



1290000501



TCC/UNICAMP Yu4f

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA



O FINANCIAMENTO

PRIVATE EQUITY

*(Estudo das mudanças no modo de
financiamento empresarial brasileiro)*

EDUARDO TATSUMI YUKI

**MONOGRAFIA APRESENTADA AO
INSTITUTO DE ECONOMIA DA UNICAMP,
ORIENTADA PELO PROFESSOR**

DR. JOSÉ MARIA JARDIM SILVEIRA

**CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO
INSTITUTO DE ECONOMIA
UNICAMP**

Dezembro / 2000

**TCC/UNICAMP
Yu4f
IE/501**

CEDOCIE

O objetivo deste trabalho é discutir a securitização brasileira ocorrida durante os anos 90, suas causas, conseqüências e particularidades. As mudanças ocorridas no ambiente macro e microeconômico também são essenciais para essa análise.

Em especial, será estudado a forma de financiamento Private Equity. Para tanto, devemos introduzir os motivos da troca do método de captação de recursos, do sistema debt (empréstimos bancários) para o equity (emissão de ações) e suas implicações.

Durante a pesquisa, constatou-se uma mudança na direção da permuta do modo de financiamento, inicialmente levantada como hipótese. Atualmente, devido os fatores debatidos no texto, houve crescimento do empréstimo bancário e redução do número de companhias com capital aberto ao mercado acionário.

ÍNDICE

1. Palavras Chave.....	04
2. Introdução anos 90.....	05
2.1. Histórico.....	05
2.2. Abertura Financeira.....	08
3. Private Equity.....	14
4. Valoração de Empresas e Equalização do Custo de Captação.....	24
5. Conclusão.....	29
6. Bibliografia.....	31

1. PALAVRAS CHAVE

Financiamento

Debt - Débito

Private Equity

Controle Acionário

Reestruturação Organizacional e Administrativa

2. INTRODUÇÃO – ANOS 90

2.1. HISTÓRICO

Durante os anos 80 a periferia foi excluída do processo de globalização, devido a Crise da Dívida. Em contraposição, a década de 90 foi caracterizada pela sua rápida inserção, através da liberalização financeira e comercial. Isto nos leva a dois movimentos básicos: a crescente mobilidade dos capitais (volatilidade) e a elevação do saldo de passivo externo bruto (vulnerabilidade).

Com o fim do ciclo básico de diversificação de risco nos países desenvolvidos, ocorreu transbordamento desses fluxos à periferia. Ou seja, fomos incluídos no processo de globalização como consequência da continuidade na diversificação do port-fólio e pelos maiores rendimentos do capital, ocasionado pelas altas taxas de juros. Acrescenta-se também, a estabilização da moeda dos países em desenvolvimento, o aumento da poupança financeira no centro e seu caráter especulativo. Isto foi viabilizado pela crescente liberalização.

Explicada a oferta de recursos externos, devemos analisar a sua demanda. A elevação das taxas de juros foi a forma de atrair fluxos de capitais, objetivando o financiamento da Balança de Pagamentos, amplamente impactada pela reversão da Balança Comercial e o aumento do déficit de Serviços, ocasionado pela valorização cambial do Plano Real.

No contexto deste trabalho, a ênfase refere-se à liberalização financeira, pois é o principal desencadeador do processo de securitização e assim, da inserção e aprofundamento do Private Equity no Brasil. Tornou-se possível um novo e amplo mercado de financiamento às empresas brasileiras.

Com o processo de liberalização, que será discutido adiante, passamos a ter aumento significativo da importância financeira nos determinantes de crises, pois os ativos intangíveis são mais elásticos (quanto a valorização), criando maior instabilidade.

Na ótica especulativa, os agentes captam crédito para aplicações no mercado financeiro e, enquanto existem ciclos de valorização desses ativos, há aumento na sua renda e assim nos gastos. As famílias passam a ter sua propensão ao consumo em função da renda, que inclui a rentabilidade financeira. As empresas obtêm sua propensão ao endividamento, ou seja, percepção de poder de gasto ou investimento, derivado da relação ativos/passivos, pois caso seus investimentos financeiros se valorizem, poderão tomar créditos adicionais. Os ativos são comprados na lógica especulativa, e não produtiva, pois sua rentabilidade é dado pela valorização *esperada* em relação ao custo de captação.

O problema ocorre quando a expectativa se reverte, aguardando por uma desvalorização do preço de seus ativos. Neste processo, os bancos encerram seus créditos para os especuladores, diminuindo seu índice de alavancagem, o que interrompe o ciclo especulativo de valorização. Diante desta crise financeira, as empresas e famílias perdem seu poder de consumo e investimento, criando a crise produtiva.

Em suma, é o racionamento de crédito dos bancos que determina a magnitude da recessão. A retomada do crescimento somente ocorrerá quando aumentarem os créditos e assim, ocorrer a valorização dos ativos financeiros. A riqueza atingiu sua forma mais líquida e abstrata: $D - D'$. A securitização, paradoxalmente, torna-se uma forma alternativa do setor produtivo superar as crises de financiamento bancário.

Com essa finalidade, reformulou-se a regulação desses fluxos, no qual foi retirado os seus controles, dinamizando o investimento em ações, títulos e fundos.

A onda neoliberal justifica esses controles como insustentável, pois com taxas de câmbio flutuantes e perfeita mobilidade de capitais, os países não teriam

problemas de financiamento externo. Porém, a hierarquia das moedas torna a taxa de juros dos países com moeda nacional não-conversível elevada, pois a remuneração deste passivo externo será a taxa de juros do país central (EUA) mais o risco e a expectativa de variação cambial. Este último é formado pela baixa confiança na manutenção do valor e conversibilidade da moeda. Assim, deve-se pagar um prêmio para que os agentes tenham ativos “não líquidos” na sua carteira. A necessidade de alta remuneração do capital leva a dificuldade no crescimento, devido a baixa alavancagem do sistema financeiro.

$$\text{Tx Juros} = \text{Tx Juros EUA} + \text{Risco} + \text{Expectativa de Var Cambial}$$

Ressalta-se a diferenciação da inserção no mercado internacional entre a Ásia e a América Latina. A Ásia recebeu predominantemente Investimentos Diretos Externos, devido a esfera de influência do Japão, que utiliza os países asiáticos como plataforma de exportação, realizando um “comércio triangular”. Exporta bens de capital aos “tigres asiáticos” e estes, manufaturados à OCDE, não incorrendo em problemas de Balança Comercial.

Já a influência norte americana é realizada por meio de concorrência, onde recebemos investimentos predominantemente em port-fólio. Assim, temos a seguinte composição das contas externas:

Transações Correntes \Rightarrow Déficit em Balança Comercial e Balança de Serviços;

Conta de Capitais \Rightarrow Superávit. Até meados da década de 90 houve entrada de fluxos em port-fólio e empréstimos de curto prazo. A partir daí, passa a ter grande peso os Investimentos Diretos Externos.

2.2. ABERTURA FINANCEIRA

Segundo Carneiro (2000), a abertura financeira aumentou a volatilidade e reversibilidade da Balança de Pagamentos, pois o setor financeiro passou a subordinar o produtivo, invertendo a relação até então estabelecida, significando:

→ ampliação da conversibilidade da Conta de Capitais;

→ desnacionalização de parte da propriedade do sistema financeiro, em especial entrada de bancos estrangeiros;

→ substituição monetária

⇒ Ampliação da Conversibilidade da Conta de Capitais

O aumento da conversibilidade exprime a livre mobilidade dos capitais entre o país e o mercado internacional. A partir de 1991, houve mudanças regulatórias, para adaptar a legislação a securitização e flexibilização de entrada e saída de capitais, conforme as normas liberais.

Podemos analisar este item em quatro segmentos:

- a) **Endividamento externo de residentes:** emissão de títulos de renda fixa e variável nos mercados internacionais de capitais; ampliação de repasses bancários e leasing com recursos externos. Quanto a curto prazo, esta entrada de divisas financia a Balança de Pagamentos, porém quando houver o seu resgate, a saída será maior, necessitando de novos fluxos. Outro ponto a ressaltar são as emissões de ADR's, que aumentam a correlação entre a Bolsa de Valores nacional e as estrangeiras. Ainda, ADR's de nível I e II não representam captações de novos recursos, pois é realizada com ações em circulação, porém com ADR nível III, o setor produtivo passou a ter acesso a maiores passivos financeiros e com menores custos.

- b) **Ativos de residentes no exterior:** fundos de investimento estrangeiros (títulos da dívida brasileira no exterior: Bradies e C-Bonds) e CC-5. O CC-5 teve a primordial função de expatriar recursos legais e ilegais, para paraísos fiscais. Quanto a este item, houve grande avanço na sua liberalização, tais como a não obrigação de documentos, eliminando as restrições de investimentos de residentes ao exterior.
- c) **Investidores estrangeiros no Brasil:** regulação do IDE e do portfólio. Estes dois são os principais ativos de não residentes, devido a redução na sua tributação, privatizações e abertura de novos setores ao investimento. Este item representa efetivo investimento direto (via IDE) e financiamento de inversões produtivas (via mercado acionário), ainda que volátil.
- d) **Endividamento interno de não residentes:** restrito a empresas com filiais no país.

O Investimento Direto Externo aumenta a partir de 94, devido o cenário exterior favorável, aumento da renda, privatizações, fusões e aquisições. O debate concentra-se na remessa de lucros e dividendos, pois as empresas realizam investimentos para geração de divisas maior que o seu capital inicial, o que implicará em saídas líquidas de capitais. Um meio de financiar este futuro déficit refere-se a qualidade desse IDE, ou seja, investimento em bens comercializáveis no exterior (tradeables); o que não vêm ocorrendo. Há alta concentração no setor de serviços, para exploração da demanda interna, o que não gerará divisas em Balança Comercial. Outro ponto importante é o fato de que os IDE, principalmente fusões & aquisições e privatizações são realizados como ganho patrimonial, e não como meio produtivo, devido o aumento da importância do setor financeiro sobre o produtivo.

O Port-Fólio possui elevada volatilidade e reversibilidade, sendo realizado pelo Anexo IV e CC-5. Quanto ao Anexo IV, há grande participação de bancos e outras instituições financeiras, com fundos de investimento de origem americana e investidores nacionais operando como não-residentes. O número restrito de

agentes torna as expectativas um bem comum, o que proporciona o “comportamento de manada”. A CC-5 é composta por investidores nacionais disfarçados de não-residentes. Esses dois mecanismos propiciam a expatriação de capital. Esses recursos foram direcionados à aquisição de ações no mercado secundário, criando o mesmo problema do IDE, realização de ganho patrimonial com a valorização das ações. Isto caracteriza a volatilidade, pois não há compromisso produtivo de longo prazo, acrescido pela conversibilidade desses capitais ser muito alta. Como consequência, podemos observar a alta rotatividade dos recursos. O port-fólio tem o objetivo inicial de financiar as empresas, porém há poucas de capital aberto e securitizadas, predominando as privatizadas ou privatizáveis. Conclui-se, que é um meio de financiamento empresarial, que poderá dinamizar a gestão e recursos das companhias, porém é extremamente volátil, o que vulnerabiliza as contas externas do país.

O endividamento por títulos privados está em deterioração, retomando sua forma tradicional após a crise da Ásia : repasses bancários ou dívidas diretas às multinacionais.

Por último, o endividamento bancário de curto prazo tem se mostrado o de maior volatilidade e reversibilidade, concentrado no financiamento ao comércio exterior, isto é, capital de giro para empresas importadoras e exportadoras e de arbitragem.

⇒ *Desnacionalização Bancária*

O principal argumento para a desnacionalização bancária foi o da ampliação da concorrência, que obrigaria as empresas nacionais a inovações e queda do spread (com créditos mais baratos). Também, deveria-se repensar o papel do Estado, via privatizações.

Com a estabilização econômica (fim do ganho com float) e o aumento expressivo da inadimplência (devido expansão do crédito com altas taxas de juros), os bancos operacionalmente ineficientes se deterioraram. Esses bancos foram incorporados pelos nacionais e, em maioria, adquiridos por bancos estrangeiros; além das privatizações. Ressalta-se a importância e influência na

privatização para compradores não residentes com o intuito de financiar a Balança de Pagamentos.

O problema consta do fato de que estes novos agentes possuem elevada captação externa (que aumenta a vulnerabilidade externa) e baixo índice de operações de crédito (não financiando investimentos produtivos de longo prazo). A alta captação externa cria desequilíbrio entre fluxos de capitais (montante), remuneração dos empréstimos (juros) e possibilidade de arbitragem, via facilidade de aquisição de ativos externos. As operações de concessão de créditos são pífiás, pois são seletivos, ou seja, de curto prazo a altas taxas de juros. Como resultado tem baixos créditos em liquidação e em atraso.

Concluindo, os bancos estrangeiros adaptaram-se à cultura dos bancos privados nacionais, onde seus altos Lucros atribuem-se ao Resultado de Intermediação Financeira em Tesouraria (via Títulos da Dívida Pública e arbitragens). Ao contrário do que se esperava, não houve melhoria nas condições de financiamento macroeconômicos (Balança de Pagamentos), nem microeconômicos (investimentos de empresas), com aumento do Resultado Líquido dos bancos.

Atualmente, o sistema financeiro passa por um processo de concentração bancária, devido a estabilização econômica, propiciando queda gradual dos juros. Assim, diminuí-se os ganhos com Tesourarias, elevando a concorrência bancária e retomando o crescimento sustentável (*ponto discutível*). Ou seja, almejam manter suas Receitas Operacionais com o aumento do saldo de concessão de empréstimos e elevação das tarifas, além de corte nas despesas administrativas. Isto somente é possível com ganho de escala, e assim, concentração (fusões e aquisições). Com a concreta redução da Taxa Selic e das demais taxas de remuneração do capital, há aumento de demanda por créditos bancários, reduzindo o equity como meio de financiamento, pois prefere-se ter passivos com baixos custos, sem necessitar perder o controle acionário da empresa.

⇒ *Substituição Monetária*

A conversibilidade da Conta de Capitais possibilitou a utilização de moeda estrangeira como indexador, em substituição da moeda nacional, devido a falta de confiança ou segurança.

A substituição monetária é feita via: títulos da dívida pública indexada ao câmbio, contratos futuros de câmbio (BM&F) e depósitos em moeda estrangeira em instituições financeiras. A primeira é a forma predominante, pois dolariza a riqueza dos agentes a menor custo, com maior rentabilidade e considerável liquidez.

Apesar das perdas de remuneração com esses títulos indexados, o governo é “obrigado” a emití-lo, pois caso contrário, haverá saída de capitais, já que os agentes preferem manter seus ativos sem risco cambial.

Em suma, a abertura financeira não modificou as formas tradicionais de financiamento externo, nem a estrutura de financiamento doméstico, através da desnacionalização financeira. O que vêm modificando o crédito, a partir de 2000, é a redução da Taxa Básica de Juros.

Porém, tornou a economia mais vulnerável, devido o aumento da relação: Passivo Externo/PIB.

Os PEB curto prazo/PEB totais aumentam até 1997 (port-fólio e empréstimos de CP), e após disso declinam, devido aumento da participação dos IDE. Pode-se constatar que o PEB curto prazo/Reservas é extremamente elevado, implicando em alta vulnerabilidade a um ataque especulativo contra o câmbio. Também, o Custo Líquido/Exportações e Custo Líquido/PIB são altos, devido aumento do serviço da dívida maior que as exportações e o PIB, gerando problemas de sustentabilidade de financiamento da Balança de Pagamentos.

Esta questão não é colocada atualmente em pauta, devido a entrada de recursos via IDE, que sustentam a Balança de Pagamentos. Porém esses investimentos, como já discutidos são essencialmente em bens de serviço, que são non-tradeables, e para ganhos patrimoniais. Assim, quando terminarem as privatizações, seu principal meio de entrada no país, poderemos incorrer em Crise

Externa, pois não teremos como financiar nossa Balança de Pagamentos com o aumento de saída via remessa de lucros e dividendos ao exterior.

A corrente ortodoxa observa este problema de outra forma, pois as exportações tenderiam a um crescimento que compensasse as importações e o pagamento de juros. Mas, isto só ocorrerá com cenário externo favorável, queda da demanda interna e elevação da produção. Quando houver reversão externa, incorreremos em profundas restrições de financiamento externo, devida a alta volatilidade da Balança de Pagamentos e baixa qualidade (alta elasticidade) das exportações.

3. Private Equity

Existem basicamente duas formas de financiamento: o debt (débito) e o equity. O debt consiste fundamentalmente em captação de recursos, sem a abertura do capital da empresa e a perda de controle. Isto é, no Brasil, representa o grande meio de obtenção de capital, sendo constituído principalmente por empréstimos bancários. Isso ocorre, pois a estrutura das empresas nacionais são constituídas de capital fechado e familiares, onde não são cogitadas as possibilidades de divisão do controle administrativo e estratégico.

O mercado brasileiro incrementou em 1999 uma nova forma de financiamento, o Private Equity. Este fundo de investimentos já implantado nos países desenvolvidos, passou a ser negociado no pregão eletrônico do Brasil somente neste momento devido: desvalorização do Real (tornando os investimentos nesse tipo de carteira mais baratos, pois os fundos conseguem comprar participações de uma empresa com menos dólares do que antes); crescente liberalização e desenvolvimento do mercado secundário; mudanças na estrutura empresarial e, principalmente, pela mudança expectacional quanto às inversões de longo prazo.

Grandes bancos (de investimentos) e outros agentes econômicos com volumosos recursos analisam e pesquisam indústrias, procurando por companhias que possuam um potencial superior de crescimento, mas com restrições na captação de capital. Ou seja, são alvos os segmentos que estão sendo consolidados, tal como: infra-estrutura, mídia, varejo, tecnologia e entretenimento. Essas instituições promovem fontes de financiamento, experiência e contatos, passando a controlar e fiscalizar a empresa, através da gestão de participação de seus administradores na diretoria. Enfim, a *assistência* objetiva os planos estratégicos, aquisições, fusões, financiamento futuro, seguro e recrutamento de nova gerência.

O retorno esperado varia entre três à sete anos, isto é, a longo prazo, o que aumenta a dificuldade de desenvolvimento desse tipo de fundos no Brasil, pois envolve muitas incertezas quanto a própria empresa, às políticas macroeconômicas e ao mercado. A intenção não é simplesmente especular a curto prazo com as ações, mas sim valorizá-las e depois vender suas partes, abrindo o capital para o mercado secundário.

Resumindo, o Private Equity consiste em comprar uma fatia da empresa que garanta a participação e poder de controle no seu conselho, tanto por voto majoritário quanto minoritário. Caso o fundo seja minoritário, recebe o *voto qualificado e diferenciado*, tornando sua presença significativa. Em seguida, revaloriza e revende suas ações. Esse tipo de investimento não exige altas taxas de juros, como na especulação, mas expectativas de crescimento da firma e da economia em geral, trazendo melhorias para o país deficitário em inversões produtivas. Também, torna as firmas mais competitivas, eleva sua produtividade e a profissionaliza, acabando com estruturas familiares e rígidas pouco produtivas.

Juntamente com a parte financeira, é necessário ressaltar a reestruturação que vêm ocorrendo em diversos setores da economia, internamente e externamente ao país, pois a estrutura organizacional afeta a obtenção de recursos das firmas.

O ponto importante da análise é a intermediação entre a administração e o seu financiamento. Ou seja, como o pensamento predominante dos detentores das ações majoritárias e as estruturas familiares determinam sua capacidade de obtenção de capital para sua própria sobrevivência a curto e longo prazo.

Existem basicamente dois tipos de sistemas de controle: sistema de controle externo e o sistema de controle interno. O primeiro caracteriza-se por ter um grande número de empresas listadas em bolsa de valores, mercado de capitais líquidos, nos quais, o direito de propriedade e controle são frequentemente negociados, pouca propriedade cruzada de ações entre as corporações. Já a segunda, apresenta um número relativamente pequeno de empresas listadas em bolsa, mercados de capital com pouca liquidez e controle e propriedade não são comumente negociados e sistemas complexos de

propriedade cruzada de ações entre as corporações. Os sistemas externos vigoram nos Estados Unidos e no Reino Unido, enquanto os sistemas de controle interno predominam na Europa Continental e no Japão (Rabelo e Silveira, 1999). As diferenças entre os sistemas nacionais de governança corporativa são fundamentalmente resultado dos diferentes ambientes legais e regulatórios, os quais afetam o grau em que é possível manter a posse concentrada das obrigações financeiras (equity e debt) de uma firma. Ou seja, as firmas japonesas e européias são desencorajadas a acessar fontes de financiamento externo não bancárias por leis que inibem o desenvolvimento dos mercados domésticos de securities corporativas e restringem também o acesso às fontes de financiamento estrangeiras.

Segundo Rabelo e Silveira (1999), as diferentes estruturas de propriedade afetam fundamentalmente três dimensões importantes de um sistema de governança corporativa: (1) os incentivos utilizados para alinhar o comportamento dos executivos com os interesses dos acionistas; (2) os mecanismos para disciplinar e reestruturar as empresas com fraco desempenho; e (3) as estruturas de financiamento e investimento e os padrões de relacionamento, comprometimento e confiança. Há uma associação entre fraco desempenho corporativo e a intervenção institucional direta nos sistemas de controle externos. Um relacionamento mais próximo entre os investidores no modelo de controle interno encorajariam um monitoramento mais ativo. Estes relacionamentos mais próximos no Japão reduzem os custos de agência e permitem que os investidores monitorem a gerência de modo mais eficaz do que nos Estados Unidos.

Porém, o número de empresas que captam fundos no mercado internacional de equity vêm aumentando, para as empresas da Europa. Assim, o financiamento bancário é muito mais importante em países como a França e o Japão, do que na Inglaterra e, surpreendentemente, na Alemanha. O financiamento por meio de bonds só é significativo na América do Norte.

Através do quadro I, podemos verificar as posições acionárias de mais de 25% em 171 companhias industriais e comerciais listadas em bolsa na Alemanha Ocidental:

Quadro 1

Posições acionárias de mais de 25% em 171 companhias industriais e comerciais listadas em bolsa na Alemanha ocidental

I. Companhias com estrutura acionária dispersa ⁽¹⁾	14,6%
II. Companhias com pelo menos um grande acionista, sendo este:	85,4%
outra empresa alemã	27,5%
grupo familiar	20,5%
Um trust/investidor institucional	12,9%
Companhia estrangeira ¹	9,9%
Um banco	5,8%
Empresa de Seguro	1,8%

(1) Companhias onde inexistente um acionista com pelo menos 25% do capital votante.

Fonte: Rabelo e Silveira (1999)

O elemento central do controle direto via débito é o relationship banking, bastante característico da Alemanha e Japão. Neste sistema, as corporações desenvolvem relacionamentos de longo prazo com um pequeno número de credores e de detentores de equity. O sistema também apresenta um grande número de posse cruzada de ações entre as corporações, as quais funcionam mais como mecanismo para sedimentar alianças do que propriamente de exercício de controle. Os bancos aparecem como instrumento de coordenação importante, tanto na qualidade de acionistas quanto de credores. Dentro desse panorama, o monitoramento da gerência é delegado a um intermediário de confiança, ou seja, os bancos.

Quanto ao sistema de controle de mercado via equity, este apresenta a atividade de aquisição (takeovers) como mecanismo privilegiado de resolução dos conflitos de interesse entre executivos e a gerência. A ameaça de uma aquisição hostil funciona como restrição ao comportamento dos executivos. Os investidores institucionais possuem um papel de destaque nesse sistema, tanto diretamente quanto por meio dos diretores não executivos, complementando a pressão disciplinadora e avaliando as propostas de aquisições, quando estas surgem. O monitoramento mais constante é dos grandes acionistas, para evitar diferenças de interesses entre a diretoria e quem obtém o controle. Assim, os investidores

(¹) Inclui empresas holdings estrangeiras.

institucionais estariam construindo canais formais e informais para exercer uma influência disciplinadora sobre os executivos das companhias presentes em seus port-fólios, diminuindo os problemas do Free-Rider.

Analisando o financiamento (corporate finance), incorremos no dilema tradicional do empreendedor e da gerência. A obtenção de financiamento externo ou a redução do seu custo depende da credibilidade das promessas feitas aos investidores de utilizar este capital de um modo particular ou de pagar de acordo com regras contratualmente estabelecidas. *O dilema dos insiders é que para alcançar tal credibilidade eles devem ou lançar direitos contingentes de propriedade sobre os ativos e fluxo de caixa da firma (oferecendo colaterais, por exemplo) ou ceder parte do controle sobre as decisões de investimento. Essas duas opções são denominadas de "financiamento ao alcance do braço" (FAB) e "financiamento orientado para o controle" (FOC), respectivamente (Rabelo e Silveira, 1999).*

Conforme o trabalho de Rabelo e Silveira (1999), o FAB consiste em fazer com que a empresa pague de acordo com as regras estabelecidas. Os investidores não interferem diretamente nas decisões estratégicas, enquanto forem pagos de acordo com o contrato. O escopo para o financiamento externo é limitado pela credibilidade dos contratos.

No FOC os investidores procuram reduzir os problemas de agência monitorando as decisões de investimento das firmas. A natureza do controle é afetada pelo tipo de título que os investidores possuem e pela estrutura de capital da firma. Se o investidor possuir apenas débito, os direitos de controle são estado-contingentes, pois são exercidos em maus estados da natureza, quando a firma não honra seus pagamentos. Caso o investidor só possua equity, o controle não está confinado a estados non-default. Mas em muitas firmas, o controle de débito e equity são realizados por investidores diferentes. Quando o investidor possuir ambos modos de financiamento, o controle pode se dar em todos os estados. O debt e o equity se complementam, não sendo substitutos, onde a maioria das empresas levantam fundos por meio de ambos.

Existem distinções básicas entre os investidores: investidores orientados para o port-fólio e outros voltados ao controle, e investidores bem capitalizados e altamente alavancados. Os voltados ao port-fólio enfatizam a diversificação do risco e tem pouco interesse no controle, preferindo adquirir instrumentos FAB. O voltado ao controle sacrifica a diversificação em prol do exercício do controle.

Na FAB a natureza dos ativos é fundamental, pois apoia-se na liquidez dos mercados para ativos corporativos, e conseqüentemente na validade dos direitos de propriedade e das condições gerais de negócios. As condições para o financiamento voltado para o controle não são bem compreendidas, sendo o estabelecimento e manutenção de relações de monitoramento custoso, já que é orientado para o longo prazo e menos vulnerável a flutuações de curto prazo. Enquanto o exercício do controle requer instituições sofisticadas, o FOC pode ser menos dependente do arcabouço legal.

Isto é, a estrutura predominante de propriedade e controle numa economia determina quais são os instrumentos importantes para o exercício do controle corporativo e quais serão as formas mais comuns de corporate finance.

O quadro II resume as características que distinguem os dois sistemas de corporate finance e suas implicações:

Quadro 2

Resumo das características dos modelos de *corporate finance*

Item	Tipo de Sistema Financeiro	
	COF	ALF
Características gerais		
Profundidade e amplitude dos mercados financeiros	Baixo	Alto
Ativos dos bancos como percentual dos ativos financeiros totais nas mãos de instituições financeiras	Alto	Baixo
Probabilidade de abrir o capital	Baixo	Alto
Importância do mercado para controle corporativo	Baixo	Alto
Estrutura creditícia		
Grau de concentração	Alto	Baixo
Créditos bancários nas obrigações totais	Alto	Baixo
<i>Bonds</i> nas obrigações totais	Baixo	Alto
<i>Turnover</i> das participações (posições)	Baixo	Alto
Estrutura dos acionistas		
Grau de concentração	Alto	Baixo
Participações dos bancos	Alto	Baixo
Participações interfirmas	Alto	Baixo
<i>Turnover</i> dos blocos de controle	Baixo	Alto

Fonte: Berglöf (1995: 76).

Isso nos leva a uma questão que precisa ser amplamente estudada no Brasil, devida nossas peculiaridades quanto a formação das estruturas empresas brasileiras.

O setor petroquímico está nos últimos anos em amplo processo de reestruturação e mudanças estratégicas, objetivando a abertura de seus capitais e securitização. A mudança da estrutura dessas empresas é necessária para dar credibilidade e transparência às suas operações, possibilitando vender suas ações em boas condições.

Esse setor era basicamente constituído de capital fechado e familiar, com estruturas rígidas. Assim, se financiava basicamente via auto-financiamento (reinvestimento de lucros e aumento de capital do proprietário) e empréstimos bancários (principalmente via BNDES), ou seja, via debt. Isso constituía um alto

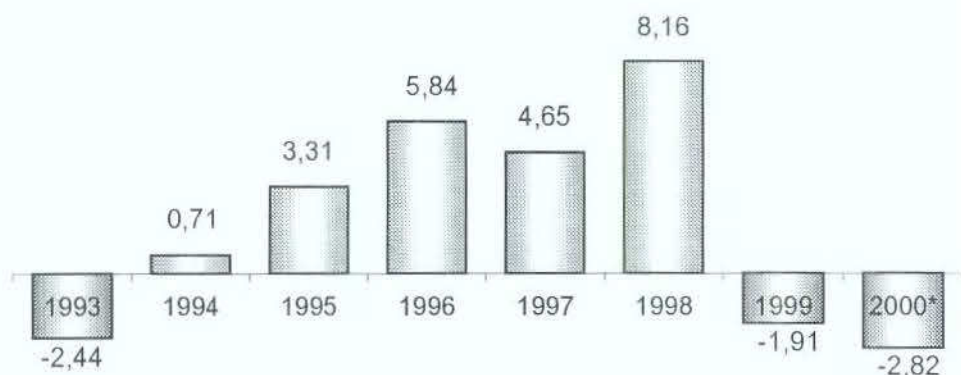
risco à elevação do índice de endividamento, e assim, sua alavancagem. Com a entrada de novos concorrentes, viu-se a necessidade de aumentar sua competitividade e seus recursos, para a exploração de novas áreas e aumento da produtividade. Diante de debilidades do tradicional modo de financiamento via debt, essas empresas viram-se no dilema entre abrir seu capital para captar via mercado acionário e perda do controle tradicional, ou manter seu capital fechado, mas correr o risco de não conseguir fazer frente aos investimentos necessários, perdendo terrenos a concorrência interna e externa.

Então, é fundamental estudar o comportamento dos dirigentes da empresa para sua forma de financiamento. Para isso precisa-se alienar os interesses dos executivos às expectativas distintas dos acionistas, para que haja demanda por essas novas ações. Isto é, além dos contratos, existem incertezas e problema do auto-interesse que tornam essenciais a existência de Governança Corporativa, num mundo real distinto do neo-clássico, já que é impossível se fazer um contrato prevendo todos ítems de incerteza, pois os custos de transação seriam intoleráveis. Assim, esse setor tem realizado o Private Equity.

Já discutido o problema administrativo, devemos nos focar no problema econômico. Os fatores determinantes da abertura de capital das empresas são: taxa de juros (brasileira e externa), nível de inflação e câmbio.

Durante o amplo período de estudo ocorreram muitas mudanças nos financiamentos empresariais. No seu início havia rápido crescimento do Private Equity, pelos motivos já discutidos. Porém, ao final de sua elaboração, foi constatado uma total reversão de tendências, explicável pelos itens mencionados.

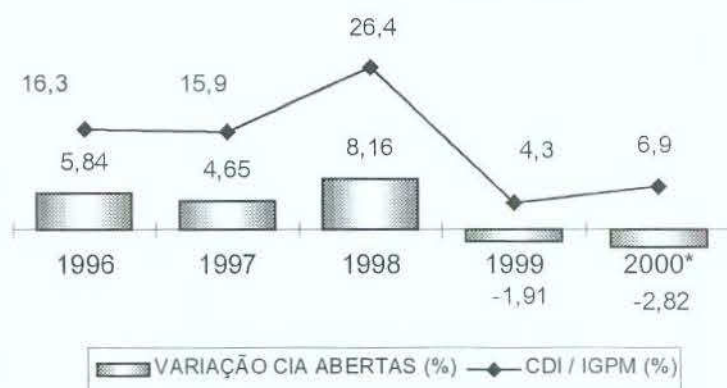
VARIAÇÃO CIA ABERTAS (%)



Fonte : Comissão de Valores Mobiliários

A redução gradativa e continuada da taxa de juros acarreta em redução do custo de empréstimos bancários, tornando os controladores menos propensos a abertura do capital. E o oposto, conforme maior o custo de empréstimo do sistema tradicional bancário, mais propensas as empresas se tornarão a colocação de ações no mercado. Observamos pelo gráfico abaixo

Cias Abertas x Tx Juros Real

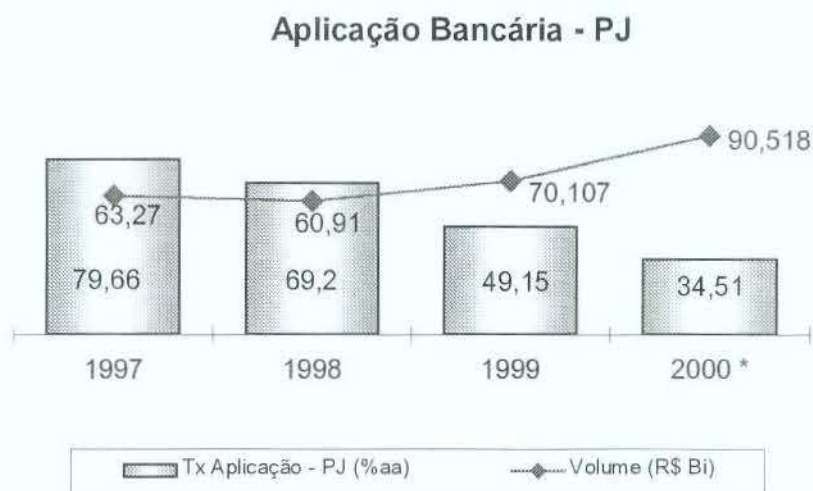


Fonte : Comissão de Valores Mobiliários e UNIBANCO

A correlação entre a taxa de juros real (CDI / IGPM) e a variação líquida de empresas listadas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é muito alta, cerca de 95,1%. Isto confirma a suposição de que no atual cenário econômico

(queda dos juros), há maior fechamento de capital do que abertura, já que tornou-se relativamente barato tomar empréstimos frente ao custo implícito da perda do controle empresarial, num ambiente de concentração e oligopolização para elevar a competitividade.

A seguir temos um gráfico demonstrando a evolução dos empréstimos bancários e suas taxas.



Fonte : Banco Central do Brasil

A tabela a seguir, demonstra as correlações:

Correlações :

Corr CDI/IGPM e Cias Abertas	0,95
Corr Cias abertas e Tx Aplicação	0,86
Corr Tx Aplicação e Volume	-0,90
Corr Cias abertas e Spread	0,88
Corr Spread e Cias Abertas	0,93
Corr Spread e Volume	-0,94

Fonte : Comissão de Valores Mobiliários, Banco Central do Brasil e UNIBANCO

4. Valoração de empresas e equalização do custo de captação

A valoração de empresas é fundamental para o processo de Fusões & Aquisições e Securitização. Ou seja, para o estudo de Private Equity possui a função de quantificar o valor de cada ação que será lançada no mercado, e assim, o valor da empresa.

É importante ressaltar, que o preço pago não necessariamente é igual ao seu valor, pois existem inúmeros modelos distintos de valoração, além do preço ser constantemente influenciado por forças de mercado.

A valoração de empresas consiste em analisar o Demonstrativo de Resultado, para obter as Variações de Receitas e Despesas e assim, o Resultado Líquido de cada período (ano) e trazê-lo a valor presente com uma taxa de desconto apropriada. Isto deve ser feito para anos subsequentes, afim de obter o Retorno Médio Esperado ao longo do tempo.

Após o estudo de fluxos, devemos observar o Balanço Patrimonial, para incluirmos no seu valor alguns ativos, tais como, financeiros e no passivo, estoque de dívidas ao setor bancário e financiamentos. Excluí-se várias contas, por exemplo, ativos permanentes, pois são amortizados ao longo do processo produtivo, já incluso como despesa no Demonstrativo de Resultados. Ou seja, há diferenciação de qualidade entre as diversas contas do Balanço, que representam saldos.

No caso de companhias com empresas coligadas e controladas, deve-se inclui-las no modelo, já que influenciarão o Resultado da companhia.

Acrescenta-se a análise micro e macroeconômica. A primeira refere-se às condições do mercado, tais como concentração, elasticidade-renda, mark-up's, barreiras à entrada, entre outras. Já a segunda às expectativas de crescimento econômico e de demanda, bem como a variação cambial e dos juros.

Os bens comercializáveis (tradeables) apresentam grande correlação com o câmbio, pois possuem competição com outros países. Quanto aos bens não-comercializáveis (non-tradeables), apresentam menor concorrência externa, porém não são imunes ao câmbio, devido aos preços relativos internos. Ou seja, não podem aumentar seus preços indiscriminadamente, pois tornar-se-ão mais

caros do que os consumidores estão dispostos a pagar, declinando a demanda. Caso esta queda de demanda não seja compensada pelo aumento dos preços, terá queda no Resultado.

Se a taxa de câmbio real desvalorizar, teremos importação a preços maiores em moeda nacional, implicando em redução da concorrência às empresas nacionais, e conseqüentemente aumento nas receitas. Acrescenta-se ainda, que essa variação cambial tornará os ativos nacionais baratos em moeda estrangeira, estimulando a entrada em Investimento Direto Externo, e assim, o Private Equity.

A variação da taxa de juros doméstica é essencial para o processo em questão. Se a taxa de juros permanece em patamares elevados, os créditos bancários para investimentos são muito caros, além de existir baixo consumo. Assim, poderíamos pensar que isto expulsará as empresas deste tipo de financiamento para o financiamento via mercado acionário, através de abertura de capital. Porém, *há um equívoco nesta teoria*, pois com altas taxas de juros, a remuneração do capital via emissões de títulos e ações, tenderá a elevar-se também. Ou seja, os detentores de capital possuem três alternativas de investimento: investimento produtivo, investimento em ações e títulos e depósitos bancários remunerados. Para atrair capital, as empresas devem obter um retorno ao acionista maior que as demais possibilidades de aplicação, para tornar-se mais atraente. Acrescenta-se que esse tipo de investimento é muito volátil, o que vulnerabiliza o valor das ações e assim, da empresa em si. Portanto, o determinante passa a ser o spread bancário.

Os custo de captação dos bancos é a Taxa CDI (Certificado de Depósito Interbancário) e empresta aos demandantes a uma taxa maior, originando seu ganho de intermediação financeira, o spread bancário. Por outro lado, o mercado acionário demanda papéis a uma taxa Selic (que é próxima a CDI) mais um risco. Assim, podemos concluir que a empresa estará apta a abrir o capital caso o spread seja maior que o pagamento do risco mais a perda de controle.

Vejamos detalhadamente. A fórmula para o equilíbrio de custos de captação em que o empresário não possui preferência pela abertura nem pelo empréstimo bancário é:

$$\boxed{\text{Custo Bancário} = \text{Custo Acionário}}$$

$$\boxed{\text{Juros Bancário} = \text{Remuneração das Ações} + \text{Perda do Controle}^*}$$

⇓

⇓

$$\text{CDI} + \text{Spread} \quad \text{CDI} + \text{Risco}$$

** inclui custo implícito de perda de controle e de transparência ao mercado*

então,

$$\boxed{\text{Spread} = \text{Risco} + \text{Perda do Controle}}$$

Há uma tendência para equalização dos custos de captação, pois caso contrário prevalecerá apenas uma das formas. Esta igualdade não ocorrerá temporariamente, se ocorrer os seguintes fatos:

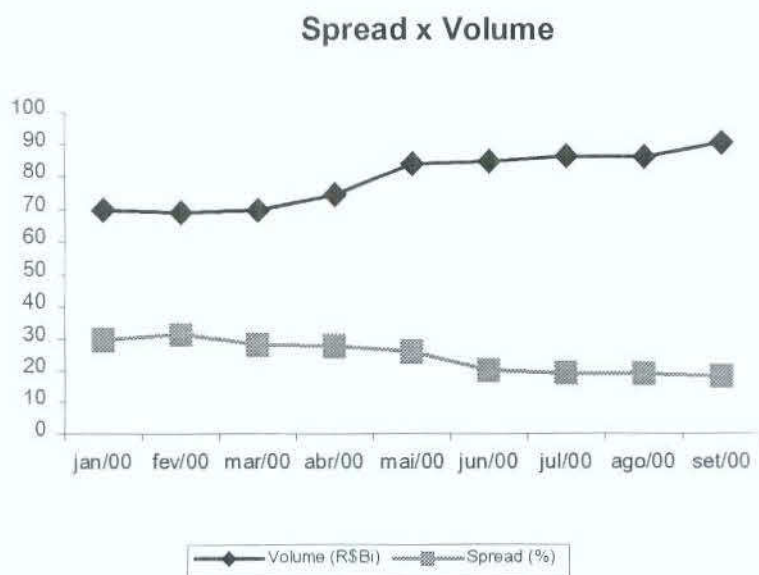
- *Queda do spread bancário, causado pelo aumento da concorrência e/ou queda dos juros básicos;*
- *Queda brusca de emissões de títulos do governo, pois é o balisador da taxa de juros, desequilibrando as referências;*
- *Variação do risco e/ou custo da perda de controle;*
- *Variações distintas nas sensibilidades dos custos quanto a mudanças na taxa básica de juros (Elasticidade custo – taxa de juros).*

$$\boxed{\text{Var. Juros Bancários} = \text{Var. Remuneração das Ações}}$$

Var. CDI

Var. CDI

No atual cenário de queda dos spreads, devido redução dos juros pagos pelos títulos do governo e assim, necessidade de aumentar os empréstimos para manter a lucratividade dos bancos, há propensão ao endividamento tradicional, conforme gráfico abaixo:



Fonte : Banco Central do Brasil

Correlação entre spread e volume = 0.94

Portanto, a taxa de juros é um determinante indireto do aumento dos empréstimos bancários, conforme fórmula abaixo :

$\text{Var.Cias Abertas} = \text{Var.Cias Abertas} \cdot \text{Var.Spread}$		
Var.CDI	Var.Spread	Var.CDI

É relevante também a perspectiva de crescimento econômico, pois será este que representará o aumento do consumo. A Balança de Pagamentos determina as condições de variação cambial e da taxa de juros, graças a sua necessidade de financiamento, pela Balança Comercial e/ou entrada de capital via Conta de Capitais (port-fólio e/ou Investimentos Diretos Externos).

Quanto às contas públicas, na medida em que altos déficits primários levam à constante endividamento público, e assim, elevação da taxa de juros, quer seja para emissão de títulos da dívida ou pela rolagem da anterior, prejudicam a economia.

Diante disto, verificamos a importância do cenário econômico na valoração.

5. Conclusão

O financiamento Private Equity surgiu como um novo meio de obtenção de recursos para investimentos em um cenário econômico de elevadas taxas de juros e spreads.

Assim, poderá constituir-se de um propulsor de crescimento industrial em momentos não propícios aos créditos bancários, fortalecendo e dinamizando empresas ao ambiente competitivo.

Atualmente, o equity não apresenta forte crescimento, devido a queda da taxa de remuneração do capital cobrada por empréstimos tradicionais. Acrescenta-se a rigidez do seu aumento e da sua queda para grandes corporações, pois possui poder de barganha, conseguindo taxas especiais do “corporate banking”.

A estratégia tem sido o fechamento do capital das empresas, como afirma a Revista Exame (nov/2000): *“nos nove primeiros meses do ano, investidores estrangeiros retiraram 1.2 bilhão de dólares do mercado acionário brasileiro. A preferência tem sido pela aquisição do controle de empresas, o que explica o grande número de ofertas públicas para fechamento do capital de companhias negociadas na Bovespa”*. Descreve também o ambiente bancário: *“... os bancos voltaram a exercitar seus músculos do crédito, que estavam bastante enferrujados após cinco anos de juros elevados. Os empréstimos para a indústria cresceram. No fim de 1999, a carteira dos bancos somava 74.7 bilhões de reais... atingindo seu maior nível desde o início do Plano Real. O renascimento do crédito demonstra que, empresas... sentem-se mais dispostos a gastar tomando dinheiro emprestado”*.

Durante a realização do presente trabalho ocorreram diversas mudanças e inversões de tendências no cenário econômico, o que implicou em dificuldades de adaptação da teoria com a realidade brasileira.

No seu início (meados de 1999) o ambiente era de altas taxas de juros e desaquecimento do Produto Interno Bruto, o que não ocorre ao término (dezembro de 2000).

O modo de financiamento via abertura de capital também sofreu forte reversão, em função do cenário econômico internacional.

Inicialmente, logo após a desvalorização cambial ocorrida no início de 1999, houve uma expansão dos fundos de investimentos Private Equity, pelos fatores já descritos neste trabalho. No entanto, com a queda da taxa de juros e estabilidade cambial, principalmente em meados de 2000, as empresas passaram a demandar recursos debt, amplamente ofertados pelo setor bancário, que com a queda do spread, passou a aumentar seu saldo de empréstimos.

Assim, as empresas passaram a ter três escolhas de financiamento: (1) captar recursos no exterior, com baixas taxas de juros e reduzido risco cambial; (2) tomar empréstimos do setor bancário nacional, que passou a reduzir suas margens individuais, o que causou necessidade de aumento de oferta de capital para manter seu lucro; e (3) abrir o capital ao mercado acionário, com a possibilidade de perda do controle administrativo.

Certamente, o item prejudicado foi o terceiro, pois há resistência na perda do controle acionário, além do fato da diferença de remuneração do capital entre os três tipos de financiamento ter declinado.

Portanto, o estudo presente foi válido, para observar como poderemos manter o nível de captação das empresas em períodos de elevadas taxas de juros e concentração bancária, através do Private Equity. Pode-se afirmar que o determinante do grau de desenvolvimento do mercado acionário em uma economia é função das taxas de juros e estabilidade econômica, além da abertura financeira e regulação do mercado.

Então, o mercado acionário brasileiro possui a característica de minimizar crises de financiamento bancário. Essa pode ser considerada uma alternativa

viável para a captação empresarial, diante de um cenário desfavorável, propiciando um estabilizador.

Através da abertura de acionária, a empresa será capaz de financiar-se, mantendo seu nível de produção e até mesmo, realizar investimentos em períodos recessivos, apresentando custo de captação inferior ao bancário. Falta apenas o governo reestruturar o mercado secundário e incentiva-lo.

7. Bibliografia

ABN AMRO BANK (1999). ABN AMRO Bank Private Equity. Site na internet.

ARES, Graziela (1998). A reestruturação da indústria petroquímica brasileira após o programa nacional de desestatização. Campinas, UNICAMP (Monografia).

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2000). Site na internet.

CARNEIRO, Ricardo M. (2000). Reformas liberais, estabilidade e estagnação. Campinas, UNICAMP (Tese de Livre-docência).

CORPORATE GOVERNANCE COMMITTEE (1997). Corporate Governance Principles. Japão.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (2000). Site na internet.

FERREIRA, Carlos K. L. O financiamento da indústria e infra-estrutura no Brasil. Campinas, UNICAMP (Tese de Doutorado).

GAZETA MERCANTIL (1999/2000). Recortes de Jornal.

LEONARDI, VIVIANA e DICHIARA, R. (1999). La indústria petroquímica em la etapa de especialización flexible. Argentina, Universidad Nacional del Sur Argentina.

IBGC (1999). Seminário de Governança Corporativa. Rio de Janeiro, BNDES.

PINHO e SILVEIRA, J.M.F.J. (1998). Privatização e estratégias corporativas : uma análise da experiência brasileira no período 1990-1994. Nova Economia.

RABELO, F.M. e SILVEIRA, J.M.F.J. (1999). Estruturas de governança e governança corporativa : avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras. Campinas, UNICAMP.

RABELO, F.M. e SILVEIRA, J.M.F.J. (1999). Estruturas de governança corporativa na petroquímica brasileira pós-privatização. Campinas, UNICAMP.

RABELO, F.M. e SILVEIRA, J.M.F.J. (1998). A reestruturação da indústria petroquímica brasileira. Campinas, UNICAMP.

UNIBANCO (2000). Entrevistas.

Este estudo utilizou muitas notícias, sites de internet e entrevistas por se tratar de assuntos atuais, sem amplas publicações.