos funcionários e membros da alta administração
◆ Notas Promissórias (Commercial Papers)	Títulos de dívida de curto prazo.

Por razões didáticas, trataremos de forma mais detalhada o processo de emissão de ações, visto que este representa a verdadeira abertura de capital, propiciando a pulverização do capital da empresa, o que conseqüentemente acarreta uma série de modificações na filosofia da companhia.

## CATEGORIAS DE AÇÕES

O capital de uma empresa pode ser representado por duas categorias de ações:

- Ordinárias: Títulos que representam o controle acionário da empresa e que por esta razão garantem a seus detentores o direito de tomada de decisões;
- Preferenciais: Como o próprio nome designa, estes títulos garantem a preferência no recebimento de dividendos. Estes títulos também dão direito a uma remuneração 10% superior a àquela paga para ações ordinárias.

Em mercados mais maduros como o norte-americano, uma ação preferencial possui “*status*” de dívida. Por esta razão os detentores destes títulos possuem condições de reaver parte do valor investido em caso da companhia entrar em processo falimentar, pois a eles é garantido o direito de participar da lista de credores da empresa.

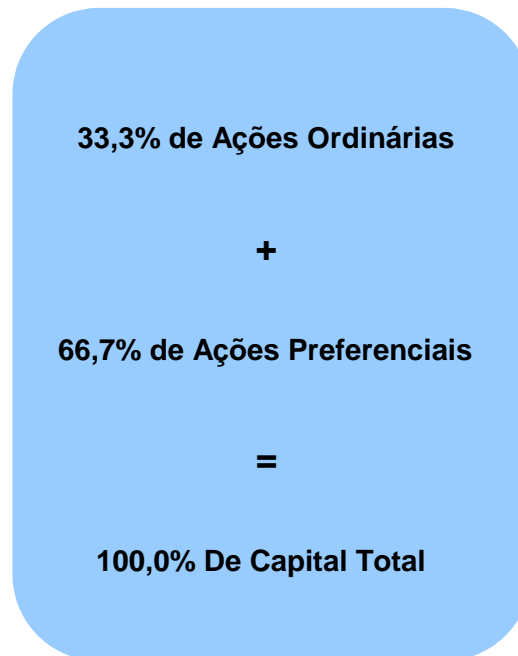
No caso brasileiro este evento não ocorre: a ação preferencial é considerada como parte do capital e o investidor que adquiri-las terá que observar as mesmas condições de risco impostas ao acionista controlador. Apenas em caso de prejuízos constantes da empresa que impeçam a distribuição normal dos dividendos por um período de 6 anos é garantido ao possuidor a transformação de suas ações preferenciais em ordinárias

## O CONTROLE ACIONÁRIO

De acordo com critérios estabelecidos na legislação brasileira (Lei 6.404/76) uma empresa poderá efetuar uma emissão de ações de qualquer uma das modalidades, respeitando o limite máximo de 1/3 para as ações ordinárias e 2/3 para as ações preferenciais.

Por esta razão, o controle acionário da empresa poderá ser detido por um grupo de investidores que possua apenas 17% do capital total da empresa, ou seja 51% x 33,3% das ações ordinárias:

*Quadro 1: Composição do capital social*



Obs: O capital de uma empresa poderá ser representado apenas por ações ordinárias, mas a mesma afirmativa não vale para ações preferenciais. Dentro deste contexto, pode-se deduzir que se o limite acima for atingido, uma nova emissão deverá contemplar apenas o lançamento de ações ordinárias.

*Quadro 2: Controle acionário*

**33,3% de Ações Ordinárias**

**X**

**51,1% Ordinárias sob Posse**

**=**

**17,3% Acionista Controlador**



## A QUESTÃO DO ACIONISTA MINORITÁRIO

Dentro deste cenário uma pergunta pode surgir: se somente os controladores possuem direito de decisão sobre o futuro da empresa, qual a vantagem em se possuir uma pequena quantidade de ações ordinárias ou até mesmo ser detentor de títulos preferenciais?

Este grupo de investidores, conhecidos como acionistas minoritários, possuem vários instrumentos de proteção de seus interesses, que são garantidos pela legislação em vigor destacando-se:

**Direito de Preferência:** Todo novo aumento de capital deve ser comunicado em jornais de grande circulação. As características dessa nova emissão, tais como preço de lançamento, quantidade de ações a serem emitidas e prazo de subscrição (no mínimo de 30 dias) devem estar presentes nesse anúncio. Assim o acionista minoritário possui o direito de efetuar a compra destes novos títulos, de forma a manter sua participação acionária original nas mesmas condições que os controladores e novos investidores. Caso a demanda seja inferior, as ações restantes poderão ser novamente distribuídas aos acionistas por um sistema conhecido como rateio. Se mesmo assim ainda existir excedentes de títulos, a empresa emissora poderá agrupá-los em blocos e em seguida efetuar leilão em Bolsa de Valores (esta operação, conhecida como “Block Trade”, será discutida de forma mais detalhada em tópico específico neste estudo);

**Direito de Retirada:** Caso o acionista minoritário não concorde com as decisões da administração da empresa ou de seu controlador, ele poderá se retirar da companhia, alienando para estes sua participação na empresa. No passado, sua posição acionária seria adquirida pelo valor patrimonial (traduzida pelo valor do patrimônio líquido da empresa no último balanço, dividido pelo seu número total de ações). De acordo com as últimas modificações realizadas na Lei das S.A., a participação acionária do minoritário dissidente poderá ser adquirida também pelo valor econômico da empresa (ou seja pelo valor que sua atividade operacional pode gerar).

## OS OBJETIVOS DE UMA ABERTURA DE CAPITAL

A razão básica que motiva uma empresa a lançar ações no mercado refere-se à busca de recursos de longo prazo para financiar, principalmente a ampliação de suas atividades, para que não haja a necessidade de se recorrer a endividamento bancário, que poderia sufocar a geração de caixa da empresa no período em que estes investimentos se encontram em fase pré operacional ou em período de maturação.

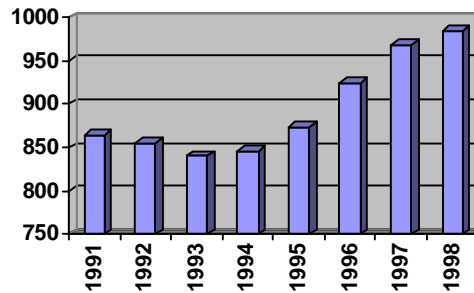
Existem, no entanto, outros fatores que devem ser mencionados, como por exemplo:

- ◆ **Melhora da “Imagem Institucional”** : A necessidade de manter uma boa política de informações para seus investidores faz com que a empresa tenha uma maior transparência e conseqüentemente maior confiabilidade para seus clientes e fornecedores.
- ◆ **Profissionalização** : Em caso de empresas familiares, ocorre uma perfeita segregação de papéis: os controladores, agrupados no CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO, são convocados apenas para dar seu parecer em assuntos de maior relevância para a empresa, não necessitando, desta forma, estar envolvidos em sua rotina. A administração efetiva da companhia é entregue a uma DIRETORIA EXECUTIVA, composta geralmente por profissionais de 1ª linha. Desta forma ficam afastados problemas de gestão ocasionados, principalmente por conflitos no processo de sucessão da empresa.

- ◆ **Maior Liquidez Patrimonial:** Tendência de uma maior valorização do patrimônio do controlador a medida que as ações apresentam bons níveis de negociação, envolvendo até mesmo investidores estrangeiros.

Estes fatores, aliados ao processo de estabilização econômica verificado no país após a implementação do Plano Real, propiciaram o expressivo crescimento no número de empresas que possuem capital aberto: de 865 (1.991) para 984 (1.998).

*Gráf1: Evolução do nº de empresas de capital aberto (91/98)*



Fonte: Mercado de Capitais - CNBV

## O QUE É NECESSÁRIO PARA A ABERTURA DE CAPITAL

De forma simplificada, podemos citar os seguintes pré-requisitos ao processo de abertura de capital de uma empresa:

- ◆ Contratação de um intermediário financeiro (banco múltiplo, banco de investimentos, corretoras ou distribuidoras de títulos e valores mobiliários), que irá efetuar análise econômico-financeira da empresa bem como determinar as características da operação no que se refere à quantidade de ações a serem emitidas e o seu preço de subscrição. Também estão encarregados da elaboração de materiais (“offering memorandum”) que deverão ser encaminhados a potenciais investidores;
- ◆ Escolha de uma auditoria independente, visando adequar os demonstrativos da empresa a critérios contábeis e fiscais, aumentando a confiabilidade nas informações;
- ◆ Adaptação dos Estatutos Sociais da empresa à sua nova realidade;
- ◆ Convocação de uma Assembléia Geral, determinando as características da operação e iniciando o período de preferência;
- ◆ Obtenção de todos os registros necessários junto a CVM (Comissão de Valores Mobiliários – órgão normativo do Mercado de Capitais que visa disciplinar a relação entre empresa e investidor garantindo desde o fluxo de informações até a verificação da ética da companhia no mercado);

- ◆ Processo de registro em Bolsa de Valores;
- ◆ Formação do pool de distribuição;
- ◆ Elaboração de um anúncio de início de distribuição pública;
- ◆ Subscrição dos novos títulos, ou leilão em Bolsa e
- ◆ Liquidação Financeira/ Anúncio de encerramento de distribuição.

## COLOCAÇÃO DOS TÍTULOS

**Mercado Primário:** Como o próprio nome indica, refere-se a primeira emissão de ações da empresa. Este termo também é utilizado para cada novo lançamento de títulos de uma companhia, que já possui negociação em Bolsa. É importante destacar que esta operação representa a entrada direta de recursos na empresa, o que também é conhecido como aporte de capital.

De acordo com os volumes envolvidos o intermediário financeiro poderá adotar as seguintes estratégias de colocação:

- ◆ **Garantia Firme:** O agente financeiro se compromete a efetuar a subscrição dos títulos caso o mercado não demonstre interesse pela operação e a demanda for insatisfatória. Neste caso é garantida a entrada de recursos no capital da empresa;
- ◆ **Melhores Esforços:** Não há o compromisso de recompra do títulos em caso de insucesso da operação, ou na existência de sobras. Neste caso, não irá ocorrer o aporte de recursos na empresa. As ações emitidas ficam em posse da empresa para posterior cancelamento

**Mercado Secundário:** Refere-se a negociação das ações já existentes da empresa em Bolsa de Valores. Não representa entrada de recursos para a companhia pois o fluxo financeiro se dá apenas entre investidores.

Quando um acionista pretende alienar um volume expressivo de ações que possui numa empresa, realiza uma operação de “Block Trade” onde estes títulos são vendidos através de um sistema de leilão, partindo de um preço mínimo.

A operação é realizada desta forma para evitar que o preço destas ações seja deteriorado em virtude da comercialização sistemática e em volumes expressivos.



## ABERTURA DE CAPITAL: FONTE DE RECURSOS BARATA?

Muitas vezes, as empresas recorrem ao Mercado de Capitais acreditando que os recursos provenientes de uma emissão de ações não são onerosos como os encargos dos financiamentos bancários. É importante lembrar que esta operação não está isenta de custos conforme será descrito a seguir:

- ◆ **Custo do capital próprio:** Para o acionista, investir num novo negócio requer uma remuneração adequada em virtude do maior custo de oportunidade (ou seja, o que este indivíduo está deixando de ganhar caso tivesse seus recursos aplicados em títulos de renda fixa, em virtude dos riscos que está correndo). Por esta razão, em finanças assume-se que o custo do capital próprio é maior que o custo do capital de terceiros;
- ◆ **Venda de parte do capital a preços pouco remuneradores:** Quando se trata da primeira emissão de uma empresa, o lançamento poderá ocorrer a níveis inferiores aquele que o controlador acha justo, pois para o investidor a falta de histórico desta ação em Bolsa pode se traduzir num maior risco, principalmente no que se refere ao potencial de valorização;
- ◆ **Necessidade constante de aportes do controlador:** Toda vez que ocorrer uma nova subscrição de ações, o controlador tem que realizar desembolsos de recursos, visando a manutenção de sua própria participação acionária;

- ◆ **Pagamento de comissões aos agentes financeiros:** Principalmente no que refere à estruturação da operação bem como esforços de colocação;
- ◆ **Pagamento de taxas junto a BOVESPA e a CVM:** Uma empresa de capital passa a apresentar uma série de obrigações com seus acionistas, principalmente no que se refere ao envio de informações (das financeiras, através dos balanços, bem como os constantes avisos sobre modificações estatutárias, convocações de assembleias, novos aumentos do capital social). O atraso na entrega destes documentos implica em multas para a empresa conforme descrito a seguir:

*Tabela 2: Multas pelo atraso de informações*

<b>Documento (Sigla)</b>	<b>Definição</b>	<b>Valores R\$ *</b>
DFP	Balanços anuais, sob a forma de Demonstrações Financeiras Padronizadas	500,00
ITR	Balanços trimestrais, ou seja Informações Trimestrais	500,00
IAN	Informações Anuais.  Cadastro contendo as informações gerais da empresa como composição de faturamento, principais clientes e fornecedores, seus acionistas ,etc.	200,00
Editais	Convocação paras as assembleias.	200,00
Atas	Documento que sintetiza o que foi abordado em uma assembleia	200,00
Fato Relevante	Comunicados públicos sobre mudanças na companhias (exemplo: troce de controle acionário).	200,00

Fonte: CVM

\*Obs: Valores incidentes **por dia** de atraso

A cada nova emissão de títulos que uma empresa realiza é necessário um registro junto a CVM o que também implicará em custos de registros:

*Tabela 3: Custos de registro de emissão*

<i>Tipo de Operação</i>	<i>% do valor de emissão</i>
Registro de emissão de ações para distribuição pública	0,30
Registro de emissão de debêntures para distribuição pública	0,30
Registro de emissão de bônus de subscrição para distribuição pública	0,16
Registro de distribuição secundária	0,64
Registro de ofertas públicas de compra, venda e permuta de valores mobiliários	0,64
Registro de emissão de quotas de Fundos de Investimento Imobiliário	0,30
Registro de emissão de Certificados de Investimentos instituídos pelo Decreto nº 974/93	0,10
Registro de emissão de Notas Promissórias Comerciais	0,10

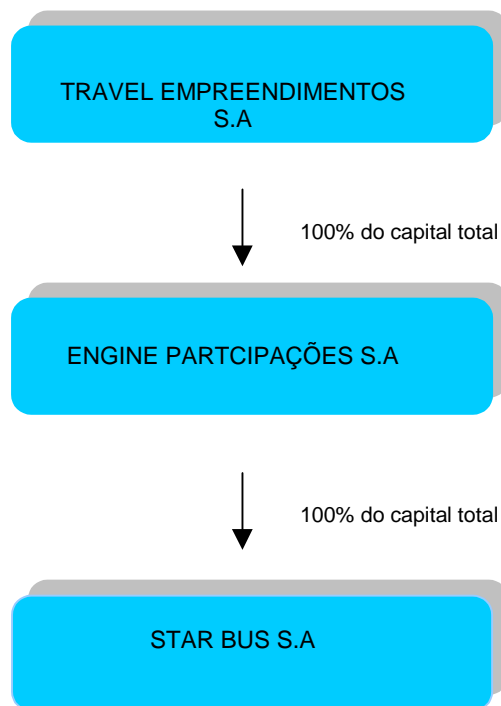
Fonte: CVM

- ◆ **Necessidade de criação de estruturas:** A política de manter níveis de informações satisfatórios com acionistas requer a divulgação dos demonstrativos financeiros, atas das Assembléias Gerais e Anúncios de início / encerramento de distribuição em jornais de grande circulação. Outro ponto que merece destaque é a necessidade da manutenção de uma estrutura para o atendimento de analistas de investimento no que se refere à obtenção de informações, conhecido como DEPARTAMENTO DE RELAÇÕES COM O MERCADO (DRM).

## CASO PRÁTICO I

A STAR BUS, tradicional fabricante de carrocerias para ônibus, pretende fazer uma emissão de ações, com o objetivo de conseguir recursos da ordem de R\$ 100 milhões para a construção de uma nova unidade industrial destinada à construção de carrocerias para veículos tipo “leito”.

A empresa faz parte de um grupo familiar cujo organograma apresenta a seguinte configuração:



Obs: A empresa possui somente ações ordinárias num total de 100.000 títulos.

A companhia solicitou os trabalhos do banco de investimentos SAFEINVEST para a montagem desta operação.

Após a realização de suas análises, o SAFEINVEST determinou que o preço adequado para a emissão seria de R\$ 333,33 por ação, estando 17% abaixo do valor patrimonial, pois esta seria a 1ª emissão da empresa, não possuindo, logicamente tradição no mercado (este critério foi adotado para garantir aos novos investidores um potencial de valorização que de acordo com os estudos da SAFEINVEST poderia chegar a 70%. Com este atrativo, a possibilidade de sucesso da operação seria maior).

Baseado nestas informações,:

1. Quantas ações serão emitidas?
2. Quem é o acionista controlador da STAR BUS? Para preservar sua participação indique:
  - ◆ Quantas ações ele deveria subscrever?
  - ◆ Neste cenário, qual seria a quantidade ideal de ações ordinárias e preferenciais a serem emitidas?
3. O mercado de ações encontra-se muito volátil em virtude de alguns fatores externos. A STAR BUS possui um cronograma para o início das obras civis da nova fábrica bastante estreito. Que tipo de colocação ela deve sugerir para o banco SAFEINVEST?

## SOLUÇÃO DO CASO PRÁTICO I

1. Volume da operação: R\$ 100 milhões

Preço de emissão: R\$333,33

$$\text{Qtde. emitida: } \frac{\text{R\$ 100 milhões}}{\text{R\$ 333,33 (por ação)}}$$

**Qtde. emitida:** 300 mil ações

**Qtde. Final de ações:** 400 mil ações (100 mil anterior + 300 mil da nova emissão)

2. É a TRAVEL EMPREENDIMENTOS, através de sua participação na ENGINE PARTICIPAÇÕES. Nestas condições pode-se dizer que o controle da STAR BUS é exercido de forma *indireta* pela TRAVEL.

Como a STAR BUS só possui ações ordinárias poderíamos fazer as seguintes observações;

### Lançamento somente de ações ordinárias:

Esta opção seria mais onerosa, pois o controlador deveria desembolsar, no mínimo R\$ 34,5 milhões para manter sua situação de acionista majoritário:

<i>Qtde. possuída (antes da 100 mil ações emissão)</i>	
Qtde. emitida	300 mil ações
Qtde. final	400 mil ações
Qtde. para a manutenção do controle	400 mil x 51% = 204 mil
Qtde a ser subscrita	204 mil - 100 mil = 104 mil
Valor de subscrição	104 mil x R\$333,33 = R\$ 34,5

milhões

**Manutenção da proporção entre preferenciais e ordinárias:**

A composição do capital social passa a apresentar a seguinte configuração:

	<i>Inicial</i>	<i>Subscrição</i>	<i>Final</i>
Ordinárias	100.000	33.320	133.320
Preferenciais	-	266.680	266.680
Total	100.000	300.000	400.000

Neste caso, o controlador iria prevalecer como majoritário (possuindo 100% de sua participação em ações ordinárias) com um volume menor de recursos: R\$ 11,1 milhões (33.320 ações x R\$333,33).

Apesar desta opção parecer mais interessante, o problema do controle estaria apenas postergado: o limite máximo de preferenciais já foi emitido, fazendo com que em novas operações só sejam possíveis o lançamento de ações ordinárias:

Sugestão: Os integrantes da TRAVEL EMPREENDIMENTOS deveriam ser consultados sobre os montantes de recursos que estes estariam dispostos a aportar, de forma a preservar o lançamento de ações preferenciais em novas emissões.

3. O regime de colocação deve ser o de **garantia firme** pois somente este representará o sucesso da operação para a empresa, com a entrada efetiva de recursos. O sistema de **melhores esforços** não é recomendável, principalmente em situações de instabilidade de mercado. Pode ocorrer que por questões de risco a instituição responsável pela colocação só ofereça garantia firme sobre parte da operação, podendo formar um POOL DE BANCOS visando, desta forma a diluição dos riscos.

## CASO PRÁTICO II

A fábrica de automóveis CAR controla a fábrica de autopeças PARTS.

Aproximadamente 50% das vendas da PARTS se destinam à sua controladora, a CAR.

Para implementar um programa de modernização industrial que demanda investimentos de U\$30 milhões, a PARTS está analisando a possibilidade de lançar ações em Bolsa de Valores.

Como potencial investidor, qual será o risco de tal operação?



## SOLUÇÃO DO CASO PRÁTICO II

Para um potencial investidor, a PARTS poderia vender autopeças para a CAR a preços próximos de custo, transferindo lucro de sua operação para sua controladora, afetando a remuneração dos acionistas específicos da PARTS.

Os potenciais acionistas prefeririam que fosse aberto o capital da CAR, que captaria recursos do mercado e integralizaria um aumento de capital na sua controlada PARTS para que esta pudesse fazer seu programa de investimento.

Como acionista da CAR, o preço de venda entre esta e sua controlada PARTS é irrelevante, pois o acionista da CAR “pega” o lucro da própria CAR e o de sua controlada PARTS através do resultado de equivalência patrimonial.

## CASO PRÁTICO III PROPOSTA E SOLUÇÃO

Existe uma fórmula para cálculo do preço justo de uma ação que é a seguinte:

$$P_j = \frac{D_1}{K - G}$$

Onde:

$P_j$  = é o preço justo de uma ação num momento zero, por exemplo, 31/12/98.

$D_1$  = é do dividendo por ação projetando para o final do ano 1, por exemplo, 31/12/99.

$K$  = é o custo do capital próprio, isto é o retorno mínimo que o acionista espera pelo seu investimento na ação de uma empresa.

$G$  = é a taxa de crescimento constante e perpétua do dividendo por ação.

Este assunto foi tratado no **Up-To-Date®** n° 34.

Poderemos utilizar esta fórmula, conhecida como Modelo de Gordon, para calcular o custo do lançamento de uma ação em Bolsa de Valores.

Para tanto, vamos isolar o “K” através do seguinte desenvolvimento algébrico.

$$P_j = \frac{D_1}{K - G}$$

Portanto,

$$K - G = \frac{D_1}{P_j}$$

Finalmente temos que:

$$K = \frac{D_1}{P_j} + G$$

Utilizando a fórmula acima, como calcular o custo de lançamento de uma nova ação?

- ◆ Preço da ação em Bolsa de Valores = \$100
- ◆ Preço de lançamento da ação = \$90 (deságio de \$10 em relação à natureza competitiva do mercado).
- ◆ Custo da emissão e venda da nova ação = \$5

- ◆  $D1 = \$20$  (de acordo com projeção de resultados feitas por técnicos experientes)
- ◆  $G = 5\%$  (taxa de crescimento constante e perpétua do  $D1$ , com base em análises retrospectivos que apresentam este mesmo crescimento médio ao longo dos últimos 10 anos).

O  $P_j$  será de  $\$85$  ( $\$100 - \$10 - \$5$ ).

Portanto, o custo de lançamento desta nova ação será de:

$$P_j = \frac{\$20}{5\%} = 23,5\% + 5\% = 28,5\%$$

$\$85$

## COMENTÁRIO IMPORTANTE

O custo de lançamento de uma nova ação é superior ao dos lucros retidos.

Com base nas informações anteriores, o custo dos lucros seria o seguinte:

$$K = \frac{\$20 + 5\% = 20\% + 5\% = 25\%}{\$100}$$