

Fundação Getulio Vargas
Escola de Administração de Empresas de São Paulo



PIBIC
Programa Institucional de Bolsas de Iniciação Científica

IPO

Orientador: William Eid Junior

Aluno: João Lemos Teixeira da Silva Filho

Julho 2011

Conteúdo

1. Introdução.....	3
2. Objetivos do estudo	3
3. Referencial Teórico	4
4. Metodologia da pesquisa	13
5. Empresas desistentes.....	14
6. Questionário para empresas desistentes.....	16
7. Questionário para São Martinho.....	18
8. Análise da entrevista com empresa Locaweb.....	20
9. Análise da entrevista com o Grupo São Martinho	23
10. Análise da influência do capital estrangeiro nos IPOs nacionais	27
11. Bibliografia	29
12. Anexos.....	33
12.1 Questionário para empresas desistentes – Droga Raia / 21-Jun-11.....	33
12.2 Questionário para São Martinho.....	36

1. Introdução

Normalmente o início de uma empresa é financiado por capital dos próprios donos do negócio. Conforme a empresa se desenvolve as necessidades de capital aumentam para que haja compra de ativos (máquinas, estoque, equipamentos) que suportem o crescimento da companhia. Nesta fase, usualmente, o capital dos proprietários não é suficiente, logo buscam financiamentos externos, sejam de amigos ou familiares. Há a opção de encontrar novos sócios ou fundos de investimentos como *venture capital*. O financiamento a partir de bancos é difícil para pequenas empresas, contudo, conforme a empresa cresce este crédito torna-se mais possível.

As grandes empresas buscam capital para financiar seu crescimento em bancos ou até por meio de IPO (initial public offering). IPO é o grande evento de abertura do capital de uma empresa na Bolsa de Valores, é o lançamento das ações. O seu principal propósito é levantar fundos que possibilitem a continuação dos investimentos que geram crescimento e desenvolvam as empresas. Algumas companhias podem querer realizar um IPO com o propósito de se alavancar.

O mercado de capitais brasileiro vem passando por um período distinto em sua história. Diversos fatores, tais como, a estabilidade econômica alcançada pelo Brasil, corroboram um cenário mais estável para o desenvolvimento de um mercado sustentável e sólido. Conseqüentemente, cresce o número de empresas interessadas em aproveitar os benefícios oriundos da abertura de capital. Devido a esta conjuntura, o projeto visa estudar fato tão atual, os IPOs.

2. Objetivos do estudo

O projeto visa responder algumas questões de interesse atual. As recentes aberturas de capital em Bolsa chamaram muito a atenção da mídia e de economistas. Porém, a desistência de algumas empresas em abrir seu capital em Bolsa também gerou curiosidade. O estudo visa buscar as causas que fizeram com que as empresas desistissem de fazer seus IPOs no Brasil. É necessário saber quais são as causas das desistências.

Tabela 1 - Distribuição de IPOs no Brasil por ano

Ano	Nº de IPOs	Média do Volume de Captação (R\$ Milhões)	Média do Nº de Corretoras	Média Nº de Investidores(*)
2004	7	640	43	5,533
2005	9	605	48	4,363
2006	26	591	53	8,169
2007	64	870	61	15,196
2008	4	2,491	61	4,886
2009	3	7,103	61	49,533(*)

(*) Valor referente a apenas um dos três IPOs realizados em 2009. Fonte: Bovespa.

Verificar a relação de sucesso dos IPOs com a presença de investimentos estrangeiros nos mesmos é outro objetivo, com isso, será analisada a influência do capital estrangeiro nos IPOs nacionais.

3. Referencial Teórico

O sistema financeiro tem por função permitir a circulação de recursos entre os detentores de capital (poupadores) e os tomadores (tomadores) de recursos e também permitir a alocação ótima de recursos, ou seja, que os capitais excedentes da sociedade sejam empregados da forma mais racional possível, tanto para poupadores quanto para tomadores.

Os tomadores de recursos captam recursos a menor taxa possível a fim de minimizar custos. Os poupadores ou detentores de capital buscam alocar seus recursos excedentes de forma a obter o maior retorno possível. No caso dos IPOs, os tomadores de recursos são as empresas que buscam obter capital, e os poupadores ou detentores de capital são os investidores que compram as ações emitidas, investidores estes que podem ser institucionais, empresas, seguradoras, fundos de pensão, previdência, assets, agências multilaterais, bancos e pessoas físicas, podendo ser estrangeiros ou nacionais.

O sistema financeiro é formado pelo mercado monetário, mercado de crédito, mercado de câmbio, mercado de derivativos e mercado de capitais. É formado também

pelo mercado de Balcão, mercado de Bolsa, mercado primário e secundário, mercado à vista (spot), mercado a termo/futuro.

O mercado de capitais engloba o mercado de ações, no qual as empresas, por meio de IPOs, captam recursos de longo prazo dando a seus investidores participação no capital da companhia. Dessa maneira, as empresas podem crescer, se desenvolver, gerar empregos e renda, desenvolvendo o país.

O Sistema Financeiro Nacional (SFN) é formado por três grandes órgãos que controlam todo o sistema, o Conselho Monetário Nacional (CMN) que se trata de um órgão normativo. Ele prega o bom funcionamento do SFN e engloba o Ministério da Fazenda, Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão e o presidente do Banco Central. O Banco Central do Brasil (BACEN), conhecido também como “o banco de todos os bancos”, fiscaliza os bancos comerciais, determina a taxa SELIC, faz a manutenção da taxa de inflação, emite papel moeda, entre outras funções. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é uma entidade supervisionadora, assim como o BACEN, cuja função é fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários do país. A CVM fiscaliza as empresas de capital aberto, os investidores, a sociedade corretora, os agentes autônomos e protege os investidores contra fraudes do sistema que alterem a condição normal do mercado.

Tabela 2 - Stakeholders

Órgãos Normativos	Conselho Monetário Nacional - CMN		Conselho Nacional de Seguros Privados - CNSP		Conselho de Gestão da Previdência Complementar - CGPC
Entidades Supervisionadoras	Banco Central do Brasil - Bacen	Comissão de Valores Mobiliários - CVM	Superintendência de Seguros Privados - Susep	Instituto de Resseguros do Brasil (IRB)	Secretaria de Previdência Complementar - SPC
Operadores	Instituições financeiras captadoras de depósitos à vista	Bolsas de mercadorias e futuros	Sociedades seguradoras		Entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão)
	Demais instituições financeiras	Bolsas de valores	Sociedades de capitalização		Entidades abertas de previdência complementar
	Outros intermediários financeiros e administradores de recursos de terceiros				

Fonte: INSPER

Segundo Ricardo de Campos Ludwig (2007), em seu estudo sobre comportamento de preços de IPOs, apresentou o Mercado de Capitais no Brasil como feito através de duas bolsas de valores, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) que é a maior bolsa da América Latina e trabalha com um volume diário de aproximadamente \$5 bilhões, negociando ações de companhias abertas e títulos privados de renda fixa e a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), onde é negociada outra espécie de ativo, os derivativos, os quais sinteticamente tratam-se de contratos a termos, de opções e futuro.

A decisão da empresa de abrir capital está ligada a estratégias de financiamento da mesma. É uma decisão de crescimento ou com capital próprio ou com capital de terceiros. Isso envolve um balanço entre risco e retorno, quando há utilização de capital de terceiros há um problema de a empresa não conseguir pagar as suas obrigações financeiras, contudo quanto maior for a alavancagem, maior será a taxa de retorno, o que acaba por compensar o risco.

Existem teorias que explicam o porquê uma empresa faz IPO, pode-se simplificá-las da seguinte maneira: a teoria de “Minimizar Custo de Capital” (e.g., Scott, 1976 e Modigliani e Miller, 1963) trata do argumento que as empresas realizam sua oferta pública pelo fato de que o levantamento de recursos gerado fará com que os custos de capital diminuam baseado na assimetria de informações e possível desvalorização do preço da ação; a teoria do “Desinvestimento” (Zingales, 1995 e Mello e Parsons, 2000. Ang e Brau, 2003) é quando investidores internos oportunisticamente vendem ações em um IPO para realizar ganhos pessoais, pois isso permite ao proprietário sacar dinheiro; a teoria do “IPO como moeda de troca” (Zingales, 1995) afirma que o IPO é uma maneira de as empresas obterem capital para fazer investimentos, dentre eles a compra de outras empresas; e a teoria “Estratégia de Movimento” (Maksimovic e Pichler, 2001) no qual o IPO pode aumentar a visibilidade e a reputação das companhias, e que as empresas conduzem um IPO para ter a vantagem de um primeiro movimento.

Segundo José Machado Barbosa Neto, as ações se valorizam muito no dia de seu IPO graças à assimetria de informação que pode ocorrer entre a empresa emissora e o

mercado, entre os investidores (informados e não informados), e a associação entre o prestígio do agente colocador e o resultado da emissão.

Outro motivo para a forte valorização das ações é a presença da bolha especulativa que possibilita a colocação mais fácil e rápida de papéis mais baratos. Existe a possibilidade dos agentes colocadores receberem suas comissões em ações (ganhando com a valorização) e ainda permitir que os investidores tenham mais boa vontade com emissões subseqüentes da empresa.

Segundo Leal (2001, p. 132), falta de proteção legal ao acionista minoritário (CVM é responsável por melhorar esta área), custos indiretos de emissão e o elevado custo do capital próprio são motivos que inibem a abertura de capitais.

A abertura de capital é um mecanismo de saída de investimento. Fundos de *Venture Capital* podem se utilizar de IPOs para saírem dos investimentos e realizar seus ganhos. Contudo, os elevados custos fixos para introdução e manutenção de empresas em mercados de ações são inibidores à realização de *IPOs*, os custos são: comissão para o banco de investimento, pagamento de advogados e contadores. Pagamento de comissão para o *underwriter* (banco que assume parte do risco do *IPO*), *underpricing* (equivalente à desconto) para atrair investidores. Somando tudo, os custos de *IPO* podem exceder 25% do capital obtido com a emissão primária. Entre os custos de manutenção em bolsa de valores estão: divulgação periódica de informação, confecção e publicação de balanços anuais, realização de assembléia de acionistas, possibilidade de utilização de informações públicas pelos concorrentes e custos relativos à pressão por parte dos acionistas. (Gladstone, 1998)

No entanto, segundo Bygrave e Timmons (1992) *IPOs* geraram retornos cinco vezes superiores do que a segunda forma de saída mais lucrativa: o *trade-sale* ou venda estratégica (totalidade das ações detidas pelo fundo de capital de risco é oferecida a um comprador). Mas, a venda estratégica se mostra mais rápida na transação, tem menor impacto da volatilidade de mercados financeiros, há a possibilidade de obter prêmio por estratégia e sinergia e por isso é a saída mais preferida e utilizada.

Outro fator que limita os fundos de *Venture Capital* (VC) a utilizar IPOs como saída de investimento é a chance de fracasso. Segundo Gompers (1996), sucesso na realização de um *IPO* assinala qualidade de um fundo de VC e aumenta as chances de

obtenção de recursos para serem investidos. Já o insucesso na realização do *IPO* pode, além das perdas econômicas, destruir a reputação de um fundo. Desta forma, em um país com mercado de ações pouco desenvolvido e com alta instabilidade econômica provavelmente os fundos perceberão maiores riscos em seguir estratégia de *IPO*, já que com o possível fechamento de janelas de oportunidade o fundo ficaria com poucas alternativas de obtenção dos retornos esperados. Sob este aspecto, o *trade-sale* é uma saída mais versátil e universal (Schwienbacher, 2002a).

Segundo Brigham & Houston (2004), são quatro os fatores básicos que influenciam a estrutura de capital de uma empresa e a sua decisão. O Risco do Negócio, que é o risco inerente da empresa sem a utilização de capitais de terceiros (risco não sistemático); a Estrutura Tributária da Empresa que é a maior razão para se utilizar capitais de terceiros, é o fato de se poderem deduzir as despesas financeiras do Imposto de Renda, o que diminui o seu custo efetivo de captação; a Flexibilidade Financeira, que é a facilidade da empresa levantar capital em condições diversas; e o Conservadorismo ou Agressividade Gerencial, alguns gestores são mais agressivos do que outros, então, algumas empresas tendem a utilizar mais capitais de terceiros do que outras.

Proveniente do lançamento de ações, a empresa admite novos sócios e aumenta o capital próprio, tornando assim maior o investimento em máquinas e equipamentos, instalações, publicidade, além de auxiliar a liquidez da companhia. Entretanto, as empresas têm a obrigatoriedade de postar informações econômico-financeiras e possuir um Conselho Administrativo e um Conselho Fiscal.

O processo de abertura de capital pode ser feito por emissão primária, que é a colocação de novas ações através de um banco, conhecido como *underwriter*, e uma sociedade corretora junto aos investidores ocorrendo, assim, um aumento do capital da empresa. Porém, o processo de abertura pode ser feito também através da emissão secundária que é feita por meio de leilões de ações antigas, em posse da própria companhia ou outro acionista.

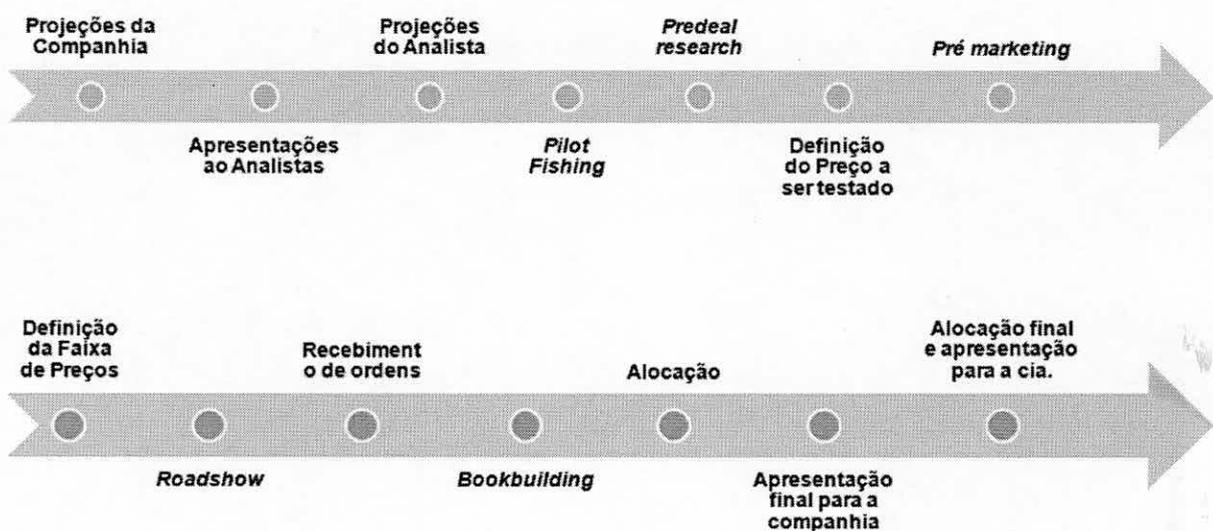
Segundo Casagrande Neto (2000), a preparação da empresa para tornar-se pública depende de vários constructos, é necessário perceber quais são as razões de abertura de capital, a necessidade de mudança nos estatutos sociais, para que se adaptem a condições de companhia aberta de acordo com instruções da CVM, o reordenamento do quadro de controle acionário (quando se tratar de um grupo de empresas), a

promoção de cisões e incorporações de forma a adequar a empresa a abertura, a criação de um Conselho de Administração e eleição de seus membros, a designação de um Diretor de Relações com Investidores e montagem de uma estrutura de Relacionamento com Investidores, o acerto de pendências fiscais, trabalhistas ou débitos que possam denegrir a imagem da companhia com o público, o estabelecimento ou cancelamento de acordos com acionistas, a contratação de uma auditoria para as Demonstrações Financeiras, a organização de um Departamento de Acionistas, a profissionalização da administração e a promoção de uma discussão interna visando deixar os funcionários imbuídos no “espírito de empresa de capital aberto”.

A emissão precisa ser intermediada por uma instituição financeira credenciada. Se um renomado banco se envolve em fazer o IPO da empresa é porque ele confia que irá apresentar um resultado positivo, a instituição coordenadora é chamada de *underwriter* e suas funções são o encaminhamento do registro junto à CVM, a estruturação do timing da oferta, o processo de definição de preço e o volume da operação, a formação de um *pool* de distribuição e o anúncio do início e do fim da distribuição.

A figura a seguir exemplifica todo o processo que uma empresa precisa seguir para realizar sua abertura de capital (IPO).

Tabela 3 – Passos de um IPO



Fonte: INSPER

Segundo Procianny e Cigerza (2007), o retorno dos IPOs pode ser dividido em retornos de longo prazo (1 a 3 anos depois da emissão) e retornos de curto prazo (1 dia após a emissão).

No caso dos retornos de curto prazo, o retorno é determinado pela diferença entre o preço de fechamento do primeiro dia de negociação no mercado secundário e o preço estipulado na oferta inicial. Underpricing ou deságio é definido por Leal (1989) como a “diferença entre o preço de revenda de uma nova ação no mercado secundário e o preço de aquisição da ação no mercado primário”. Ritter (1986), define o *underpricing* como a prática de lançar as ações de uma empresa a um preço abaixo do valor justo, sendo estas definições equivalentes caso se considere que no mercado secundário o preço praticado é o justo. Underpricing significa que a ação foi sub-avaliada e o investidor pôde obter retornos em um pequeno período de tempo. No entanto, se o preço de fechamento no dia do IPO for menor do que o preço inicial de lançamento houve overpricing, ou seja, a ação foi super-avaliada e o investidor obteve retornos negativos. Uma ação normalmente é apenas temporariamente underpriced, pois as leis de oferta e demanda acabarão por conduzi-la em direção ao seu valor intrínseco ou valor justo.

A empresa pode abrir mão de ganhos com a emissão de suas ações lançando-as a um “baixo” preço (*underpricing*) a fim de que as ações se valorizem, aumentem o valor da empresa e que assim a empresa tenha maior liquidez, o que gera expressivos ganhos.

Ritter e Welch (2002), utilizando uma amostra com firmas norte americanas que realizaram IPOs, descobriram que o retorno médio de três anos ajustado pelo mercado foi de -23,4%. Foi observado, então, que as empresas tendem a receber um bom retorno de curto prazo, porém, a longo prazo o retorno médio despenca.

Oferta Pública Inicial no Brasil (2004-2006)

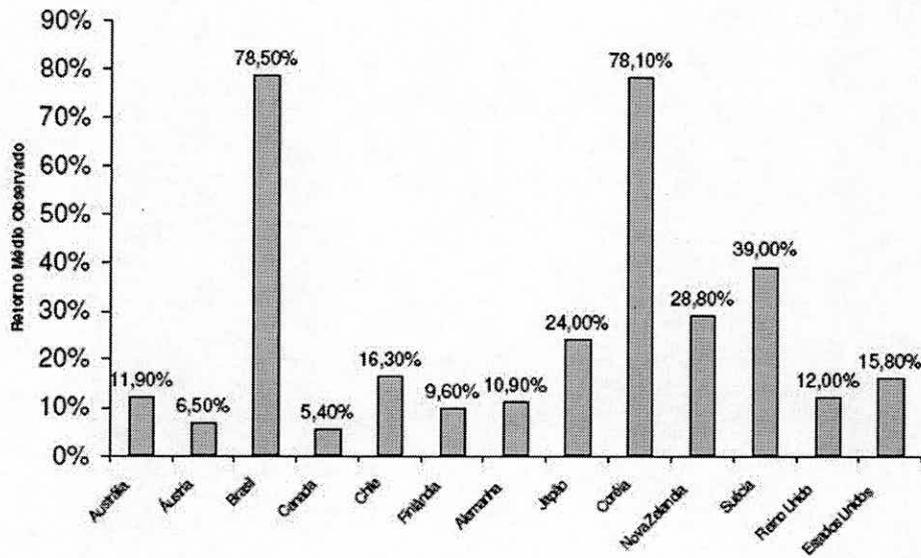


Figura 1
Evidência internacional de desempenho de IPOs no curto prazo
Fonte: Toniato (2007)

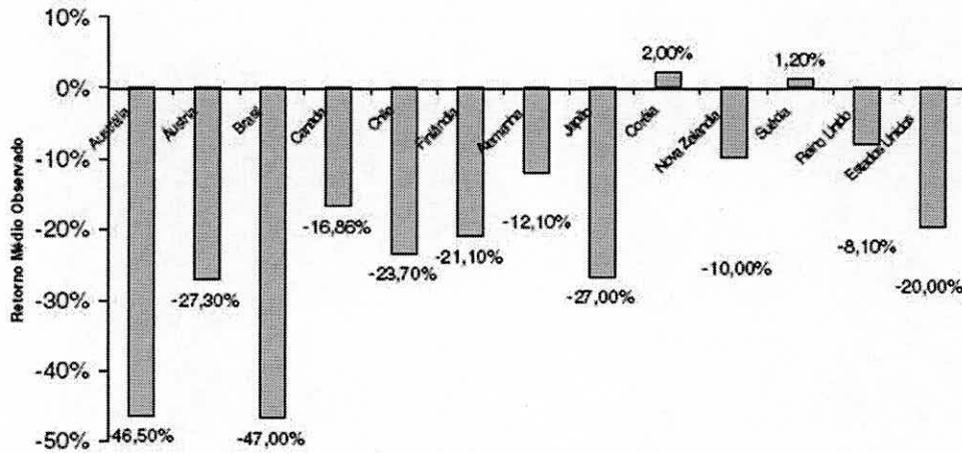


Figura 2
Evidência internacional de desempenho de IPOs no longo prazo
Fonte: Toniato (2007)

Deve-se destacar, ainda, a importância dos investidores estrangeiros nos processos de IPO no Brasil e a necessidade de se calcular um custo de capital do acionista que considere, principalmente, este participante do mercado. Desde 2004, a participação de investidores estrangeiros nos processos de abertura de capital foi expressiva e significativamente superior a de investidores locais.

Tabela 4

Participação dos estrangeiros

Empresa	Volume Total da Distribuição (R\$)	Volume da Oferta Brasileira (R\$)	Volume Estrangeiro na Oferta Brasileira		Volume Estrangeiro na Oferta Total	
			(R\$)	Part. (%)	(R\$)	Part. (%)
Vivax Unit	529.200.000,00	529.200.000,00	363.177.979,50	68,63	363.177.979,50	68,63
Gafisa	926.988.750,00	926.988.750,00	669.685.366,50	72,24	669.685.366,50	72,24
Company	281.600.000,00	281.600.000,00	179.150.400,00	63,62	179.150.400,00	63,62
Copasa	813.461.524,00	813.461.524,00	601.036.117,50	73,89	601.036.117,50	73,89
Totvs	460.000.000,00	460.000.000,00	319.450.720,00	69,45	319.450.720,00	69,45
Equatorial	540.270.000,00	540.270.000,00	414.081.125,50	76,64	414.081.125,50	76,64
Diagnósticos da América	662.383.274,00	662.383.274,00	562.487.954,00	84,92	562.487.954,00	84,92
Submarino	929.076.920,00	929.076.920,00	835.591.265,00	89,94	835.591.265,00	89,94
Localiza	394.039.274,00	394.039.274,00	290.025.185,00	73,6	290.025.185,00	73,6
CSU CardSystem	340.972.578,00	340.972.578,00	282.623.940,00	82,89	282.623.940,00	82,89
ABnote	480.434.790,00	480.434.790,00	385.173.403,00	80,17	385.173.403,00	80,17
Lupatech	452.740.024,00	452.740.024,00	351.889.956,00	77,72	351.889.956,00	77,72
Datasul	317.012.508,00	317.012.508,00	253.081.800,00	79,83	253.081.800,00	79,83
GP Investments	705.980.848,50	705.980.848,50	548.367.703,84	77,67	548.367.703,84	77,67
Porto Seguro	201.000.000,00	201.000.000,00	108.198.300,00	53,83	108.198.300,00	53,83
Total	8.035.160.490,50	8.035.160.490,50	6.164.021.215,84	75,00	6.164.021.215,84	75,00

Fonte: Bovespa.

Dentre os métodos de avaliação de empresa, o mais simples é a análise através de múltiplos de mercado, também conhecido como Avaliação Relativa ou Avaliação por Múltiplos. Nela, o valor de um ativo deriva da precificação de ativos comparáveis pelo uso de uma variável comum, como lucros, fluxo de caixa, valores contábeis ou receitas, criando-se índices como meio de comparação. Segundo Kim e Ritter (1999), o uso de múltiplos é amplamente recomendado para a avaliação de IPOs. No momento da emissão, a firma e os coordenadores da oferta utilizam múltiplos para a definição do intervalo de preços. Após a avaliação, mais informações são coletadas através de uma análise da demanda e o preço final é, então, estabelecido.

Segundo estudo de José Machado Barbosa Neto (2008), após a análise de diversos ciclos de emissões de ações verificadas no Brasil, apesar de suas diferenças históricas e contextos econômicos distintos, pôde-se verificar que eles apresentaram em

comum: “(i) forte crescimento do volume de negócios no mercado de ações, a (ii) expressiva valorização do mercado de ações em tais períodos, o (iii) forte crescimento no volume e número de empresas abrindo seu capital, o (iv) crescente número de investidores participando do mercado de ações, (v) elevada especulação financeira, com certa dose de euforia e, posteriormente, (vi) quedas abruptas nos índices de ação, que resulta em fortes perdas aos investidores e forte diminuição no mercado de emissões primárias, até a ocorrência de um novo ciclo.”

4. Metodologia da pesquisa

Para analisar as causas dos cancelamentos de IPOs foram contatadas duas empresas, as quais serão citadas a seguir. No entanto, uma empresa foi contatada por mim a outra pelo meu parceiro neste projeto, Rodrigo Guidon Rocha. A pesquisa é do tipo exploratória e o levantamento dos dados se deu por meio de entrevistas em profundidade com gestores das empresas.

A seleção de entrevistados foi por conveniência sendo estas pessoas conhecidas pelos pesquisadores, pelo orientador e outros que ainda serão prospectados.

Antes da realização do contato com as empresas foi necessária a construção de um roteiro de entrevista, o qual teve como objetivo responder a pergunta do nosso projeto: “Quais foram os determinantes das desistências dos IPOs no Brasil e o impacto da crise financeira nas empresas”. O questionário utilizado foi elaborado com base no referencial teórico e nos conhecimentos adquiridos em aulas da FGV.

Os respondentes tiveram que avaliar a atual conjuntura econômica e dar suas opiniões a respeito dos processos de abertura de capital e também como fatores situacionais, tais como a crise do subprime, afetaram o mercado de IPOs.

Os achados da pesquisa foram cruzados com a teoria consultada durante o projeto e as contribuições salientadas. As empresas contatadas foram: Locaweb, Droga Raia.

A fim de se realizar uma análise comparativa entre as empresa que desistiram de abrir capital que serão pesquisadas, foi feita uma análise em profundidade do Grupo São Martinho, o qual obteve sucesso em sua abertura de capital não só no curto prazo, mas

também a longo prazo. Esta análise do Grupo São Martinho foi realizada em conjunto pelos dois bolsistas.

A presença de capital estrangeiro nas empresas e a valorização dos papéis das mesmas também serão variáveis de análise do estudo, verificando-se, então, a influência do investimento estrangeiro na valorização dos papéis. Esta análise responderá um dos objetivos do projeto: a participação estrangeira pode indicar melhores retornos das ações?

5. Empresas desistentes

O quadro não parece muito animador. A Ernst & Young aponta que 83 empresas retiraram seus pedidos de abertura de capital no primeiro trimestre de 2008 em todo o mundo. Outras 24 corporações decidiram prorrogar sua entrada na bolsa de valores. Segundo Dortas, o sucesso das operações de companhias como a própria Visa Inc., China Railway Construction Corp Ltda e Reliance Power Ltda mostram que a oferta pública inicial ainda está no foco de investidores.

A **Droga Raia**, fundada pela família Pipponzi há quase cem anos, também se preparou para o IPO, mas teve de abortar o plano com a chegada da crise. Segundo o vice-presidente comercial, Eugênio De Zagottis, a empresa gastou "uma quantia considerável em um processo que não chegou ao fim". Seus executivos chegaram a fazer road-show nos Estados Unidos e os bancos Credit Suisse e Unibanco foram contratados para coordenar a oferta.

Mas o esforço não foi em vão, afirma De Zagottis. Seis meses depois da desistência, a rede de farmácias vendeu 30% de seu capital para os fundos de investimento Gávea e Pragma Patrimônio. Cada fundo ficou com uma fatia de 15% da empresa. "A conclusão do negócio foi rápida porque já havíamos feito a lição de casa."

Segundo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), 32 empresas que se preparavam para abrir o capital desistiram oficialmente do IPO desde janeiro de 2008 até início de maio de 2009.

Portanto, será pesquisada por mim a empresa citada acima. A empresa Locaweb será contatada por mim e pelo pesquisador Rodrigo Guidon Rocha, contudo o último será o responsável pela análise.

O questionário apresentado a seguir foi respondido via e-mail pelo Diretor de Relações com Investidores e Desenvolvimento Corporativo da Locaweb, Sr. Celso Nunes. Já o contato com a empresa Droga Raia foi feita via telefone por ambos pesquisadores com o Sr. Marcello de Zagottis, atual vice presidente de vendas e marketing.

6. Questionário para empresas desistentes

- 1) Quais as razões que fizeram com que a empresa desistisse de abrir capital? Houve algum impacto da crise financeira iniciada em 2008 na desistência?
- 2) Além da crise, houve algum outro problema enfrentado pela empresa para abrir capital? Alguma resistência?
- 3) No processo de abertura de capital, vários passos devem ser seguidos. Até qual passo a empresa chegou?
- 4) Tem alguma sugestão para melhorar/agilizar o processo de abertura de capital? Há alguma exigência que considera irrelevante ou desnecessária?
- 5) A estratégia da empresa era abrir 100% de seu capital? Quanto %? Qual o motivo do valor estabelecido?
- 6) Qual era o objetivo da realização do IPO? Imagem da companhia, exigência do segmento, exigência dos clientes ou fornecedores, necessidade de capital (alavancagem), etc.
- 7) Quais foram as mudanças na estratégia adotada pela empresa em substituição à abertura de capital? Como o macro e microambiente desde 2008 influenciaram esta estratégia?
- 8) Até que ponto a abertura de capital beneficia a empresa? Apenas no dia do IPO, no qual o dinheiro é captado? Ou tem algum benefício financeiro de longo prazo? Quais são os outros benefícios de longo prazo sem serem financeiros?
- 9) Em sua opinião, qual a perspectiva para o cenário de IPOs no Brasil no futuro próximo? E para o mundo? Explicar o porquê das divergências ou semelhanças.

10) A empresa tem uma estimativa do underpricing que ocorreria no seu IPO?
(diferença entre o preço justo e o preço de lançamento)

11) O senhor acha que a presença de capital estrangeiro no IPO de uma empresa nacional influencia a valorização dos papéis? Como analisa a influência do capital estrangeiro no Brasil? Tem algum exemplo?

7. Questionário para São Martinho

- 1) Quais as razões que fizeram com que a empresa abrisse capital? Qual foi o impacto da crise financeira iniciada em 2008 para a empresa?
- 2) A empresa enfrentou algum problema para abrir capital? Houve alguma resistência?
- 3) No processo de abertura de capital, vários passos devem ser seguidos. Houve algum que merece ser destacado?
- 4) Tem alguma sugestão para melhorar/agilizar o processo de abertura de capital? Há alguma exigência que considera irrelevante ou desnecessária?
- 5) A estratégia da empresa era abrir 100% de seu capital? Quanto %? Como foi precificação da ação?
- 6) A empresa tem uma estimativa do underpricing que ocorreu no seu IPO? Como o underpricing foi determinado?
- 7) Qual era o objetivo da realização do IPO? Imagem da companhia, exigência do segmento, exigência dos clientes ou fornecedores, necessidade de capital (alavancagem), etc.
- 8) Quais foram as mudanças que a organização sofreu devido à abertura de capital?
- 9) Até que ponto a abertura de capital beneficia a empresa? Apenas no dia do IPO, no qual o dinheiro é captado? Ou tem algum benefício financeiro de longo prazo? Se sim, quais são os outros benefícios de longo prazo além dos financeiros?
- 10) Em sua opinião, qual a perspectiva para o cenário de IPOs no Brasil no futuro próximo? E para o mundo? Explicar o porquê das divergências ou semelhanças.

11) O senhor acha que a presença de capital estrangeiro no IPO de uma empresa nacional influencia a valorização dos papéis? Como analisa a influência do capital estrangeiro no Brasil? Tem algum exemplo?

12) O IPO da empresa foi considerado um sucesso? Explique.

8. Análise da entrevista com empresa Locaweb

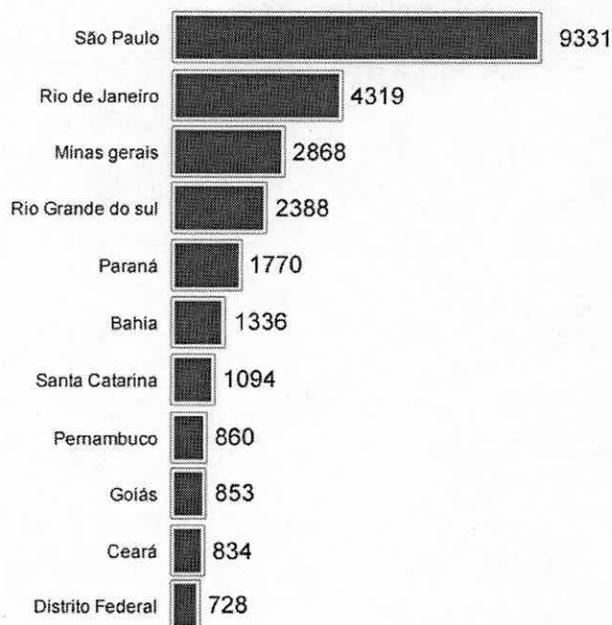


A Companhia atua há 105 anos no mercado brasileiro de drogarias, um setor em forte crescimento devido ao aumento da renda e do envelhecimento populacional. O mercado é pulverizado, mas está em processo de consolidação. A Companhia se posiciona como varejo de especialidade, focados em Medicamentos de Marca e Medicamentos Genéricos sujeitos à prescrição médica, Produtos OTC, incluindo medicamentos isentos de prescrição e produtos para saúde, e Produtos de Perfumaria, que inclui artigos de higiene e beleza. A Raia é uma das cinco maiores redes de drogarias do País em termos de receita e a segunda maior rede em número de lojas.

Em 2010, a Companhia atingiu o total de 350 lojas nos cinco maiores mercados farmacêuticos do país: São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais, Rio Grande do Sul e Paraná, que totalizam 66,6% do mercado brasileiro, de acordo com o IMS Health.

Com o aumento da renda per capita no País, o envelhecimento da população brasileira e a introdução de novos medicamentos genéricos, que barateiam e democratizam o acesso da população aos medicamentos, o mercado de drogarias do Brasil continuará apresentando altas taxas de crescimento nos próximos anos. Além disso, ainda de acordo com o IMS Health, as cinco maiores redes, que possuem apenas 2,8% das mais de 60 mil drogarias brasileiras, representavam em 2010 apenas 23,0% do mercado farmacêutico em faturamento, uma participação ainda reduzida, mas que vem crescendo significativamente em relação aos 15,8% detidos em 2004. Em contraponto, as farmácias independentes, que representam 89,3% dos pontos de vendas no País, tiveram forte queda de participação, saindo de 64,8% para apenas 48,3% do mercado em apenas seis anos. Isso demonstra um forte avanço das empresas líderes no mercado brasileiro de drogarias, um processo de consolidação que seguirá se aprofundando na medida em que as grandes redes seguirem crescendo de forma acelerada e incrementando sua escala frente aos demais concorrentes.

Mercado Farmacêutico 2009 por Estado - R\$ milhões



Fonte: site Droga Raia

A Companhia acumulou ao longo da sua história um portfólio de pontos comerciais únicos, estrategicamente localizados e de grande visibilidade. As lojas da Raia oferecem uma experiência de compra diferenciada, por meio de um ambiente moderno e funcional, com grande variedade e alta disponibilidade de produtos. O estoque é gerenciado em regime *just-in-time*, em estreita parceria com distribuidores farmacêuticos, o que resulta em um investimento de capital de giro bastante eficiente. Além disso, são oferecidos preços e promoções satisfatório ao mercado, garantindo um padrão de atendimento diferenciado, conciliando seus atos com o slogan “Prazer em Cuidar”.

A entrevista realizada, que esta anexada nesse trabalho, foi realizada via call como o vice presidente de marketing e vendas da droga raia, sr. Marcelo de Zagottis.

Segundo Marcelo, a razão da empresa não abrir o capital no final de 2008, no qual já estava em processo de finalização, foi exclusivamente a crise econômica, o mercado estava cada vez mais fechado e o grupo entendeu que não haveria demanda

suficiente para os papéis, o interesse dos investidores diminuiu e o resultado não seria satisfatório. Não houve outra resistência para o processo.

Observa-se que há vários passos burocráticos para a empresa abrir seu capital em bolsa, são processos caros e demorados que demandam muito da empresa, Marcelo de Zagottis informou que o grupo já havia realizado todos os processos para vir em público, inclusive o prospecto já estava finalizado, todas as conversas com investidores e análise de mercado haviam sido finalizadas, o road show estava pronto, a governança corporativa havia sido alcançada e mesmo gastando tempo e capital para desenvolver todo o processo de abertura, ele foi cancelado entendendo que os ganhos não iriam ser suficientes no momento.

A ideia da abertura foi vender uma participação para alavancar a empresa, captando recursos necessários, porém a estratégia não era de 100% de abertura, a empresa sendo familiar queria manter o controle da empresa entre os sócios. Marcelo também observou que o objetivo exclusivo da Droga raia com a abertura era ter recursos suficientes para financiar o crescimento orgânico da empresa.

A empresa, então, optou por no ano seguinte buscar esse financiamento em um fundo de Private Equity, vendendo uma participação da empresa. De Zagottis também comentou que benefícios para a abertura de capital são inúmeros, o processo todo da uma visão legal da empresa, aumenta a transparência, e causa vantagens de médio e longo prazo para o ambiente corporativo. A criação de um conselho independente e a estruturação de uma governança corporativa funcional são pontos positivos a serem citados também.

Segundo de Zagottis, o cenário para as aberturas no Brasil é bom, porém cuidados devem ser tomados, pois o mercado está cada vez mais exigente e há alterações entre momentos de bonança e queda. O aumento da inflação preocupa pois diminui o apetite dos investidores e como o mercado, em sua opinião, varia de acordo com o crescimento econômico a tendência é que haja um aumento de empresas brasileiras que venham a realizar o IPO.

Por fim, Marcelo comentou que quando existia a ideia de abrir capital a estratégia de pricing era fazer um múltiplo menor que a da sua concorrente direta a Drogasil e observou que o capital estrangeiro é de suma importância para uma empresa

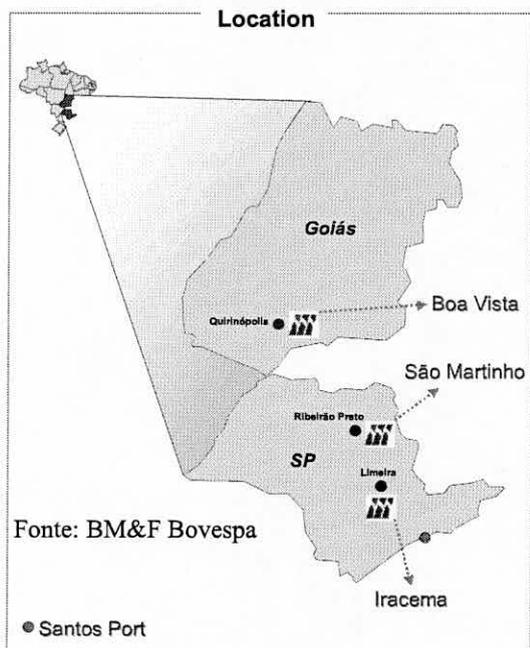
abrir capital devido a quantidade de fluxos que vem do estrangeiro para investir em empresas brasileiras.

Após a realização da entrevista, a Droga Raia e a Drogasil, principais concorrentes no setor de drogarias aqui no Brasil, firmaram um acordo de associação entre as duas empresas. A empresa chamará Raia Drogasil e apresenta o capital aberto em bolsa. O capital da nova empresa, que será listada no Novo Mercado da Bovespa, ficará nas mãos dos atuais acionistas da Drogasil, na proporção de 57%, e os restantes 43% ficarão com os acionistas da Droga Raia.

9. Análise da entrevista com o Grupo São Martinho

Segundo levantamento preparado pela Unica, a São Martinho é um dos maiores produtores de açúcar e álcool do Brasil. Eles compram, cultivam, colhem e processam cana-de-açúcar – a principal matéria prima usada na produção de açúcar e álcool.

O Grupo São Martinho está entre os maiores conjuntos sucroenergéticos do Brasil com três usinas em operação: São Martinho, localizada no município paulista de Pradópolis (região de Ribeirão Preto), Iracema, situada na cidade de Iracemápolis (região de Limeira, SP), e Boa Vista, em Quirinópolis, a 300 km de Goiânia, em Goiás. Além das três usinas, o Grupo possui uma unidade para produção de ácido ribonucléico, a Omtek, também localizada em Iracemápolis. No momento, produzem açúcar e álcool em duas usinas, Unidade Iracema e Unidade São Martinho. O quadro abaixo mostra a localização das unidades e algumas de suas vantagens.



Unidade São Martinho:

- Ramal ferroviário
- Elevado grau de mecanização - colheita/plantio
- Escala/flexibilidade de produção
- Prancha de escoamento

Unidade Iracema:

- Proximidade do Porto de Santos, Pólo Petroquímico de Paulínia e Refinaria União
- Escala / flexibilidade de produção
- Prancha de escoamento

A caracterização dos setores de açúcar e álcool impõe uma diferenciação importante, pois de um lado o açúcar é um produto tradicional, produzido por mais de 121 países, com um mercado bastante desenvolvido e com perspectiva de crescimento principalmente atrelado ao crescimento vegetativo da população. Por outro lado, o álcool é um produto de importância recente no comércio mundial, com mais de 50 países produtores, dos quais apenas o Brasil e os Estados Unidos produzem mais de 89% da produção total, com grandes perspectivas de crescimento, principalmente pelos desafios impostos à sociedade na busca de uma alternativa ao uso do petróleo como fonte de energia. O quadro abaixo mostra a importância do açúcar e do álcool para a receita do Grupo.

Tabela 5 – Receita Grupo São Martinho

Item	Principais Produtos e/ou Serviços	% da Receita Líquida
01	Açúcar	29,58
02	Álcool Hidratado	36,76
03	Álcool Anidro	25,42
04	Outros produtos e serviços	8,24

Fonte: BM&F Bovespa

Após um abrangente processo de profissionalização, o Grupo São Martinho teve, a partir de fevereiro de 2007, suas ações negociadas no Novo Mercado, índice mais elevado de governança corporativa, da Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa), sob o ticker SMT03.

A pesquisa feita sobre o Grupo São Martinho foi realizada com um dos sócios do grupo, o empresário Marcelo Campos Ometto. O empresário respondeu ao questionário, o qual já foi apresentado neste relatório, via email.

Segundo Marcelo Ometto, as principais razões que levaram o Grupo São Martinho a abrir capital foram a necessidade de capital para os investimentos que estavam sendo realizados numa nova planta industrial e oferecer liquidez para alguns

acionistas minoritários que desejavam vender sua participação na sociedade. O empresário ainda afirmou que a crise financeira iniciada em 2008 impactou a companhia, fazendo com que o custo de dívida da empresa aumentasse. Tal afirmação é plausível, visto que em períodos de crise o risco aumenta, logo os retornos exigidos e os custos de financiamento também. Porém, a São Martinho não obteve problemas em acessar linhas de crédito.

A empresa também não encontrou problemas para abrir capital uma vez que a Diretoria da companhia conseguiu explicar para o Conselho e a todos os acionistas os benefícios diretos e indiretos do IPO. Segundo Ometto, os benefícios diretos da abertura de capital são os já citados acima como as razões do processo. Já os benefícios indiretos são o aumento da transparência; acesso a linhas de crédito mais baratas; maior explicação ao mercado para estabelecer novas associações (exemplo Amyris e Petrobras Biocombustíveis). Tais benefícios demonstram que os benefícios do IPO não são apenas de curto prazo.

O processo de abertura de capital requer vários passos, os quais já foram citados neste relatório no “Referencial Teórico”. Segundo Ometto, os principais passos a serem destacados são a discussão do *valuation* da companhia com os analistas *sell side* responsáveis pelo negócio, visto que eles farão a primeira “educação” aos potenciais investidores; e reuniões da Diretoria da São Martinho com os investidores explicando a estratégia e vantagens competitivas da empresa.

Uma forma de agilizar o processo de abertura de capital seria a redução do número de advogados envolvidos. Segundo Ometto, a quantidade de advogados envolvidos no processo é muito grande. Cada parte (banco, cliente, Bolsa, CVM) tem um advogado para opinar. Caso houvesse menos advogados, talvez o processo ficasse mais ágil.

A estratégia da empresa não foi de pulverizar o capital, ou seja, de abrir 100% de seu capital. A operação somou aproximadamente R\$ 450 milhões e a companhia foi precificada na época a um *market capitalization* de R\$ 2,26 bilhões, o que nos dá uma estimativa de que a empresa abriu aproximadamente 20% de seu capital.

Segundo Marcelo Ometto, não ocorreu *undeprice* no IPO da São Martinho. A ação da empresa foi precificada a R\$20,00 no dia do lançamento e, quatro anos depois, o preço está por volta de R\$23,80.

A principal mudança que a abertura de capital trouxe a São Martinho foi a profissionalização da gestão. Atualmente a empresa possui comitês Financeiro, Tecnológico e de Recursos Humanos, a fim de endereçar todas as propostas encaminhadas pela administração.

Questionado sobre a perspectiva para o cenário de IPOs no Brasil no futuro próximo, o empresário de grande sucesso, Marcelo Ometto, entende que o Brasil crescerá a taxas robustas nas próximas décadas. A combinação de população jovem, baixo custo de produção em diversos setores (agrícola, aço etc), deve impulsionar a economia. Dado esse cenário, os IPOs no Brasil devem continuar bem ativos.

Por fim, o IPO da São Martinho foi considerado um sucesso, pois atualmente a empresa é considerada referência em seu setor de atuação e suas ações são negociadas com prêmio em relação a seus pares, além de ter se valorizado.

10. Análise da influência do capital estrangeiro nos IPOs nacionais

Os três gestores das empresas analisadas (Droga Raia, São Martinho, Locaweb) foram questionados sobre a influência do capital estrangeiro na valorização dos papéis de empresas nacionais.

Celso Nunes, diretor de Relações com Investidores e Desenvolvimento Corporativo da Locaweb, afirmou que nos últimos anos mais de 50% da demanda tem vindo de investidores internacionais, visando elevar sua exposição ao Brasil. O capital estrangeiro agrega liquidez, o que contribui positivamente para a precificação dos papéis no longo prazo.

Marcello de Zagottis, vice-presidente de vendas e marketing, afirma que a presença de capital estrangeiro influencia totalmente a valorização dos papéis de empresas brasileiras, pois a maioria do capital vem de mercados estrangeiros e a demanda internacional é muito maior que a demanda local, o que, por fim, ajuda a valorizar os papéis.

Marcelo Ometto, sócio da São Martinho, afirmou que apesar de os investidores estrangeiros serem parte importante para o fechamento do livro no momento em que as empresas realizam o IPO, eles não influenciam a valorização do papel.

Podemos observar que as opiniões entre os empresários nacionais divergem, o que demanda então um debate mais aprofundado e com um maior número de opiniões de empresários e conhecedores do assunto.

Seria interessante também a realização de uma análise quantitativa que tivesse como objetivo identificar a presença de capital estrangeiro e a valorização das ações. Um método simples seria fazer a correlação entre estas duas variáveis, no entanto seria um método pouco explicativo, pois outras variáveis influenciam a valorização das ações. Deveria, então, ser realizada uma regressão que levasse em conta as variáveis que influenciam o preço das ações e uma amostra que fosse capaz de explicar essa relação (capital estrangeiro/valorização das ações).

Contudo, o tempo para realizar essa regressão e os conhecimentos práticos estatísticos requeridos são maiores aos que são dominados pelos pesquisadores

graduandos. A análise quantitativa é, então, uma sugestão para próximas pesquisas que tratem do assunto.

11. Bibliografia

ALTI, A. Clustering Patterns in IPO Waves. *Working paper*, 2001. Disponível em: <www.ssrn.com> Acesso em: 18/06/2010

ANG, J., and J. BRAU, 2003, "Concealing and confounding adverse signals: Insider wealth-maximizing behavior in the IPO process", *Journal of Financial Economics* 40, 149–172.

BARBOSA NETO, José Machado, O Mercado de ações no Brasil e o ciclo de aberturas de capital no período 2004/2007: Um estudo exploratório-descritivo, USP, São Paulo, 2008.

BRIGHAM, Eugene; HOUSTON, Joel. *Fundamentals of Financial Management*. 4. Ed. Thomson South-Western, 2004

BM&F Bovespa. *Abertura de Capital*. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_abertura_capital.asp>. Acesso em 06/01/2010

BM&F Bovespa. *Empresas Listadas*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em 06/01/2010

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

CIBULSKIENE, Diana; GRIGALIUNIENE, Zana; PETRAUSKIENE, Daiva. *The Estimation os IPOs Efficiency*, 2009

FOGAÇA, Guilherme. *É o fim da Festa dos IPOS?* Disponível em: <<http://portalexame.abril.com.br/revista/exame/edicoes/0964/financas/fim-festa-ipos-540777.html>>. Acesso em 26/05/2010

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS. Escola de Pós Graduação em Economia (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial). *Por que a Empresa faz um IPO? Um Estudo de Caso*. Rio de Janeiro, 2008. Disponível em: <http://virtualbib.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/2159/Vera_Campos.pdf?sequence=1> Acesso em 26/05/2010

GLADSTONE, D. *Venture Capital Handbook*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1998. p.215-233

GOMPERS, P. Optimal investment, monitoring and the staging of venture capital. *Journal of Finance*, n.50, p.1461-1489, 1995.

KIM, M. & RITTER, J. R. (1999). Valuing IPOs. *Journal of Financial Economics*, 53: 409–437.

LEAL, Ricardo P. Câmara. Por que há Retornos Anormais nas Aberturas de Capital? *Revista de Administração da USP*, v. 25, no. 4, p. 107-112, out./dez. 1991. In: LEAL, Ricardo P. C. (Org.) *Finanças Cooperativas*. São Paulo: Atlas, 2001

LOUGHRAN, Tim; RITTER, Jay. Why Has IPO Underpricing - Changed Over Time? *Financial Management*, v. 33, n.3, Autumn 2004

LUDWIG, Ricardo de Campos, 2007, *IPO: uma análise do comportamento dos preços de ações*, UFRS, Porto Alegre, 2007.

MAKSIMOVIC, V., and P. PICHLER, 2001, “Technological innovation and initial public offerings”, *Review of Financial Studies* 14, 459–494.

MELLO, A. S., and J. E. PARSONS, 2000, “Hedging and liquidity”, *Review of Financial Studies* 13, 127–153.

MODIGLIANI, F., and M. MILLER, 1963, “Corporate income taxes and the cost of capital: A correction”, *American Economic Review* 53, 433–443.

OLIVEIRA, Raquel de Freitas; SHIOZER, Rafael Felipe; SAITO, Richard. *A recente onda de abertura de capital de bancos no Brasil*, 2008

PASTOR, L., VERONESI, P. Stock Prices and IPO Waves. *Working Paper*, 2003. Disponível em: <www.ssrn.com>. Acesso em: 18/06/2010

PROCIANOY, J. L. & CIGERZA, G. C. (2007). IPOs in emerging markets: A comparison of Brazil, India and China. Working Paper Series, 2007. Disponível em SSRN Electronic Paper Collection : <http://ssrn.com/abstract=968300>. Acesso em 6 de Janeiro de 2011.

REUTERS. *Fraga vê mercado de IPOs no Brasil mais seletivo*. Disponível em: <<http://economia.uol.com.br/ultimas-noticias/reuters/2010/04/13/fraga-ve-mercado-de-ipos-no-brasil-mais-seletivo.jhtm>>. Acesso em 11/05/2010

RIBEIRO, Felipe Garcia; WINK JUNIOR, Marcos Vinicius. *IPO: uma discussão sobre os fenômenos associados*, 2008

RITTER, J. R. & WELCH, I. (2002). A review of IPO activity, pricing and allocations. Yale International Center for Finance, Working Paper No. 02-01, 2002. Disponível em <<http://leeds-faculty.colorado.edu/Bhagat/IPO-review.pdf>>. Acesso em: 6 de Janeiro de 2011.

ROSSI JUNIOR, J. L. . Equity market timing: testando através dos IPOs no mercado brasileiro. In: XXX ENCONTRO BRASILEIRO DE ECONOMETRIA, 30., 2008, Salvador. *Anais*. Salvador: EBE, 2008

SCHWIENBACHER, A. An Empirical Analysis of Venture Capital Exits in Europe and in the United States. Berkeley, CA.: University of California, 2002a.

SCOTT, J. H., 1976, "A theory of optimal capital structure", *Bell Journal of Economics* 7, 33-54.

ZINGALES, Luigi (1995), "Insider Ownership and the Decision to Go Public" *The Review of Economic Studies*, Vol. 62, No. 3 (jul., 1995), pp. 425-448.

12. Anexos

12.1 Questionário para empresas desistentes - Droga Raia / 21-Jun-11

- 1) Quais as razões que fizeram com que a empresa desistisse de abrir capital?
Houve algum impacto da crise financeira iniciada em 2008 na desistência?

A razão para desistência de abertura de capital, em 2008, foi o fechamento do mercado, o interesse do investidor diminuiu significativamente e com o resultado da crise, houve então, a desistência.

- 2) Além da crise, houve algum outro problema enfrentado pela empresa para abrir capital? Alguma resistência?

A resistência específica foi exatamente a crise, não houve outros motivos aparentes.

- 3) No processo de abertura de capital, vários passos devem ser seguidos. Até qual passo a empresa chegou?

Todos os passos já tinham sido realizados, o prospecto estava finalizado, toda a parte burocrática estava pronta, havia acontecido diversas conversas com investidores, até o road show estava finalizado, todos os problemas de governança corporativa haviam sido sanado, porém o mercado estava muito fechado e optou por não prosseguir.

- 4) Tem alguma sugestão para melhorar/agilizar o processo de abertura de capital?
Há alguma exigência que considera irrelevante ou desnecessária?

Não fui eu quem conduziu o processo detalhadamente, porém acho que o processo é suficientemente bom.

- 5) A estratégia da empresa era abrir 100% de seu capital? Quanto %? Qual o motivo do valor estabelecido?

A ideia era vender uma participação para captar os recursos necessários, então não era 100% a estratégia de abertura de capital, a família queria manter o controle da empresa.

- 6) Qual era o objetivo da realização do IPO? Imagem da companhia, exigência do segmento, exigência dos clientes ou fornecedores, necessidade de capital (alavancagem), etc.

O objetivo da realização do IPO foi, exclusivamente, ter recursos para financiar o crescimento.

- 7) Quais foram as mudanças na estratégia adotada pela empresa em substituição à abertura de capital? Como o macro e microambiente desde 2008 influenciaram esta estratégia?

Uma vez que não foi realizado o IPO da Droga Raia, optou por vender uma participação da empresa para um fundo de Private Equity.

- 8) Até que ponto a abertura de capital beneficia a empresa? Apenas no dia do IPO, no qual o dinheiro é captado? Ou tem algum benefício financeiro de longo prazo? Quais são os outros benefícios de longo prazo sem serem financeiros?

Os benefícios de uma abertura de capital para a empresa são inúmeros e muito grandes, todo o processo de uma visão legal da empresa, e necessário buscar transparência dentro da empresa, causando vantagens de médio e longo prazo, há sempre no ambiente corporativo analistas avaliando, estruturando uma governança corporativa, e realizada a criação de um conselho independente, todos esses processos burocráticos são benéficos para a empresa em geral.

- 9) Em sua opinião, qual a perspectiva para o cenário de IPOs no Brasil no futuro próximo? E para o mundo? Explicar o porquê das divergências ou semelhanças.

Em minha opinião, o mercado esta cada vez mais exigente, há alterações em momentos de bonança e momentos de queda, no ano passado, por exemplo, o mercado estava relativamente bom, agora, porem, ele esta passando por dificuldades devido a inflação, o apetite dos investidores diminuiu. Portanto, o mercado varia com o momento econômico, mas a tendência, com certeza, e de aumento no numero de empresas que abrem capital.

10) A empresa tem uma estimativa do underpricing que ocorreria no seu IPO?
(diferença entre o preço justo e o preço de lançamento)

Não é fácil falar, o pricing da empresa era formado através da sua principal concorrente de capital aberto, a Drogasil, então o múltiplo era comparado e colocava-se um desconto em relação ao preço da concorrente.

11) O senhor acha que a presença de capital estrangeiro no IPO de uma empresa nacional influencia a valorização dos papéis? Como analisa a influência do capital estrangeiro no Brasil? Tem algum exemplo?

Totalmente, a maioria do capital vem de mercados estrangeiros, ou seja, de fora, a demanda internacional e muito maior que a demanda local, o que ajuda a valorizar os papeis.

12.2 Questionário para São Martinho

- 1) Quais as razões que fizeram com que a empresa abrisse capital? Qual foi o impacto da crise financeira iniciada em 2008 para a empresa?

As principais razões foram 1) necessidade de capital para os investimentos que estavam sendo realizados numa nova planta industrial, 2) oferecer liquidez para alguns acionistas minoritários que desejavam vender sua participação na sociedade .

Nosso custo de dívida aumentou porém não tivemos problemas em acessar linhas de crédito.

- 2) A empresa enfrentou algum problema para abrir capital? Houve alguma resistência?

Não houve resistência uma vez que a Diretoria da companhia conseguiu explicar para o Conselho e todos os acionistas os benefícios diretos e indiretos. Os diretos eu enderecei na questão acima, os indiretos são: 1) aumento da transparência 2) acesso a linhas de credito mais barata 3) maior explição ao mercado para buscarmos novas associações (exemplo Amyris e Petrobras Biocombustíveis etc)

- 3) No processo de abertura de capital, vários passos devem ser seguidos. Houve algum que merece ser destacado?

Acredito que os principais são 1) discussão do valuation da companhia com os analistas sell side responsáveis pelo deal (visto que eles estarão fazendo a primeira “educação” aos potenciais investidores) e 2) reuniões da Diretoria da São Martinho com os investidores explicando a estratégia e vantagens competitivas da empresa.

- 4) Tem alguma sugestão para melhorar/agilizar o processo de abertura de capital?
Há alguma exigência que considera irrelevante ou desnecessária?

A quantidade de advogados envolvidos no processo é muito grande. Cada parte (banco, cliente, bolsa, cvm) têm um advogado para opinar. Caso houvesse menos advogados, talvez o processo ficasse mais ágil.

- 5) A estratégia da empresa era abrir 100% de seu capital? Quanto %? Como foi precificação da ação?

A estratégia da empresa não foi pulverizar o capital (100%). A operação somou aproximadamente R\$ 450 milhões e a companhia foi precificada na época a um markecap de R\$ 2,26 bilhões.grande. Cada parte (banco, cliente,bolsa,cvm) têm um advogado.

- 6) A empresa tem uma estimativa do underpricing que ocorreu no seu IPO? Como o underpricing foi determinado?

(underpricing = diferença entre o preço justo e o preço de lançamento)

Entendemos que não houve underprice. O deal foi precificado a R\$ 20/ação. Atualmente (4 anos depois) o preço da ação é R\$ 23,80

- 7) Qual era o objetivo da realização do IPO? Imagem da companhia, exigência do segmento, exigência dos clientes ou fornecedores, necessidade de capital (alavancagem), etc.

Vide resp 1 e 2

- 8) Quais foram as mudanças que a organização sofreu devido à abertura de capital?

Atualmente a gestão é 100% profissionalizada, temos comitês Financeiro, Tecnológico e de RH para endereçar todas as propostas encaminhada pela administração.

- 9) Até que ponto a abertura de capital beneficia a empresa? Apenas no dia do IPO, no qual o dinheiro é captado? Ou tem algum benefício financeiro de longo prazo? Se sim, quais são os outros benefícios de longo prazo além dos financeiros?

Vide resposta 1 e 2

- 10) Em sua opinião, qual a perspectiva para o cenário de IPOs no Brasil no futuro próximo? E para o mundo? Explicar o porquê das divergências ou semelhanças.

Entendemos que o Brasil crescerá a taxas robustas nas próximas décadas. A combinação de população jovem, baixo custo de produção em diversos setores (agrícola, aco etc) , deve impulsionar a economia. Dado esse cenário, os IPOS no Brasil devem continuar bem ativos

- 11) O senhor acha que a presença de capital estrangeiro no IPO de uma empresa nacional influencia a valorização dos papéis? Como analisa a influência do capital estrangeiro no Brasil? Tem algum exemplo?

Os investidores estrangeiros são parte importante para o fechamento de um livro no momento que as empresas realizam o IPO. Porém, com o mercado atual, eles não influenciam a valorização do papel

- 12) O IPO da empresa foi considerado um sucesso? Explique.

Sim. A empresa é considerada pelos investidores referencia no setor e atualmente negocia com premio em relação aos pares.