

ESCOLA POLITÉCNICA DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO

TRABALHO DE FORMATURA

**“UMA CONTRIBUIÇÃO PARA A ESTRUTURAÇÃO DE UMA
OFERTA PÚBLICA DE COMPRA DE AÇÕES”**

Leandro Pedroso de Almeida

Orientador: Professor Mauro Halfeld Ferrari Alves

1999

1999
AL64C
32

Aos meus pais

***“God grant me the serenity
to accept the things I cannot change
courage to change those things I can
and wisdom to know the difference”***

AGRADECIMENTOS

Primeiramente não poderia deixar de agradecer à minha família, mas especialmente aos meus pais, pelo esforço e dedicação que sempre tiveram durante os últimos 23 anos, especialmente nestes cinco anos de Engenharia de Produção na Escola Politécnica da USP, dando-me a tranquilidade suficiente para, entre outros feitos, escrever este trabalho.

Também não poderia deixar de mencionar a ajuda e a compreensão de meu orientador, professor Mauro Halfeld, que soube conciliar nossos interesses de maneira profissional, sem contudo prejudicar nosso bom relacionamento. Também, o fato de estarmos sempre preocupados em escrever uma matéria para uma revista financeira, aumentou a qualidade da pesquisa e continua a ser uma forma de aperfeiçoamento pessoal.

Em relação ao meu trabalho, devo muito a André Sales, que tem grande experiência em Ofertas Públicas e se tornou meu principal meio de pesquisa e discussão. Marcelo Nogueira e Antônio Wever, responsáveis pela alocação de meu tempo no banco de investimentos, deram-me tranquilidade para a realização de um Trabalho de Formatura que tivesse o máximo de meu esforço.

Para finalizar, devo citar alguns amigos e colegas que sempre estiveram prontos a me ajudar durante todo o curso e, em especial, na elaboração do trabalho de formatura: Frederico Queiroz, Juliano Arruda, Pedro Aidar, Marcio Prado, Otavio Lilla, Rodrigo Storti, Fernando Tennenbaum, Pedro Asprino, Tânia Sztamfater entre outros.

OBRIGADO A TODOS !

SUMÁRIO

<u>RESUMO</u>	<u>1</u>
<u>RESUMO DOS CAPÍTULOS</u>	<u>2</u>
<u>APRESENTAÇÃO DO TEMA</u>	<u>4</u>
<u>SEÇÃO A – A OFERTA PÚBLICA DE COMPRA DE AÇÕES</u>	
<u>CAPÍTULO 1 – FONTES DO TRABALHO</u>	<u>8</u>
1.1 EMPRESAS	9
1.2 OS ESTÁGIOS E O TRABALHO	9
1.3 VALOR AGREGADO	10
<u>CAPÍTULO 2 - INTRODUÇÃO À OFERTA PÚBLICA</u>	<u>11</u>
2.1 DEFINIÇÃO	12
2.2 OS ELEMENTOS DE UM OFERTA PÚBLICA	12
2.3 TIPOS DE OFERTA PÚBLICA	15
2.3.1 INTERNA X EXTERNA	15
2.3.2 AMIGÁVEL X HOSTIL	15
2.3.3 FECHAMENTO DE CAPITAL X VOLUNTÁRIA	17
2.4 HISTÓRICO BRASILEIRO	18
<u>CAPÍTULO 3 - MERCADOS MAIS DESENVOLVIDOS</u>	<u>20</u>
3.1 A OFERTA PÚBLICA COMO INSTRUMENTO DE AQUISIÇÃO DE EMPRESAS	21
3.2 TENDÊNCIAS NOS MERCADOS MUNDIAIS	21
3.3 FATORES QUE TÊM INFLUENCIADO O PRÊMIO EM OFERTAS PÚBLICAS	24
3.4 REGULAMENTAÇÃO	28
3.5 NO BRASIL	28
<u>CAPÍTULO 4 - OBJETIVOS ESTRATÉGICOS E ECONÔMICOS</u>	<u>30</u>
4.1 AUMENTO DE PARTICIPAÇÃO	31
4.2 A OFERTA PÚBLICA VS. RECOMPRA DE AÇÕES	31
4.3 OFERTA PÚBLICA VS. AUMENTO DE CAPITAL	33
4.4 ESTRUTURAS COMPLEXAS E O PAPEL DA OFERTA PÚBLICA	34
4.4.1 PROJETO OPERACIONAL	35
4.4.2 AQUISIÇÃO POR MULTINACIONAIS	36
4.4.3 FUSÃO	36
4.4.4 INCORPORAÇÃO	37
4.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS DO CAPÍTULO	38

CAPÍTULO 5 - ASPECTOS LEGAIS DO MERCADO BRASILEIRO

40

5.1	A INSTRUÇÃO CVM Nº 299	41
5.1.1	O CASO DAS LOJAS RENNER	42
5.1.2	IRREGULARIDADES COMBATIDAS PELA NOVA REGULAMENTAÇÃO DA CVM	43
5.2	OUTROS PONTOS IMPORTANTES DA INSTRUÇÃO CVM Nº 299	44
5.3	PROBLEMÁTICAS ORIUNDAS DA NOVA REGULAMENTAÇÃO	45
5.4	PROCESSO DE FECHAMENTO DE CAPITAL	46
5.5	OFERTA PÚBLICA VOLUNTÁRIA E A OFERTA PÚBLICA DE FECHAMENTO DE CAPITAL	48
5.6	COMETÁRIOS FINAIS	48

SEÇÃO B - A METODOLOGIA BASEADA NAS EXPECTATIVAS

CAPÍTULO 6 - FATORES CRÍTICOS DE SUCESSO

51

6.1	UMA OPERAÇÃO BEM SUCEDIDA	52
6.2	FATORES CRÍTICOS DE SUCESSO	54
6.2.1	PRECIFICAÇÃO	54
6.2.2	PENETRAÇÃO	55
6.2.3	AMBIENTE MACROECONÔMICO	56
6.2.4	OBJETIVO DO COMPRADOR	57
6.3	ANÁLISES REALIZADAS ATUALMENTE	57
6.3.1	PERFORMANCE DO PREÇO DE AÇÃO	57
6.3.2	PERFIL DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS ATUAIS	58
6.3.3	ANÁLISE DO RETORNO DO INVESTIMENTO PARA OS ACIONISTAS MINORITÁRIOS	59
6.3.4	ANÁLISE DE DILUIÇÃO/ APRECIAÇÃO	60
6.3.5	ANÁLISE DE TRANSAÇÕES ANTERIORES	61
6.4	INTRODUÇÃO À METODOLOGIA PROPOSTA	61

CAPÍTULO 7 - FUNDAMENTOS TEÓRICOS

63

7.1	AS “EXPECTATIVAS RACIONAIS” DE LUCAS	64
7.2	CUSTO DE OPORTUNIDADE	64
7.3	O MODELO DE FORMAÇÃO DE PREÇOS (CAPM)	65

CAPÍTULO 8 - A METODOLOGIA BASEADA NAS EXPECTATIVAS

69

8.1	INTRODUÇÃO	70
8.2	O DESENVOLVIMENTO DA METODOLOGIA	71
8.2.1	O EXEMPLO	72
8.2.2	OS ATUAIS DETENTORES DAS AÇÕES DA EMPRESA-ALVO	74
8.2.3	O PREÇO PAGO PELOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS	76
8.2.4	AS EXPECTATIVAS DE GANHO: β_S	78
8.2.5	O PRÊMIO INICIAL PARA CADA INVESTIDOR	81
8.2.6	AJUSTE PARA O CUSTO DE OPORTUNIDADE	82

8.2.7	O PRÊMIO MÍNIMO A SER OFERTADO AO MERCADO	84
8.2.8	INTERPRETAÇÃO DO PRIMEIRO RESULTADO	84
8.2.9	AJUSTE PELO PERFIL DOS ACIONISTAS	86
8.3	CONSIDERAÇÕES PARA UMA OFERTA PÚBLICA DE FECHAMENTO DE CAPITAL	88
8.4	A TABELA DE PRÊMIOS DE PERFIL	89

SEÇÃO C - CUIDADOS NA APLICAÇÃO DA METODOLOGIA BASEADA NAS EXPECTATIVAS

CAPÍTULO 9 – CONSIDERAÇÕES SOBRE A APLICAÇÃO DA METODOLOGIA 91

9.1	CASOS ESPECIAIS	92
9.1.1	O DESEMPENHO DA AÇÃO	92
9.1.2	PANORAMA ECONÔMICO DOMINADO PELA SITUAÇÃO POLÍTICA DO PAÍS	94
9.1.3	ACIONISTAS MINORITÁRIOS CONCORRENTES	94
9.2	OUTROS ARGUMENTOS IMPORTANTES	95
9.3	CONCLUSÃO	96

CONCLUSÃO 97

APÊNDICE – UM EDITAL DE OFERTA PÚBLICA 99

BIBLIOGRAFIA 105

RESUMO

Estamos inseridos em um mercado competitivo altamente dinâmico, em que a especialização da produção e do atendimento é forçada a conviver harmoniosamente, dentro de uma mesma instituição, com o ganho de escala. A formação de grandes grupos econômicos e financeiros, oriundos do grande movimento de fusões e aquisições, deve-se principalmente à quebra de barreiras comerciais e tecnológicas desta segunda metade do século XX.

Neste novo contexto, as opções estratégicas e econômicas dos empresários de todo o mundo têm crescido em número e tomado diversas formas. Uma ferramenta cada vez mais utilizada pelas empresas em todo o mundo é a Oferta Pública de Compra de Ações¹ (doravante “Oferta Pública”). Apesar de não ser um instrumento estratégico novo, a Oferta Pública assumiu novos papéis nos últimos quinze anos.

Em meio a esse ambiente de busca de excelência empresarial e levando em conta os aspectos mais importantes da Oferta Pública, este Trabalho de Formatura (doravante “Trabalho”) tem como objetivo ajudar as empresas a minimizarem os custos de sua realização. Uma nova metodologia para a precificação desse tipo de operação é proposta, focando a expectativa de retorno do detentor da ação que se pretende adquirir e não, no “prêmio” pago ao mercado em relação ao valor da ação no dia da realização da Oferta Pública.

¹ Do inglês “Tender Offer” ou “Hostile Offer”, dependendo de como a Oferta Pública será colocada e dos objetivos da empresa que a está realizando, como veremos adiante neste trabalho.

RESUMO DOS CAPÍTULOS

Seção A – A Oferta Pública de Compra de Ações

Capítulo 1 – Fontes do Trabalho

O capítulo 1 descreve brevemente as Empresas onde o Trabalho foi realizado, os seus objetivos, a sua contribuição ao tema e a importância da Engenharia de Produção na formação e desempenho dos profissionais dessa área. O autor também relata brevemente como adquiriu nessas empresas o conhecimento e material necessários para a realização do trabalho.

Capítulo 2 – Introdução à Oferta Pública

O capítulo 2 apresenta de uma forma abrangente a Oferta Pública, seus tipos e principais conceitos. É neste momento que o Trabalho situa o leitor no tema apresentado, utilizando exemplos anteriores que ocorreram no mercado brasileiro.

Capítulo 3 – Mercados Mais Desenvolvidos

O capítulo 3 mostra como a Oferta Pública situa-se nos mercados financeiros mais desenvolvidos do mundo, especialmente no mercado norte-americano, ressaltando peculiaridades e limitações do mercado local.

Capítulo 4 – Objetivos Estratégicos e Econômicos

O capítulo 4 analisa os objetivos estratégicos e econômicos das empresas quando realizam uma Oferta Pública. São analisadas também algumas opções alternativas à Oferta Pública, comparando-as diretamente em relação aos objetivos do comprador.

Capítulo 5 – Aspectos Legais do Mercado Brasileiro

O capítulo 5 apresenta os aspectos jurídicos e institucionais da Oferta Pública no Brasil, mostrando as mudanças na regulamentação criada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), dando forte enfoque às Instruções 229 (de 16 de Janeiro de 1995) e 299 (de 9 de Fevereiro de 1999). Também é ressaltado o aspecto de confidencialidade da operação, através de um exemplo recente das consequências de suspeita de quebra da mesma no país.

Seção B – A Metodologia Proposta

Capítulo 6 – Fatores Críticos de Sucesso

O capítulo 6 analisa em profundidade o procedimento de uma Oferta Pública no Brasil e define os fatores críticos de sucesso da operação. Para tanto, o Capítulo discute o que pode ser considerado uma *operação de sucesso* e apresenta as análises e metodologias utilizadas atualmente para a estruturação de uma Oferta Pública. Finalmente, faz-se uma breve introdução da nova metodologia proposta pelo Trabalho para a precificação² deste tipo de transação.

Capítulo 7 – Fundamentos Teóricos

O Capítulo 7 apresenta os fundamentos teóricos da metodologia apresentada. São apresentados os conceitos de “Expectativas Racionais” de Lucas e custo de oportunidade. Já o modelo de precificação de ativos, CAPM³, é apresentado como proposta de expectativas de retorno para o acionista, junto de suas principais variáveis e referências.

Capítulo 8 – A Metodologia Baseada nas Expectativas

O Capítulo 8 propõe a nova metodologia para a precificação de uma Oferta Pública (batizada de “Metodologia Baseada nas Expectativas”), discutindo suas vantagens e considerações principais. A metodologia é proposta em paralelo a um exemplo para a sua melhor visualização.

Seção C – Cuidados na Aplicação da Metodologia Baseada nas Expectativas

Capítulo 9 – Consideração Sobre a Aplicação da Metodologia

O Capítulo 9 apresenta algumas situações nas quais os resultados fornecidos pela Metodologia Baseada nas Expectativas (MBE) são distorcidos. São apresentadas propostas para que essas dificuldades sejam superadas. Ao final, o autor faz uma breve argumentação contra as principais críticas que o MBE pode receber, além de exprimir uma importante conclusão do capítulo.

² Entende-se por precificação de uma Oferta Pública a determinação do valor a ser pago por ação, ou seja, a oferta feita pelo comprador ao mercado.

³ Capital Asset Pricing Model. Este modelo utiliza dados históricos do preço de uma ação e de suas referências mais significativas, como o índice de mercado e a taxa de juros sem risco, para prever o valor desta ação no futuro. Este modelo será melhor discutido no Capítulo 7 do trabalho.

APRESENTAÇÃO DO TEMA

No dia 8 de Dezembro de 1998 nos principais jornais do Brasil, o lançamento de um edital de Oferta Pública de Compra de Ações Preferenciais das Lojas Renner S.A. pela JCPenney Brazil, Inc. desencadeou um longo processo político-financeiro no país, que culminou na criação da Instrução 299 da Comissão de Valores Mobiliários (doravante “CVM”). Nesse caso, os minoritários⁴ sentiram-se prejudicados e a repercussão do ocorrido tomou proporções nacionais.

O importante agora não é analisar o que aconteceu no caso das Lojas Renner S.A., mas sim entender o papel fundamental da Oferta Pública no processo de transformação competitiva atual. A queda de barreiras comerciais e financeiras, a qual passou a ser sentida com grande intensidade no Brasil nos últimos 10 anos, fizeram o país inserir-se em uma nova realidade empresarial.

Há muito se sabia que o sucateamento da indústria e a pouca especialização do setor de serviços brasileiro trariam um custo alto para o desenvolvimento do comércio externo e interno no país. O que não imaginava a maioria dos empresários e governantes responsáveis pela “abertura”⁵ da economia é o novo desafio da indústria global: a união entre a especialização do serviço e o ganho de escala.

Esse novo ambiente trouxe ao país uma série de novas oportunidades tanto no campo econômico quanto social. Mas para entender o que o Brasil está vivendo, e deve viver nos próximos anos, devem-se analisar economias mais maduras, como a Americana. A reestruturação empresarial, que acompanha o desenvolvimento tecnológico, tem sido marcada por um forte movimento de mudança no controle das empresas, ou seja, por um forte movimento de fusões e aquisições de empresas. A fusão do Citicorp com o Travellers Group, dois dos maiores grupos financeiros do mundo, mostrou a todos que o movimento de ganho de escala não está restrito às pequenas e médias empresas.

⁴ Minoritário é a designação de todo detentor de ações de uma empresa que não detém o controle administrativo-financeiro da mesma. A lei brasileira ainda é bastante ineficaz na defesa desse grupo, que se sentiu prejudicado muitas vezes durante os anos 90.

⁵ Costuma-se identificar o movimento de queda de tarifas alfandegárias, o processo de aceitação do capital estrangeiro na economia financeira e o processo de privatizações como a *abertura* da economia de um país.

Quando se analisa mais a fundo esse movimento de mudança de controle, encontram-se alguns instrumentos bastante particulares no processo. O primeiro deles é o papel dos Bancos de Investimentos e Consultorias especializadas. Estas instituições possuem as informações necessárias para assessorar as empresas em sua venda, compra ou qualquer outra opção estratégica que possa exigir conhecimentos financeiros mais apurados.

Outro ponto fundamental a ser observado é a grande quantidade de instrumentos utilizados pelas empresas para atingirem seus novos objetivos. É neste ponto que a Oferta Pública entra na discussão. O objetivo das empresas não é a simples compra de um novo negócio ou fusão com uma empresa complementar, mas sim, o ganho de capital com a decisão tomada. “O objetivo da empresa, e por conseguinte de todos os administradores e empregados, é o de maximizar a riqueza dos proprietários. A riqueza dos proprietários de uma sociedade anônima⁶ é medida pelo preço da ação, o qual, por sua vez, baseia-se na data de ocorrência dos retornos (fluxos de caixa), em sua magnitude e em seu risco.”⁷

Para atingir este objetivo, a Oferta Pública, em conjunto com outras operações ou em separado, tem sido uma das ferramentas mais utilizadas nesta década. A variedade de tipos, resultados e consequências que podem ser oriundas dessa transação intriga e chama a atenção do autor.

Ao estudar este tema, vemos que o caso das Lojas Renner S.A. não é especial por sua complexidade, mas sim, devido a sua conquista (se assim podemos dizer): a primeira legislação do Brasil especialmente criada para o mercado de Ofertas Públicas. É neste novo ambiente jurídico, competitivo e financeiro do Brasil, que surge uma questão importante para aqueles que têm decisões estratégicas a tomar no curto e médio prazos, ou seja, os conselhos de administração das empresas no país: como uma Oferta Pública pode ajudar e quanto será gasto com ela?

Este Trabalho tem a pretensão de responder essa pergunta e, principalmente, apresentar uma metodologia para o cálculo de um preço (além de um preço mínimo de

⁶ Uma sociedade anônima é uma entidade empresarial intangível, criada por lei. Frequentemente designada de “pessoa jurídica”, uma sociedade anônima tem poderes semelhantes aos de uma pessoa, podendo acionar e ser acionada judicialmente, estabelecer contratos, entre outros. No Brasil, elas são reguladas pela Lei 6.404 de 15 de Dezembro de 1976 (Lei das S.A.).

referência) que deve ser ofertado ao mercado para que a operação tenha boas chances de ser bem sucedida. Sua pequena contribuição é procurar mudar o foco desta precificação, passando a considerar as expectativas dos investidores como ponto fundamental.

⁷ Gitman, L. J. *Princípios de Administração Financeira*. São Paulo, HARBRA, 1997.

Seção A

A OFERTA PÚBLICA DE COMPRA DE AÇÕES

Capítulo 1 – Fontes do trabalho

1.1 EMPRESAS

O Trabalho foi realizado em dois diferentes bancos de investimentos, ambos com sede em Nova Iorque, Estados Unidos, os quais serão chamados de “Banco 1” e “Banco 2”. Como banco de investimentos, ambos atuam em todo o mundo através de diversas áreas de negócios, sendo os mais importantes:

- Fusões e Aquisições⁸ (doravante “F&A”);
- Finanças Corporativas⁹;
- Mercado de Capitais;
- Análise de Empresas e Ações¹⁰;
- Crédito;
- Clientes Privados ou Grandes Contas¹¹.

As operações no Brasil do Banco 1 restringem-se a Fusões e Aquisições, Finanças Corporativas e Mercado de Capitais. Já o Banco 2 dispõe de todos os serviços já citados em sua filial brasileira.

As Empresas foram fundamentais na formação profissional do autor, e delas origina a maior parte de seu conhecimento sobre o tema.

1.2 OS ESTÁGIOS E O TRABALHO

O autor foi estagiário por 15 meses na mesa de derivativos de renda variável¹² do Banco 1. Este período foi extremamente importante para acumular conhecimentos sobre o tema deste trabalho, pois o mercado de capitais é quem recebe a oferta do comprador¹³ e depende de sua boa receptividade para que a Oferta Pública seja bem sucedida. Nesse período, procurou-se observar quais são as variáveis importantes na tomada de decisão dos principais participantes do mercado, assim como entender o processo de verificação e aceitação de uma oferta de compra pela óptica da ponta vendedora.

⁸ Do inglês “Merger and Acquisitions (M&A)”.

⁹ Do inglês “Corporate Finance”.

¹⁰ Do inglês “Equity Research”.

¹¹ Do inglês “Private Banking”.

¹² Nesta mesa de operações os produtos principais eram opções de ADRs brasileiros listados na Bolsa de Nova Iorque e opções de balcão de ações listadas na Bolsa de Valores de São Paulo.

¹³ Quem executa a Oferta Pública é chamado de “comprador” ou “ofertante”.

Posteriormente, o autor passou como estagiário por 2 meses na área de Finanças Corporativas e F&A do Banco 1. Depois dessa experiência foi contratado como analista desta mesma área no Banco 2, cargo que ocupa até o momento. Foi nestas duas experiências que o autor teve um contato maior com o processo de desenvolvimento e análise de uma Oferta Pública na óptica do comprador. Ao questionar as análises que eram feitas nesse processo e, levando em conta o conhecimento adquirido na Escola Politécnica da USP e na Faculdade de Administração e Economia da USP (onde assistiu um curso como ouvinte), decidiu colocar “no papel” algumas idéias. Estas idéias originam o presente Trabalho.

1.3 VALOR AGREGADO

O Trabalho de Formatura deve representar um valor para as três entidades envolvidas em sua elaboração: a Empresa, a Escola Politécnica e o Aluno.

O Trabalho deve agregar algum valor para a empresa. Tendo em vista este objetivo, o tema selecionado abrange um assunto corretamente tratado na área de atuação do autor. Em linhas gerais, a metodologia proposta neste Trabalho foi discutida com profissionais da área, que se mostraram bastante interessados nos resultados da mesma. Como este trabalho tem um enfoque acadêmico-teórico, o teste de sua eficácia será feito em uma fase posterior dentro do Banco 2, pois este requer informações confidenciais. De qualquer forma, o Trabalho despertou a atenção de profissionais da área e será analisado pelos mesmos para uma posterior utilização.

No que compete à Escola Politécnica, o Trabalho traz um novo assunto a ser discutido e consultado pelos alunos desta instituição. A Oferta Pública ainda não foi tema de nenhum Trabalho de Formatura e como este é um mercado que tende a crescer muito com o desenvolvimento do mercado financeiro e com o processo de reestruturação das empresas no país (movimentos em que o Engenheiro de Produção da Poli terá um papel fundamental), a relevância do tema e o valor agregado do Trabalho à Escola é indiscutível.

A compilação das fontes, o estudo das teorias e a aplicabilidade da metodologia proposta contribuem para o aprimoramento da formação profissional do autor.

Capítulo 2 – Introdução à oferta Pública

2.1 DEFINIÇÃO

A Oferta Pública pode ser definida de forma bem simples, como “uma oferta para comprar ações de uma companhia, frequentemente a um prêmio em relação ao valor de mercado desta ação, com o pagamento em dinheiro ou outros ativos, frequentemente para assumir o controle da Empresa-alvo¹⁴”¹⁵.

Apesar de ser um conceito relativamente simples, a Oferta Pública pode apresentar várias dificuldades em sua execução, além de fazer parte de complexas estratégias empresariais. Um primeiro pressuposto dessa operação é que ela não pode ser executada pela própria Empresa-alvo, o que a diferencia da Recompra de Ações¹⁶, mas sim, por uma outra Empresa ou acionista (controlador ou não) que pretenda aumentar sua participação ou até tomar o seu controle. No Capítulo 4, os diferentes objetivos de uma Oferta Pública e estruturas mais complexas complementares são detalhadamente apresentadas.

2.2 OS ELEMENTOS DE UM OFERTA PÚBLICA

Podem-se apresentar os elementos de uma Oferta Pública da seguinte forma:

- **Preço:** o valor ofertado pelo comprador em troca das ações da Empresa-alvo;
- **Quantidade:** o número de ações que o comprador está disposto a adquirir pelo *preço* ofertado. Posteriormente, será visto que a definição da quantidade tem muitas implicações regulamentares e, de acordo com a aceitação do mercado, esta quantidade pode ser forçada a mudar ou a Oferta Pública é cancelada;
- **Divulgação:** como o próprio nome já especifica, a Oferta Pública deve ser encaminhada ao mercado em geral e sua divulgação deve ser ampla. Os

¹⁴ Quando ocorre uma Oferta Pública, a empresa cujas ações estão recebendo a oferta é chamada de Empresa-alvo.

¹⁵ Downes, J., Goodman, J.E. *Dictionary of Finance and Investment Terms*, pp.600. Nova Iorque, BARRON'S, 1995.

¹⁶ A *Recompra de Ações* é um procedimento executado pela própria Empresa-alvo, que mantém as ações “recompradas” em tesouraria. O objetivo é aumentar a participação daqueles que permaneceram com as ações.

executores não podem privilegiar nenhum segmento do mercado (a não ser se especificado em lei) e, portanto, a divulgação passa a ser um ponto fundamental. Essa divulgação é feita por meio de um *Edital de Oferta Pública de Compra de Ações*, que efetivamente anuncia a oferta; comunicados de *Fato Relevante*, que mostra o desenvolvimento do processo ao mercado; e *Resultado*, que notifica o mercado em geral de qual foi o resultado da operação. Nas figuras 1 e 2 temos um exemplo de *Fato Relevante* e de *Resultado* respectivamente. No Apêndice há um exemplo de Edital, que foi vinculado na mídia impressa no começo de 1999, referente à Oferta Pública de Compra das ações preferenciais da Freios Varga S.A. pela Varity Kelsey-Hayes Comercial Ltda.;

Figura 1 – Exemplo de um Fato Relevante divulgado na mídia impressa

TELERJ CELULAR S.A.

CNPJ/MF nº 02.230.506/0001-94

COMPANHIA ABERTA

FATO RELEVANTE

Para os fins da Instrução CVM nº 31/84, a Telerj Celular S.A. vem a público informar que, em 17 de maio de 1999, a sociedade Tele Ibero Americana Ltda, uma empresa do grupo da Telefônica Internacional S.A., controladora indireta da Telerj Celular S.A., requereu à Comissão de Valores Mobiliários - CVM aprovação prévia para, nos termos do art. 12 da Instrução CVM nº 299/99, realizar oferta pública de compra de até a totalidade das ações em circulação, ordinárias e preferenciais, estas da classe "B", de emissão da Telerj Celular S.A., ao preço de R\$ 34,50 (trinta e quatro reais e cinquenta centavos) por lote de 1.000 ações ordinárias e R\$ 58,20 (cinquenta e oito reais e vinte centavos) por lote de 1.000 ações preferenciais. A Oferta contém o compromisso da Ofertante de não promover o cancelamento do registro da Telerj Celular S.A. como Companhia Aberta, e de não promover qualquer reorganização societária (cisão, fusão ou incorporação) no prazo de 12 (doze) meses. Os demais termos e condições da oferta serão comunicados ao mercado após a aprovação do respectivo edital pela CVM. A REALIZAÇÃO DA REFERIDA OFERTA DE COMPRA ESTÁ CONDICIONADA À PREVIA APROVAÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM, NOS TERMOS E CONDIÇÕES EM QUE FOI SUBMETIDA.

Rio de Janeiro, 17 de maio de 1999.


Antonio Muñoz Sanchez

Diretor de Relações com o Mercado


Fonte: *Gazeta Mercantil*

- **Período:** a oferta fica aberta ao mercado durante o período de tempo estipulado no edital. Este período é importante, pois é o tempo que os detentores das ações têm para decidir se aceitam ou não a oferta;
- **Leilão de compra:** a compra das ações é efetivamente feita na data e no horário definido para o leilão de compra das ações;

Figura 2 – Exemplo de um Resultado vinculado na mídia impressa




Itaú Corretora
de Valores S.A.



**RESULTADO DA OFERTA PÚBLICA DE COMPRA DE
AÇÕES ORDINÁRIAS DE EMISSÃO DE
ELEVADORES ATLAS S.A.**
Companhia de Capital Aberto
CNPJ/MF nº 00 028.986/0001-08
Por conta e ordem de
ELEVADORES SCHINDLER DO BRASIL S.A.

Banco Pactual S.A., por conta e ordem da Elevadores Schindler do Brasil S.A. (a "Ofertante"), vem a público, em atendimento ao disposto no artigo 13 da Instrução CVM nº 299/99, comunicar o resultado da Oferta Pública de Compra das Ações Ordinárias de Emissão a Elevadores Atlas S.A. (a "Oferta"), cujo leilão foi realizado em 24 de agosto de 1999 na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). A Oferta foi devidamente aprovada pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM, conforme OFÍCIO/CVM/GEA-4/Nº 061/99 de 22 de julho de 1999.

Por ocasião do leilão, foram ofertadas um total de 8.165.158 ações ordinárias, representativas de 34,46% do capital social da Elevadores Atlas S.A. e 94,77% do número total de ações em circulação no mercado. Durante o leilão, não foram verificadas interferências compradoras pelas ações ofertadas. A Ofertante adquiriu a totalidade das ações ofertadas pelo preço de R\$ 26,50 por ação ordinária.



Schindler

BANCO PACTUAL S.A.

Fonte: Gazeta Mercantil

- **Data de início:** esta é a data em que a Oferta Pública é colocada ao mercado. Essa deve ser muito bem estudada pelos executores da operação, levando em conta o valor da ação no dia da divulgação do Edital (o Capítulo 6 discutirá com mais profundidade a importância da definição desta data para o sucesso da Oferta Pública).

2.3 TIPOS DE OFERTA PÚBLICA

Apesar de podermos classificar as Ofertas Públicas em diferentes categorias, devemos ter em mente que a principal característica de cada uma delas é sua função estratégica, ou seja, qual o seu papel dentro do objetivo do comprador. Estes objetivos serão estudados com mais profundidade no Capítulo 4 e, no momento, vamos nos restringir às classificações mais genéricas e suas definições.

2.3.1 Interna X Externa

Uma Oferta Pública Interna acontece quando o(s) comprador(es) são os próprios controladores da Empresa-alvo, cujo objetivo é o aumento de sua participação no capital da empresa, sem alteração no controle da mesma.

Já uma Oferta Pública Externa acontece quando outra empresa, com exceção do(s) controlador(es) da Empresa-alvo, faz a oferta. Esses casos são muito importantes, pois os objetivos e consequências podem variar bastante. Não há no Brasil um histórico relevante desse tipo de oferta, mostrando que o mesmo exige uma maior maturidade do mercado financeiro.

2.3.2 Amigável X Hostil

A Oferta Amigável ocorre quando a administração da Empresa-alvo está de acordo com os objetivos do comprador e até recomenda a participação dos demais acionistas na mesma. Esse tipo de oferta é de execução mais simples e barata para o comprador, e por isso é sempre considerado como melhor opção. No caso de não haver acordos, a Oferta Hostil é realizada.

A Oferta Hostil é exatamente oposta à anterior e é utilizada exatamente para que a administração da Empresa-alvo seja retirada e uma nova equipe seja colocada no lugar. Esse tipo de oferta não é executada pelos controladores e pode ocorrer em dois ambientes principais: 1) quando os controladores atuais têm mais de 50% do capital votante da Empresa-alvo; ou 2) quando isso não ocorre. Fica claro que, no primeiro caso, a Oferta Hostil tem que ser capaz de convencer um ou mais dos atuais controladores a aceitá-la, para que seja bem sucedida. No segundo caso, há ações

suficientes fora da posse dos controladores, para que o comprador assuma o controle da Empresa-alvo.

Vale a pena estudar um pouco mais a fundo a Oferta Hostil. Quando a mesma ocorre, a atual administração frequentemente responde com diversas táticas de proteção ao seu controle. É interessante verificar as práticas mais difundidas:

- Publicidade: os administradores fazem forte publicidade negativa da oferta e do comprador junto aos atuais detentores das ações;
- “White Knight”: neste caso uma outra empresa que tem um bom relacionamento com a administração atual é convidada a fazer uma oferta melhor pelo controle da Empresa-alvo;
- “Greenmail”: a administração tenta convencer o comprador a revender as ações que consegue comprar através da Oferta Pública por um preço ainda maior do que foi pago para a própria Empresa-alvo;
- Recompra: a Empresa-alvo lança uma Oferta Pública de recompra de ações, por um preço acima do oferecido pelo executor da Oferta Hostil;
- “PacMan”: a Empresa-alvo lança uma Oferta Pública Hostil para adquirir as ações do próprio comprador da Oferta Pública de que está se defendendo;
- “Crown Jewel”: a administração vende os ativos mais valiosos da Empresa-alvo, para que o comprador desista da oferta;
- “Poison Pills”: os controladores atuais incluem novos itens no Estatuto Social da Empresa-alvo que prejudicariam um novo controlador no caso de uma aquisição;
- “Golden Parachute”: os contratos dos principais executivos da atual administração são revistos e cláusulas que exigem grandes indenizações no caso de dispensa são incluídas;
- Fusão Defensiva: a Empresa-alvo funde-se com alguma empresa concorrente do comprador, trazendo problemas jurídicos oriundos das leis anti-truste para a aquisição que ocorreria devido à Oferta Pública Hostil.

É importante ressaltar que os perigos de se adotar uma dessas estratégias são muito grandes para a própria administração atual, o que condiciona a sua utilização a ocasiões extremas.

2.3.3 Fechamento de Capital X Voluntária

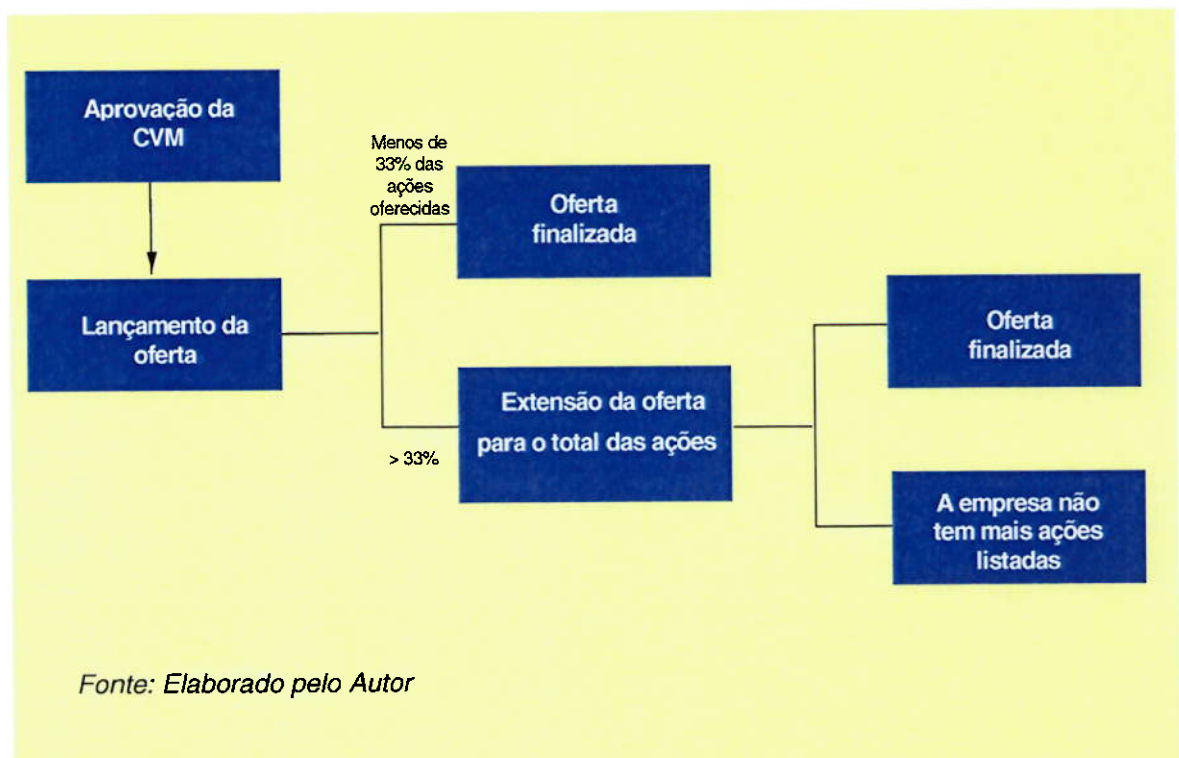
Estes tipos de ofertas acontecem normalmente em Ofertas Internas. Seus objetivos são diversos e já apresentam um bom histórico no Brasil.

A Oferta de Fechamento de Capital¹⁷ ocorre quando o comprador está interessado em retirar de circulação as ações da Empresa-alvo. Ela normalmente acontece como complemento de uma aquisição do comprador, que não tem interesse em manter as ações da empresa adquirida listadas em uma bolsa de valores, devido aos altos custos operacionais vinculados¹⁸ e à perda de flexibilidade estratégica, já que os minoritários de uma empresa não podem ser prejudicados no caso de um planejamento tributário ou estratégico específico de seu controlador. No Brasil, esse processo é fortemente regulado pela CVM. Trataremos disso posteriormente no Capítulo 5.

As ofertas voluntárias são as mais simples que existem. Nelas, o comprador estabelece os parâmetros da Oferta Pública e o mercado analisa se participa ou não da mesma. No Brasil, estas ofertas são reguladas pela CVM e necessitam de sua aprovação para acontecer. No caso de 33% ou mais das ações existentes no mercado serem oferecidas ao comprador, este deve decidir se estende a Oferta Pública para 100% dessas ações ou desiste da oferta. No caso de prosseguir, o comprador pode ainda optar em tornar sua oferta uma Oferta de Fechamento de Capital. Na figura 3, podemos visualizar o processo mais facilmente.

¹⁷ Do Inglês “De-listing Offer”.

¹⁸ Entre os principais custos de se manter uma empresa com capital aberto e listada, estão a contratação de auditoria externa (varia entre R\$4.150,00 a R\$331.460,00 ao ano) e a elaboração de Publicações (varia entre R\$5.410,00 a R\$733.190,00 ao ano). Os dados são da KPMG.

Figura 3 – Processo de uma Oferta Pública Voluntária

2.4 Histórico Brasileiro

As Ofertas Públicas no Brasil sempre foram amigáveis e realizadas pelos próprios controladores da Empresa-alvo. O mercado tem crescido bastante, de cerca de R\$50 milhões em 1995 para mais de R\$ 1 bilhão em 1998, com grande destaque para a operação da Ericsson, a maior da história no país (cerca de R\$ 700 milhões). Em 1999 houve algumas boas operações como a do Makro e da Freios Varga, mas a mais importante foi da Telefonica que totalizou cerca de R\$300 milhões, na compra do restante das ações das companhias telefônicas celulares que são controladas pela empresa (Telerj Celular, Telest Celular, Telergipe Celular e Telebahia Celular).

Os objetivos das Ofertas Públicas no Brasil são bem tradicionais, e têm se restringido ao aumento da participação dos controladores ou ao fechamento do capital. No caso da Telefonica, por exemplo, "com a oferta de compra, a empresa demonstra sua intenção clara de *ampliar a participação* dos investimentos no País"¹⁹.

¹⁹ Gazeta Mercantil, pp. A-5. São Paulo, 18 de Maio de 1999.

Em relação ao Trabalho, deve-se ficar atento ao preço pago por ação nessas operações, já que um dos objetivos é propor uma metodologia de precificação de uma Oferta Pública. A Tabela 1 mostra as transações recentes mais importantes e seus prêmios. Ter esses dados à mão é fundamental para avaliar o sucesso de uma operação, como será visto com mais detalhes no Capítulo 6.

Tabela 1 – Recentes Transações e seus múltiplos de prêmios

Empresa-alvo	Ano	Prêmio*	
		ao valor de mercado	ao patrimônio líquido
CBV	1997	48,9%	16,1%
Electrolux	1997	58,6%	-11,8%
Cofap	1998	63,1%	38,7%
Ericsson	1998	55,3%	130,5%
Renner	1998	22,0%	41,5%
Atlas	1999	35,2%	1.632,9%
Freios Varga	1999	67,3%	52,8%
Telefonica	1999	50,0%	-
Mediana		52,7%	
Média		50,1%	

Fonte: Morgan Guaranty Trust Company

* Os prêmios foram calculados baseados no preço da Oferta Pública e no preço da ação cinco dias antes da oferta inicial.

Capítulo 3 - Mercados Mais Desenvolvidos

3.1 A Oferta Pública como instrumento de aquisição de empresas

Nos mercados acionários desenvolvidos a oferta pública de compra de ações é uma prática bastante comum e, em muitas vezes, tem como objetivo principal um aumento na participação do resultado da empresa de um de seus acionistas. Nesses casos, o prêmio pago não é característico de operações estratégicas, em que questões como a influência dos minoritários e o controle da empresa estão em jogo.

Para uma análise mais cuidadosa, em que todas as forças relevantes de uma oferta pública estão atuando, deve-se considerar nestes mercados Ofertas Públicas de compra de controle da empresa, seja amistosa ou hostil. Por este motivo, a grande maioria das análises feitas neste capítulo referem-se a este tipo de oferta.

Contudo, é importante ressaltar que isso não influencia as conclusões obtidas em nenhum momento, pois o universo de operações desse gênero é bastante grande (nos Estados Unidos foram 436 em 1998) e são exatamente nestas operações que as ofertas públicas são mais discutidas, analisadas e sua divulgação atinge a máxima importância.

3.2 Tendências nos mercados mundiais

O mercado mundial de Oferta Pública é bastante desenvolvido em outras regiões do mundo, acompanhando uma maior penetração do mercado acionário nas respectivas economias. O grande crescimento dos mercados acionários nessas regiões (sobretudo nos Estados Unidos) e o relativo aumento de preços das ações nos mesmos, em que os múltiplos de negociação crescem há bastante tempo, influenciam de forma significativa as características das Ofertas Públicas realizadas.

Um múltiplo de negociação é uma medida do valor de uma empresa no mercado acionário em relação a seus últimos resultados e características financeiras divulgadas. Podemos citar como múltiplos principais os seguintes:

- **P/ PL** : é a razão entre o valor de mercado da empresa e o seu patrimônio líquido. Alguns analistas argumentam que esse múltiplo mostra o prêmio

que cada empresa recebe no mercado acionário, devido às informações divulgadas ao público. Já outros argumentam que esse múltiplo não faz muito sentido, já que o valor da empresa não está relacionado ao seu patrimônio líquido, mas sim, ao seu desempenho futuro. A característica mais interessante desse múltiplo é a sua determinação setorial, isto é, cada setor da economia apresenta intervalos do múltiplo P/PL característicos.

- **P/L** : é a razão entre o valor de mercado da empresa e o lucro líquido da mesma no último período. Muitos investidores encaram este múltiplo como o tempo (em anos) de retorno do investimento. Isto significa que, em uma conta bastante simplificada, se uma empresa tem um múltiplo P/L igual a 3, ela levará este número de anos para pagar ao investidor, em forma de lucros, o capital investido.
- **$P/EBITDA$ ²⁰** : é a razão entre o valor de mercado da empresa e o seu lucro antes dos juros, impostos, depreciações e amortizações. Verifica a relação entre o preço da ação de uma empresa e sua capacidade de gerar caixa, o que é um fator determinante no valor da empresa para o acionista.

Podemos facilmente verificar que o aumento desses múltiplos torna o investimento mais “caro”, ou seja, o investidor passa a requerer um retorno maior para o seu capital. Essa tendência de aumento, associada ao crescimento na utilização de ações em operações de fusões e aquisições²¹ de empresas fizeram com que a Oferta Pública crescesse substancialmente nos últimos anos. Por exemplo, somente nos Estados Unidos, no período entre 1988 e 1993 tivemos um total de 633 ofertas públicas realizadas. Já entre 1994 e 1998 (portanto, o mesmo número de anos do período anterior) houve 1,534 negócios o que representa um crescimento de 142%.

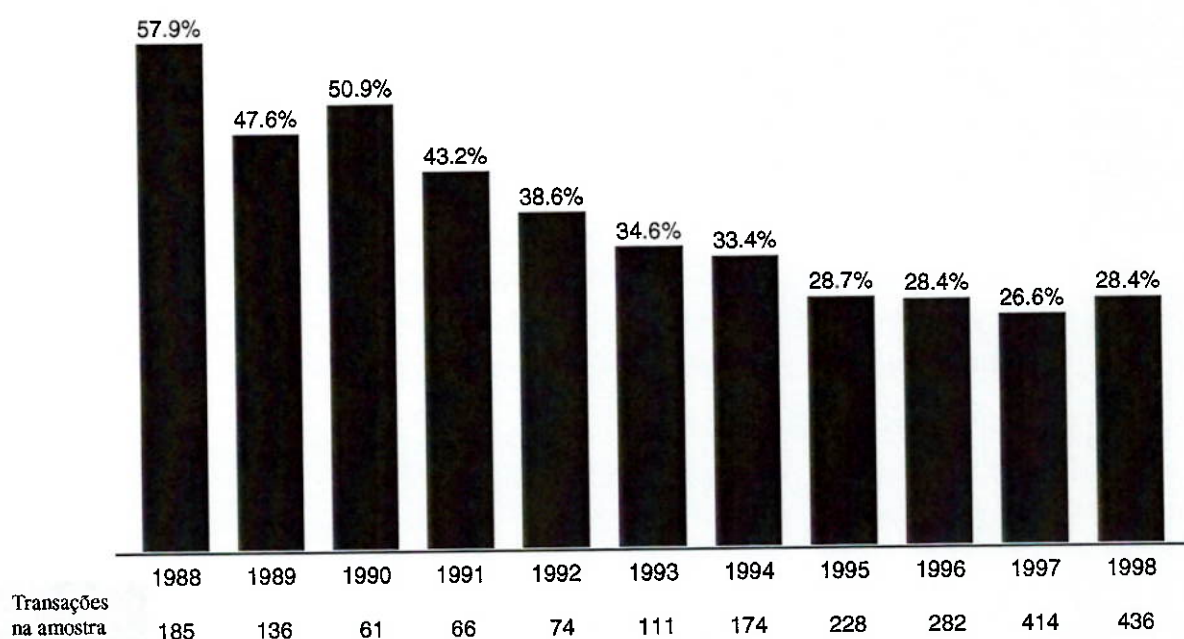
Apesar do aumento da utilização da Oferta Pública como estratégia corporativa, os prêmios²² pagos nas operações têm caído com o passar do tempo. O gráfico 1 facilita a visualização da tendência.

²⁰ Do inglês “Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization”. É basicamente uma medida de geração de caixa da empresa.

²¹ As operações de fusões e aquisições passaram a utilizar como moeda as próprias ações das empresas envolvidas. Para se ter uma idéia desta tendência, somente 7% das operações de fusões e aquisições dos Estados Unidos foram feitas através de ações ordinárias (com direito a voto) em 1988. Já em 1998 este número aumentou para 45%.

²² Prêmio é a parcela do preço pago pelo comprador por ação que excede o seu valor de mercado.

Gráfico 1 – Mediana dos prêmios pagos em relação ao preço de mercado em ofertas públicas nos Estados Unidos



Fonte: Securities Data Company (SDC)

* Inclui transações de empresas abertas nos Estados Unidos cujo controle foi negociado. Somente transações acima de US\$ 50 milhões. Os prêmios foram calculados baseados no preço da Oferta Pública e no preço da ação cinco dias antes da oferta inicial.

Isso se deve principalmente ao surgimento de compradores estratégicos cada vez mais sofisticados e/ ou bem assessorados por bancos de investimentos. Compradores estratégicos são aqueles que têm objetivos definidos na empresa-alvo e realizam a Oferta Pública como parte de um processo para atingi-los. Ao serem assessorados, esses investidores podem juntar sua experiência empresarial com a experiência financeiro-econômica de instituições que têm uma enorme quantidade de informação que os ajudam na precificação das operações.

Muitos podem argumentar que a queda nos prêmios está associada a uma mudança nos tipos de operações realizadas (por exemplo, aumento da utilização de ações como moeda de troca em detrimento a dinheiro). A Tabela 2 mostra que a queda em prêmios se deu em todas as principais categorias de Oferta Pública, o que enfraquece consideravelmente a argumentação acima.

Tabela 2 - Mediana dos prêmios pagos por tipo de Oferta Pública, moeda e tamanho nos EUA

	Todas as transações		1988-1993		1994-1998		1998	
	Prêmio %	# trans.	Prêmio %	# trans.	Prêmio %	# trans.	Prêmio %	# trans.
Todas as transações	32,2	2.167	45,2	633	28,3	1.534	28,4	436
<u>Forma:</u>								
Amigável	31,6	2.097	43,7	598	28,0	1.499	28,4	432
Hostil	60,0	70	66,7	35	56,9	35	77,5	4
<u>Moeda de troca:</u>								
Dinheiro	36,6	918	51,5	341	30,3	577	28,6	166
Ações	29,0	922	37,2	202	27,3	720	28,6	203
Misto	31,6	327	45,9	90	27,4	237	26,7	67
<u>Tamanho:</u>								
US\$50-200mm	32,7	953	44,3	322	28,0	631	28,7	165
US\$200mm - \$1B	32,1	810	44,5	223	28,2	587	28,4	157
US\$1B +	32,7	404	50,9	88	29,2	316	26,6	114
<u>Empresa-alvo:</u>								
Com assessor	32,5	2.053	45,3	610	28,3	1.443	27,9	396
Sem assessor	28,1	114	43,5	23	27,4	91	44,6	40
<u>Comprador:</u>								
Com assessor	32,1	1.734	46,5	479	28,1	1.255	28,4	363
Sem assessor	33,3	433	42,7	154	28,4	279	29,4	73

Fonte: Securities Data Company (SDC)

* Inclui transações de empresas abertas nos Estados Unidos cujo controle foi negociado. Somente transações acima de US\$ 50 milhões. Os prêmios foram calculados baseados no preço da Oferta Pública e no preço da ação cinco dias antes da oferta inicial.

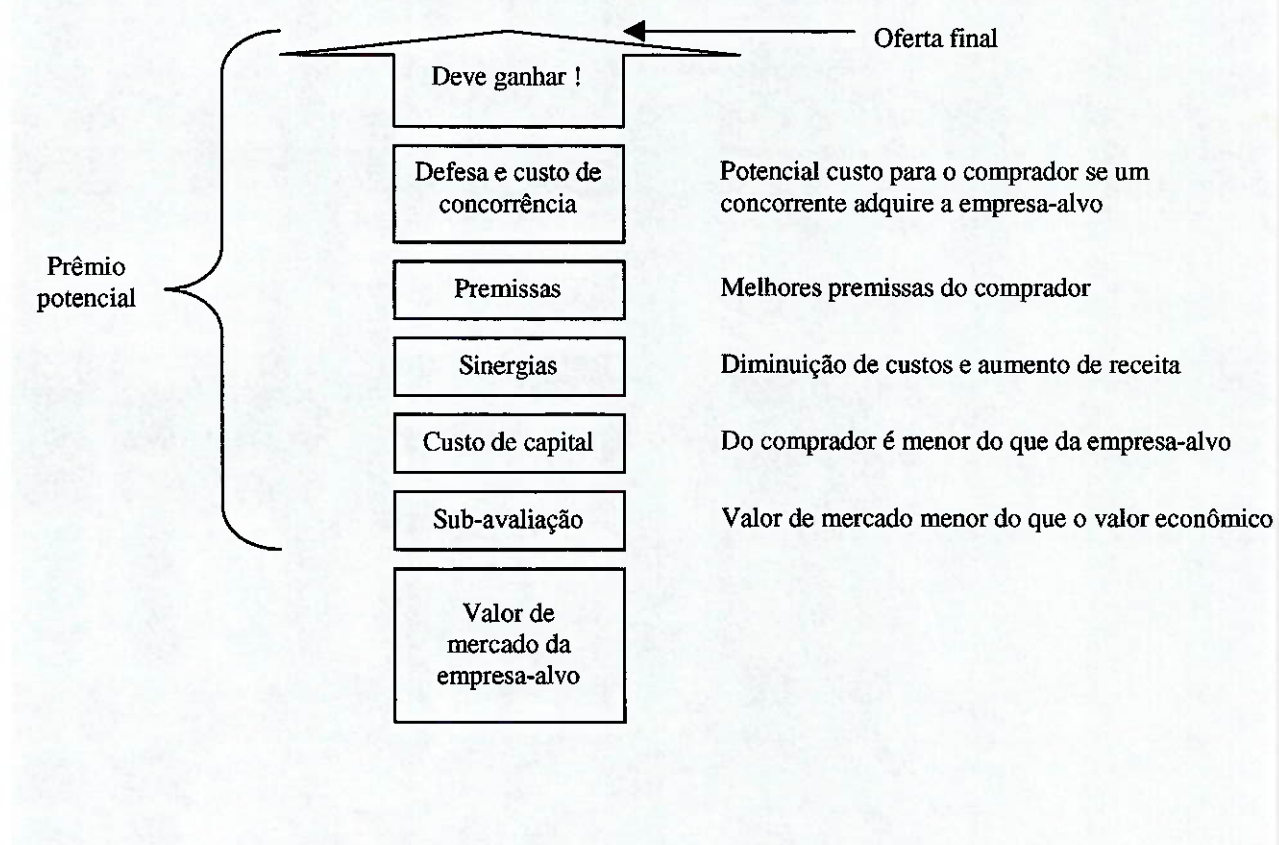
3.3 Fatores que têm influenciado o prêmio em Ofertas Públicas

Há uma série de fatores que influenciam os prêmios pagos em cada transação. Isso faz com que, apesar da tendência de queda, os prêmios variem muito. Devemos tomar a perspectiva do comprador para entender como esses fatores têm influenciado a precificação das operações.

Primeiramente, podemos considerar que a Oferta Pública é uma boa estratégia a partir do momento que as ações da empresa não refletem o valor econômico da mesma, o qual pode ser dado “pelo Fluxo de Caixa Descontado, que estima o valor da empresa pelo valor presente dos fluxos de caixa esperados para o futuro; ou pelos modelos de Avaliação Relativa, que estimam o valor da empresa verificando alguns de seus múltiplos e comparando-os aos múltiplos de empresas semelhantes ou aos múltiplos

de transações anteriores que envolvem a mesma indústria²³. Isso quer dizer que, se as premissas do comprador evidenciarem um valor econômico para a empresa-alvo maior do que o valor de mercado da mesma, a Oferta Pública faz sentido. A figura 4 ilustra o processo de análise do comprador (e eventualmente seu assessor) para a determinação do prêmio oferecido. Também são considerados prêmios extras para a proteção contra eventuais defesas da empresa sendo adquirida (apresentadas no Capítulo 2) e no caso de haver um outro comprador no mercado.

Figura 4 – Anatomia de um prêmio pago em uma Oferta Pública de Compra de Controle



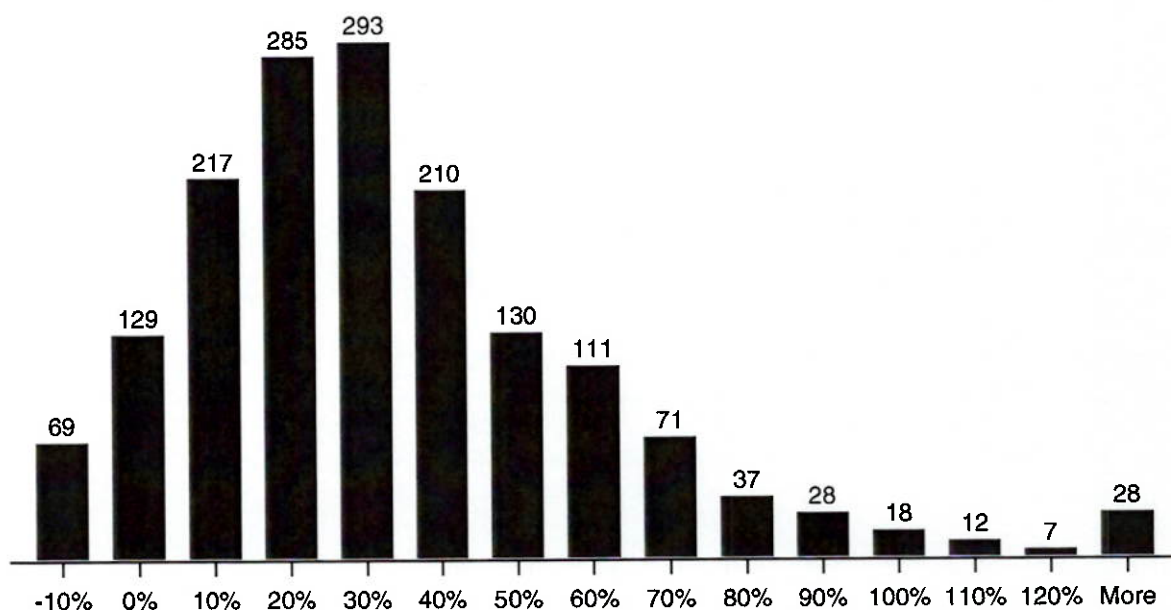
Fonte: Morgan Guaranty Trust Company

Um fator que deve ser notado nesse processo é a questão das sinergias. O comprador pode visualizar ganhos operacionais e administrativos com a eventual compra da empresa-alvo, que não estão refletidos na soma dos valores de mercado de sua própria empresa e da empresa-alvo. Esse ganho, chamado de “sinergia”, pode ser incorporado ao valor que o comprador está disposto a pagar na Oferta Pública, aumentando o seu prêmio.

²³ Sales, André Franco. *Considerações sobre o Valor Econômico de Empresas*. Escola Politécnica da

Finalmente, é importante ressaltar que a análise desses fatores tem um grau subjetivo bastante forte e o apoio de boas projeções macro e microeconômicas são fundamentais para a boa tomada de decisão. Esse é um valor que pode ser agregado por assessores financeiros. O Gráfico 2 mostra a dispersão dos prêmios pagos devido aos diferentes fatores utilizados para estimá-los.

Gráfico 2 – Distribuição dos prêmios pagos nos EUA, entre 1993 e 1998



Fonte: *Securities Data Company*

* Inclui transações de empresas abertas nos Estados Unidos cujo controle foi negociado. Somente transações acima de US\$ 50 milhões. Os prêmios foram calculados baseados no preço da Oferta Pública e no preço da ação cinco dias antes da oferta inicial.

Existem também condições de mercado que podem influenciar decisivamente o prêmio a ser pago. Essas condições têm influência ainda maior em países com economias mais instáveis, como é o caso do Brasil, pois afetam a “psicologia do mercado”²⁴. Alguns destes fatores são:

- Nível de confiança do mercado: em muitos países há indicadores da confiança da população na economia do país. Nos EUA, por exemplo, existe o “Consumer Confidence Index”. Se a confiança é baixa, os detentores das ações podem estar mais propensos a realizar lucros, vendendo-as a um certo prêmio durante uma

Oferta Pública do que mantê-las em seu portfólio, correndo o risco da esperada queda dos mercados.

- Situação política do país: apesar de estar refletida na avaliação da empresa, pode fazer com que o mercado exagere em sua depreciação, criando oportunidades claras de se obter menores prêmios.
- Liquidez do mercado: a quantidade de negócios no mercado acionário em que a empresa-alvo está listada pode influenciar negativamente o preço das ações nesse mercado, aumentando artificialmente o prêmio necessário para a Oferta Pública.

Segundo JARRELL e POULSEN, extensiva evidência empírica dá suporte à visão de que aquisições por meio de Oferta Pública são benéficas para os acionistas da empresa-alvo. A grande maioria dos estudos verificou que esses acionistas recebem grandes prêmios, em média 30%, por suas ações.

Já JENSEN, sumariza o que foi mostrado cientificamente nos trabalhos até hoje:

1. Acionistas das empresas compradoras têm ganho em média 4% em Ofertas Públicas hostis e zero em fusões (ou Ofertas Públicas amigáveis com aquisição de controle);
2. As aquisições têm gerado em média 8% do total de valor das duas companhias. Esse valor representa ganhos de eficiência econômica, e não redistribuição dos ganhos pelos novos acionistas;
3. Ações tomadas pela administração com o objetivo de evitar uma aquisição hostil têm se mostrado ruins para os acionistas;
4. A utilização de especialistas nessas operações, consultores e bancos de investimentos, tem se mostrado benéfica para ambos os acionistas;
5. Os ganhos com as aquisições não têm vindo do poder de monopólio, ou seja, apesar de a concentração do mercado aumentar, não se verificam aumentos de margens devido ao crescimento do poder de precificação.

²⁴ Alguns autores atestam que as reações dos mercados financeiros são determinados por uma psicologia própria e depende do nível de informações que os participantes desse mercado dispõe.

3.4 Regulamentação

Uma onda de Ofertas Públicas hostis nos anos 60 nos Estados Unidos que surpreenderam administrações e forçaram controladores a tomarem decisões para as quais não estavam preparados, provocaram o Ato William de 1968, que foi anexado à lei de 1934 que regulamenta o mercado de capitais dos EUA. Este era composto por dois anexos 13(d) e 14(d):

Anexo 13 (d)

Ele diz que qualquer pessoa (física ou jurídica) que adquirir ou acumular 5% ou mais das ações de uma empresa deve preencher um Formulário 13D, no prazo máximo de 10 dias depois de atingir a participação referida. No formulário, o objetivo de “compra” deve ser divulgado, juntamente com a fonte de financiamento para o projeto e informações adicionais do comprador. Mudanças significativas na situação devem ser anexadas ao Formulário 13D (entende-se como mudanças significativas a compra ou venda de 1% do total de ações da empresa).

Anexo 14 (d)

Ele descreve um processo bastante detalhado para a realização de uma Oferta Pública que envolva o controle de uma empresa, procurando proteger os direitos dos controladores e dos minoritários da empresa-alvo. Resumidamente, ele estabelece prazos para a apresentação pública da operação e duração da oferta. Também regulamenta a precificação da operação (todos os acionistas que participarem da oferta pública devem receber o mesmo valor por suas ações) e a divulgação de informações financeiras relevantes do comprador ao mercado.

3.5 No Brasil

O Brasil tem um mercado acionário muito menos desenvolvido do que aqueles que apresentam as características citadas neste capítulo. As Ofertas Públicas de compra de ações que não envolvem a transferência de controle são a grande maioria, e as ofertas amigáveis foram as únicas que ocorreram até hoje. Apesar dessas limitações, a Oferta Pública já desenvolveu um histórico interessante no país e deve ser uma operação cada vez mais frequente.

Um ponto que deve ser considerado na análise do caso brasileiro (e de outros países que passam por crises ou têm economias instáveis) é a quantidade de operações de fechamento de capital que ocorre. Isso se deve fundamentalmente a dois fatores principais:

- A baixa liquidez do mercado deprime os preços das ações, fazendo com que o mercado de capitais não seja um meio tão atrativo de captação de recursos, dado seu alto custo operacional e estratégico.
- A entrada de muitas empresas internacionais no mercado brasileiro se deu via aquisição de empresas nacionais, as quais tinham ações negociadas em bolsas locais. Dada a pequena capacidade do mercado de capitais brasileiro capitalizar essas empresas em comparação aos mercados externos (os quais podem ser acessados facilmente pelas multinacionais), a Oferta Pública acaba sendo um meio de essas empresas não distribuírem mais seus lucros com os outros acionistas, já que não há interesse de alavancagem futura do negócio através do mercado local. Além disso, a retirada das ações da bolsa de valores e o cancelamento do registro junto à CVM significam cortes de custos operacionais e aumento da flexibilidade estratégica.

Pode-se dizer que, diferentemente dos mercados mais desenvolvidos, a Oferta Pública no Brasil não é utilizada para a transferência de controle de empresas. Essa característica inclui uma particularidade comercial de empresas brasileiras, que temem que a Oferta Pública possa, de alguma forma, depreciar o valor de seus ativos, além de trazer parceiros ou novos controladores que não apresentariam as características capazes de atingir as sinergias desejadas.

Capítulo 4 – Objetivos Estratégicos e Econômicos

4.1 Aumento de Participação

Neste capítulo, pretende-se mostrar que a Oferta Pública, na realidade, faz parte de operações mais complexas que têm objetivos estratégicos e econômicos diversos. Serão abordadas algumas dessas operações, evidenciando o papel da oferta pública em cada um deles.

Primeiramente, quer-se comparar a eficácia da Oferta Pública como meio de aumento de participação, em detrimento a outras duas operações alternativas: a recompra de ações e o aumento de capital. É importante ressaltar que estas duas alternativas só podem ocorrer no caso de o comprador ser o próprio controlador da empresa-alvo, portanto, bastante aplicáveis no caso brasileiro.

4.2 A Oferta Pública vs. Recompra de Ações

A *Recompra de Ações* também objetiva o aumento de participação daqueles que permanecem com as ações, ou seja, pode ser considerada uma alternativa à Oferta Pública (desde que o comprador seja o próprio controlador da empresa-alvo).

Para fazer a comparação entre estas duas alternativas, serão realizadas duas análises principais. A primeira delas será uma simulação simples de como cada uma das alternativas influencia a participação final dos controladores, dadas algumas premissas baseadas em características históricas de cada operação. Já a segunda análise será uma discussão de vantagens e desvantagens da alternativa em relação à Oferta Pública, e mostrará as limitações econômicas da Recompra de Ações.

Para a simulação deve-se assumir que se trata de uma empresa que tem 100 mil ações listadas em bolsa, cujo valor de mercado de cada ação é R\$1,00. Assume-se também que os controladores possuem 50% das ações da empresa e definem o seu objetivo com base no montante de capital disponível para a operação. A partir deste caso foram feitas as seguintes premissas baseadas no comportamento do mercado de Oferta Pública e Recompra de Ações no Brasil:

- Os prêmios pagos pelos controladores na Oferta Pública variam entre 10% e 70%;
- O prêmio pago nas ações em uma recompra de ações é zero, ou seja, a recompra é feita a preço de mercado;
- Foi assumido que o montante disponível para a operação varia de 1% a 20% do valor de mercado da empresa;

A Tabela 3 mostra a participação final do bloco controlador após cada operação, em que as variáveis são o montante disponível para o investimento e o prêmio pago na Oferta Pública de Compra de Ações.

Tabela 3 – Resultado da simulação comparativa entre a Oferta Pública e a Recompra de Ações

Montante Disponível (R\$)	Part. c/ recompra	Participação final com a Oferta Pública de Compra de Ações												
		Prêmio pago na Oferta Pública de Compra de Ações												
		10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%	65%	70%
1,000	50.5%	50.9%	50.9%	50.8%	50.8%	50.8%	50.7%	50.7%	50.7%	50.7%	50.6%	50.6%	50.6%	50.6%
2,500	51.3%	52.3%	52.2%	52.1%	52.0%	51.9%	51.9%	51.8%	51.7%	51.7%	51.6%	51.6%	51.5%	51.5%
5,000	52.6%	54.5%	54.3%	54.2%	54.0%	53.8%	53.7%	53.6%	53.4%	53.3%	53.2%	53.1%	53.0%	52.9%
7,500	54.1%	56.8%	56.5%	56.3%	56.0%	55.8%	55.6%	55.4%	55.2%	55.0%	54.8%	54.7%	54.5%	54.4%
10,000	55.6%	59.1%	58.7%	58.3%	58.0%	57.7%	57.4%	57.1%	56.9%	56.7%	56.5%	56.3%	56.1%	55.9%
15,000	58.8%	63.6%	63.0%	62.5%	62.0%	61.5%	61.1%	60.7%	60.3%	60.0%	59.7%	59.4%	59.1%	58.8%
20,000	62.5%	68.2%	67.4%	66.7%	66.0%	65.4%	64.8%	64.3%	63.8%	63.3%	62.9%	62.5%	62.1%	62.1%

Fonte: Elaborado pelo autor

A tabela evidencia a maior eficiência da Oferta Pública, como instrumento de aumento de participação, em relação à Recompra de Ações. Mas valem ainda algumas observações sobre o resultado:

- A recompra de ações é feita pela própria empresa-alvo, ou seja, o seu *montante disponível* depende de sua capacidade de gerar caixa (levando em conta que, no caso de lucro, a legislação brasileira obriga a empresa a pagar pelo menos 25% deste em forma de dividendos a seus acionistas). Na prática, as operações de recompra de ações são muito menores do que as Ofertas Públicas, dificilmente chegando a 5% das ações existentes no mercado (no exercício utilizou-se um máximo de 20% das ações);
- Pode-se ver que o prêmio pago na Oferta Pública também tem um efeito econômico muito importante nessas operações. No Capítulo 2 pode-se verificar

que a mediana dos prêmios nas últimas transações no Brasil foi de 52,7%, um prêmio que tem como melhor opção para qualquer montante utilizado na simulação a Oferta Pública;

- No caso de uma Oferta Pública o controlador tem que necessariamente desembolsar todo o montante para a sua realização. Já na recompra de ações, o controlador reparte o custo com os demais acionistas da empresa.

4.3 Oferta Pública vs. Aumento de Capital

Agora, será feita uma comparação com outra forma de aumento de participação, o *aumento de capital*. À primeira vista, o aumento de capital parece ter um efeito contrário na participação dos controladores, pois diluiria a mesma ao aumentar o capital próprio da empresa. O que pode ser feito, pelos controladores, é um lançamento de ações da empresa um pouco acima do valor de mercado, fazendo com que os únicos interessados nesse novo lote de ações seja o próprio bloco controlador. Isso só é possível pois não faz sentido para outros investidores comprar as mesmas ações que estão no mercado por um valor maior.

Para fazer a comparação entre as duas operações, novamente será desenvolvida uma simulação. Assume-se uma empresa que tenha 100 mil ações no mercado aberto, com valor de R\$ 1,00 cada uma, e cujo bloco controlador possui 50% destas ações. As demais premissas são as seguintes (considerando um caso extremo de sucesso da estratégia de aumento de capital):

- Os prêmios pagos pelos controladores em uma Oferta Pública varia entre 10% e 70%;
- O aumento de capital deve ser feito com um prêmio de 5%;
- O controlador conseguirá comprar todo novo lote de ações;
- O aumento de capital e o montante disponível para a Oferta Pública variam entre 1% e 20% do capital atual da empresa.

A Tabela 4 mostra a participação final do bloco controlador após cada operação, em que as variáveis são o montante de aumento de capital (ou montante disponível para o investimento) e o prêmio pago na Oferta Pública de Compra de Ações.

Tabela 4 – Resultado da simulação comparativa entre a Oferta Pública e a Aumento de Capital

Montante		Participação final com a Oferta Pública de Compra de Ações													
Aumento K	Part. c/	Prêmio pago na Oferta Pública de Compra de Ações													
(R\$)	Aum. k	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%	65%	70%	
1,000	50.5%	50.9%	50.9%	50.8%	50.8%	50.8%	50.7%	50.7%	50.7%	50.7%	50.6%	50.6%	50.6%	50.6%	
2,500	51.2%	52.3%	52.2%	52.1%	52.0%	51.9%	51.9%	51.8%	51.7%	51.7%	51.6%	51.6%	51.5%	51.5%	
5,000	52.3%	54.5%	54.3%	54.2%	54.0%	53.8%	53.7%	53.6%	53.4%	53.3%	53.2%	53.1%	53.0%	52.9%	
7,500	53.3%	56.8%	56.5%	56.3%	56.0%	55.8%	55.6%	55.4%	55.2%	55.0%	54.8%	54.7%	54.5%	54.4%	
10,000	54.3%	59.1%	58.7%	58.3%	58.0%	57.7%	57.4%	57.1%	56.9%	56.7%	56.5%	56.3%	56.1%	55.9%	
15,000	56.3%	63.6%	63.0%	62.5%	62.0%	61.5%	61.1%	60.7%	60.3%	60.0%	59.7%	59.4%	59.1%	58.8%	
20,000	58.0%	68.2%	67.4%	66.7%	66.0%	65.4%	64.8%	64.3%	63.8%	63.3%	62.9%	62.5%	62.1%	62.1%	

Fonte: Elaborado pelo autor

Neste caso, vê-se que quanto maior o montante do aumento de capital, maior a vantagem da Oferta Pública sobre a outra operação. Mas deve-se fazer algumas observações sobre o resultado:

- Apesar de apresentar um pior resultado na simulação, o aumento de capital tem o efeito de injetar capital na empresa-alvo, o que poderá no futuro aumentar seus lucros e, portanto, o retorno dos controladores. Portanto, o efeito operacional de um aumento de capital não deve ser desconsiderado economicamente.
- A Oferta Pública é bastante regulada pela CVM e o Aumento de Capital tem trâmites legais custosos, o que equilibra ambas as operações no quesito "burocracia".

4.4 Estruturas Complexas e o Papel da Oferta Pública

Os objetivos econômicos e estratégicos dos compradores quando executam uma Oferta Pública podem ser:

- Aumentar a participação nos ganhos da empresa-alvo;
- Aproveitar o preço depreciado das ações da empresa-alvo;
- Aumentar a flexibilidade estrutural da empresa-alvo, principalmente no seu planejamento tributário, eliminando ou diminuindo o peso dos minoritários nas decisões estratégicas;

- Obter um maior alinhamento dos interesses da administração com os interesses dos controladores, já que as despesas administrativas não aumentam com o aumento de participação dos últimos.

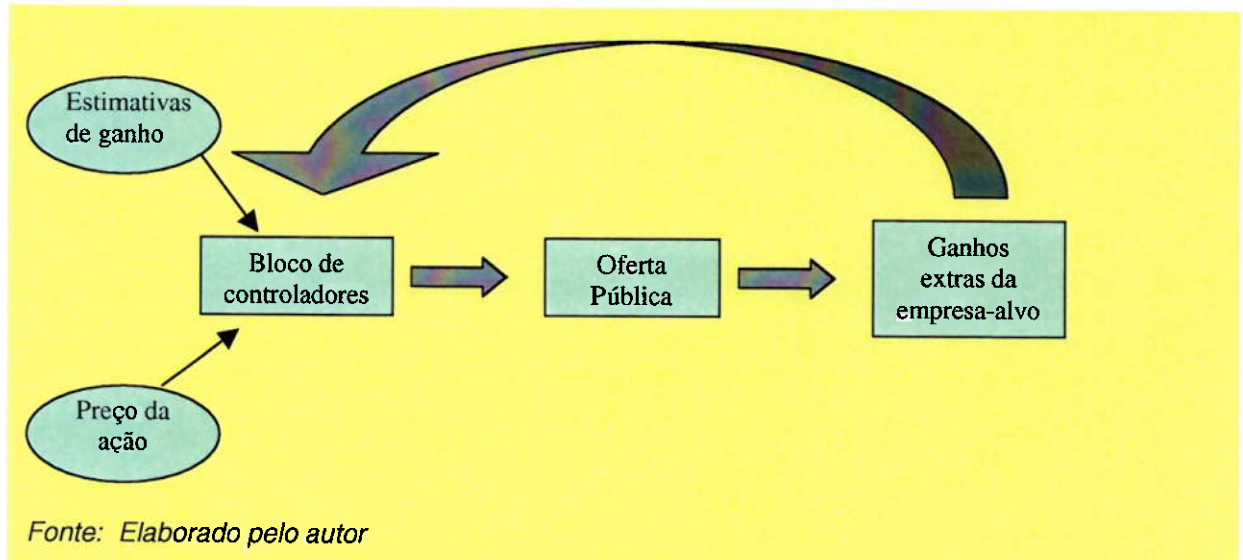
Serão vistos agora alguns processos e estruturas mais complexas, que mostram com clareza os objetivos dos controladores em adotá-las, e em quais a Oferta Pública de compra de ações desempenha uma papel fundamental.

4.4.1 Projeto operacional

Os controladores de uma empresa conhecem melhor o planejamento e estimativas de ganhos dessa empresa. Essas estimativas podem mostrar que o valor das ações no mercado não está refletindo os ganhos futuros da empresa e, portanto, os controladores investem seu capital em uma Oferta Pública para obterem uma fatia maior dos ganhos futuros da empresa-alvo.

A operação envolve a análise de aspectos operacionais e estratégicos da empresa-alvo que raramente são conhecidos pelos demais acionistas, permitindo que a operação seja bem sucedida.

Figura 5 – Aumento de participação com expectativa de ganhos operacionais



4.4.2 Aquisição por Multinacionais

Empresas multinacionais têm acesso a diversos mercados financeiros no mundo e podem escolher qual a melhor fonte de captação de recursos. Quando uma empresa desse tipo adquire uma empresa brasileira, o custo de manter as ações listadas no Brasil não é justificado, pois a possibilidade de captação em outros mercados é maior. “A própria onda de fusões e aquisições de empresas brasileiras por estrangeiros preocupa, pois as companhias já têm capital aberto lá fora e muitas vezes querem transformar a empresa brasileira numa simples filial, sem o aparato de negociação em bolsa”²⁵. Da mesma forma, uma aquisição é sempre seguida de uma porção de ajustes operacionais e financeiros, os quais podem ser feitos com muito mais facilidade sem a presença de minoritários.

Portanto, no caso de uma aquisição de uma empresa brasileira por uma empresa internacional, a consideração entre a oportunidade de captação no mercado doméstico (baixa) e os ganhos de flexibilidade e operacionais com a retirada do registro na CVM justificam a realização de uma Oferta Pública de Retirada de Ações do mercado. Muitas vezes, a análise das futuras sinergias com a nova empresa também mostram que pelos motivos mostrados no caso anterior, o aumento de participação do novo controlador faz sentido.

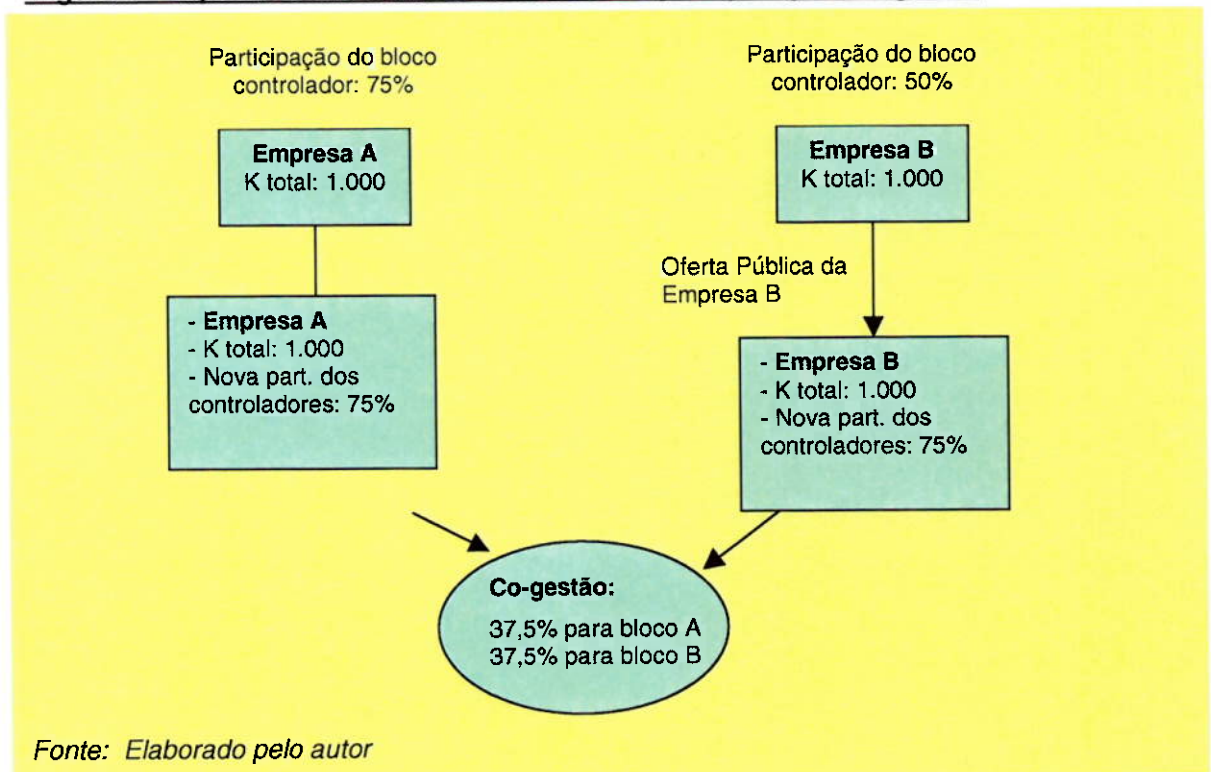
4.4.3 Fusão

Quando duas empresas planejam uma fusão, elas devem considerar a estrutura de capital de cada uma delas para fins de formação da nova administração. Quando o valor de mercado das duas companhias é muito distante, pode-se argumentar que uma empresa está comprando a outra (em vez de ser uma fusão), pois aquela de maior valor terá a maioria no conselho diretor e administrativo da nova empresa.

Um caso bastante recente na história brasileira é a fusão anunciada das duas maiores cervejarias do país, a Antártica e a Brahma. No momento do anúncio, o valor de mercado da Brahma era praticamente cinco vezes o valor de mercado da Antártica, fazendo com que a fusão fosse criticada por se tratar, na verdade, de uma aquisição. Para se defender desses ataques, os dois blocos controladores definiram regras claras que evidenciavam a co-gestão nos próximos dez anos da nova empresa, a Ambev.

No caso de as companhias terem valores parecidos, mas o bloco controlador de uma ter uma participação no capital muito diferente da outra, faz sentido, para aquele bloco controlador de menor participação acionária na empresa, realizar uma Oferta Pública para aumentar sua participação final na empresa pós-fusão, igualando-se ao bloco controlador da outra companhia que realizou a fusão. Isso caracterizaria uma verdadeira co-gestão.

Figura 6 – Papel da Oferta Pública em uma fusão planejada para co-gestão



4.4.4 Incorporação

Uma incorporação acontece quando uma empresa controladora (doravante "holding") decide juntar uma de suas controladas em sua estrutura. É como se a empresa controlada fosse comprada pela holding, passando a existir somente a última. Esse exemplo é importante pois mostra como a Oferta Pública desempenha um papel defensivo de controle, o que ocorre em diversas operações, sobretudo naquelas que envolvem algum tipo de planejamento tributário.

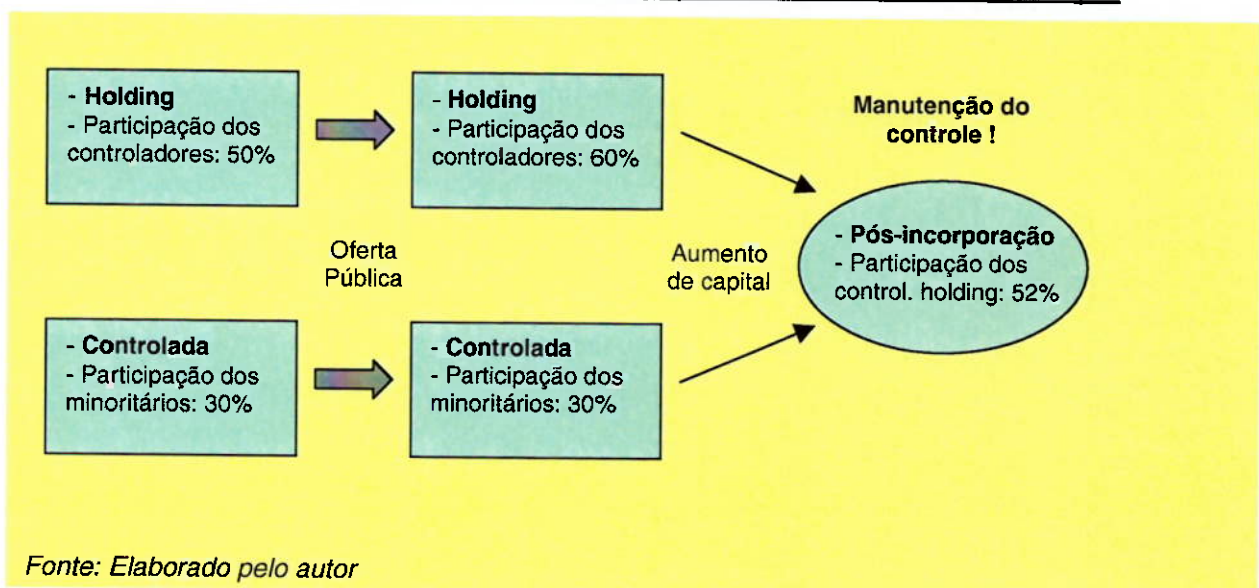
Nesse caso, a questão dos acionistas minoritários é fundamental para o sucesso da operação. Acontece que para incorporar a controlada, a holding deve fazer um

²⁵ Costa e Silva, Francisco. Presidente da Comissão de Valores Mobiliários.

aumento de capital para fornecer aos minoritários ações da holding em troca de ações da controlada. Esse aumento de capital dilui a participação dos acionistas da holding.

Mas, dependendo da participação dos minoritários na empresa controlada, os controladores da holding podem ser diluídos a ponto de perder o controle da própria holding. Para que isso não ocorra, os controladores da holding realizam uma Oferta Pública de compra de ações da holding, para garantir uma participação que não seja diluída abaixo do montante necessário para a manutenção do controle da empresa após o aumento de capital. A Figura 7 ilustra com mais clareza essa operação.

Figura 7 – Papel da Oferta Pública de Compra de Ações no caso de uma incorporação



4.5 Considerações finais do capítulo

Esse capítulo procurou dar continuidade à apresentação do tema do trabalho, o qual apontava a Oferta Pública de Compra de Ações como um importante instrumento de estrutura de capital, para fins econômicos e estratégicos.

Um ponto ainda não abordado neste trabalho é a consequência negativa que esta operação tem no mercado acionário brasileiro. Como foi apresentado anteriormente, em muitos casos, não se justifica manter ações listadas em bolsa de valores no Brasil. Dessa forma, muitas vezes as ofertas públicas realizadas no país tem o objetivo de retirar de circulação a ação, o que diminui pouco a pouco a já baixa liquidez do mercado doméstico.

A não ser que a situação político-econômica brasileira se altere e o investimento no Brasil entre em um nível de risco aceitável para uma grande parcela dos investidores nacionais e internacionais, a Oferta Pública pode acabar sendo um instrumento de enxugamento do mercado nacional. Para ilustrar isso, a Tabela 5 nos mostra as empresas que fecharam o capital desde Julho do ano passado, um total de 86, sendo que existem 508 empresas listadas na Bovespa (em Agosto de 1999).

Tabela 5 – Empresas que Fecharam o Capital entre Julho/98 a Junho/99

Nome	Data	Nome	Data
Opp Petroquímica S.A.	8/1/98	Cia. União de Seguros Gerais	9/11/98
Cia. Serviços de Engenharia - Serviente	8/1/98	Dova S.A.	17/11/98
Santana Têxtil S.A.	9/1/98	Nakata S.A. Ind. e Com.	18/11/98
Interagro S.A. Alimentos	16/1/98	Leasing BMC S.A. Arrend. Mercantil	18/11/98
Frigobrás - Cia. Bras. de Frigoríficos	21/1/98	Air Liquide Brasil S.A.	19/11/98
Itamaraty Filtros de Papel S.A.	28/1/98	Sonae-Distribuidora Brasil S.A.	20/11/98
Eletrofrio S.A.	6/2/98	Minas Investimentos S.A. Empreend. Adm.	9/12/98
Boston Exportadora e Importadora S.A.	17/3/98	Maisonave Cia. de Participações	18/12/98
BMD Leasing S.A. Arrend. Mercantil	2/4/98	Tupiana S.A.	18/12/98
Bco. Francês e Brasileiro S.A.	8/4/98	Grápia S.A.	18/12/98
Glasslite S.A. Ind. de Plásticos	16/4/98	Sadokin S.A. Elétrica e Eletrônica	18/12/98
Enxuta S.A.	23/4/98	Casa José Silva Confec. S.A.	30/12/98
Paes Mendonça S.A.	24/4/98	Brasil Central Hotéis e Turismo S.A.	30/12/98
Sul América Santa Cruz Seguros S.A.	6/5/98	Ind. de Bebidas. Antarctica do R. G. do Norte S.A.	11/1/99
Potenza Leasing Arrend. Mercantil	12/5/98	Ind. de Bebidas Antarctica do Piauí S.A.	11/1/99
Financiadora BCN S.A. CFI	25/5/98	Ind. de Bebidas Antarctica da Paraíba S.A.	11/1/99
Sementes Agrocere S.A.	4/6/98	Ind. de Bebidas Antarctica de Minas Gerais S.A.	11/1/99
Bco. Fininvest S.A.	12/6/98	Ind. de Bebidas Antártica da Amazônia S.A.	11/1/99
Sé S.A. Comércio e Importação	12/6/98	Elevadores Sur S.A. Ind. e Com.	12/1/99
A J. Renner S.A. Ind. e Participações	17/6/98	Metalac S.A. Ind. e Com.	2/2/99
M. Holdings S.A.	24/6/98	BCR - Bco. de Crédito Real S.A.	8/2/99
Figar S.A.	26/6/98	Cia. Têxtil de Castanhal	8/3/99
Sociedade de Part. Cimenteiras S.A.	29/6/98	Borlem S.A. Empreend. Industriais	10/3/99
Bco. de Crédito Real de M. Gerais S.A.	30/6/98	BS Continental S.A. Util. Domésticas	25/3/99
Siderurgia Brasileira S.A. - Siderbrás	6/7/98	Benzenex S.A. Adubos e Inseticidas	30/3/99
Cia. Industrial Amozonense	9/7/98	Dedini S.A. Adm. e Participações	30/3/99
Itabapoana Participações S.A.	14/7/98	Satma-Sul América Participações S.A.	6/4/99
Inds. de Chocolate Lacta S.A.	17/7/98	Usiminas - Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais	6/4/99
Metrô Extensão Norte Trust S.A.	20/7/98	Bompreço Trust de Recebíveis S.A.	9/4/99
Transauto - Transp. Espec. de Automóveis S.A.	22/7/98	Conover Trading S.A.	23/4/99
Bco. de Crédito Nacional S.A.	28/7/98	Itinga Participações S.A.	23/4/99
Concic. Engenharia S.A.	7/8/98	Sistema Leasing S.A. Arrend. Mercantil	28/4/99
Sadia Concórdia S.A.	27/8/98	SCGR Empreend. e Part. S.A.	4/5/99
Fertisul S.A.	27/8/98	Investec S.A.	4/5/99
Mappin Trust Recebíveis S.A.	31/8/98	Borghoff S.A.	7/5/99
Rhodia Ster Fipack S.A.	4/9/98	CBV Indústria Mecânica S.A.	13/5/99
Parincorp S.A.	22/9/98	Cia. Terra Bonsucesso	13/5/99
Compugraf - Tecnologia e Sistemas S.A.	23/9/98	Wetzel Fundação de Ferro S.A.	28/5/99
Construções e Com. Camargo Correa S.A.	30/9/98	Freios Varga S.A.	2/6/99
Termolar S.A.	7/10/98	Panex S.A. Ind. e Com.	8/6/99
Multiplic Leasing Arrend. Mercantil S.A.	22/10/98	Pernambuco Participações e Invest. S.A.	9/6/99
Maison Eco S.A.	30/10/98	Celite S.A. Ind. e Comércio	29/6/99
Microtec Sistemas e Com. S.A.	30/10/98		

Fonte: Gazeta Mercantil

Capítulo 5 - Aspectos Legais do Mercado Brasileiro

5.1 A Instrução CVM Nº 299

Neste capítulo mostraremos os principais pontos da Instrução 299 criada pela CVM para regularizar as Ofertas Públicas de compra de ações, principalmente as de fechamento de capital.

Anteriormente à última reforma parcial da Lei das SAs, o artigo 254 da mesma (hoje expressamente revogado pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997), impunha a obrigação de os adquirentes do controle de companhia aberta estenderem, por meio de oferta pública, aos acionistas minoritários detentores de ações votantes da empresa-alvo, *o mesmo preço, termos e condições oferecidos aos acionistas controladores*. A Resolução nº 401, de 22.12.1976, do Conselho Monetário Nacional, por sua vez, levantava as principais regras aplicáveis a essa modalidade de Oferta Pública, cuja realização era condicionada à aprovação da transferência do controle pela CVM.

Assim, na ocorrência de transferência de controle acionário, de acordo com o regime anterior, a companhia publicava imediatamente *fato relevante*, divulgando ao mercado o preço e as condições do negócio. A seguir, passava-se à submissão do edital de Oferta Pública à aprovação da CVM que, assim que aprovado, era publicado com ampla divulgação ao mercado.

Com a mudança da lei e o fim da exigência da Oferta Pública, quando da aquisição de controle, as companhias passaram a publicar fatos relevantes comunicando apenas a realização do negócio e o nome do novo controlador, sem qualquer outra informação quanto ao preço, termos e condições da transação.

Após a aquisição do controle sob o novo regime legal, alguns dos novos controladores passaram a realizar ofertas públicas voluntárias para aquisição de ações dos acionistas minoritários, ou até mesmo ofertas visando ao cancelamento do registro como companhia aberta, sem que os acionistas minoritários tivessem acesso ao preço por ação acordado privadamente com o antigo acionista controlador, quando da transferência do controle. Essas ofertas geraram algumas reclamações de acionistas minoritários, que não concordaram com o tratamento recebido dos novos controladores.

Assim, na tentativa de pôr fim a essas polêmicas, a CVM editou a Instrução CVM 299/99, que criou novas regras para, dentre outras, a divulgação de operações

envolvendo a transferência de controle, bem como a aquisição de ações pelo acionista controlador. Essa nova regulamentação determinou que os acionistas controladores ou as pessoas que representem os interesses desses controladores, sob qualquer forma, ficam obrigadas a comunicar à CVM e divulgar ao mercado a assinatura de acordos ou contratos visando a transferência do controle acionário de companhia aberta.

A obrigação de divulgação desses atos ao mercado em geral não é, entretanto, absoluta, uma vez que a própria Instrução CVM 299/99 prevê a possibilidade de solicitação de manutenção de sigilo para preservar os interesses legítimos da companhia.

Terá início o detalhamento da nova regulamentação apresentando o caso das Lojas Renner em 1998, o principal catalizador de sua publicação.

5.1.1 O Caso das Lojas Renner

Em 8 de Dezembro de 1998, a Lojas Renner anunciou a sua venda para o grupo JC Penney. No mesmo dia, o grupo norte-americano, através de seu assessor financeiro, fez a oferta pública para comprar 70% das ações preferenciais²⁶, na qual ganharia mais o acionista que aderisse antes à proposta. A oferta do comprador foi anulada pela CVM, sob a alegação que não se pode dar tratamento diferenciado a diferentes acionistas.

Em 21 de Dezembro do mesmo ano, os novos controladores fizeram nova oferta, de R\$25,00 pelo lote de mil ações. Cerca de 55% dos acionistas preferenciais venderam suas participações. No dia 19 de Janeiro de 1999, a JC Penney comprou, em bolsa, mais 21,6% do capital da Renner, pagando R\$37,61 pelo lote de mil ações. Isso revoltou os minoritários que venderam suas ações por R\$25,00, que recorreram à CVM.

Além disso, a CVM passou a investigar se a empresa não tentou fazer o chamado “fechamento de capital branco”, quando uma empresa tenta tirar aos poucos a liquidez de uma empresa ao ponto de praticamente fechar o seu capital. Isso porque a JC Penney acabou ficando com 98,5% das ações ON e 89,7% da PN e, no dia 23 de

Dezembro, quando fez a Oferta Pública, comunicou à CVM que não pretendia fechar o capital da empresa.

Para finalizar, descobriu-se depois que 10,2% de ações ordinárias que a JC Penney adquiriu fora do mercado pertenciam ao presidente da Bovespa naquela época, Alfredo Rizkallah. Isso aumentou os problemas da operação, fazendo com que o fato atingisse repercussão nacional.

5.1.2 Irregularidades combatidas pela nova regulamentação da CVM

A Instrução 299, publicada pela CVM no dia 9 de Fevereiro de 1999, tornaria impossível, se já estivesse em vigor, a operação acima descrita. Em pelo menos dois artigos a nova norma colide frontalmente com a maneira em que a transação foi feita e exige, no caso da compra das ações do ex-presidente da Bovespa, a realização de oferta pública e a ampla divulgação dos detalhes.

Em primeiro lugar, o aumento de participação da JC Penney, da forma que ocorreu, superior a 5% das ações, deveria ser comunicado “de imediato” à CVM e às Bolsas de Valores. Segundo o artigo sexto da instrução, essa comunicação deve conter, entre outras informações, o nome das partes, a quantidade, o preço, a espécie, a classe das ações adquiridas e o objetivo da aquisição.

O artigo 12º ataca o mesmo problema por outro ângulo: determina que as aquisições de ações superiores a 10% do total em circulação da espécie que está sendo negociada devem ser “obrigatoriamente” realizadas por meio de Oferta Pública.

A instrução da CVM aborda também outros pontos obscuros que cercaram a venda das Lojas Renner. Já no artigo terceiro, ela obriga que todas as operações que resultarem na alienação de controle de companhias abertas devam ser comunicadas imediatamente ao mercado, informando inclusive o preço do negócio e a intenção do novo controlador em fechar ou não o capital da empresa.

²⁶ Sem direito a voto.

O artigo 12º também diz que, em caso de ofertas públicas, se o controlador informar que pretende manter o registro de companhia aberta, não poderá cancelá-lo pelo prazo de até dois anos depois da liquidação da operação.

Outro ponto interessante da nova instrução é a obrigatoriedade de mesmo tratamento a todos os acionistas. No caso das Lojas Renner, a JC Penney seria obrigada a indenizar os acionistas minoritários que aderiram à primeira oferta pública feita por ela em 21 de Dezembro, quando receberam R\$25,00 por lote de mil ações. Em relação àqueles que posteriormente receberam R\$37,61 na segunda oferta, “a diferença a maior, se houver, entre os valores oferecidos será paga aos acionistas aceitantes da primeira oferta”²⁷. Segundo a instrução, essa obrigação vale para uma oferta pública posterior à primeira realizada dentro de um prazo de dois anos.

5.2 Outros Pontos Importantes da Instrução CVM Nº 299

Um outro ponto importante da instrução que deve ser ressaltado é o dever de se efetuar comunicação no caso de aquisição de ações por parte de administradores e membros do conselho fiscal de companhia aberta. Neste caso, a CVM também pode exigir a divulgação pública de uma série de informações relacionadas com a operação, como o objetivo dos adquirentes.

Além disso, a Instrução CVM 299/99 proíbe que companhias abertas adquiram ou alienem ações de sua própria emissão: (1) após a celebração de qualquer acordo ou contrato visando à transferência do controle acionário da companhia; (2) após ter sido outorgada opção ou mandato para o mesmo fim; e/ou (3) se existir a intenção de promover incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação ou reorganização societária que envolva investimento relevante em empresas coligadas. A mesma instrução veda também aos acionistas controladores, administradores e membros do conselho fiscal, qualquer negociação com ações de emissão da companhia, quando estiver em curso operação visando à aquisição ou alienação de ações pela própria companhia, suas controladas, coligadas ou outra sociedade sob controle comum. Com isso, os acionistas controladores ficam impedidos de adquirir ações mantidas em tesouraria pela companhia.

²⁷ Instrução CVM Nº 299. Fevereiro, 1999. Artigo 14º.

Com essas regras, a CVM pretende mais uma vez coibir o uso de informações privilegiadas nas negociações com ações de companhias abertas, quando realizadas pela própria companhia, seus acionistas controladores, administradores ou membros do conselho fiscal.

5.3 Problemáticas oriundas da nova regulamentação

Analisando mais a fundo a nova legislação e comparando-a tanto com o que era comumente realizado como com o que é adotado em países com mercados financeiros mais desenvolvidos do que o brasileiro, podemos antecipar dois pontos de forte controvérsia:

- A) A ampliação do rol de situações que obrigam a publicação de fato relevante nas alienações de controle deve gerar polêmica. Ocorre que, em transações envolvendo a venda do controle acionário de companhias abertas, é comum a contratação, pelos acionistas controladores, de assessores financeiros, por meio de mandato para avaliação da empresa, representação perante os potenciais compradores e condução da venda. Todo esse processo, contudo, é normalmente conduzido dentro do mais estrito sigilo, dado que os acionistas controladores e a própria empresa-alvo poderiam, eventualmente, sofrer prejuízos em decorrência do conhecimento dessa informação pelo mercado, antes mesmo de haver uma decisão final quanto à venda da companhia. Caso a intenção de venda seja revelada publicamente e o negócio não venha a ser concretizado, o mercado poderia especular quanto à qualidade e solidez da companhia, em razão da falta de interessados na aquisição do seu controle. Mas a concessão de mandato de venda pelo acionista controlador, obriga a comunicação à CVM e publicação de fato relevante, a menos que seja aceito pela CVM o pedido de sigilo. Essa medida pode eventualmente inibir a contratação de assessores financeiros por acionistas controladores, o que pode ser prejudicial aos negócios envolvendo a transferência do controle de companhias abertas. Vale ressaltar que a regulamentação norte-americana de mercado de capitais, editada pela *Securities and Exchange Commission* – SEC, considerada uma das mais modernas do mundo, não contém

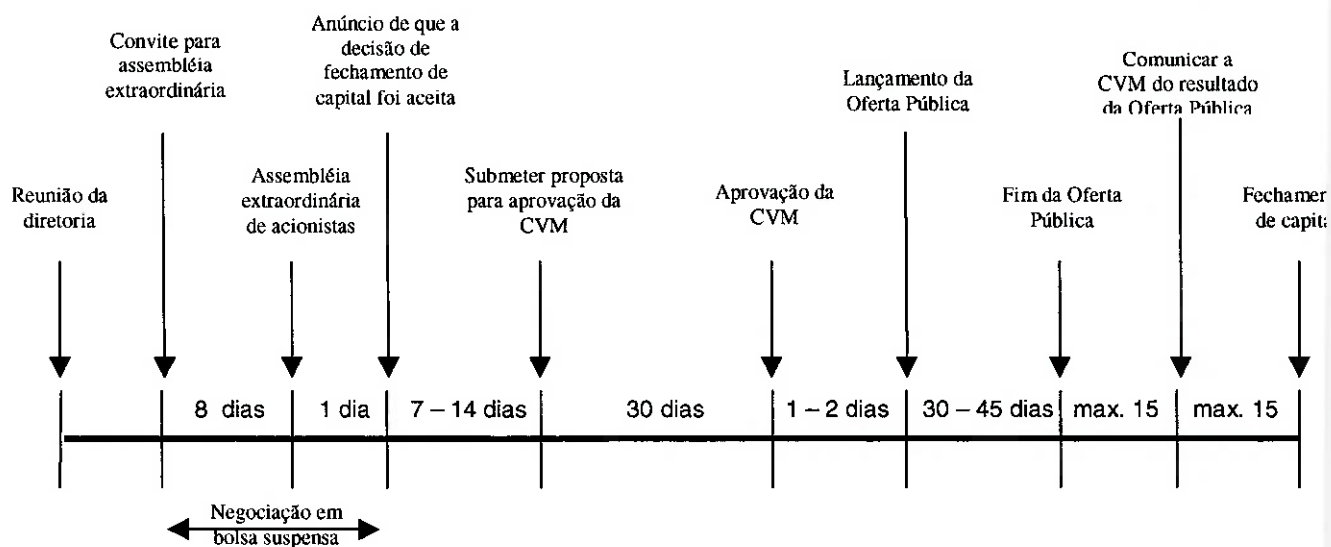
dispositivo que obrigue a divulgação, ao mercado ou à própria SEC, da concessão de mandato aos assessores financeiros. A contratação de assessores financeiros é feita com cláusula recíproca de confidencialidade e não é divulgada ao mercado.

- B) Outro ponto que deve gerar certa controvérsia é a obrigatoriedade de qualquer aquisição que venha a ser pretendida pelo acionista controlador, após ultrapassado o limite de 10%, ser realizada via Oferta Pública em bolsa de valores, com livre interferência de terceiros. Essa disposição impedirá negócios envolvendo a venda privada de blocos substanciais de ações aos acionistas controladores que, até então, podiam ser realizados privadamente. Tome-se, como exemplo, as operações de *private equity*²⁸, em que grandes fundos nacionais e estrangeiros financiam companhias em processo de abertura de capital, através da compra de ações e opções de compra, que serão futuramente exercidas aos acionistas controladores. A venda dessas ações (no exercício das opções) não poderá ser realizada fora de bolsa de valores, na hipótese do controlador já ter ultrapassado o limite de 10%. Isso associado à obrigação de rateio proporcional entre os acionistas aceitantes da Oferta Pública, caso o controlador limite sua oferta a um número máximo de ações, pode impossibilitar a venda de todo o lote de ações pelo fundo de “private equity”, se outros acionistas minoritários aceitarem a oferta do controlador.

5.4 Processo de Fechamento de Capital

A Instrução 229 de 16 de Janeiro de 1995 detalha todo o processo de fechamento de capital de uma empresa. Nesse ponto, serão mostrados quais os passos desse processo. A Figura 8 facilita a visualização deste processo.

²⁸ Fundos de “private equity” realizam investimentos estratégicos, quando visualizam uma oportunidade real de crescimento de uma empresa. Esses investimentos se dão na forma de compra de uma parcela do capital da empresa, participação em decisões estratégicas e realização de resultado no médio prazo (através de alienação do capital adquirido).

Figura 8 – Processo de Fechamento de Capital

Fonte: Elaborado pelo autor baseado na Instrução 229/ 95, Comissão de Valores Mobiliários

Como podemos verificar, o processo é bastante longo. A duração pode variar entre 100 e 130 dias. Além disso, para que os controladores possam requerer o fechamento de capital existem duas condições iniciais:

- Aprovação de 51% dos acionistas (votantes e não-votantes)
- Menos de 33% dos minoritários que expressaram sua opinião devem ser contra o fechamento do capital

5.5 Oferta Pública Voluntária e a Oferta Pública de Fechamento de Capital

A figura 9 apresenta uma breve comparação entre os tipos de ofertas públicas.

Figura 9 – Comparação entre a Oferta Pública Voluntária e de Fechamento de Capital

Oferta Pública Voluntária (Regulamentação antiga)	Oferta Pública Voluntária (Nova regulamentação)	Oferta Pública de Fechamento de Capital
<ul style="list-style-type: none"> Sem normas específicas <ul style="list-style-type: none"> Sem necessidade de aprovação da CVM; Flexibilidade de tempo e estrutura Rápida implementação Maior facilidade de manter a confidencialidade até o anúncio 	<ul style="list-style-type: none"> Regulado pela CVM – necessidade de aprovação Pode levar ao fechamento de capital se mais de 33% das ações dos minoritários forem oferecidas Necessidade de divulgar as informações sobre a aquisição do controle 	<ul style="list-style-type: none"> Severamente regulado pela CVM Confidencialidade do processo prejudicada – requer divulgação de intenção para o mercado Fechamento de capital é atingido em muitos casos

Fonte: Elaborado pelo autor

5.6 Cometários Finais

A Instrução CVM 229/95 foi editada para regulamentar um processo bastante delicado, que tem muitos pontos de potencial discórdia, a Oferta Pública de fechamento de capital. O setor carecia de uma regulamentação para a Oferta Pública em si, e neste ano, a CVM, com base em experiências anteriores (como o caso das Lojas Renner), corrigiu este erro.

A Instrução CVM 299/99 foi editada a pretexto de, entre outros, atacar o chamado “fechamento branco de capital”, isto é, o fechamento de capital por meio de operações de compra conduzidas, direta ou indiretamente, pelos acionistas controladores, visando ao enxugamento das ações da companhia dispersas no mercado.

Essas Instruções buscaram dar maior transparência e proteção aos acionistas minoritários nas operações envolvendo a transferência do controle da empresa-alvo ou o simples aumento de capital dos controladores da mesma. Apesar de algumas inovações positivas trazidas pela CVM, exigirem a divulgação de fato relevante, quando da simples contratação de mandato de representação, ou restringir a negociação privada de blocos de ações, como pretendido, pode causar prejuízo aos acionistas e à própria companhia, além de não ser prática adotada em mercados mais desenvolvidos que o brasileiro.

Finalmente, esse capítulo procurou mostrar que o mercado de Ofertas Públicas no Brasil está se desenvolvendo também no campo legal. O novo panorama geral e as principais normas que afetam o mercado e seus participantes foram aqui discutidas.

Seção B

A METODOLOGIA PROPOSTA

Capítulo 6 - Fatores Críticos de Sucesso

6.1 Uma Operação Bem Sucedida

Na seção anterior procurou-se definir a Oferta Pública de compra de ações e apresentar suas principais características e aspectos competitivos no Brasil, mostrando sua importância em mercados mais desenvolvidos. Agora pretende-se refinar a análise desta transação, demonstrando o que pode ser considerado uma oferta pública bem sucedida. Para tanto, devemos lembrar que a operação pode muitas vezes fazer parte de uma estrutura mais complexa. Parte-se para a primeira pergunta neste momento: *se a oferta pública levar aos objetivos de seu executor, pode-se considerá-la bem sucedida?*

Na realidade, à primeira vista, a resposta seria sim. Mas há que levar em conta os componentes da Oferta Pública e analisá-los separadamente, para chegar a uma boa conclusão. Para ilustrar nossa análise, utilizaremos um exemplo neste momento:

Exemplo 1 – Uma incorporação

- **Resumo:** uma Oferta Pública de compra de ações cujo objetivo é manter a posição de controladores (da empresa X) de seus executores após uma incorporação.
- **Necessidade:** compra de 5% das ações do mercado
- **Preço atual da ação:** R\$ 1,00
- **Total de ações no mercado:** 100 mil

Analisaremos três cenários com diferentes resultados em cada um.

Cenário 1

- **Prêmio oferecido ao mercado:** 50%
- **Porcentagem adquirida junto ao mercado:** 25%
- **Custo da operação:** R\$ 37.500,00
- **Resultado da operação:** Manutenção do controle após a incorporação. Maior participação nos lucros.

Cenário 2

- **Prêmio oferecido ao mercado:** 30%
- **Porcentagem adquirida junto ao mercado:** 7%
- **Custo da operação:** R\$ 9.100,00
- **Resultado da operação:** Manutenção do controle após a incorporação. Participação esperada.

Cenário 3

- **Prêmio oferecido ao mercado:** 15%
- **Porcentagem adquirida junto ao mercado:** 3,5%
- **Custo da operação:** R\$ 4.025,00
- **Resultado da operação:** Incorporação adiada por receio de perda de controle.

Pode-se verificar com clareza que o cenário 3 é o pior do exemplo. Neste caso, a operação não foi bem sucedida pois o número de ações necessárias para a continuidade da incorporação não foi adquirida. Além disso, a operação perdeu o caráter confidencial e trouxe os minoritários para a discussão da incorporação antes do pretendido. O custo de uma nova Oferta Pública também aumentou, pois o mercado incorporou a expectativa de incorporação no preço da ação. Esse cenário deve ser evitado a todo custo, por isso a consideração de um prêmio adequado ao mercado é fundamental.

É mais complicado analisarmos os cenários 1 e 2. À primeira vista, o cenário 2 parece ideal, com um custo bem mais baixo e com o sucesso da incorporação. A única vantagem do cenário 1 é uma maior participação pós-incorporação dos controladores na Empresa X. Mas, se este aumento de participação não era pretendido, não deve influenciar o julgamento do resultado. Contudo, devemos levar em conta o risco incorrido no cenário 2. Como podemos ver, a quantidade de ações comprada neste excedeu por pouco o mínimo necessário para a operação, mostrando o alto risco da mesma.

Existem outros pontos a serem abordados que não foram levados em consideração no exemplo acima. Por exemplo, em uma época de pessimismo em relação à economia do país, os preços das ações podem estar depreciados e a empresa pode preferir utilizar a oferta pública para aumentar também sua participação na empresa-alvo. Neste caso, os controladores podem estar dispostos a pagar um prêmio maior nas ações, ou até fechar o capital da empresa.

Portanto, uma Oferta Pública de sucesso é aquela que cumpre os objetivos de seu executor, mas ao mesmo tempo o faz de uma forma satisfatória dentro da realidade do mercado. Isso significa que se os controladores pagarem um prêmio muito alto pela ação, o que acaba aumentando o tamanho da própria Oferta Pública, terão seu objetivo alcançado, mas a um custo extraordinariamente alto. Temos, então, quatro variáveis principais a serem observadas para a análise do sucesso de uma transação: o **objetivo** do comprador; a **precificação** e a **penetração** da Oferta Pública e, por fim, o **ambiente** macroeconômico da operação.

6.2 Fatores Críticos de Sucesso

Neste momento irão ser analisados os fatores citados na seção anterior, seu impacto e como foram tratados nas transações que ocorreram até hoje.

6.2.1 Precificação

Esta deve ser a etapa mais importante no processo de preparo de uma Oferta Pública. Sua relevância advém do fato de ela ser o principal fator que atrairá ou não os investidores para a oferta e, ao mesmo tempo, determina o custo total da operação para o comprador.

O preço final a ser ofertado deve embutir o prêmio pago ao mercado, para que o comprador obtenha o ponto ótimo entre o número de ações compradas e o custo da operação. As análises que são feitas hoje se baseiam em duas fontes de informação principais: as Ofertas Públicas anteriores no mercado brasileiro e os atuais detentores das ações da empresa.

Essa primeira fonte de informações, as transações anteriores, nos mostram quais foram os prêmios pagos ao mercado e qual a quantidade de ações compradas. Os assessores financeiros são responsáveis por manter e distribuir essas informações a seus clientes. Há também empresas especializadas, como a Securities Data Company, que têm um amplo banco de dados destas operações.

Com essas informações em mãos o comprador pode ter uma idéia de valor a ser oferecido, ainda mais se considerarmos que os detentores das ações da empresa-alvo também estarão atentos a esses números. Mas devemos ter em mente que os prêmios anteriores não podem definir o prêmio a ser dado, já que se trata de outra empresa, outro momento e, principalmente, diferentes objetivos dos compradores.

Para se chegar a um preço mais exato, já com a indicação dada pelas informações das transações anteriores, passa-se ao estágio de analisar os atuais detentores das ações da empresa-alvo. A empresa tem direito de saber quem são seus acionistas, dia-a-dia, e a bolsa tem um grande banco de dados com essas informações. De posse dessa informação, os controladores podem conseguir as seguintes informações:

- quem são os principais acionistas;
- o período no qual os atuais acionistas compraram as ações;
- uma idéia de preço que cada acionista pagou nas ações que possuem hoje.

Com essas informações, o prêmio médio obtido com a análise as transações anteriores pode ser refinado para tentar refletir o impacto do mix de acionista que a empresa-alvo tem. Sabe-se que, se os acionistas são compostos em sua maioria por investidores de curto prazo, os chamados “hedge funds”, os prêmios oferecidos podem ser menores. No caso de investidores estratégicos, como fundos de pensão ou fornecedores, a oferta pode ter que ser mais atrativa. Essas são constatações empíricas que devem ser estudadas caso a caso.

Na prática, os compradores (os controladores) acompanhados de seus assessores financeiros entram em contato diretamente com os maiores, ou com os mais interessantes, detentores das ações da empresa-alvo e tentam acordar um prêmio que garanta sua participação na Oferta Pública (com acordos de confidencialidade firmados por ambas as partes). Apesar de não haver uma regulamentação coibindo ou incentivando tal prática, ela faz com que, em muitos casos, o prêmio oferecido seja menor, já que diminui bastante a incerteza do comprador não conseguir o número de ações necessárias.

6.2.2 Penetração

A penetração da Oferta Pública é a porcentagem de ações existentes no mercado que o comprador adquire na operação. Ela está muito ligada à análise dos acionistas atuais da empresa-alvo e é um fator determinante na precificação da operação. Quanto maior a penetração pretendida, maior o prêmio oferecido.

Quando a penetração pretendida é máxima, estamos falando de um fechamento de capital e, portanto, um processo mais longo e custoso. Quando a penetração é marginal, até 10% das ações do mercado, podemos dizer que o processo é simples. Na realidade, se a penetração pretendida é realmente pequena, não há a necessidade de uma Oferta Pública²⁹.

²⁹ Como foi visto no Capítulo 5, uma compra menor do que 5% no mercado aberto não necessita de nenhuma notificação ao mercado ou à CVM, ou seja, não há a necessidade de nenhuma operação estruturada (como é o caso de uma Oferta Pública).

6.2.3 Ambiente Macroeconômico

Aqui entra o fator psicológico do mercado, como mencionado anteriormente neste trabalho. Quando há um ambiente desfavorável para a economia de um país, sobretudo em um país em que o mercado acionário parece não apresentar uma seleção setorial³⁰ (como é o caso de Brasil), há dois efeitos importantes no caso da análise de uma Oferta Pública: (1) os preços ficam depreciados; e (2) os detentores de ações, com preocupações exageradas, ficam mais inclinados a vender suas ações em qualquer recuperação inesperada (minimizando uma perda anterior ou realizando um lucro inesperado).

Da mesma forma, um ambiente altamente favorável pode fazer com que as ações das empresas estejam acima de um valor que se considere razoável e é nesse momento, que as análises de precificação tomam um papel ainda mais fundamental. Mas a questão não é tão linear como parece. O mercado americano está passando pelo seu maior ciclo de crescimento econômico da história (mais de 8 anos seguidos a taxas médias de cerca de 4% a.a.), e o volume de Ofertas Públicas e aquisições de empresas através do mercado de ações nunca esteve tão forte. Como explicar isso?

Basta analisar o próprio processo competitivo que guia o forte crescimento americano. O país tem estado em constante reestruturação econômico-financeira desde meados dos anos 80, o que explica o seu forte ganho operacional ano a ano e a sustentabilidade de um crescimento contínuo, sem o surgimento de inflação. Portanto, a reestruturação das empresas (processo em que a Oferta Pública é bastante utilizada), com a formação dos grandes grupos econômicos que unem a economia de escala ao atendimento especializado, é a própria fonte que impulsiona a boa performance da economia americana.

Neste caso, a lógica do ambiente econômico é oposta à lógica que o Brasil tem enfrentado. Entender esta lógica e saber quantificá-la é o grande desafio do comprador (e de seu assessor financeiro) quando planejam uma Oferta Pública.

Podemos dizer que o ambiente macroeconômico se confunde com a variável tempo, ou seja, a época em que a operação acontece.

³⁰ Seleção setorial acontece quando as ações de empresas de diferentes setores da economia negociam totalmente independentes e suas oscilações obedecem somente (ou quase somente) à situação desse setor (e da empresa dentro desse setor) diante das expectativas macro e microeconômicas.

6.2.4 Objetivo do Comprador

Esse ponto já foi explorado no Capítulo 4 deste trabalho. Mas vale relembrar que o objetivo do comprador é determinante quando estipulamos a penetração e o preço da Oferta Pública, além de ser muitas vezes oriundo do ambiente macroeconômico do país.

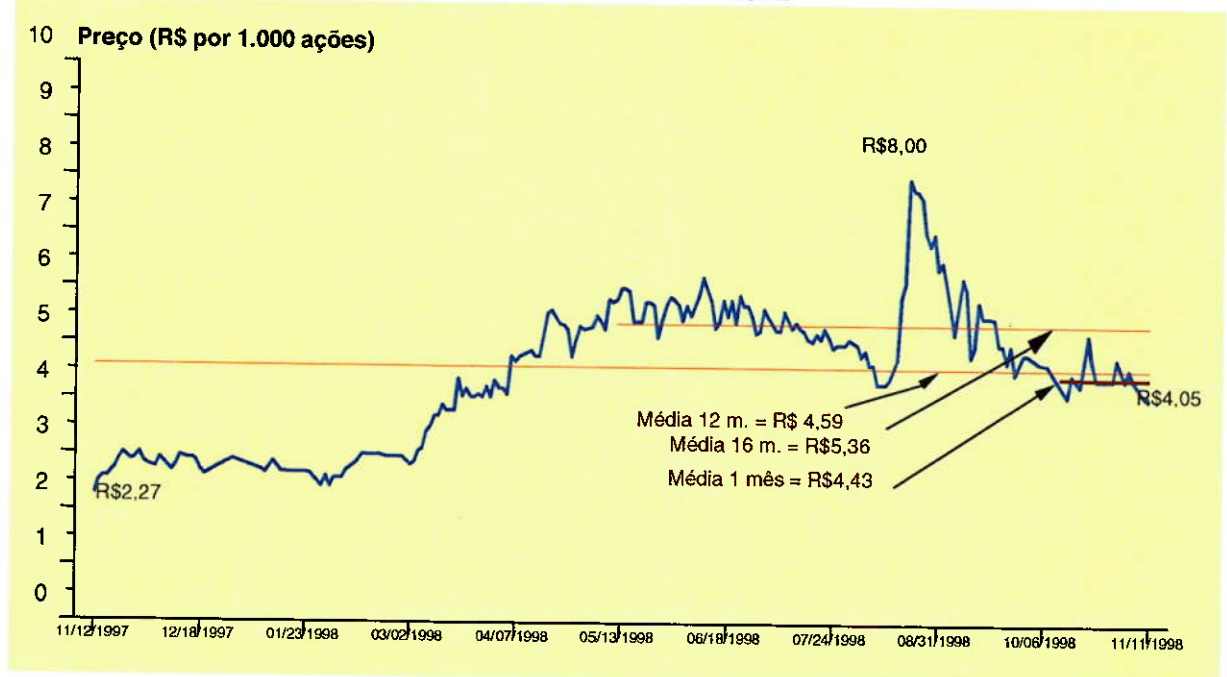
6.3 Análises Realizadas Atualmente

O aspecto interessante da Oferta Pública é que as análises feitas hoje durante sua estruturação são bastante simples. Neste item apresentaremos as principais.

6.3.1 Performance do Preço de Ação

Ao analisar o recente desempenho da ação a ser comprada no mercado, o comprador terá uma boa visão se o momento está propício para a realização da Oferta Pública. É com esta análise que o ambiente macroeconômico é questionado, assumindo que este está refletido na tendência de preço da ação. Veja-se um exemplo.

Gráfico 3 – Exemplo de análise do desempenho de uma ação



Fonte: Elaborado pelo autor, Economática.

Neste exemplo trabalhou-se com uma ação (cujo o nome permanece em sigilo) que represente casos comuns no Brasil. Como foi descrito anteriormente, muitas empresas quando adquirem o controle de outras analisam a hipótese de fazer uma Oferta Pública para o fechamento de capital da empresa-alvo. O gráfico 3 mostra a ação de uma empresa que foi comprada por um grupo estrangeiro em meados de 1998 (podemos ver uma grande alta no preço da ação no dia da divulgação).

Supondo-se que ao final do ano passado, seus novos controladores decidissem analisar um suposto aumento de participação na empresa adquirida ou até seu fechamento de capital. A leitura principal do gráfico diria que a tendência do preço da ação tem sido favorável à realização da operação, já que o mesmo se encontra em plena queda e abaixo das principais médias históricas.

Esta análise deve ser acompanhada de uma comparação entre o desempenho da ação e o desempenho do mercado em geral, utilizando para esse último o “benchmark”³¹ mais apropriado. No Brasil, o benchmark utilizado é o Índice Bovespa. Essa comparação relativa é importante pois deixa claro se, além de ter um desempenho favorável ou desfavorável à realização da Oferta Pública, a ação está com um desempenho condizente com a situação da empresa frente ao todo das empresas brasileiras.

6.3.2 Perfil dos Acionistas Minoritários Atuais

Inicia-se agora a análise dos atuais detentores das ações da empresa-alvo. Como foi citado anteriormente, a composição destes afeta o prêmio a ser pago. Além disso, esta análise é a base para uma posterior tentativa de acordo com esses acionistas, além de dar uma idéia da concentração das ações negociadas no mercado aberto. Essa concentração pode guiar todo o processo de estruturação da Oferta Pública no caso da mesma não ter como objetivo o fechamento de capital da empresa-alvo. Apesar que mesmo neste caso, a concentração das ações atua em muitos casos decisivamente na tomada de decisão do comprador.

³¹ “Benchmark” no dia-a-dia do mercado financeiro significa a *referência do mercado*. Normalmente, o benchmark de um mercado acionário é o índice baseado no valor de mercado das empresas que o compõe. No Brasil, o principal benchmark é o índice Bovespa, cujo peso das ações que o compõem é calculado com base em sua liquidez e não no valor de mercado de suas empresas.

Ao indentificar os acionistas, o comprador deve ter em mente que fundos de previdência brasileiros e pessoas físicas, quando analisam a atratividade da oferta, dão mais importância para o retorno do investimento, baseados no preço original que pagaram pela ação (ou em relação ao patrimônio líquido da empresa-alvo), já que eles reconhecem suas perdas e ganhos somente quando vendem as ações (o conceito de “market-to-market”³² não faz parte da realidade destes participantes do mercado). Já os investidores institucionais³³, mais sofisticados³⁴, vão provavelmente se focar no prêmio ofertado.

6.3.3 Análise do Retorno do Investimento para os Acionistas Minoritários

Nesta análise irá-se considerar a época em que os acionistas minoritários adquiriram suas ações, verificar o valor das mesma naquele período e fazer uma comparação com uma série de prêmios que poderiam ser pagos. Essa comparação deve levar em conta a análise acima, ou seja, a composição dos atuais detentores das ações. Deve-se analisar o seguinte:

- o retorno nominal, real³⁵ e em dólares para os acionistas, sobretudo as pessoas físicas e os fundos de pensão, encontrando os prêmios mínimos que devolvem a esses acionistas aquilo que eles investiram em valores nominais, reais e em dólares;
- os períodos críticos, ou seja, aqueles períodos onde o preço pago pela ação foi muito alto e exige um prêmio também alto para a satisfação do minoritário;
- os acionistas que adquiriram as ações nestes períodos críticos, ou seja, se uma parcela dos acionistas fundamental para o sucesso da Oferta Pública adquiriu suas ações nesses períodos, o seu prêmio invariavelmente terá que ser alto;
- o patrimônio líquido da empresa-alvo; se o prêmio oferecer um bom ágio sobre o PL, pode haver uma maior penetração da Oferta Pública.

³² “Market-to-market” significa a atualização dos valores de seus ativos (no caso as ações) conforme o preço dos mesmos no mercado naquele momento, mesmo que a perda ou o ganho não tenha sido realizada.

³³ Principalmente fundos mútuos e grandes empresas (e bancos).

³⁴ A sofisticação no mercado financeiro pode ser entendida como o nível de conhecimento das técnicas matemáticas e estatísticas de avaliação do mercado, além da capacidade do investidor captar e trabalhar informações.

³⁵ Descontando o efeito da inflação.

6.3.4 Análise de Diluição/ Apreciação

Esta análise dá um outro enfoque à estruturação da Oferta Pública. Neste momento analisamos qual o impacto nas finanças do comprador da aquisição das ações no mercado acionário, para diferentes prêmios pagos ao mercado. Para uma melhor visualização desta análise, acompanhe a Tabela 6. As premissas para este exemplo são:

- o lucro líquido da empresa-alvo é de US\$12 milhões;
- a penetração da Oferta Pública será de 60%;
- preço atual da ação: R\$ 4,05;
- custo de financiamento do comprador: 8% a.a.;
- impostos de renda pago pelo comprador: 35%;
- período de amortização do ágio pago pelo comprador: 10 anos.

Tabela 6 – Exemplo de uma análise de Apreciação/ Diluição

	Preço da Oferta 1.000 ações	Prêmio	Investimento total (US\$)	Fluxo de caixa (US\$)	Lucro Líquido (US\$)
	R\$ 4,5	11%	10,9	4,1	4,1
VPA = R\$ 5,2	R\$ 5,0	23%	12,1	4,0	4,0
	R\$ 5,5	36%	13,3	4,0	3,9
	R\$ 6,0	48%	14,5	3,9	3,7
	R\$ 6,5	60%	15,7	3,8	3,5
	R\$ 7,0	73%	16,9	3,8	3,3
	R\$ 7,5	85%	18,1	3,7	3,1

Fonte: Elaborado pelo autor.

Neste caso, chega-se à conclusão de que a transação é apreciativa para o comprador, tanto no lucro líquido como no fluxo de caixa, até para prêmios considerados acima do normal. Para chegar a esta conclusão, projetou-se um lucro líquido de US\$12 milhões para a empresa-alvo. A partir disso, verificou-se como este lucro afetaria o resultado e o fluxo de caixa do comprador. Deve-se considerar para esta análise que o comprador financiará a Oferta Pública por meio de um endividamento, cujos juros são de 8% a.a. O pagamento desses juros diminuirão o efeito no lucro líquido, apesar de serem dedutíveis do imposto que o comprador pagará (efeito também levado em conta para o cálculo acima).

Para finalizar, deve-se considerar também o efeito positivo da dedutibilidade do ágio pago sobre o patrimônio líquido, quando este existir. Pode-se ver que esse efeito aumenta a diferença entre o resultado para o fluxo de caixa e para o lucro líquido.

6.3.5 Análise de Transações Anteriores

Esta análise leva em consideração os resultados de Oferta Públicas realizadas no passado, considerando suas principais características, para servir como base de comparação durante o processo de estruturação de uma nova transação.

Em países com mercados financeiros mais desenvolvidos, o mais indicado é pegar informações sobre transações e empresas semelhantes e/ou concorrentes. No Brasil, como o número de operações não é grande, faz sentido pegar uma amostra de todo o universo de empresas. No capítulo 2, Tabela 1, fez-se essa seleção, com base nas operações 8 maiores operações dos últimos 3 anos³⁶, e obteve-se uma média de prêmio pago em Ofertas Públicas brasileiras de 50,1% e uma mediana de 52,7%. Não se pode esquecer que cada amostra de transações deve ser cuidadosamente estudada antes de a análise ser feita. Por exemplo, se se quer fazer uma Oferta Pública para um simples aumento de participação de cerca de 20% em uma certa classe de ações, tem-se que ter cuidado com o uso das informações da Tabela 1. Isso porque a grande maioria das transações lá representadas são de fechamento de capital, as quais exigem um prêmio maior.

6.4 Introdução à Metodologia Proposta

Como se pôde verificar durante todo o presente capítulo, a questão do prêmio a ser oferecido ao mercado é o ponto central da estruturação de uma Oferta Pública de compra de ações. São feitas algumas análises buscando minimizar os custos da operação, ao mesmo tempo que se tenta atingir todos os objetivos do comprador.

Para se chegar à conclusão sobre o prêmio que deve ser pago, o comprador (e seus assessores financeiros) tem se concentrado nas (1) informações de mercado, ou seja,

³⁶ No Brasil, a falta de liquidez de algumas ações pode distorcer o seu valor de mercado em certos momentos e, por isso, escolheu-se uma amostra aparentemente pequena de operações que não têm esse problema.

desempenho histórico da ação, detentores das ações e preço pagos por estes últimos; (2) informações de transações anteriores e; (3) experiência do time responsável pela operação. Mas o que a metodologia proposta por este trabalho vem acrescentar a estes procedimentos?

Virando-se um pouco mais para os atuais detentores das ações e encarando-os como clientes, este autor percebeu que um ponto não estava sendo considerado nas análises que eram realizadas: a expectativa do acionista minoritário. O que aconteceu até hoje foi a análise de um prêmio que fosse capaz de convencer o detentor da ação a participar da oferta, mais por seu caráter agressivo de realização de lucro do que pela satisfação de sua expectativa.

Pois bem, o questionamento que esse trabalho traz é o seguinte: o que o detentor da ação estava esperando quando comprou ação? Pode-se reescrever da seguinte forma: o que o cliente estava esperando receber em troca do seu pagamento? A metodologia proposta neste trabalho, após identificar as expectativas dos acionistas minoritários (clientes) no momento que compraram as ações, calculará o prêmio que, no mínimo, satisfaz as suas expectativas, utilizando técnicas e modelos aceitos no mercado financeiro internacional. Por isso, é aqui batizada de “Metodologia Baseada nas Expectativas”. Esse valor encontrado deverá ser encarado como o mínimo a ser oferecido para o mercado, mas isso será visto com mais detalhe no Capítulo 8, quando a metodologia será apresentada na íntegra.

Já a forma de identificação das expectativas e as técnicas e modelos matemáticos utilizados na metodologia proposta serão apresentados no próximo capítulo.

Capítulo 7 - Fundamentos Teóricos

7.1 As “Expectativas Racionais” de Lucas³⁷

Quanto tempo leva a economia para ajustar-se a um distúrbio? Existem duas respostas básicas a esta pergunta: uma é a de que os salários e os preços sejam rígidos a curto prazo porque leva tempo para os salários e os preços variarem em resposta a aumentos na quantidade de trabalho e bens demandados nos seus níveis existentes.

Há, entretanto, outra abordagem interessante, que introduziremos neste item. O argumento é que os salários e preços são rígidos no curto prazo como resultado de problemas de informação: salários e preços, enquanto totalmente flexíveis, ajustam-se somente parcialmente porque as famílias têm informação somente parcial. Simplesmente leva tempo para que as famílias e as empresas saibam exatamente o que está acontecendo em seu ambiente econômico e reconheçam que os salários e os preços devem mudar. “Mas assim que tomam conhecimento dos fatos eles ajustam-se totalmente ao novo ambiente. Essa última abordagem, que se tornou conhecida como equilíbrio com expectativas racionais, tem implicações poderosas sobre o papel da moeda na economia”³⁸

Esse pensamento faz parte do modelo que descreve a Curva de Oferta de Lucas, o qual foge ao escopo de nosso trabalho. Estendendo os conceitos fundamentais desse modelo para o caso do mercado financeiro, deve-se ter em mente a hipótese de que, em posse das mesmas informações, todos os participantes do mercado (empresas e famílias)³⁹ terão reações semelhantes em relação ao desempenho de uma ação.

7.2 Custo de Oportunidade

Economistas tratam os custos de forma diferente dos contadores, os quais estão preocupados com os demonstrativos financeiros da empresa. Os contadores tendem a visualizar retrospectivamente as finanças da empresa, pois é sua função manter sob

³⁷ Robert E. Lucas Jr. da University of Chicago é o fundador intelectual da abordagem que leva em conta os problemas de informação como determinante das mudanças de preços e salários.

³⁸ Dornbusch, Rudiger; Fischer, Stanley. *Macroeconomia*. Makron Books, 1991, pp. 281.

³⁹ No nosso caso, podemos considerar “famílias” os participantes do mercado menos sofisticados, que trabalham com informações distribuídas regularmente, por jornais, revistas, etc. Já “empresas” seriam os investidores especializados como bancos, fundos mútuos, “hedge funds”, fundos de pensão, etc.

controle os ativos e passivos, bem como avaliar suas performances no passado. Os custos contábeis incluem as despesas incorridas e as despesas com depreciação dos equipamentos de capital, que são determinados com base no tratamento fiscal permitido pelo órgão governamental competente.

Os economistas, por outro lado, tendem a visualizar as possibilidades futuras da empresa. Eles se preocupam com os custos que poderão ocorrer no futuro e com os critérios que serão utilizados pela empresa para reduzir seus custos e melhorar sua lucratividade. Deverão, portanto, estar preocupados com custos de oportunidade, ou seja, os custos associados com as oportunidades que serão deixadas de lado, caso a empresa não empregue seus recursos em sua utilização de maior valor.

Por exemplo, considere uma companhia que possua um edifício, portanto que não paga aluguel pelo espaço ocupado por seus escritórios. Será que isto estaria significando que o custo do espaço ocupado pelos escritórios é zero para a empresa? Embora um contador pudesse tratar tal custo como sendo igual a zero, um economista observaria que a empresa poderia ter recebido aluguéis por tal espaço, caso o tivesse alugado a uma outra empresa. Esse aluguel não realizado corresponde ao custo de oportunidade de utilização do espaço dos escritórios, devendo ser inserido como parte do custo econômico das atividades da empresa.

7.3 O Modelo de Formação de Preços (CAPM)

A utilização de um modelo teórico para se precificar ativos requer simplificações, que fazem o modelador se extrair de toda a complexidade da situação e se focar somente nos elementos mais importantes. Isso é feito através de certas premissas sobre o ambiente. Estas premissas precisam ser simplistas para prover o grau de abstração necessária para permitir que a construção do modelo seja bem sucedida. A exatidão das premissas preocupam pouco, já que os modelos têm como uma de suas funções testar cenários (que são dados por diferentes premissas) e permitir sua interpretação.

O CAPM (Capital Asset Pricing Model) mede o prêmio de risco para um determinado investimento de capital por meio de uma comparação do retorno esperado de tal

investimento com o retorno esperado da totalidade do mercado acionário. As premissas do CAPM são:

- Investidores avaliam portfólios através do retorno esperado e desvio-padrão (risco) dos mesmos em um certo horizonte de tempo;
- Os investidores nunca estão satisfeitos, então quando lhes dão o direito de escolher entre dois portfólios idênticos, eles escolherão o de maior retorno;
- Os investidores são aversos ao risco, então quando lhes dão o direito de escolher entre dois portfólios idênticos, eles escolherão o de menor risco (desvio-padrão);
- Ativos individuais são divisíveis infinitamente, o que significa que o investidor pode comprar uma fração de uma ação se desejar;
- Existe uma taxa de juros sem risco em que o investidor pode tanto emprestar dinheiro quanto pegar dinheiro emprestado;
- Impostos e custos de transação são irrelevantes;
- Todos os investidores tem o mesmo horizonte de tempo;
- A taxa de juros sem risco é a mesma para todos os investidores;
- A informação é gratuitamente e instantaneamente disponível para todos os investidores;
- Os investidores tem expectativas homogêneas, o que significa que eles têm as mesmas percepções em relação aos retornos esperados, riscos e correlações.

Como pode ser visto, examinando-se essas premissas, o CAPM reduz a situação para um caso extremo. Todos têm a mesma informação e concordam sobre as expectativas futuras dos investimentos. Isto significa que os investidores analisam e processam informações da mesma maneira. Também, o mercado é considerado ideal, ou seja, empecilhos aos investimentos como divisibilidade finita, impostos, custos de transação e diferentes taxas de juros sem risco para empréstimo e captação, são desprezados. Isso permite que o foco mude de como o investidor deveria investir para o que iria acontecer com os preços dos ativos se todos investissem da mesma forma. Ao examinar o comportamento coletivo de todos os investidores (ou seja, do mercado), o relacionamento entre o risco e o retorno de cada ativo pode ser determinado.

Para poder entender o modelo, suponha, em primeiro lugar, que você investirá na totalidade do mercado acionário (através de um fundo mútuo, por exemplo). Sendo assim, o seu investimento estaria totalmente diversificado, e você não teria nenhum risco a ser diversificado⁴⁰. Entretanto, teria um risco não-diversificável, pois o mercado acionário tende a acompanhar a situação econômica como um todo⁴¹. Consequentemente, o retorno esperado do mercado acionário é mais elevado do que a taxa de juros sem risco. Se indicarmos por r_m o retorno esperado do mercado acionário e por r_f a taxa de juros sem risco, o prêmio de risco do mercado é $(r_m - r_f)$. Este é o retorno adicional desejado que se espera obter ao se assumir o risco não-diversificável associado ao mercado acionário.

Agora considere este risco não-diversificável associado a um ativo, como, por exemplo, as ações de uma empresa. Poderemos medir tal risco em termos da extensão em que o retorno deste ativo tende a estar correlacionado com o retorno do mercado acionário como um todo. Por exemplo, as ações de uma determinada empresa poderiam não ter praticamente nenhuma correlação com o mercado como um todo. Na média, o preço de tal ação poderia movimentar-se independentemente das variações do mercado, de tal forma que ela tivesse pouco ou nenhum risco diversificável. Portanto, o retorno desta ação deveria ser aproximadamente o mesmo da taxa sem risco. Por outro lado, outra determinada ação poderia estar altamente correlacionada com o mercado. Suas variações de preço poderiam até mesmo ser mais acentuadas do que as variações do mercado acionário como um todo. Essa ação teria um substancial risco não-diversificável, talvez superior ao do mercado acionário como um todo, e desta forma, na média, o seu retorno esperado ultrapassaria o retorno esperado de mercado r_m .

O CAPM sumariza essa relação entre os retornos esperados por meio da seguinte equação:

$$r_i - r_f = \beta (r_m - r_f)$$

⁴⁰ Risco diversificável é também denominado risco não-sistemático. Esta é a parte do risco do investimento que pode ser evitado por uma maior diversificação do investimento, ou seja, através de um investimento em vários ativos diferentes.

⁴¹ O mercado de ações reflete a expectativa de resultados futuros, que depende da situação da Economia.

Onde o r_i é o retorno esperado de um determinado ativo. A equação informa que o prêmio de risco do ativo (isto é, a diferença entre sua taxa de retorno esperado e a taxa sem risco) é proporcional ao prêmio de risco de mercado. A constante de proporcionalidade β é denominada *beta do ativo*. Ela mede quão sensível é o retorno de um determinado ativo em relação às variações do mercado, medindo portanto o risco não-diversificável de tal ativo. Se uma elevação de 1% no mercado tende a ocasionar um aumento de 2% no preço do determinado ativo, seu β será igual a 2. Se uma elevação de 1% no mercado tende a ocasionar um aumento de 1% no preço do ativo, seu beta será 1. E assim por diante.

O coeficiente “beta” pode ser entendido como o coeficiente angular da reta resultante da regressão linear feita entre o índice de mercado (no Brasil o benchmark mais adequado é o índice Bovespa) e o valor da ação da empresa. Para o cálculo do beta, deve-se levar em conta quatro fatores importantes:

- *Período de tomada de dados:* as maiores agências classificadoras de risco do mundo, como a Standard and Poors, utiliza períodos de cinco anos para a tomada de dados;
- *Período básico da regressão linear:* os períodos utilizados para se fazer a regressão linear necessária para o cálculo do beta dependem muito do período de tomada de dados. Os períodos comumente utilizados são ano-a-ano, semestre-a-semester e trimestre-a-trimestre. No Capítulo 8, o exemplo da metodologia proposta identificará mais detalhadamente esse cálculo.
- *Intervalo de tomada de dados:* os dados sobre preço de ações e índices estão disponíveis anualmente, mensalmente, semanalmente, diariamente e até através de informações *intra-day*;
- *Benchmark do mercado:* o índice de mercado escolhido deve ser capaz de refletir o risco de um mercado, levando em conta todos os riscos associados a ele (taxa de câmbio, país, etc.).

Dada esta apresentação do CAPM, há que se ter em mente para o trabalho que o retorno desejado pelo investidor é dado pelo CAPM, ou seja, um atual detentor de uma ação tinha uma expectativa de valor futuro desta ação quando a comprou. A expectativa está baseada no risco (refletido no beta e no excesso de retorno do mercado em relação à taxa de retorno sem risco) que essa ação apresentou no passado (antes de sua aquisição).

Capítulo 8 - A Metodologia Baseada nas Expectativas

8.1 Introdução

Neste ponto já se pode estar devidamente situado no tema, e a escolha do melhor preço para a operação continua a ser um desafio. Já se está pronto, portanto, para a proposição de uma nova metodologia para a precificação de uma Oferta Pública, levando em conta vários aspectos, conceitos e fundamentos apresentados durante todo este trabalho.

É fundamental, porém, levar em conta que se está tratando de uma operação estruturada que depende da precisão nos cálculos e na experiência de seus executores. Como é claro neste momento, a Oferta Pública não deve ser considerada como uma operação isolada e seu sucesso depende, entre outros fatores, do ambiente do mercado. A experiência de seus executores é fundamental para que seja escolhido um bom período para a realização da oferta, o que tem um impacto direto em seu custo (como foi visto com mais detalhes no Capítulo 6).

A aplicação da Metodologia Baseada nas Expectativas deve ser acompanhada de uma análise do “humor” do mercado, revelando a pré-disposição dos detentores das ações em livrarem-se das mesmas. O ponto fundamental desta proposta é o fato da Oferta Pública significar uma oportunidade de ganho para o detentor das ações da empresa-alvo, o qual deve corresponder, no mínimo, ao ganho que o detentor da ação estava esperando quando a adquiriu. No próximo capítulo, será mostrado que essa metodologia pode ter sua eficácia comprometida em certas situações particulares, mas nesses casos, o preço obtido com ela ainda pode ser utilizado como referência de prêmio a ser ofertado.

A Metodologia Baseada nas Expectativas pretende encontrar dois valores principais: o mínimo a ser oferecido aos acionistas minoritários, que deve ser encarado como o valor que apresenta o prêmio mínimo capaz de satisfazer as expectativas dos acionistas que foram utilizados para a análise; e um valor sugestivo para a Oferta Pública.

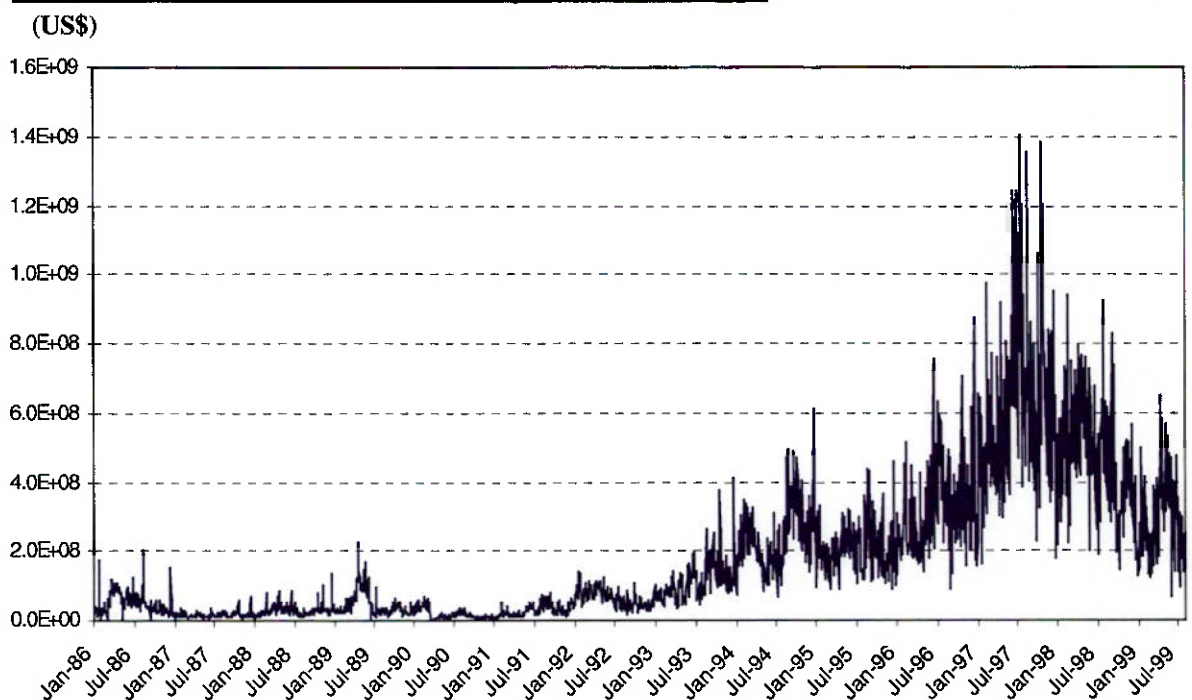
Para uma melhor apresentação da metodologia, pretende-se desenvolver um exemplo fictício (apesar de utilizar dados reais de mercado) que acompanhará o desenvolvimento da mesma.

8.2 O Desenvolvimento da Metodologia

Utilizaremos a série histórica diária de preços de fechamento⁴² da ação preferencial da Petrobrás⁴³, desde 1º de Janeiro de 1994. Essa ação foi listada na Bovespa em Abril de 1980, mas a escolha da data inicial para o nosso exemplo tem duas justificativas:

- Os preços anteriores a essa data eram bastante distorcidos pelas constantes mudanças econômicas e monetárias que o Brasil passou na década de 1980 e o começo da década de 1990;
- A liquidez antes desse período era bastante baixa, como se pode ver no Gráfico 4, também distorcendo os preços relativos das ações⁴⁴.

Gráfico 4 – Volume financeiro diário negociado na Bovespa



Já os dados dos acionistas minoritários desta empresa que serão utilizados no exemplo são fictícios, pois esta é uma informação confidencial da empresa⁴⁵. No

⁴² O valor da ação no último negócio do dia.

⁴³ O símbolo na Bovespa é PETR4.

⁴⁴ A discussão dos preços relativos das ações é bastante interessante mas, em suma, pode-se dizer que a falta de liquidez faz com que somente algumas ações sejam negociadas em volumes razoáveis, como índices referentes ao mercado local, ficando as características de cada setor e de cada empresa em segundo plano.

período de realização deste trabalho, o principal acionista da empresa era o próprio governo, que detinha 84,04% das ações ordinárias (com direito a voto), portanto detinha o controle da empresa, e 9,15% das ações preferenciais; o que dá 52,90% do capital total da Petrobrás.

8.2.1 O exemplo

O exemplo que acompanhará a apresentação da metodologia é o seguinte:

1. O controlador da Petrobrás, a União, pretende aumentar a sua participação no capital da empresa, dado que acredita que o valor da ação está depreciado no momento;
2. Esse objetivo faz parte de uma estratégia que visa a venda de um bloco maior de ações quando houver o leilão de privatização da companhia, estendendo o ágio do leilão a um número maior de ações;
3. O controlador pretende fazer esse aumento de capital através de uma oferta pública de compra de ações preferenciais da Petrobrás (empresa-alvo);
4. Segundo análises do governo (o controlador), a quantidade ideal de compra seria 30% das ações preferenciais da empresa (os minoritários detêm 90,85% destas ações);
5. Uma equipe foi contratada pelo controlador para determinar qual o melhor valor a ser oferecido ao mercado na Oferta Pública, ou seja, realizar a precificação da operação.
6. A precificação deve ser feita com base nas informações do dia 30 de Setembro de 1999 (chamada de data de avaliação da transação).

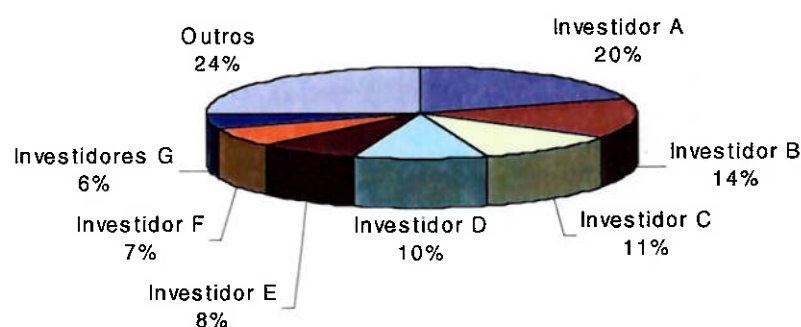
Para começar o trabalho, é preciso de uma última informação: a composição dos acionistas minoritários da Petrobrás⁴⁵ no dia de avaliação, ou seja, dia 30 de Setembro de 1999. Assume-se que a equipe recebeu do governo a composição mostrada no Gráfico 5. A Tabela 7 complementa as informações, já que se deve conhecer o perfil de cada investidor (como vimos no Capítulo 6, ponto 6.3.2).

⁴⁵ Toda empresa listada em bolsa de valores tem o direito de saber quem são seus acionistas minoritários, mas esse é um direito exclusivo da empresa. A divulgação desta informação ao mercado é, a priori, proibida.

⁴⁶ Em um caso real o controlador nos passaria essa informação sem maiores problemas. Mas em nosso exemplo, como já foi mencionado anteriormente, a distribuição apresentada é fictícia.

A informação recebida não estará classificada em diferentes tipos de investidores. Esse é um dos passos iniciais que a metodologia exige. Os investidores podem ser assim classificados: fundos de pensão nacionais, fundos de pensão estrangeiros, “hegde funds” brasileiros, “hegde funds” estrangeiros, fundos de “private equity”, bancos de investimentos, bancos comerciais, empresas brasileiras, empresas estrangeiras e pessoas físicas.

Gráfico 5 – Composição dos acionistas minoritários para o exemplo



Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 7 – Perfil dos acionistas minoritários da empresa-alvo

Acionista	Perfil
Investidor A	Fundo de pensão brasileiro ✓
Investidor B	“Hegde fund” nacional ✓
Investidor C	Fundo de pensão brasileiro ✓
Investidor D	Governo Brasileiro (controlador) ✓
Investidor E	Banco de Investimentos ✓
Investidor F	Um fundo de “private equity” ✓
Investidores G	Um grupo de empresas estrangeiras ✓
Outros	Principalmente pessoas físicas ✓

Fonte: Elaborado pelo autor

Essa distribuição de minoritários procura colocar no exemplo o máximo de diferentes participantes do mercado acionário brasileiro, para enriquecer a discussão da metodologia. A análise dos atuais detentores das ações é o nosso próximo passo.

8.2.2 Os atuais detentores das ações da empresa-alvo

Neste ponto, estamos preocupados basicamente com duas informações principais:

- A maneira como cada acionista encara o investimento, ou seja, o seu perfil de investidor.
- Em quais acionistas devemos focar nossa análise;

Como descrito no Capítulo 6, ponto 6.3.2, uma análise cuidadosa do perfil de cada acionista é utilizada na estruturação de uma Oferta Pública. O objetivo dessa análise na metodologia é descobrir se os acionistas minoritários da empresa-alvo estariam dispostos a se desfazer de suas ações, ou exigiriam prêmios absurdos para tal. Após essa análise e já sabendo o montante necessário para o sucesso da oferta (no nosso exemplo 30% das ações preferenciais da Petrobrás), pode-se passar a focalizar a metodologia nos acionistas que teriam um perfil mais condizente com o objetivo do comprador. Para tanto, devem existir minoritários com esse perfil que possuam a participação desejada ou mais⁴⁷.

A seguinte pergunta pode surgir: e se for uma Oferta Pública de Fechamento de Capital, deve-se focar em uma parcela dos acionistas ou não? Qual o impacto no prêmio?

A resposta é bastante intuitiva. Quando se quer adquirir o total das ações existentes no mercado, ou o montante mínimo que nos permite exigir junto à CVM o fechamento de capital da empresa-alvo (valor bem próximo a 100% das ações), não se pode focalizar em somente alguns acionistas, deve-se analisar o máximo deles possível. Com isso, o prêmio a ser pago ao mercado é maior, pois uma parcela dos acionistas que se deve atingir exige isso.

Após a classificação dos acionistas, deve-se atribuir a cada um deles um **prêmio de perfil**, que é a base para se obter o valor sugestivo para a Oferta Pública, a partir do valor mínimo encontrado com a Metodologia Baseada nas Expectativas (doravante MBE). A Tabela 8 mostra qual o prêmio de perfil utilizado para cada tipo de acionista, na MBE, e sua justificativa.

⁴⁷ Mais adiante será visto que a metodologia propõe que um mínimo de 150% do total desejado pelo comprador deve estar em posse desses acionistas.

Tabela 8 – Prêmios de perfil para a MBE

Acionista	Prêmio de perfil	Justificativa
Fundo de pensão nacional	25%	Tendem a determinar o ganho no investimento com base no preço pago; mas normalmente possuem grandes participações e não se pode correr o risco de uma resposta negativa.
Fundo de pensão estrangeiro	20%	Apesar de terem o conceito de “market-to-market”, normalmente não possuem grandes participações no Brasil.
“Hedge funds” nacionais	40%	Normalmente não possuem grandes participações nas empresa (são fundos de curto prazo), mas estão bastante atentos aos prêmios pagos em transações anteriores.
“Hedge funds” estrangeiros	20%	Apesar de estarem atentos aos prêmios pagos anteriormente, têm o giro de capital bastante rápido.
Fundos “private equity”	50%	Investidores de longo-prazo, normalmente participam da administração da empresa-alvo.
Bancos de investimento	40%	Normalmente não possuem grandes participações nas empresa (fundos de curto-prazo), mas estão bastante atentos aos prêmios pagos em transações anteriores.
Banco comerciais	20%	Têm investimentos para dar liquidez às suas operações com clientes ou para ter ganhos financeiros esperados.
Empresas nacionais	30%	São investimentos de longo-prazo, mas realizam boas oportunidades.
Empresas estrangeiras	30%	São investimentos de longo-prazo, mas realizam boas oportunidades.
Pessoas físicas	20%	Analizam seu ganho através do preço que pagaram e realizam boas oportunidades

Fonte: Elaborado pelo autor

Esta tabela também será utilizada posteriormente, quando a MBE já estiver encontrado o valor mínimo a ser utilizado na Oferta Pública.

Voltemos ao exemplo. Já estamos de posse da lista, devidamente classificada, dos atuais detentores das ações da Petrobrás. O próximo passo é escolher aqueles que serão focalizados⁴⁸. Para tanto, deve-se obedecer a duas regras:

- O grupo de investidores escolhidos devem ter, no mínimo, 150% das ações que pretendemos adquirir (no nosso caso, 45% do total);
- Deve-se escolher primeiro aqueles que apresentam menores *prêmios de perfil*.

Comparando as informações do Gráfico 4 e das Tabelas 7 e 8, chega-se ao seguinte grupo a ser focalizado: **Investidor A, Investidor C e Outros**. Estes totalizam 55% das ações preferenciais existentes, ou seja, 183% das ações desejadas pelo governo.

8.2.3 O preço pago pelos acionistas minoritários

O próximo passo é determinar o preço pago pelos acionistas minoritários na aquisição das ações que possuem e a época dessa aquisição. Como foi visto no Capítulo 6, ponto 6.3.3, isso já é feito atualmente. O procedimento, apesar de trabalhoso, é bastante simples.

A empresa deve pedir à Bovespa relatórios históricos (diários ou semanais) dos seus acionistas. Com esses relatórios em mãos, pode-se determinar com alguma precisão quando os acionistas que estão sendo enfocados adquiriram as ações. De posse dessa informação e cruzando-a com a série histórica do preço de fechamento da ação da empresa-alvo, podemos ter uma boa estimativa do preço pago por cada acionista.

Existe um problema nesse ponto: fica muito difícil determinar o preço pago por cada pessoa física. O grupo *Outros* é composto por um sem número de acionistas e seria demasiadamente trabalhoso tentar encontrar essa informação para cada um deles⁴⁹.

⁴⁸ No caso de uma Oferta Pública de Fechamento de Capital, este passo não deve ser realizado.

⁴⁹ Quando há pessoas físicas com participações consideráveis, podemos isolá-las e aplicar a MBE da mesma forma que fazemos para outros acionistas. No nosso exemplo isso não ocorre, ou seja, Outros é composto por vários acionistas com participações muito pequenas.

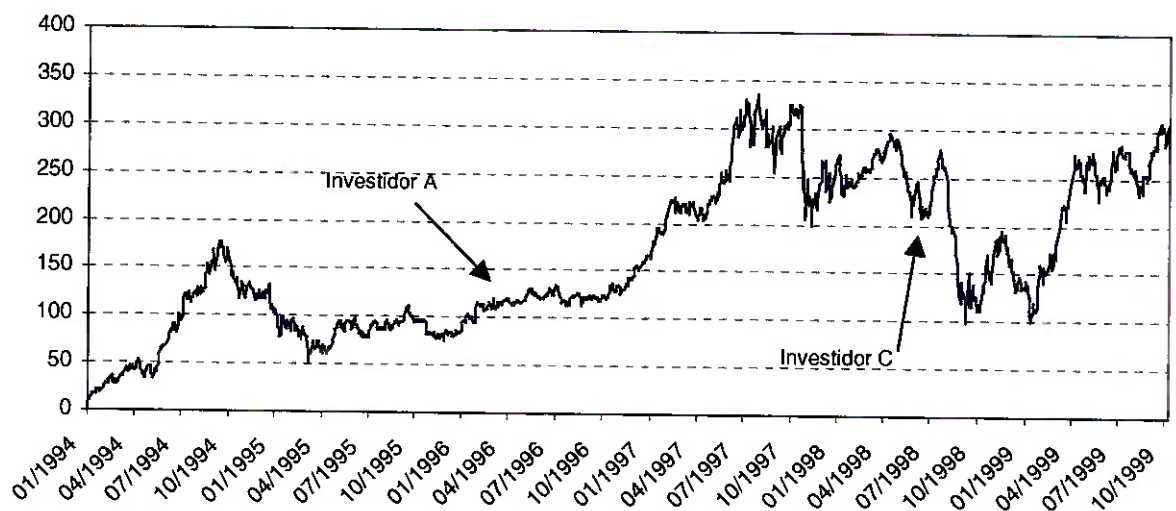
Para contornar essa situação, devemos lembrar que as pessoas físicas são os investidores menos sofisticados e os que têm maiores chances de realizar lucros em boas oportunidades. Dessa forma, suas expectativas de ganhos anteriores podem ser consideradas, sem influência significativa no resultado, iguais às expectativas de ganho de um ano atrás. Dessa forma, consideraremos que eles compraram suas participações, em média, ha um ano. Veremos como as expectativas de ganhos se relacionam com o preço e o período de compra das ações no próximo item.

Voltando ao exemplo, digamos que obtivemos as seguintes informações com a análise do período de compra:

1. O Investidor A comprou sua participação durante dois meses (Maio e Junho), em 1996.
2. O Investidor C comprou sua participação na primeira semana de Agosto de 1998.

O Gráfico 6 mostra o desempenho da ação preferencial da Petrobrás no período considerado.

Gráfico 6 – Preço de fechamento da ação preferencial da Petrobrás



Com isso, podemos determinar, com uma boa aproximação, o valor pago por ação na aquisição destas participações. O Investidor A pagou uma *média*⁵⁰ de R\$124,58 e o Investidor C uma média de R\$225,68.

8.2.4 As expectativas de ganho: β s

É neste ponto que a MBE é realmente inovadora. O próximo passo é definir as expectativas dos atuais acionistas quando eles compraram as ações. A primeira pergunta que vem à mente é: como será encontrada essa expectativa? A principal premissa da MBE entra neste momento. Ela é a seguinte:

“Todos os investidores são suficientemente sofisticados para tomarem o “beta” da ação que estão comprando como sua expectativa de ganho”

Isso quer dizer que os investidores quando compraram sua ação tinham uma expectativa de ganho dada pelo “beta” dessa ação, ou seja, um ganho relativo ao índice de mercado escolhido como benchmark. O beta, como foi descrito no Capítulo 7, é utilizado em uma série de aplicações e é interpretado como “a medida de risco não-diversificável de um ativo”. Isto é, o retorno exigido pelo investidor nessa *ação em particular* dentro do universo do mercado acionário brasileiro.

Portanto, neste passo deve-se calcular o “beta” da Petrobrás para cada investidor que está sendo focado. Como vimos anteriormente, as expectativas das pessoas físicas serão consideradas como as de uma ano atrás, ou seja, o beta ha um ano. Como descrito no Capítulo 7, ponto 7.3, devemos definir para este cálculo quatro fatores importantes:

- Período de tomada de dados: **2 anos**, devido à volatilidade do mercado acionário brasileiro e à pequena base de dados (agências de notícias como a Bloomberg também utilizam esse período);
- Período base de regressão linear: como se está tomando um período de tomada de dados curto, será utilizado um período base de regressão linear de **3 meses**, também curto;

⁵⁰ Se há a informação dos acionistas da empresa-alvo dia a dia, pode-se determinar com mais exatidão o volume adquirido a cada preço e, portanto, obter uma média ponderada mais precisa. Caso isso não seja possível, a média do preço negociado no período, ponderada pelo volume diário, é suficiente.

- Intervalo de tomada de dados: os dados tomados, tanto para a ação como para o benchmark, serão **diários**;
- Benchmark do mercado: o benchmark do mercado escolhido é o **Ibovespa**.

Definidos estes fatores, passemos ao cálculo para o nosso exemplo. Para podermos ter um beta para cada acionista, devemos ter uma data média de compra das ações. Mais uma vez podemos utilizar a média ponderada pelo volume negociado para encontrar esses dias. No caso do *Investidor A* temos o dia 28 de Maio de 1996 e no caso do *Investidor C* o dia 5 de Agosto de 1998. Para *Outros* utilizaremos o dia 30 de Setembro de 1998.

O beta é obtido através da regressão linear⁵¹ feita a partir dos retornos do Ibovespa para cada um dos trimestres dos dois anos anteriores e dos retornos da Petrobrás para esses mesmos períodos. O coeficiente angular da reta dada pela equação resultante dessa regressão linear é o beta procurado. Os dados são os seguintes:

Investidor A

Trimestre	Retorno Ibovespa = X	Retorno Petrobrás = Y	X ²	Y ²	X * Y
Maio/94 a Agosto/94	64.7%	120.9%	41.9%	146.3%	78.3%
Agosto/94 a Nov./94	-12.8%	-18.2%	1.6%	3.3%	2.3%
Nov./94 a Fev./95	-25.1%	-26.1%	6.3%	6.8%	6.5%
Fev./95 a Maio/95	13.3%	8.1%	1.8%	0.7%	1.1%
Maio/95 a Agosto/95	8.1%	1.1%	0.6%	0.0%	0.1%
Agosto/95 a Nov./95	-10.6%	-17.7%	1.1%	3.1%	1.9%
Nov./95 a Fev./96	25.4%	51.0%	6.4%	26.0%	12.9%
Fev./96 a Maio/96	6.9%	7.8%	0.5%	0.6%	0.5%
Total	69.8%	127.0%	60.3%	186.8%	103.6%

Fonte: Calculado pelo autor

⁵¹ Mostraremos o cálculo do beta, tomando como período base de regressão linear um trimestre, a título de ilustração. Este cálculo pode ser feito rapidamente por um computador, utilizando-se softwares básicos, como o Excel.

Investidor C

Trimestre	Retorno Ibovespa = X	Retorno Petrobrás = Y	X²	Y²	X * Y
Agosto/96 a Nov./96	6.6%	10.8%	0.44%	1.16%	0.72%
Nov./96 a Fev./97	21.0%	57.4%	4.40%	32.96%	12.04%
Fev./97 a Maio/97	23.3%	9.9%	5.42%	0.97%	2.30%
Maio/97 a Agosto/97	20.2%	36.0%	4.10%	12.94%	7.28%
Agosto/97 a Nov./97	-13.9%	-17.3%	1.93%	3.00%	2.41%
Nov./97 a Fev./98	-0.2%	-2.9%	0.00%	0.08%	0.00%
Fev./98 a Maio/98	15.7%	16.7%	2.46%	2.78%	2.61%
Maio/98 a Agosto/98	-14.7%	-15.4%	2.15%	2.36%	2.25%
Total	58.1%	95.2%	20.9%	56.3%	29.6%

Fonte: Calculado pelo autor

Outros

Trimestre	Retorno Ibovespa = X	Retorno Petrobrás = Y	X²	Y²	X * Y
Set./96 a Dez./96	8.7%	37.1%	0.75%	13.76%	3.22%
Dez./96 a Março/97	31.7%	35.4%	10.04%	12.53%	11.22%
Março/97 a Junho/97	37.6%	38.5%	14.14%	14.85%	14.49%
Junho/97 a Set./97	-7.6%	1.7%	0.58%	0.03%	-0.13%
Set./97 a Dez./97	-14.8%	-18.3%	2.19%	3.34%	2.70%
Dez./97 a Março/98	16.7%	7.3%	2.79%	0.54%	1.22%
Março/98 a Junho/98	-18.3%	-19.4%	3.34%	3.78%	3.55%
Junho/98 a Set./98	-29.0%	-41.4%	8.43%	17.14%	12.02%
Total	25.0%	40.9%	42.3%	66.0%	48.3%

Fonte: Calculado pelo autor

Passa-se, então, ao cálculo dos betas de cada investidor, ou seja, às expectativas de ganho de cada acionista quando adquiriu sua ação. Como dissemos anteriormente, o beta é o coeficiente angular da reta dada pela regressão linear feita com os pontos (X,Y), então:

$$\beta = \frac{Cov(X, Y)}{\sigma^2} = \frac{[N * \sum (X * Y)] - (\sum Y * \sum X)}{(N * \sum X^2) - (\sum X)^2}$$

onde,

$Cov(X, Y)$ é a covariância entre os retornos do benchmark e da ação estudada;

σ^2 é a variância dos retornos do benchmark;

N é o número de períodos base tomados para o cálculo da regressão linear (no caso 8 trimestres);

X é o retorno do benchmark em cada período;

Y é o retorno da ação estudada (Petrobrás PN) em cada período.

Com isso se obtém os seguintes valores: $\beta_{\text{investidor A}} = 1,71$; $\beta_{\text{investidor C}} = 1,36$; $\beta_{\text{outros}} = 1,14$.

8.2.5 O prêmio inicial para cada investidor

Já se dispõe das expectativas de retorno de cada acionista que estamos focados e o *dia*⁵² de aquisição de suas respectivas participações. Deve-se encontrar agora o prêmio que estas expectativas mostram no dia da avaliação (30 de Setembro de 1999). Para isso utilizaremos o CAPM (descrito no Capítulo 7). As informações necessárias são as seguintes:

Taxa livre de risco \Rightarrow taxa Selic:	1996 – 27,0%	1997 – 24,9%
	1998 – 29,4%	1999 ⁵³ - 25,6%

Investidor A

Taxa de retorno do Ibovespa no período que ficou com a ação (r_m): (de 28 de Agosto de 1996 a 30 de Setembro de 1999)	194,5%
Taxa livre de risco para o mesmo período ⁵⁴ (r_f):	120,9%
Beta da ação no dia da compra:	1,71
Preço da ação na compra ⁵⁵ :	R\$124,58

⁵² Média ponderada pelo volume de negociação da ação estudada (Petrobrás PN) do período de compra.

⁵³ Estimativa do Morgan Guaranty Trust of New York, empresa a mais de 20 anos presente no Brasil.

⁵⁴ Taxa Selic interpolada de acordo com o período considerado. Nesse caso, $r_f = 1,27^{(217/365)} * 1,249 * 1,294 * 1,256^{(273/365)} - 1 = 2,209 - 1 = 120,9\%$.

⁵⁵ Vide item 8.2.3.

CAPM $\Rightarrow 110,60 * (1+(r_f + \beta(r_m - r_f))) = 124,58 * 3,47 =$	R\$432,29
Preço da ação no dia da avaliação (30/Setembro/99):	R\$287,00
<i>Prêmio mínimo inicial a ser dado ao investidor A segundo a MBE</i>	50,6%

Investidor C

Taxa de retorno do Ibovespa no período que ficou com a ação (r_m): (de 5 de Agosto de 1998 a 30 de Setembro de 1999)	28,8%
Taxa livre de risco para o mesmo período ⁵⁶ (r_f):	31,6%
Beta da ação no dia da compra:	1,36
Preço da ação na compra ⁵⁷ :	R\$225,68
CAPM $\Rightarrow 225,68 * (1+(r_f + \beta(r_m - r_f))) = 225,68 * 1,28 =$	R\$288,42
Preço da ação no dia da avaliação (30/Setembro/99):	R\$287,00
<i>Prêmio mínimo inicial a ser dado ao investidor C segundo a MBE</i>	0,5%

Outros

Taxa de retorno do Ibovespa no período que ficou com a ação (r_m): (de 30 de Setembro de 1998 a 30 de Setembro de 1999)	142,88%
Taxa livre de risco para o mesmo período ⁵⁸ (r_f):	26,6%
Beta da ação no dia da compra:	1,14
Preço da ação na compra (30 de Setembro de 1998) ⁵⁹ :	R\$118,17
CAPM $\Rightarrow 118,17 * (1+(r_f + \beta(r_m - r_f))) = 118,17 * 2,59 =$	R\$306,25
Preço da ação no dia da avaliação (30/Setembro/99):	R\$287,00
<i>Prêmio mínimo inicial a ser dado ao grupo Outros segundo a MBE</i>	6,7%

8.2.6 Ajuste para o custo de oportunidade

Antes de definirmos o prêmio mínimo que deve ser oferecido ao mercado, temos que fazer um ajuste aos dados que temos até o momento. Esse ajuste se refere aos

⁵⁶ Taxa Selic interpolada de acordo com o período considerado. Nesse caso, $r_f = 1,294^{(147/365)} * 1,256^{(273/365)} - 1 = 1,316 - 1 = 31,6\%$.

⁵⁷ Vide item 8.2.3.

⁵⁸ Taxa Selic interpolada de acordo com o período considerado. Nesse caso, $r_f = 1,294^{(92/365)} * 1,256^{(273/365)} - 1 = 1,266 - 1 = 26,6\%$.

⁵⁹ Neste caso, como mencionado anteriormente, assumimos que as pessoas físicas compraram as ações no mesmo dia.

conceitos de custo de oportunidade dos investidores e suas expectativas racionais, ambos apresentados no Capítulo 7.

Na verdade, o que estamos considerando é que **não devemos somente satisfazer as expectativas passadas dos acionistas, mas também oferecer algo que seja melhor do que suas expectativas futuras. E, dado que os acionistas reconheçam a melhor oferta, participarão da Oferta Pública.**

Para esse ajuste, temos que calcular o beta da ação para a data de avaliação e aplicá-lo a uma estimativa de desempenho do mercado acionário⁶⁰. Utilizamos o mesmo método usado no item 8.2.4 para calcular o beta, com períodos de tomada de dados de 2 anos e períodos base de três meses. Os resultado obtido é:

Beta na data de avaliação:	1,17
Estimativa de retorno do mercado acionário (r_m) ⁶¹ :	1999 – 26,7% 2000 – 23,2%
Taxa livre de risco/ Selic (r_f):	1999 – 25,6% 2000 – 16,0%
Preço da ação na data de avaliação:	R\$287,00
Período considerado para custo de oportunidade:	1 ano
CAPM $\Rightarrow 287,00 * (1 + (18,4\% + 1,17(24,1\% - 18,4\%))) =$	R\$358,95
Prêmio de ajuste para a MBE em um ano	25%
Valor presente ⁶²	R\$303,17
Prêmio para ajuste de custo do oportunidade	5,6%

Este prêmio deve ser acrescido aos prêmios iniciais, para então se calcular o prêmio mínimo a ser oferecido ao mercado. Portanto, tem-se que os prêmios para cada acionista considerado é:

$$\text{Investidor A} \Rightarrow \forall_{\text{mínimo}} = 50,6\% + 5,6\% = \mathbf{56,2\%}$$

$$\text{Investidor C} \Rightarrow \forall_{\text{mínimo}} = 0,5\% + 5,6\% = \mathbf{6,1\%}$$

$$\text{Outros} \Rightarrow \forall_{\text{mínimo}} = 6,7\% + 5,6\% = \mathbf{12,3\%}$$

⁶⁰ Essa estimativa é feita por uma série de agências e empresas. São normalmente utilizadas para a avaliação de ações e empresas que investem em mercados financeiros (como bancos, seguradoras, fundos de pensão, etc.).

⁶¹ Estimativas do Morgan Guaranty Trust Company of New York.

⁶² Descontado à taxa Selic do período (18,4%).

8.2.7 O prêmio mínimo a ser ofertado ao mercado

De posse dos prêmios mínimos por investidor e de sua participação nas ações da empresa-alvo, pode-se facilmente calcular o **Prêmio Mínimo da MBE**.

$$\forall_{\text{mínimo total}} = [(\forall_{\text{mínimo A}} * \%_{\text{Inv. A}}) + (\forall_{\text{mínimo C}} * \%_{\text{Inv. C}}) + (\forall_{\text{mínimo outros}} * \%_{\text{Outros}})] / (\sum \%)$$

onde,

$\%_{\text{Inv. A}}$ é a participação do Investidor A nas ações desejadas;

$\%_{\text{Inv. C}}$ é a participação do Investidor C nas ações desejadas;

$\%_{\text{Outros}}$ é a participação do Outros nas ações desejadas.

Portanto,

$$\forall_{\text{mínimo total}} = [(56,2\% * 20\%) + (6,1\% * 11\%) + (12,3\% * 24\%)] / (20\% + 11\% + 24\%)$$

$$\forall_{\text{mínimo total}} = \mathbf{27,0\%}$$

$$\mathbf{\text{Preço a ser ofertado} = R\$287,00 * 1,27 = R\$364,50}$$

8.2.8 Interpretação do primeiro resultado

Esse resultado pode ser bastante útil para se determinar o custo mínimo da operação. O que podemos interpretar a partir do resultado acima é que o Investidor A é aquele que teve o pior desempenho de seu investimento em relação à sua expectativa, pois é o acionista que precisaria do maior prêmio para ter suas expectativas passadas e futuras satisfeitas.

Da mesma forma, pode-se ver que o Investidor C teve um desempenho bem perto de suas expectativas, pois o prêmio a ser pago a este está mais concentrado no **ajuste de custo de oportunidade** do que nas expectativas passadas. Isso tem uma lógica interessante, pois se o investidor teve um desempenho dentro do esperado com seu investimento, a maior parte do prêmio destinado a esse acionista deve convencê-lo a abandonar suas expectativas futuras. Já se o acionista teve um desempenho abaixo do que esperava, temos que recompensá-lo mais pela perda passada do que pelas suas expectativas futuras.

O que estamos tentando dizer é que o ***ajuste de custo de oportunidade*** indiretamente leva em consideração a consequência psicológica no acionista devido ao desempenho passado de seu investimento. Se teve um bom desempenho, quer um prêmio para deixar o investimento e, se teve um mal desempenho, quer um prêmio para cobrir suas perdas.

Outro ponto importante é o caso de haver prêmios negativos. Se nos cálculos, alguns dos acionistas tiverem prêmios negativos não há problema, isso só quer dizer que o desempenho da ação desejada foi melhor do que as suas expectativas. Isso influenciará o seu prêmio mínimo total negativamente, o que faz sentido já que esses acionistas estarão prontos a aproveitar uma boa oportunidade e realizar um lucro ainda maior.

Ao fazermos a média ponderada final, devemos levar em conta que o Investidor A não terá suas expectativas satisfeitas pela Oferta Pública. Nesse ponto há algumas considerações a serem feitas:

- A parcela dos acionistas em que a MBE se focou é maior do que sua necessidade de compra⁶³, portanto há espaço para que alguns destes não aceitem a proposta;
- A Oferta Pública, como o próprio mercado diz, se estenderá a todos os atuais detentores das ações e, portanto, poderá haver alguns acionistas que não foram focados que aceitem a oferta e compensem aqueles acionistas em que a MBE se focou e não a aceitaram;
- O prêmio de 27% é considerado uma referência, um mínimo. A tabela de prêmios de perfis não foi utilizada ainda (somente quando escolhermos aqueles acionistas em que a MBE iria se focar);

Encontrado esse valor mínimo, podemos então passar para a próxima etapa que pretende encontrar um valor sugestivo para a Oferta Pública.

⁶³ No item 8.2.1 podemos ver que a MBE sugere que nos foquemos em uma parcela de acionistas que represente, pelo menos, 150% do total das ações que pretendemos adquirir (com exceção de um fechamento de capital).

8.2.9 Ajuste pelo perfil dos acionistas

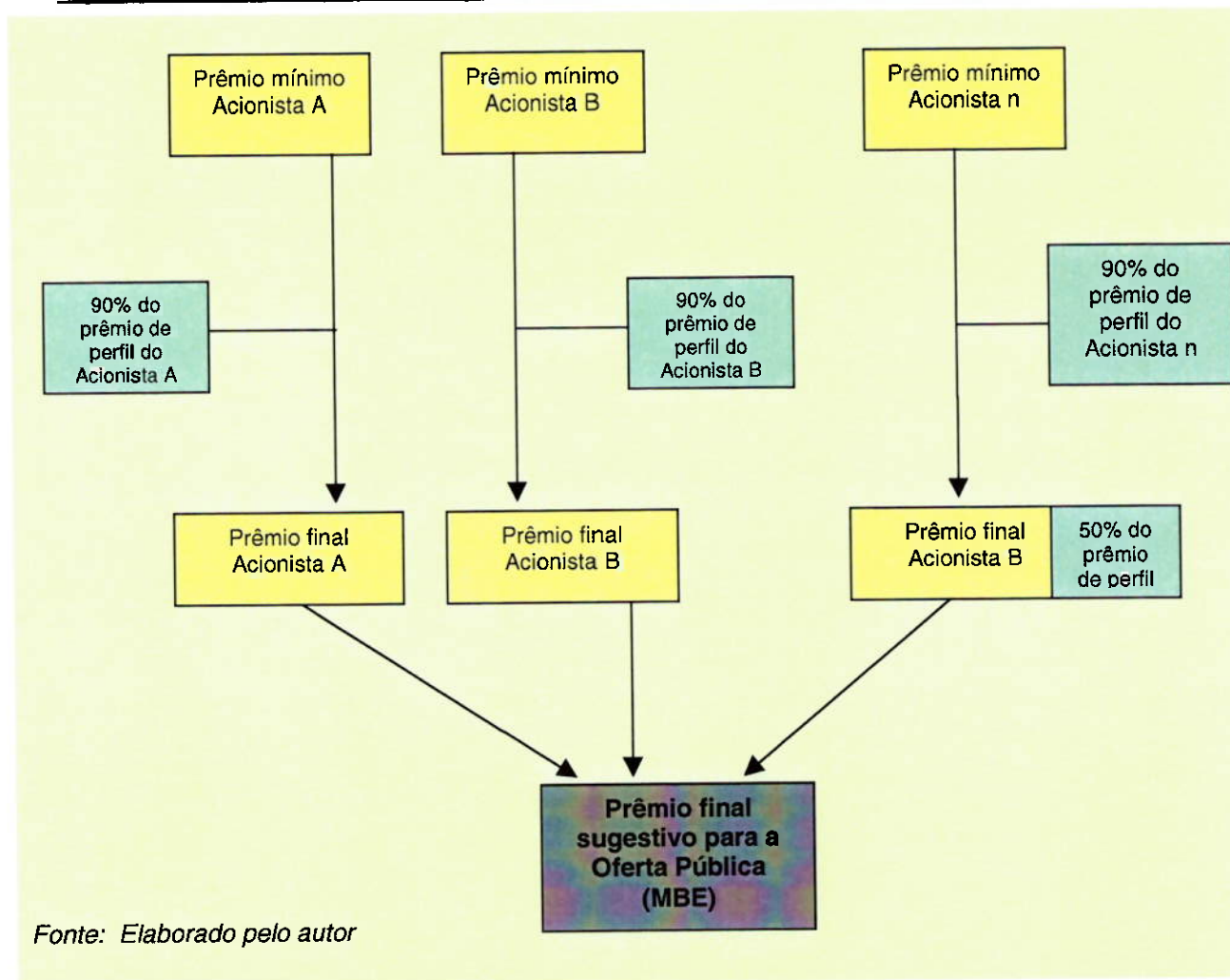
O prêmio encontrado no item anterior deve ser uma referência e, a partir dele, o Comprador pode determinar uma margem extra que deve ser ofertada ao mercado. Neste ponto a MBE sugere uma forma de calcular essa margem extra, através da utilização da Tabela de Prêmios de Perfil (Tabela 8, item 8.2.2). **Quando se trata de uma Oferta Pública de Fechamento de Capital, este procedimento é mandatório para que se obtenha sucesso na operação.**

Para realizarmos este ajuste, devemos ter os prêmios mínimos de cada acionista focado:

Investidor A $\Rightarrow V_{\text{mínimo}} = 56,2\%$; Investidor C $\Rightarrow V_{\text{mínimo}} = 6,1\%$; Outros $\Rightarrow V_{\text{mínimo}} = 12,3\%$.

De posse destes números, devemos compará-los aos valores que temos na Tabela de Prêmios de Perfil. Se o *prêmio mínimo* calculado é menor do que *90% do prêmio de perfil* constante na tabela, devemos somar ao prêmio mínimo 50% desse prêmio de perfil; caso contrário, o prêmio mínimo deve ser mantido. Isso porque se acredita que o prêmio requerido por cada tipo de investidor é composto por duas partes: 50% é composto pela sua exigência de cumprimento de suas expectativas de ganho e 50% é composto por prêmio para deixar o investimento. Como já foi calculado o necessário para cumprir suas expectativas de uma forma mais precisa, deve-se somar ao valor a parte correspondente ao abandono do investimento (se o prêmio calculado anteriormente já não for suficientemente próximo ao prêmio de perfil da tabela).

Com esses novos valores, faz-se uma nova ponderação e o valor de prêmio sugestivo estará calculado. A Figura 10 ilustra este procedimento com clareza.

Figura 10 – Processo para se chegar ao prêmio sugestivo para a Oferta Pública

Dando continuidade ao exemplo, chega-se ao Prêmio Final para a Oferta Pública.

Fator	Investidor A	Investidor C	Outros
$\nabla_{\text{mínimo}}$	56,2%	6,1%	12,3%.
Perfil	fundo de pensão nac.	fundo de pensão nac.	peessoas
físicas			
∇ de perfil	25%	25%	20%
∇ final	56,2%	18,6%	22,3%

Portanto,

$$\nabla_{\text{final total}} = [(56,2\% \cdot 20\%) + (18,6\% \cdot 11\%) + (22,3\% \cdot 24\%)] / (20\% + 11\% + 25\%)$$

$$\nabla_{\text{final total}} = 33,90\% \Rightarrow \boxed{\nabla_{\text{final total}} = 35\%}$$

8.3 Considerações para uma Oferta Pública de Fechamento de Capital

Quando o objetivo do Comprador é fechar o capital da empresa-alvo, a MBE também pode ser aplicada, mas com algumas diferenças em relação ao exemplo desenvolvido neste capítulo.

O primeiro deles refere-se ao momento de escolha dos acionistas em que a metodologia irá se focar. Como estamos considerando o fechamento de capital, todos os acionistas devem ser considerados. À primeira vista, o processo fica bem mais trabalhoso, mas o que deve ser feito na realidade é um melhor agrupamento dos acionistas, considerando os de mesmo perfil. Se esta operação for feita com cuidado, o número de acionistas a ser considerado não será muito numeroso, e a participação considerada pode se aproximar dos 100%. É lógico que entre os acionistas considerados, sempre deve constar o grupo Outros, que contém em sua maioria pessoas físicas.

Outra diferença no caso de um fechamento de capital é o prêmio mínimo calculado pela MBE. Na verdade, nesses casos não faz sentido a interpretação de um preço mínimo pois não se leva em conta nenhum potencial ganho na escolha de melhores acionistas ou com cálculos de expectativas mais precisos. Por isso, o ajuste de prêmio de perfil é mandatório.

E é exatamente neste ajuste que reside a terceira grande diferença. Quando formos aplicá-lo, devemos fazê-lo a todos os componentes considerados pela MBE (mesmo que o prêmio mínimo inicial seja maior do que 90% do prêmio de perfil). Isto porque, no caso de um fechamento de capital, não se pode correr o risco de nenhum grande acionista, ou nenhuma parcela significativa dos acionistas não aderir à oferta. Portanto, a margem de segurança dada por 50% do prêmio de perfil deve ser aplicada a todos. A título de exemplo, se aplicássemos essa margem também ao Investidor A no exemplo do item 8.2 (considerando que fosse um fechamento de capital e a MBE só estivesse cobrindo os três acionistas utilizados no exemplo), teríamos chegado a um prêmio final de 39%.

8.4 A Tabela de Prêmios de Perfil

É nesta tabela que os diferentes executores do processo de Oferta Pública colocam o seu conhecimento do mercado brasileiro. O seu princípio é o seguinte:

“Dado o perfil do acionista, posso determinar, com base na minha experiência e na maneira que este tipo de investidor enxerga as oportunidades de negócio, o prêmio ideal que faria com que o mesmo aceite a oferta. Uma parte significativa (não mais do que 50%) deste *prêmio de perfil* é o ágio que faz com que o acionista não recuse a oferta. O restante é a compra das expectativas e oportunidades de negócio que acompanham a ação”

A Tabela de Prêmios de Perfil utilizada neste capítulo foi elaborada pelo autor, de acordo com o seu conhecimento e baseado em entrevistas com executivos com larga experiência em operações desse tipo no mercado de capitais do Brasil.

Seção C

CUIDADOS NA APLICAÇÃO DA METODOLOGIA BASEADA NAS EXPECTATIVAS

Capítulo 9 – Considerações Sobre a Aplicação da Metodologia

9.1 Casos Especiais

Tendo apresentado a Metodologia Baseada nas Expectativas, deve-se encontrar agora cenários em que seus resultados podem ser distorcidos, devido à natureza de sua avaliação. O conceito que devemos ter em mente é que a metodologia está baseada no CAPM, e este assume que o desempenho relativo passado da ação vá se repetir no futuro.

Apesar dessas premissas serem muito contestadas, muitos modelos de precificação de ações e operações financeiras assumem o CAPM como a melhor forma para se prever o retorno de uma ação.

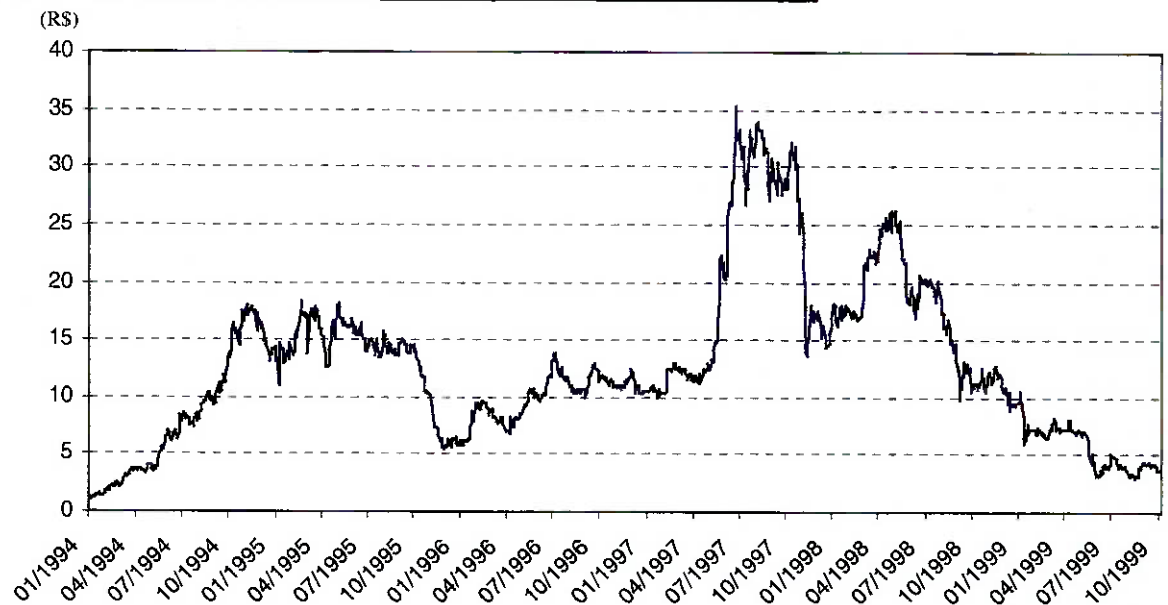
O importante é identificar casos especiais em que este modelo apresenta um resultado insatisfatório de acordo com a realidade do mercado e, portanto, distorce o prêmio conseguido através da MBE. Analisaremos três cenários principais:

1. Uma ação que teve um crescimento constante no passado e ultimamente sofreu grandes perdas;
2. Um panorama macroeconômico bastante deteriorado pela situação política de um país;
3. Uma empresa em que seus principais acionistas minoritários têm objetivos estratégicos em suas participações na empresa-alvo.

9.1.1 O desempenho da ação

O desempenho histórico da ação da empresa-alvo tem grande influência no resultado gerado pela MBE. Há um cenário especial que deve ser cuidadosamente analisado por ser capaz de anular os benefícios de conhecermos as expectativas passadas dos atuais acionistas minoritários da empresa-alvo.

Para ilustrar este ponto, será apresentado um exemplo. O Gráfico 7 mostra o desempenho histórico da ação preferencial da Inepar⁶⁴. Devemos notar que a empresa teve um crescimento constante no passado, mas no último ano apresentou uma grande perda de valor, sobretudo em relação ao benchmark (Ibovespa).

Gráfico 7 – Desempenho histórico da ação preferencial da Inepar

Esta é uma situação bastante incomum, pois uma empresa que apresenta desempenhos fortes, capazes de justificar uma forte valorização de sua ação durante 4 anos consecutivos dificilmente perderá cerca de 80% de seu valor em cerca de 1 ano. Na verdade, a Inepar fez uma série de investimentos que não vingaram (como a compra da representação brasileira da empresa de telefonia por satélites, prejudicada pelo avanço do sistema de “roaming” das companhias de telefonia celular) e tinha uma grande quantidade de dívidas em moeda estrangeira, sendo afetada pela desvalorização da moeda brasileira no início de 1999.

Pode-se ver claramente que, se a MBE é aplicada neste caso, os prêmios finais obtidos serão muito altos, pois as expectativas dos acionistas que detêm as ações a mais de um ano eram extremamente altas, comparadas com o seu desempenho real. Pode ser argumentado que vários desses acionistas, para se previnirem de uma maior queda, já teriam se desfeito de sua posição, realizando a perda. Mas também pode-se argumentar que muitos continuaram esperando oportunidades melhores para recuperar parte de suas perdas.

Nesta situação particular, propõe-se que o conceito de “market-to-market” seja utilizado e, no caso de uma Oferta Pública, o prêmio a ser oferecido seja estipulado

⁶⁴ Empresa paranaense de material elétrico que tem suas ações listadas na Bovespa e faz parte do Ibovespa. Seu símbolo na Bolsa de Valores de São Paulo é INEP4.

com base nas análises apresentadas no Capítulo 6. Isto não implicaria custos muito elevados para o Comprador, pois a ação da empresa-alvo já se encontra com um preço bastante deprimido (afinal, isto é o que torna a situação especial).

9.1.2 Panorama Econômico Dominado pela Situação Política do País

Diferentemente da situação anterior, esta não apresenta um prêmio obtido pela MBE prejudicial ao Comprador. O caso que se quer analisar é o seguinte: devido a pressões na taxa de câmbio do país, o governo coloca bloqueios de capital para evitar uma depreciação de sua moeda (como ocorreu no Chile e na Tailândia no biênio 1997/98).

O que acontece neste caso é que o preço das ações não sofre a influência da retirada de capital estrangeiro do país e, portanto, a empresa-alvo pode ter um desempenho histórico distorcido. O foco de nossa preocupação não está no prêmio final obtido pela MBE nesta situação, mas sim na qualidade deste prêmio. Como os dados históricos são distorcidos, podemos afirmar que o prêmio obtido não representa a satisfação das expectativas verdadeiras dos acionistas.

De qualquer forma, a MBE também pode ser aplicada nesse caso, mas o Comprador e seu assessor financeiro devem ter em mente que as informações que estão utilizando e o resultado que conseguirão ao final de sua aplicação não correspondem fielmente ao propósito da metodologia. No entanto, nada leva a crer que o resultado não seja satisfatório, dado que o próprio preço da ação e as outras variáveis do mercado também estarão distorcidas no dia da avaliação.

9.1.3 Acionistas Minoritários Concorrentes

Esta situação ocorre quando o objetivo da Oferta Pública é fechar o capital da empresa-alvo. Por diversos motivos, algum(ns) acionista(s) minoritário(s), pode não concordar com isso e exigir um prêmio absurdo para sua saída. Se este acionista tem uma participação relativamente grande, pode-se chegar a uma situação insustentável e o Comprador pode ter que abandonar a transação.

A MBE não considera o efeito deste tipo de problema e, portanto, sua eficácia é comprometida. Como solução a isto, propõe-se duas ações que não são mutuamente exclusivas:

- O Comprador pode tentar uma negociação direta com esse acionista minoritário para tentar chegar a um prêmio que o satisfaça; e então fazer a Oferta Pública;
- Se o primeiro ponto não der resultado (ou não puder ser realizado por problemas de confidencialidade), a MBE pode ser aplicada e seu resultado ser utilizado como referência para se chegar a um prêmio ainda maior.

9.2 Outros Argumentos Importantes

Uma série de questionamentos podem surgir em relação à eficácia da Metodologia Baseada nas Expectativas. Neste ponto procura-se contestar alguns dos principais.

1. O acionista sabia que corria risco quando comprou a ação.

Pode-se argumentar que todo acionista atual da empresa sabia do risco que corria em relação ao desempenho de seu investimento quando adquiriu a ação e por isso, não se deveria necessariamente oferecê-los um valor que satisfaça suas expectativas iniciais. O que se deve ter em mente é que se deve oferecer ao acionista um investimento que seja melhor do que aquele que ele está fazendo. Se o acionista ainda possui sua participação na empresa-alvo é porque tem expectativas em relação ao seu desempenho. A MBE se baseia em oferecer ao acionista, no mínimo, um valor que satisfaça essa expectativa, para o Comprador não correr o risco de ter uma Oferta Pública mal-sucedida.

2. O passado não vai se repetir

Esta crítica é basicamente relacionada à utilização do CAPM como medida de expectativas futuras. Pode-se argumentar que os dados passados não podem servir de base para previsões de desempenhos futuros. O que deve ser considerado é o fato de todo investimento que é feito, seja no mercado acionário como na economia real, ser baseado em análises de viabilidade e retorno econômico cuja principal fonte de informações (até para desenvolver

premissas futuras) é a experiência do passado. Portanto, a MBE não peca em utilizar dados do passado para chegar às expectativas de ganho dos acionistas, pois essa é uma importante fonte de informações utilizada por estes últimos quando analisam seus investimentos e, portanto, criam suas expectativas.

3. A tabela de prêmios de perfil é muito subjetiva

É neste ponto que a experiência de cada Comprador (e seu assessor financeiro) exerce um papel fundamental. Se a MBE fosse uma metodologia sem um conteúdo subjetivo, de nada valeria como fonte de diminuição de custos. O trabalho de identificar os atuais acionistas, classificá-los e atribuir-lhes prêmios criteriosos são tarefas que o Comprador deve fazer da melhor maneira possível. Quanto melhor feito este trabalho, mais eficaz é o resultado da MBE. Outro ponto importante é o fato de esta subjetividade dar a flexibilidade suficiente para que o Comprador identifique onde seu ganho de custo na Oferta Pública deve se dar.

9.3 Conclusão

Ao analisar-se a Metodologia Baseada nas Expectativas, identificam-se situações que envolvem três variáveis importantes no processo, o desempenho da ação, o ambiente macroeconômico e a composição dos acionistas minoritários, que podem prejudicar estes resultados. Nos três casos chamamos a atenção para os problemas que podem aparecer na avaliação da Oferta Pública e na utilização da MBE. Contudo, com exceção da primeira situação, viu-se que o resultado da MBE, como valor de referência, pode ser útil.

Para finalizar, mostraram-se as principais críticas que a MBE pode sofrer e revelam-se seus pontos favoráveis. O ponto central que se deve passar àqueles que forem analisar a metodologia e/ ou utilizá-la é a importância da experiência de mercado de seus executores. Para ser bem sucedida, a operação deve estar baseada numa cuidadosa análise das variáveis componentes da MBE.

CONCLUSÃO

A Oferta Pública de Compra de Ações é um instrumento financeiro interessante que deve cada vez mais fazer parte do mercado de capitais brasileiro. Durante a elaboração deste trabalho, percebeu-se que sua classificação depende basicamente do objetivo de seu executor. No Brasil, só houve ofertas públicas amistosas e, em sua grande maioria, de fechamento de capital. No futuro, espera-se que esse quadro seja mais parecido com os mercados mais desenvolvidos, em que o controle da empresa frequentemente está em jogo.

Um ponto importante a ser analisado é a criação de uma legislação específica para regular a oferta pública. As Instruções 229/ 95 e 299/ 99 da CVM mostram a importância que os órgãos reguladores passaram a dar à operação. Contudo, como se pode verificar, ainda há pontos obscuros e incoerentes na legislação e alguns ajustes deverão ser feitos no curto-prazo. Não devemos esquecer que o objetivo dessas instruções foi o de proteger os minoritários e o mercado em geral, dando mais transparência às operações. Isso leva a crer que no caso de outras modalidades da oferta pública serem utilizadas, nova regulamentação deve ser criada.

Na estruturação da operação, a precificação é uma etapa fundamental. O comprador deve definir um prêmio de aquisição adequado, que incentive a participação do mercado ao menor custo possível. Para tanto, uma série de análises são feitas. Contudo, essas análises têm dois focos principais: a situação financeira do comprador e as operações anteriores com características semelhantes. O trabalho, então, propõe uma metodologia de precificação da operação que apenas aplica o conceito de “expectativa de ganho” do investidor na estruturação da operação. O foco da precificação é mudado e o CAPM é utilizado como modelo que fornece as expectativas de cada investidor.

Neste ponto, pode-se concluir que a capacidade de análise dos executores da oferta pública e seu conhecimento do mercado de capitais são fundamentais para a aplicação desta metodologia. Isso porque a última pressupõe uma classificação empírica (ou pessoal) dos investidores minoritários, o que dá uma flexibilidade grande ao resultado. A metodologia deve ainda ser testada no mercado, mas é uma pequena contribuição ao tentar mudar o enfoque do processo de precificação de uma oferta

pública. A realização do trabalho é gratificante pelo aprendizado que o autor obteve na pesquisa das principais características da operação e na compilação de uma metodologia que procura trazer à tona um novo conceito da oferta pública: o cumprimento das expectativas dos detentores das ações da empresa-alvo.

Apêndice – Um Edital de Oferta Pública

**OFERTA PÚBLICA DE COMPRA DE AÇÕES DA
FREIOS VARGA S.A.**

por conta e ordem de

VARITY KELSEY- HAYES COMERCIAL LTDA.

O Banco J.P. Morgan S.A., doravante designado INTERMEDIADOR, por conta e ordem de Varity Kelsey-Hayes Comercial Ltda., uma empresa do Grupo LucasVarity, doravante designada OFERTANTE, vem a público dirigir aos titulares de ações preferenciais de emissão da Freios Varga S.A., doravante designada EMISSORA, a presente Oferta Pública de Compra de Ações, visando ao cancelamento do registro de que trata o art. 21 da Lei 6.385/76, observados os termos da Instrução CVM nº 229/95 e as seguintes condições:

1 - DA OFERTA PÚBLICA

Dispõe-se o INTERMEDIADOR, por ordem e conta da OFERTANTE, na forma do deliberado pela Assembléia Geral Extraordinária da EMISSORA, realizada no dia 18 de fevereiro de 1999, doravante designada ASSEMBLÉIA GERAL, a adquirir a totalidade das ações preferenciais representativas do capital social da EMISSORA em circulação no mercado. Esse total monta a 537.829.717 ações preferenciais, doravante designadas, isolada ou conjuntamente, AÇÕES, representativas de 35,4% do capital social da EMISSORA.

1.1. O preço de compra é de R\$ 78,75 (setenta e oito reais e setenta e cinco centavos) por lote de mil AÇÕES, reajustado pela Taxa Referencial – TR, calculada *pro rata temporis* do dia 18 de fevereiro de 1999 (data da ASSEMBLÉIA GERAL) até a data da liquidação financeira do LEILÃO (abaixo definido). O referido preço é equivalente ao valor do patrimônio líquido por ação apurado em 30 de setembro de 1998. O INTERMEDIADOR informará o preço final por lote de mil AÇÕES assim que conhecido o valor do índice de atualização. O pagamento será efetuado à vista, na data da liquidação financeira da Oferta Pública, em moeda corrente nacional, segundo as normas da Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia para transações em Bolsa de Valores.

1.2. A PRESENTE OFERTA ESTÁ CONDICIONADA AO ATENDIMENTO DOS REQUISITOS PREVISTOS NOS INCISOS II E III DO ART. 1 DA INSTRUÇÃO CVM 229/95, RELATIVOS AO CANCELAMENTO DO REGISTRO DA EMISSORA JUNTO À COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM COMO COMPANHIA ABERTA. Até a abertura do pregão em que se realizará a operação, o INTERMEDIADOR informará se foram ou não atendidos os requisitos para cancelamento do registro da EMISSORA como companhia aberta.

1.3. A presente Oferta Pública é válida pelo prazo de 30 (trinta) dias, tendo início na data da segunda publicação deste edital, ou seja, em 14 de abril de 1999, e encerramento em 13 de maio de 1999.

1.4. Durante o prazo mencionado no item 1.3, os acionistas que aceitarem vender suas AÇÕES, nos termos da presente Oferta Pública, deverão habilitar-se, pessoalmente ou através de procuradores devidamente constituídos, junto a sociedades corretoras de sua livre escolha. OS ACIONISTAS QUE ACEITAREM VENDER SUAS AÇÕES ESTARÃO AUTOMATICAMENTE CONCORDANDO COM O CANCELAMENTO DO REGISTRO DA EMISSORA COMO COMPANHIA ABERTA, conforme deliberado na ASSEMBLÉIA GERAL.

1.5. A operação de aquisição das AÇÕES será realizada através de leilão, no pregão da Bolsa de Valores de São Paulo no dia 17 de maio de 1999, às 17:30 horas, doravante designado LEILÃO.

1.6. No pregão anterior ao da realização do LEILÃO, as corretoras encarregadas das vendas deverão entregar as ofertas firmes e irretratáveis de venda diretamente ao Diretor do Pregão até às 16:00 horas.

1.7. Será permitida a livre interferência de corretoras representando terceiros compradores no LEILÃO, desde que para compra da totalidade das AÇÕES ofertadas à venda, por se tratar de Oferta Pública destinada ao cancelamento do registro da EMISSORA como companhia aberta. É CERTO QUE, TENDO SIDO ATINGIDOS OS REQUISITOS PARA O CANCELAMENTO DO REGISTRO DA EMISSORA COMO COMPANHIA ABERTA, O MESMO PROCEDER-SE-Á JUNTO À COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, INDEPENDENTEMENTE DE HAVER OU NÃO INTERFERÊNCIA POR PARTE DE TERCEIROS.

1.8. A liquidação da operação será realizada de acordo com as normas da Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia, correndo a corretagem de venda por conta dos vendedores e a de compra por conta do adquirente.

1.9. A sociedade corretora encarregada de realizar a compra de AÇÕES, por conta e ordem da OFERTANTE, será a JPM Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A., membro da Bolsa de Valores de São Paulo, sediada na Avenida Paulista, nº 1294 - 7º andar, São Paulo, SP.

2 - DO CANCELAMENTO DO REGISTRO

Durante a ASSEMBLÉIA GERAL, acionistas representando mais de 51% do capital social da EMISSORA aprovaram o cancelamento do registro da EMISSORA como companhia aberta, pelas seguintes razões:

- (a) A EMISSORA não tem mais interesse em captar recursos por meio de emissão pública de ações;
- (b) as AÇÕES da EMISSORA possuem liquidez restrita; e
- (c) os custos de manutenção da EMISSORA como companhia aberta são elevados, e apresentam retorno baixo, uma vez que a EMISSORA não utiliza dos recursos que o referido registro coloca à sua disposição.

3 - DAS INFORMAÇÕES SOBRE A EMISSORA

3.1. A EMISSORA é uma sociedade por ações, com sede na cidade de Limeira, SP, dedicada principalmente à fabricação de sistemas de freios para veículos automotores.

3.2. COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA DO CAPITAL SOCIAL DA EMISSORA EM 18.02.1999:

Acionistas	Ordinárias (ONs)		Preferenciais (PNs)		Total	
	Quant.	%	Quant.	%	Quant.	%
Varity Kelsey-Hayes Comerc. Ltda.	646.880.700	66,01	30.667	0,01	646.911.367	42,62
Lucas Indústria e Comércio Ltda.	182.353.620	18,61	0	0,00	182.353.620	12,01
Lucas Industries plc	150.755.880	15,38	0	0,00	150.755.880	9,93
Outros	9.800	0,00	537.831.733	99,99	537.841.533	35,44
Total	980.000.000	100,00	537.862.400	100,00	1.517.862.400	100,00

3.3. INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS DA EMISSORA EM R\$ MIL

Especificação	Dezembro, 1996	Dezembro, 1997	Dezembro, 1998
Capital Social (R\$ mil)	92.000	92.000	92.000
Patrimônio Líquido (R\$ mil)	106.223	112.662	79.842
Receita Líquida (R\$ mil)	229.975	251.755	226.989
Resultado Operacional (R\$ mil)	12.493	12.121	1.180
Lucro Líquido (R\$ mil)	9.042	13.691	(30.399)
Exigível Total (R\$ mil)	138.653	108.283	100.029
Nº de ações (Quant. Mil)	1.577.558	1.517.862	1.517.862
Lucro por mil ações (R\$)	5,73	9,02	(20,03)
Valor patrimonial por mil ações (R\$)	67,33	74,22	52,60
Dividendos por mil ações (R\$)	2,32	2,68	-
Lucro Líquido/Patrimônio Liq (%)	8,5%	12,2%	(38,1%)
Lucro Líquido/Receita Liq (%)	3,9%	5,4%	(13,4%)
Lucro Líquido/Capital Social (%)	9,8%	14,9%	(33,0%)

3.4. EVOLUÇÃO DO CAPITAL SOCIAL DA EMISSORA:

Especificação	Dezembro, 1996	Dezembro, 1997	Dezembro, 1998
Capital Social Inicial (R\$ mil)	75.060	92.000	92.000
Aumento de Capital (R\$ mil)	16.940		
Capital Social Final (R\$ mil)	92.000	92.000	92.000

3.5. QUADRO DEMONSTRATIVO DA NEGOCIAÇÃO DAS AÇÕES PREFERENCIAIS DA EMISSORA NOS ÚLTIMOS 12 MESES, NA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO

Mês	Quantidade (por mil ações)	Preço mínimo ¹ (R\$/mil ações)	Preço médio ¹ (R\$/mil ações)	Preço máximo ¹ (R\$/mil ações)
Fevereiro, 1998	1.400.000	38,99	40,26	44,00
Março, 1998	6.600.000	40,00	44,59	47,00
Abril, 1998	15.700.000	41,99	46,12	52,00
Maio, 1998	10.000.000	41,00	43,37	49,00
Junho, 1998	21.000.000	36,00	40,61	44,00
Julho, 1998	33.600.000	32,64	35,43	40,00
Agosto, 1998	12.400.000	26,00	29,54	34,00
Setembro, 1998	28.300.000	18,00	20,97	29,48
Outubro, 1998	28.800.000	18,00	19,16	24,00
Novembro, 1998	96.700.000	21,00	29,35	42,00
Dezembro, 1998	7.400.000	41,50	42,31	43,50
Janeiro, 1999	22.900.000	39,00	42,92	46,00

¹ Fonte: BOVESPA

3.6. Informações adicionais sobre a presente Oferta Pública, incluindo cópia das peças de avaliação do preço das AÇÕES, poderão ser obtidas na sede da EMISSORA, na Via Anhanguera, Km 147, Limeira, SP, no INTERMEDIADOR, Banco J.P. Morgan S.A., sediado na Avenida Paulista, nº 1294 - 8º andar, São Paulo, SP, ou ainda na CVM - Comissão de Valores Mobiliários, à Rua Sete de Setembro, 111 - 27º andar, Rio de Janeiro, RJ.

3.7. O registro da EMISSORA junto à CVM de que trata o Artigo 21 da Lei 6.385/76 está atualizado até a data de realização da presente Oferta Pública.

4 - DAS INFORMAÇÕES SOBRE A OFERTANTE

4.1. A OFERTANTE, Varity Kelsey-Hayes Comercial Ltda., é uma sociedade por quotas de responsabilidade limitada controlada indiretamente pela LucasVarity plc, empresa inglesa produtora e fornecedora de componentes para a indústria automotiva. A OFERTANTE não tem atualmente quaisquer operações no Brasil ou no exterior.

4.2. A OFERTANTE e o INTERMEDIADOR declaram que desconhecem a existência de qualquer fato ou circunstância, não revelados ao público, que possam influenciar de modo positivo e relevante os resultados da EMISSORA.

5 - MANIFESTAÇÃO SOBRE O CANCELAMENTO DO REGISTRO DA EMISSORA COMO COMPANHIA ABERTA

5.1. OS ACIONISTAS QUE ACEITAREM VENDER SUAS AÇÕES ESTARÃO AUTOMATICAMENTE CONCORDANDO COM O CANCELAMENTO DO REGISTRO DA EMISSORA COMO COMPANHIA ABERTA DA EMISSORA, DEVENDO PROCEDER CONFORME O ESTIPULADO NOS ITENS 1.4. E 1.6. ACIMA, NÃO HAVENDO A NECESSIDADE DE NENHUM PROCEDIMENTO ADICIONAL INCLUINDO A MANIFESTAÇÃO DE QUE TRATA O ITEM 5.2 ABAIXO.

5.2. Ficam os senhores acionistas detentores de AÇÕES convocados a se manifestar concordando ou discordando com o cancelamento do registro da EMISSORA como companhia aberta nos termos do art. 11 da Instrução CVM nº 229/95, observando o disposto no item 5.4 abaixo. Os acionistas que desejarem se manifestar deverão preencher formulário próprio em 4 (quatro) vias concordando, ou não, com o referido cancelamento, e tornando suas AÇÕES indisponíveis para a negociação até o dia da realização do LEILÃO, inclusive. O formulário de manifestação poderá ser solicitado por correio ou fac-símile endereçado ao Banco J.P. Morgan S.A., sediado na Avenida Paulista nº1294 - 8º andar, São Paulo - SP, CEP 01310-915, Fax nº (011) 288-7798 ou (011) 285-2676, atenção ao Sr. Andre Sales, bem como por email, no endereço "sales_andre@jpmorgan.com". O formulário deverá ser preenchido por completo e assinado, com firma reconhecida, pelo respectivo acionista ou procurador devidamente autorizado. Após devidamente preenchido por completo, o formulário deverá ser entregue ao Banco J.P. Morgan S.A no endereço acima, ou enviado por correio por carta registrada endereçada ao Banco J.P. Morgan S.A., contendo o envelope os dizeres "OFERTA PÚBLICA – FREIOS VARGA S.A."

5.3. Os acionistas que tenham transferido suas AÇÕES para as custódias fungíveis das Bolsas de Valores e desejem se manifestar sobre o cancelamento do registro da EMISSORA como companhia aberta deverão, previamente, providenciar a retirada da custódia de suas AÇÕES, por meio de suas sociedades corretoras, com conseqüente

retorno das AÇÕES às posições próprias dos acionistas, junto ao Banco Bradesco S.A., agente depositário das ações da EMISSORA. Será assegurada tal transferência a todos os acionistas que a solicitem até o prazo de recebimento referido no item 5.4 abaixo.

5.4. Serão consideradas as manifestações recebidas até as 18:00 hs do dia 13 de maio de 1999, independentemente da data de envio pelo correio. Serão desconsideradas quaisquer manifestações recebidas após o prazo limite, independentemente das razões. As manifestações recebidas dentro do prazo limite terão sua validade confirmada imediatamente após a confirmação, pelo Banco Bradesco S.A., da indisponibilização das AÇÕES.

5.5. As AÇÕES indisponibilizadas à negociação para fins desta Oferta Pública serão liberadas no primeiro dia útil imediatamente posterior a efetivação do LEILÃO.

6 - ALIENAÇÃO DE AÇÕES APÓS O CANCELAMENTO DO REGISTRO DA EMISSORA COMO COMPANHIA ABERTA

6.1 Findo o prazo da presente Oferta Pública e obtido o cancelamento do registro da EMISSORA como companhia aberta, nos termos do art. 20 da Instrução CVM nº 229/95, a OFERTANTE compromete-se a adquirir, nas condições aqui estipuladas, as AÇÕES oferecidas pelos acionistas não aceitantes desta Oferta Pública, pelo prazo de até 6 (seis) meses, contados a partir da data da realização da Assembléia Geral que aprovar as Demonstrações Financeiras do primeiro exercício social posterior ao referido cancelamento. O preço de aquisição das AÇÕES durante este período será aquele referido no item 1.1 acima, reajustado pela Taxa Referencial – TR calculada *pro rata temporis* do dia 18 de fevereiro de 1999 (data da ASSEMBLÉIA GERAL) até a data do efetivo pagamento. O prazo para o pagamento das AÇÕES nestas condições será de até 15 (quinze) dias corridos a contar da data em que o acionista contatar a EMISSORA no sentido de proceder à referida alienação das AÇÕES, para o que este deverá comparecer à sede da EMISSORA.

7 - OUTRAS INFORMAÇÕES

7.1. O Banco J.P. Morgan S.A. e a JPM Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. não são acionistas da EMISSORA, bem como não administram, sob qualquer forma, ações da EMISSORA.

7.2. O presente Edital foi aprovado pela Comissão de Valores Mobiliários conforme Ofício/CVM/GEA-04 nº 027/99, datado de 7 de abril de 1999, tendo inclusive a Bolsa de Valores de São Paulo autorizado a realização da respectiva operação em público pregão.

7.3. O Banco J.P. Morgan S.A. permanece à disposição dos interessados para prestar maiores informações no telefone (011) 281-3967.

São Paulo, 8 de abril de 1999

Intermediador:

Banco J.P. Morgan S.A.

Corretora:

JPM Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A.

BIBLIOGRAFIA

MONKS, R.A., MINOW, N. *Corporate Governance*. Cambridge, Massachusetts, Blackwell Publishers, 1995

JARRELL, G., POULSEN, A. *The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from Three Decades – Readings in Mergers and Acquisitions*. Cambridge, Massachusetts, Blackwell Publishers, 1994

JENSEN, M. *Takeovers: Their Causes and Consequences – Readings in Mergers and Acquisitions*. Cambridge, Massachusetts, Blackwell Publishers, 1994

MITCHELL, M., LEHN, K. *Do Bad Bidders Become Good Targets? – Readings in Mergers and Acquisitions*. Cambridge, Massachusetts, Blackwell Publishers, 1994

DAMODARAN, A. *Investment Valuation*. New York, John Wiley & Sons, 1996

HULL, J. C. *Options, Futures, and Other Derivatives*. New Jersey, Prentice Hall, 1997

SHARPE, W.F., ALEXANDER, G.J., BAILEY, J.V. *Investments*. New Jersey, Prentice Hall, 1995

DORNBUSCH, R., FISCHER, S. *Macroeconomia*. São Paulo, Makron Books, 1991

PINDYCK, R.S., RUBINFELD, D.L. *Microeconomia*. São Paulo, Makron Books, 1994

EHRLICH, P.J. *Engenharia Econômica*. São Paulo, Atlas, 1989

MURPHY, J.J. *Technical Analysis of the Futures Markets*. New Jersey, New York Institute of Finance, 1986

FURTADO, C. *Formação Econômica do Brasil*. São Paulo, Editora Nacional, 1995

DOWNES, J., GOODMAN, J.E. *Dictionary of Finance and Investment Terms*. Nova Iorque, BARRON'S, 1995.

GITMAN, L.J. *Princípios de Administração Financeira*. São Paulo, Harbra, 1997

COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, J. *Valuation*. New Jersey, John Wiley & Sons, 1994

MÜLLER, H.M. *Why Tender Offers Should be Financed with Debt*. Mannheim, Alemanha, 1999

LI, K., McNALLY, W. *Open Market versus Tender Offer Share Repurchases: A Conditional Event Study*. Victoria, Canada. 1999