

DEBÊNTURES

Acabou a festa

BC vai questionar instituições que usaram suas empresas de leasing para fugir do compulsório

Bancos que levantaram recursos por meio de debêntures das suas empresas de leasing a partir de 1999 correm o risco de responder a um processo administrativo no Banco Central (BC). Conforme a CAPITAL ABERTO apurou, o regulador pretende tomar uma decisão definitiva sobre o assunto em junho, mas a chance de essas operações serem entendidas como irregulares é grande.

O BC já havia interferido nesse tipo de captação no fim de janeiro. Por meio da circular 3.375, introduziu o depósito compulsório na transferência de recursos das empresas de leasing para os bancos através da modalidade de depósito interfinanceiro. Como são proibidos de lançar debêntures, os bancos usavam as leasings do mesmo grupo para levantar recursos que eram depois aplicados em suas próprias operações, como as de crédito. A vantagem estava no custo. Ao contrário dos Certificados de Depósitos Bancários (CDBs), tradicionalmente utilizados pelos bancos para captações, os recursos que vinham das leasings não sofriam a incidência do compulsório. Para se ter uma idéia da importância dessa economia, 23% do volume levantado através de CDBs pelos bancos é esterilizado pelo compulsório do BC.

Ao introduzir o recolhimento, a circular 3.375 veio para criar isonomia entre as formas de funding dos bancos. Sua incidência é progressiva. Iniciou em maio, tomando 5% do saldo existente nas contas em 31 de janeiro, e crescerá cinco pontos percentuais a cada dois meses. Em janeiro de 2009, chegará a 25%, o limite máximo.

A parte da operação que o BC questiona é a subscrição das debêntures das leasings pelos bancos controladores. A compra desrespeita a resolução 2.595-99, do Conselho Monetário Nacional. O documento alterou o artigo 21 de outra resolução, a 2.309-96, que permitia

à instituição conceder “empréstimos, financiamentos, repasses de recursos e prestação de garantias” a uma empresa de leasing, inclusive quando for sua controladora. Na resolução 2.595, o termo “controladora” foi suprimido do texto. Segundo fontes do Banco Central, a subscrição das debêntures pode ser configurada como uma das quatro modalidades acima. Por isso, a ausência da palavra “controladora” coloca em xeque todas as operações realizadas nesses moldes desde 1999.

A medida a ser tomada pelo Banco Central visa apenas corrigir essa prática de mercado. Não haverá, portanto, impacto sobre os valores já captados. O BC acredita que a circular 3.375 já foi suficiente para desincentivar as captações com debêntures por meio das leasings. Na prática, o depósito compulsório inviabilizou a captação dos bancos nesse formato. Após 31 de janeiro, apenas duas ofertas de empresas de arrendamento mercantil ganharam registro e nenhuma delas foi negociada. As razões para a atuação tardia do BC são claras. Preocupado com a inflação e com o elevado nível de crédito, o regulador represou a sedutora fonte de recursos dos bancos, que dominava o mercado de debêntures há cerca de quatro anos.

Em novembro de 2005, o estoque das debêntures emitidas pelas empresas de arrendamento mercantil chegou a R\$ 44,2 bilhões ante R\$ 39 bilhões de todas as outras empresas. Segundo acompanhamento feito pela Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (Andima), a diferença vem crescendo desde então. Em abril de 2008, o estoque das debêntures de leasings atingiu R\$ 174 bilhões contra R\$ 54 bilhões das demais companhias. No que depender da nova política do BC, estes volumes estão com os dias contados. (Marcelo Loureiro) ■

Assine a CAPITAL ABERTO e **ganhe 1 livro**** de presente!



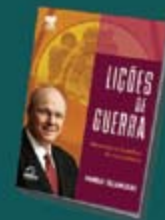
por apenas **6 x R\$ 31,00***
(20% de desconto no preço de capa)

* Visa ou Mastercard. ** Até durar o estoque ou opções de títulos disponíveis.

A sua assinatura também garante:

- Consulta via site às matérias já publicadas **desde a primeira edição**
- Acesso exclusivo às reportagens **uma semana antes da circulação**
- Publicações especiais

www.capitalaberto.com.br
ou ligue (11) 3833-8910



**Livro do mês

Revista
**CAPITAL
ABERTO**
A informação que cria valor

CAPITAL EMPREENDEDOR

O verdadeiro risco

Companhias sem presença de private equity sofrem desconto por maquiar balanços antes do IPO

É de se esperar que as empresas com participação de fundos de private equity e venture capital tenham suas ações mais valorizadas após uma oferta pública inicial de ações (IPO, na sigla em inglês). Afinal, a técnicas de gestão injetadas por esses investidores tendem a promover um desempenho mais robusto. Menos intuitivas, porém, são as outras razões que levam à diferença de comportamento entre as ações de companhias pós-private equity e aquelas sem essa experiência. É nelas que se foca o estudo *The Dynamics of Earnings Management in IPOs and the Role of Venture Capital: Evidence from Brazil*.

Os pesquisadores Sabrina Gioielli, do Banco Central, e Antônio Gledson de Carvalho, da Fundação Getúlio Vargas,

concluem que uma justificativa para esse disparate está na melhora artificial dos balanços antes do lançamento das ações pelas empresas que não tiveram um investidor de risco. Essa manipulação — que os autores chamam de “contabilidade agressiva” — ocorreria por meio de brechas na regulação contábil. De acordo com a pesquisa, o trimestre anterior ao IPO é o que apresenta os maiores indícios de desvios. Intervenções como o registro de pagamentos ainda não efetuados e a desaceleração da depreciação fazem com que o valor de uma ação no lançamento seja irreal, o que se comprova com a desvalorização dos papéis já no trimestre posterior à abertura de capital.

Foram analisados os balanços de

66 companhias que fizeram seus IPOs na Bovespa entre 2004 e 2007. Dessas, 37 não tinham participação de capital de risco na gestão. As demais, segundo os autores, tinham o perfil para executar mudanças cosméticas em seus balanços, mas não o fizeram pela presença dos gestores dos fundos. A razão para os números corretos, avaliam, é a manutenção do que esses grupos têm de mais valioso: o sistema de governança. Como o retorno do investimento vem na abertura de capital das investidas, os fundos de private equity e venture capital não podem se descuidar dos balanços para não ter a reputação abalada. Isto poria em cheque todas as outras operações do grupo. Um risco grande demais até para eles. (Marcelo Loureiro) ■

INVESTIMENTOS

Em busca de sócios

Gestora de ex-consultores do IFC vai aplicar recursos em empresas que querem melhorar a governança

Mike Lubrano, Carlos Botelho e Teresa C. Barger, ex-consultores do International Finance Corporation (IFC), braço do Banco Mundial para o setor privado, tiveram uma idéia quando deixaram a organização: aplicar sua vasta experiência na gestão de um fundo de investimentos. Até aí, nada de novo no roteiro, não fossem eles especialistas em economias emergentes e nas questões de governança corporativa que as empresas desses países enfrentam.

“Seremos o primeiro fundo a atuar na melhoria da governança de empresas em várias regiões do mundo”, diz Botelho. A estrutura, com sede em Washington, recebeu o nome de Cartica Capital. Em fase de captação de recursos, o plano é atuar como um fundo de private equity. Após adquirir

de 20% a 25% da empresa e assento no conselho de administração, a Cartica entrará na gestão, de onde sairá em cerca de dois anos. O ciclo é mais curto que o private equity tradicional, mas a porta de saída será a mesma: a bolsa de valores.

O grupo não faz distinção entre empresa fechada ou aberta. O importante, dizem, é o compromisso do parceiro em melhorar a governança corporativa de seu negócio. “Nós nos diferenciamos por só entrarmos em companhias que queiram nossa presença e nosso método de trabalho”, diz Mike Lubrano, executivo que ajudou na elaboração do Novo Mercado da Bovespa e de outros segmentos de listagem parecidos pelo mundo.

Serão 13 os países emergentes analisados pela Cartica e, surpresa,

a China não está entre eles. Embora apresentem problemas de governança, as empresas chinesas estão valorizadas, o que diminui o potencial de retorno do investimento. O México, outra ausência na lista de emergentes, ficou de fora por ser pouco afeito às práticas de governança corporativa, segundo os gestores.

O Brasil, com ativos subvalorizados e apreço pelas boas práticas de mercado, é um dos favoritos do Cartica. Os gestores olham com carinho para o setor de varejo, pouco consolidado e com muitas empresas familiares. “Companhias que abriam o capital e outras que quase foram à bolsa também interessam”, avisa. O valor de mercado das empresas-alvo varia de US\$ 100 milhões a US\$ 1 bilhão. (Marcelo Loureiro) ■

RELAÇÕES SOCIETÁRIAS

Em defesa dos minoritários

CVM exige tratamento equitativo para todos os acionistas e determina taxa de atualização em tag along

Pela primeira vez, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) determinou a taxa que seria mais apropriada para a atualização do preço pago em uma oferta pública de aquisição de ações (OPA). A oferta em questão decorre do tag along concedido aos minoritários da Suzano Petroquímica após a aquisição do seu controle pela Petrobras, em agosto de 2007. A autarquia exigiu que a Petrobras adotasse a variação de 100% do CDI para atualizar o valor da oferta no período que vai da aquisição do controle até o pagamento aos minoritários.

No primeiro ofício enviado ao regulador, a estatal afirmava que o valor pago aos investidores seria atualizado conforme a Taxa Referencial (TR). A CVM recusou o pedido de registro por considerar esse fator injusto. Desde a alienação de controle da Trafo pela Weg em 2007, o colegiado da autarquia entende que a TR é insuficiente para cobrir o custo de oportunidade do investidor. Naquela

operação, a Weg acabou optando pela taxa de 100% do CDI.

Na segunda proposta, a Petrobras tentou emplacar outro critério de atualização. Seria adicionado ao preço por ação um montante equivalente a 100% da variação do CDI, porém, com um detalhe: líquido de impostos. Novamente, a CVM recusou a proposta ao verificar que, no contrato da Petrobras com a família Feffer, controladora da petroquímica, havia uma taxa de atualização de 100% do CDI, sem qualquer menção aos impostos.

No terceiro ofício, a petrolífera sugeriu mais uma taxa. Desta vez, para surpresa da CVM, menor: 36,47% do CDI. Seu argumento baseou-se na mesma equidade defendida pela autarquia. Na negociação com os Feffer, não houve correção desde a data da assinatura do contrato (3 de agosto) até a liquidação da operação (30 de novembro), mas, sim, a partir do dia 16 de outubro. Já no caso dos minoritários, a atualização compreenderia

o período completo, de 3 de agosto até a liquidação. Para compensar essa diferença de tratamento, a Petrobras fez as contas e concluiu que os minoritários mereceriam 36,47% do CDI. “Esse cálculo até pode fazer algum sentido matemático, mas, como os controladores receberam 100% do CDI, concluímos que os minoritários não estavam sendo devidamente compensados”, diz Flavia Mouta, gerente da superintendência de registro da CVM.

A taxa de 100% do CDI não é a métrica que a CVM considera justa, ressalva Flavia. Na alienação de controle da Calçados Azaléia foi usada a Selic. Na da Magnesita, a variação do IPCA mais 6% e, no caso da Eleva Alimentos, 100% do CDI líquidos de impostos — exatamente como proposto pela Petrobras. O fundamental é que, além de compensar o custo de oportunidade do investidor, o tratamento dado ao minoritário seja o mesmo do controlador. (Danilo Gregório) ■

COMUNICAÇÃO

Tempo para poucos

Segundo a McKinsey, CEOs e CFOs devem se preocupar apenas com os investidores de longo prazo

Tempo é um ativo cada vez mais precioso na vida de qualquer executivo. Mesmo assim, além da dar conta da gestão, CEOs e CFOs ainda desperdiçam a agenda com investidores sem importância. De acordo a consultoria norte-americana McKinsey, os administradores devem focar a atenção naqueles que realmente agregam valor à companhia. Em artigo publicado em abril, a McKinsey ajuda a identificar cada tipo.

É preciso segmentar os investi-

dores em três categorias. A primeira é a de investidores intrínsecos, aqueles que escolhem ações após um rigoroso processo de análise, que têm como objetivo medir a capacidade da companhia de criar valor no longo prazo. A segunda categoria é de investidores mecânicos, na qual entram fundos indexados. Estes montam portfólios baseados em critérios estritamente matemáticos e não estão interessados em avaliações qualitativas. Por último, estão os

traders que, segundo a consultoria, querem saber somente de ganhos rápidos.

Feitas essas classificações, fica fácil concluir que são os investidores intrínsecos os merecedores da atenção dos executivos do alto escalão. Além de manterem posições por anos a fio, servindo de amparo em períodos de volatilidade, eles exercem efeito psicológico sobre o mercado pelo histórico de operações bem-sucedidas. (Danilo Gregório) ■