

Excelência, Governança e Abertura de Capital (IPO) em Empresas Familiares no Brasil

"Good is the enemy of great... That is one of the key reasons why we have so little that becomes great... Few people attain great lives, in large part because it is so easy to settle for a good life. The vast majority of companies never become great, precisely because the vast majority become quite good and that is their main problem." (Good to Great, Jim Collins, HarperCollins Publishers, 2001).

Muito se tem falado ultimamente na relação entre "boa" prática de governança corporativa e abertura de capital (IPO) bem sucedida. E a experiência mostra que esta relação é positiva... quanto melhores e "excelentes" as práticas de governança, maiores as vantagens da empresa que está abrindo o capital. Buscar a excelência traz resultados positivos e concretos para a empresa. Esta carta tem a intenção de explorar este tema desde suas origens, mostrando um pouco do que vem acontecendo nesta área no Brasil ultimamente, a evolução da governança em empresas familiares, exemplos recentes de IPOs, assim como suas vantagens e desvantagens de acordo com a estratégia da empresa. O nosso mercado de capitais vem se modernizando nos últimos anos, estabelecendo parâmetros e regras que são condizentes com as adotadas pelo mercado internacional.

1) Um Pouco de História

O surgimento da Bolsa de Valores como uma prática regular de negócios resulta da presença de dois instintos humanos que nos acompanham em qualquer lugar e em qualquer época: a propensão à troca, ao escambo de um produto ou mercadoria por outro, e a forte tentação de prever o que irá ocorrer no futuro. No pré-capitalismo os negócios eram feitos pessoalmente, confiando-se na palavra do contratante. Hoje, é um mundo sem rosto, não é um encontro de pessoas físicas, quem compra não aparece, quem vende tão pouco, as transações tomaram dimensões globais e são feitas por meio eletrônico ou de operadores.

Para alguns historiadores, a Bolsa de Valores surgiu na Roma antiga, para outros, na Grécia, nas mais remotas civilizações, onde comerciantes se reuniam nas praças para tratar de negócios. No século XII, na França, surgiu a profissão de "courragier de change", corretores que regulavam, administravam e comercializavam os débitos que as comunidades agrícolas tinham com os bancos. Foi nesta época que este comércio deixou as ruas, na cidade de Bruges in Flandres, na Bélgica, onde as pessoas se reuniam na casa de um homem chamado Van de Bourse, o que eventualmente deu origem ao nome "Bourse", sinônimo hoje da nossa "Bolsa de Valores" ou de "Stock Exchange" em termos globais, para designar este tipo de comércio.

No rastro da Bruges Bourse, entre as principais instituições, vieram a Bourse de Paris - fundada por Luís XII, a Amsterdan Bourse fundada em 1600, a London Stock Exchange em 1690, e a New York Stock Exchange em 1792 - que foi fundada por 24 corretores sob a sombra de uma árvore em Wall Street e hoje negocia 2800 empresas que somadas tem valor de mercado total aproximado de US\$ 20 trilhões. No Brasil do século XIX, os corretores se deslocavam em busca de vendedores e compradores de moedas, mercadorias, metais nobres, fretes de navio, etc, ...até ser fundada, em 1845, a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, a mais antiga do Brasil. Em 1890 foi criada a Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa - que, com a evolução do mercado acionário e acordos de integração, concentrou a partir do ano 2000 todas as operações com ações brasileiras.

Não é fácil ser o Júnior

Luis Alberto Hanns

Presidente da Associação Brasileira de Psicoterapia, Psicanalista e Consultor

Como ser filho de Marlon Brando ou de Jack Welch? Uma resposta óbvia é sair da zona de comparação competitiva em que a sociedade e, às vezes, a própria família coloca o junior. Mas e quando a personalidade do pai não ajuda? A seguir alguns tipos de "pai difícil" - especialmente freqüentes entre homens bem-sucedidos - com os quais o filho terá que aprender a lidar (a mãe, os irmãos e certos mitos familiares também entram na equação, mas não há como discuti-los num artigo breve). Embora na vida real não haja tipos puros, mas combinações, eles foram divididos em duas categorias, os de presença intrusiva e os ausentes:

Presença Intrusiva

Pai Autoritário: Não aceita outras idéias que não as suas, nem deixa passar os erros do filho, mas acima de tudo não tolera ser contestado. Só ouve o que quer. Encerra as discussões aos berros, ou cortando privilégios.

Pai Professoral: É um eterno orientador, sabe prescrever as soluções. Não respeita o tempo do aprendizado do filho, não constrói soluções a dois, nunca aprende nada do que o filho talvez tenha para lhe ensinar.

Pai Competitivo: Sempre se auto-promove. Nas vitórias do filho faz questão de mencionar o quanto este deve à ajuda do pai. Compete com o filho para "estimulá-lo a ser homem". Se for vencido, escolhe uma nova modalidade de competição. Até curtindo a vida ele compete com o filho para ver quem curte mais.

Pai Treinador: Tem um projeto de sucesso traçado para o filho. Desqualifica escolhas do filho que não se encaixem no seu plano. Sempre impaciente com o tempo de aprendizagem. Aplauda em excesso e é muito exigente.

Pai Politicamente Correto: Sua "única" expectativa é que o filho seja feliz e atinja seu pleno potencial naquilo que escolher. Nada o surpreende e nada o abala. Se acredita "aberto a tudo", mas na verdade sua visão é estreita e preconceituosa, divide o mundo entre vencedores e perdedores.

Ausentes

Estressado: Sempre apagando incêndios na empresa e dando um duro. Interesses e necessidades do filho são irrelevantes frente à dureza da vida. Não tem momentos de ócio. Divertir-se não existe em seu vocabulário.

Ocupado: Não tem tempo para a família (está trabalhando ou se divertindo) nunca está em condições de ouvir e quando ouve, não consegue sintonizar com as necessidades do filho.

Compra-sossego: Não tem paciência para se ocupar do filho, compensa a falta de condições de atender às demandas de atenção do filho suprimindo seus desejos e provendo tudo que o dinheiro pode comprar.

Preserva aparências: Apesar de fisicamente presente não quer que problemas apareçam, principalmente que transpirem para fora da família, a vida familiar é protocolar e oca. Se aceitam manter a fachada de clã feliz ele segue provendo a todos.

A primeira empresa no mundo a abrir o seu capital (IPO - Initial Public Offering) foi a Dutch East India Company, o que possibilitou que ela se tornasse a primeira multinacional no mundo. E ela o fez pelas mesmas e principais razões que as empresas atuais fazem um IPO hoje - levantar recursos para construir ou fazer crescer o seu negócio. Com um mercado para suas ações e títulos, ela se tornou provavelmente a maior potência de negócios relativamente na história mundial, com 50.000 empregados naquela época, uma armada com 40 navios, 20.000 marinheiros e 10.000 soldados. Em 1667, ela fez um negócio que garantiria para sempre sua presença na história - trocou com os ingleses um pequeno entreposto comercial da América do Norte pela Ilha de Run, rica em noz-moscada...este entreposto, de nome Nova Amsterdan, nada mais era que a atual Ilha de Manhattan. O preço da ação valorizou-se após o IPO - 15% no primeiro mês, 300% nos primeiros 20 anos, com dividendos médios neste período de 18% a.a.. Como a expectativa de vida era baixa no século XVII, estes dividendos eram muito importantes e a empresa chegou a distribuir em um ano um lucro recorde equivalente a 75% do preço da ação. A Holanda como um todo foi revitalizada enquanto a empresa durou, até o final do século XVIII.

2) Evolução do Mercado de Capitais Brasileiro

Com a crescente globalização e maior presença do capitalismo no mundo atual, cada vez mais as grandes empresas vem assumindo dimensões mundiais nesses últimos 50 anos. Neste contexto, de empresas "corporações" abertas em bolsa - sem acionista majoritário - no mundo desenvolvido, e de empresas familiares que vão ao mercado à procura de novos sócios no mundo emergente, a governança corporativa vem assumindo um papel de crescente importância para alinhar os interesses e objetivos de todos os acionistas e a alta direção da empresa. A separação entre propriedade e gerencia empresarial, assim como as diferenças entre acionistas majoritários e minoritários - quando existem, obrigam a regras de transparência e prestação de contas rígidas para que nenhuma das partes seja prejudicada.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, em 2006, "governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas / cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal... as boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade". Um dos fatores que constituem o freqüente debate deste tema se dá pela abertura do mercado mundial, em que, quanto maior for a participação de um país no mercado internacional, maior será a atração de investimentos para o mercado interno. No Brasil, com a crescente participação de investidores estrangeiros no nosso mercado de capitais, é natural que tenha-se exigido um padrão de governança corporativa mais elevado.

Várias ações foram tomadas neste sentido nos últimos anos. Em 1995 foi fundado o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, que lançou em 1999 o primeiro código de melhores práticas de governança corporativa. Em 2000, foi criado pela Bovespa o Novo Mercado, um segmento de listagem que se destina à negociação de ações emitidas por empresas que voluntariamente se comprometam à adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação. Foram criados também os níveis 1 e 2 de governança corporativa, como estágios de transição para o Novo Mercado. A adesão a estas normas de conduta que estão dispostas no quadro 1 distingue a empresa, dependendo do grau de compromisso assumido.

Quadro I

Os Diferentes Níveis de Governança Corporativa no Brasil

NÍVEL 1

- Obrigações à legislação +
- Demonstrativos de fluxos de caixa
- Reuniões com analistas e investidores
- Divulgação dos termos dos contratos entre a companhia e partes relacionadas
- Volume de negociações de valores mobiliários dos acionistas controladores
- Free Float maior que 25% do capital social

NÍVEL 2

- Nível 1 +
- Demonstrações financeiras incluindo US GAAP
- Conselho com mínimo de 5 membros (20% independentes)
- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias
- Ações ordinárias: mesmas condições dos controladores na venda da empresa.
- Ações preferenciais: 80% do valor (tag along)
- Oferta pública de aquisição das ações pelo valor econômico

NOVO MERCADO

- Nível 2 +
- Apenas ações ordinárias (todos tem tag along)
- Quantidade e características dos valores mobiliários detidos pelos grupos de acionistas controladores e outros

Fonte: Site BOVESPA 2006

A companhia será classificada no Nível 1, se assumir um comprometimento com melhorias na qualidade das informações dadas ao mercado e com pulverização acionária, ou no Nível 2, no qual, além das obrigações contidas no Nível 1, a empresa adota um conjunto mais amplo de práticas de governança. A grande diferença do Novo Mercado para o Nível 2, é que as empresas não tenham ações preferenciais sem direito a voto, mas apenas ações ordinárias com direito a voto em sua estrutura de capital, garantindo que todos os acionistas tenham proporcionalmente o mesmo direito dentro da companhia. Portanto, hoje em dia, existem quatro segmentos diferentes para a classificação das ações na Bovespa, que são: mercado tradicional (385 empresas), Nível 1 (36 empresas), Nível 2 (14 empresas) e Novo Mercado (40 empresas).

1) Recentes IPOs e Exemplos de Governança em Empresas Familiares

Todas as empresas que abriram o seu capital nos últimos três anos estão listadas em um dos níveis diferenciados da Bovespa - vide Quadro 2, o que por si só já mostra o perfil de exigência do atual investidor, o padrão de comprometimento do empresário brasileiro e o amadurecimento do nosso mercado de capitais.

É interessante notar que 44% do montante total das ofertas públicas nos últimos 3 anos foi obtido por ofertas secundárias, onde o acionista controlador das Cias. vende parte de suas ações para novos acionistas minoritários. Esses acionistas vendedores geraram para si liquidez a partir de suas ações e podem agora diversificar seus investimentos financeiros. Essas ofertas secundárias servem também para a saída de sócios descontentes com uma companhia, com a permanência dos demais controladores.

Quadro II

Abertura de capital na Bolsa de valores de SP

Empresas		Oferta Primária	Oferta Secundária	Total
Novo Mercado	Medial Saúde, Abyara, MMX, Datasul, Lupatech, BrasilAgro, CSU, ABnote, Totvs, Company, Gafisa, Copasa, Cosan, Banco Nossa Caixa, OHL Brasil, Energias BR, Localiza, Submarino, Renar Maçãs, Porto Seguro, DASA, Grendene, CPFL Energia.,	19 operações R\$8,5 bi	17 operações R\$6,1 bi	R\$ 14,6 bi
Nível 2	Equatorial, Vivax, UOL, TAM, ALL, Gol	6 operações R\$1,6 bi	6 operações R\$2 bi	R\$ 3,6 bi
Total		R\$ 10,1 bi	R\$ 8,1 bi	R\$ 18,2 bi

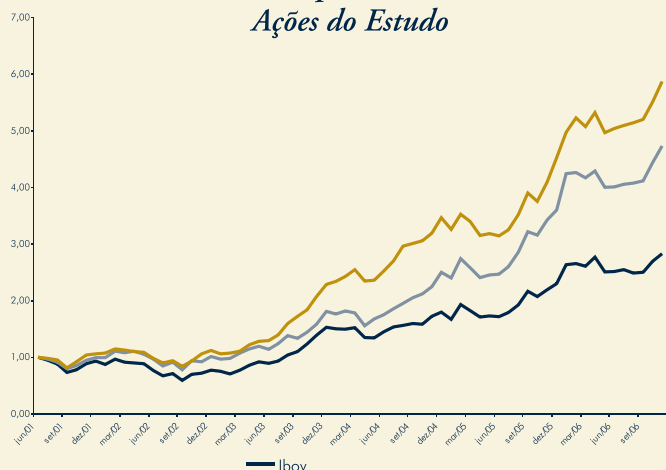
Fonte: Site BOVESPA e Bloomberg

Em recente estudo promovido pelo IBGC (Governança Corporativa em Empresas de Controle Familiar, Casos de Destaque no Brasil, Saint Paul Editora, 2006), foram selecionadas 15 companhias para serem analisadas sob a ótica de melhores práticas de governança corporativa. Em relação aos níveis da Bovespa, duas empresas estão no Novo Mercado - Natura e Localiza, cinco optaram por listar-se no Nível 2 - Gol, Marcopolo, Net, Saraiva e Suzano Petroquímica, e oito estão listadas no Nível 1 - Gerdau, Itaú, Klabin, Pão de Açúcar, Randon, Sadia, Ultrapar e Weg.

Este estudo mostrou que os resultados destas empresas são muito melhores que os da média de todas as empresas listadas na Bovespa. Em relação à rentabilidade, as empresas da amostra obtiveram um retorno sobre patrimônio líquido médio de 27% contra 12% para todas as outras ações, margem EBITDA de 20% contra 14%, margem operacional de 15% contra 10% e margem líquida de 9% contra 5% das empresas abertas como um todo. Em relação a valor de mercado, o índice preço/lucro - P/L destas empresas foi de 15,4 contra 8,1 de todas as empresas listadas na Bovespa no período. Quanto à distribuição de dividendos, as empresas do estudo apresentaram um índice de payout médio de 38% - dividendo por ação pago em relação ao lucro por ação no mesmo período, enquanto o payout do mercado foi de 30%.

Portanto, segundo o IBGC "as empresas de controle familiar analisadas neste estudo são, em média, maiores, mais valiosas, com maiores múltiplos de mercado, mais rentáveis operacionalmente, mais líquidas, pagadoras de maiores dividendos, mais solventes no curto prazo e mais alavancadas do que a média de todas as empresas listadas na Bovespa". De um modo geral, pode-se ver no Gráfico abaixo, que a média de todas as companhias que aderiram aos níveis de governança corporativa apresentaram um retorno muito superior ao índice Bovespa a partir de 2001, quando foi criado o IGC índice de ações com governança corporativa diferenciada, hoje com 78 companhias.

Rentabilidade Ibovespa x IGC x Rentabilidade Ações do Estudo



A rentabilidade das ações do estudo do IBGC foi calculada por média aritmética. Companhias foram incluídas na média à medida que abriram seu capital.
Fonte Bloomberg

Dependendo da constelação familiar, pode não haver espaço para o filho construir boas saídas e ele tem de erigir defesas psicológicas para suportar a pressão. Elas correspondem a duas defesas básicas: lutar ou fugir. A seguir alguns tipos psicológicos de filho que podem se constituir a partir do tipo de defesa privilegiada:

Confrontativos

Adversário Ideológico do pai: Abraça ideologia e estética opostas às do pai: Na infância se sentia sufocado e com raiva. Como adulto despreza e desafia os pressupostos e valores do pai e vive em eterna polêmica ideológica com este.

Rival Profissional do pai: Busca superar o pai, compete no campo empresarial deste, constantemente questiona os conceitos profissionais do pai e luta para provar que é mais capaz que "o velho".

Inimigo Ressentido do pai: Sua disputa não é por idéias ou poder, simplesmente quer se vingar do pai e tenta por todos os meios atrapalhá-lo, move processos judiciais, envolve-se em intrigas e eventualmente até em fraudes, suas atitudes se assemelham às de uma ex-esposa em guerra com o ex-marido.

Evitativos

Fugidio: Vive muito abaixo de suas reais possibilidades. Vive recolhido no seu canto e não tem nem diálogo, nem disputas com o pai, mantendo relações cordiais e superficiais com este.

Dispersivo: Ocupa-se de atividades secundárias. Troca muito de interesses. Vive alienado e muitas vezes não é capaz de se auto-sustentar.

Eufórico: Sempre animadíssimo vive num clima festivo. Frequentemente anuncia projetos "diferentes e originais" (empreendimentos, ONGs) ou então está a divertir-se (festas, viagens). Ninguém consegue fazê-lo cair na real, logo ele arranja novas euforias.

Subalternos

Funcionário: Se sente totalmente dependente e tem medo do pai, se submete de tal modo a ele que passa secretária-lo.

Nem sempre o embate destes tipos de filho e pai resulta logo em grandes problemas. Conforme a gradação e a combinação de tipos, as coisas podem correr de maneira mais ou menos harmônica. Os confrontativos conseguirão se manter estabilizados se puderem ficar longe da tutela do pai e encontrarem seus próprios nichos de vida, caso contrário exacerbam seus sintomas. Os evitativos não agüentam ser cobrados. Se suas dificuldades ficarem acobertadas pelo dinheiro e prestígio do pai e puderem alegar "azar" ou "culpa das circunstâncias", ou se lhes derem tempo para "se preparar" (caso dos eternos estudantes), eles se manterão bem. Eventualmente alguns que se tornam "subalternos", se acomodarão desde que possam ficar na posição de secretária o pai. O problema é que, em geral, estas defesas só são eficientes por um período de tempo, não servem como script definitivo para a vida.

Nestes casos, é preciso que em algum momento o filho ultrapasse as posições de confronto ou fuga que lhe serviram de proteção durante um tempo. De modo geral a maioria ultrapassa, ainda que carregando algumas cicatrizes psíquicas. A próxima questão que se coloca então é: em que tipo de pai por sua vez este filho se transformará? Assim, ainda que a maioria consiga lidar com tais histórias familiares, uma orientação psicológica pode fazer toda diferença, não só para o indivíduo, mas, para todos membros da família. Mas este já é um tema para outra oportunidade...

1) IPOs - Vantagens e Desvantagens

O Brasil vive uma explosão no número de IPOs. Somente em 2005 e 2006, 23 empresas tornaram-se públicas. Neste quadro, achamos importante listar alguns fatores a favor e outros contra o IPO, de acordo com a estratégia da empresa.

Vantagens:

- acesso a uma nova fonte de financiamento (embora não seja a forma mais barata de captação), permitindo que empresas em crescimento diversifiquem seu "funding" entre capital de terceiros, próprios, dívida e geração de caixa.
- a empresa tende a se profissionalizar, com melhora na governança, já que passa a ser observada mais rigorosamente com feedback imediato do mercado, precisando ser transparente em sua gestão.
- melhor acesso à crédito devido ao fortalecimento da imagem institucional.
- propicia saída total ou parcial de investidores de venture capital, private equity e até dos empreendedores originais.
- a liquidez patrimonial com valor definido pelo mercado faz com que qualquer sócio possa transformar suas ações em dinheiro, facilitando o processo sucessório e de partilha da herança, proporcionando uma saída para os que não querem continuar na empresa.

Desvantagens:

- menor flexibilidade nas decisões, perda da confidencialidade de suas informações estratégicas, assim como necessidade de convivência com novos sócios.

- as ações em um IPO tendem a ser negociadas abaixo do fair price, diante das incertezas em relação ao preço inicial e dos riscos relacionados ao processo de colocação.
- o processo de IPO envolve o trabalho de bancos de investimentos, gestores, contadores, advogados, consultores externos, fazendo com que o custo de colocação seja alto (estudos no mercado americano mostram que estas despesas podem chegar a 17% da captação).
- como dissemos antes, o IPO não é a forma mais barata de captação, pois ainda envolve adicionalmente o custo de capital do acionista, que é normalmente superior ao custo da dívida (custo de capital do acionista é o seu custo de oportunidade, equivalente ao retorno esperado em um investimento de risco semelhante).
- a necessidade de divulgação para o público de dados financeiros faz com que o custo de se manter uma empresa aberta seja alto.

2) Conclusão

O momento da companhia e de seus acionistas, a expectativa do preço potencial da ação em relação ao lucro esperado e a estratégia de longo prazo da empresa vão ser os fatores preponderantes para avaliar se é correta e oportuna uma decisão de abertura de capital. No caso de uma empresa familiar, além do Conselho de Administração da própria empresa com membros independentes, há a necessidade de criação de um espaço de reflexão para a própria família o Conselho Familiar, onde estes assuntos possam ser discutidos levando em conta os planos para o futuro, o planejamento sucessório e a intensidade do envolvimento com a gestão da empresa. ■

Todas as opiniões contidas nesta carta representam nosso julgamento até esta data e podem mudar sem aviso prévio, a qualquer momento. Este material tem caráter meramente informativo, não devendo ser considerado uma oferta de venda de nossos serviços.

TURIM Family Office

Gerenciamento ativo e em tempo integral das diversas situações que envolvem a estratégia de longo prazo de uma família



Tels. RJ (21) 2259-8015
SP (11) 3709-4588
www.turimbr.com