



AgEcon SEARCH
RESEARCH IN AGRICULTURAL & APPLIED ECONOMICS

The World's Largest Open Access Agricultural & Applied Economics Digital Library

This document is discoverable and free to researchers across the globe due to the work of AgEcon Search.

Help ensure our sustainability.

Give to AgEcon Search

AgEcon Search
<http://ageconsearch.umn.edu>
aesearch@umn.edu

*Papers downloaded from **AgEcon Search** may be used for non-commercial purposes and personal study only. No other use, including posting to another Internet site, is permitted without permission from the copyright owner (not AgEcon Search), or as allowed under the provisions of Fair Use, U.S. Copyright Act, Title 17 U.S.C.*



ABERTURA DE CAPITAL COMO UMA OPÇÃO DE FINANCIAMENTO DAS ATIVIDADES DAS EMPRESAS DO AGRONEGÓCIO

**SABRINA SOARES SILVA; ANTÔNIO THIAGO BENEDETE DA SILVA;
PATRÍCIA APARECIDA FERREIRA;**

UNIVERSIDADE FEDERAL DE LAVRAS

LAVRAS - MG - BRASIL

sabrinasil@yahoo.com.br

APRESENTAÇÃO SEM PRESENÇA DE DEBATEDOR

ADMINISTRAÇÃO RURAL E GESTÃO DO AGRONEGÓCIO

Abertura de capital como uma opção de financiamento das atividades das empresas do agronegócio

Grupo de pesquisa: Administração Rural e Gestão do Agronegócio

1 Introdução

O Brasil possui uma indiscutível vocação agrícola, o que favoreceu o estabelecimento do agronegócio como a base de sua economia, respondendo por, aproximadamente, 35 % do PIB e 40% das exportações. O país possui condições favoráveis para o desenvolvimento agrícola e grande potencial exportador, o que é incentivado pelo governo federal, que mantém como uma de suas principais metas incrementar as exportações, gerando superávits na balança comercial.

Devido a esse potencial, o Brasil vem sendo denominado como “celeiro mundial”, visto que possui cerca de 20% das terras agricultáveis do mundo, clima diversificado, chuvas regulares, energia solar e água abundantes e elevada tecnologia. Esses fatores tornam o país extremamente competitivo, o que favorece os seguidos recordes de produção e exportação de diversos produtos, como os grãos, aves, suínos e frutas.

O governo federal tem buscado incentivar o agronegócio através de planos formulados pelo Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento. Para o ano de 2004/2005, por exemplo, foram destinados R\$39,45 bilhões para incentivos como o crédito de custeio, investimento e comercialização. Também foram criadas e incentivadas a armazenagem prioritária, o Certificado de Recebíveis do Agronegócio, que é um título emitido por pessoas físicas ou jurídicas ligadas ao agronegócio, negociado livremente, o Certificado de Depósito

Agropecuário, que é um título que representa a promessa de entrega do produto agropecuário, e os Contratos de Opção, entre outros.

Embora tenha havido um aumento nos gastos governamentais com o custeio das atividades do agronegócio nos últimos anos, eles têm sido insuficientes para suprir as necessidades de investimento do setor, principalmente, devido ao seu intenso crescimento. Assim, torna-se cada vez mais necessária a busca de novas opções para as empresas do agronegócio captarem recursos, diminuindo sua dependência do financiamento exclusivamente interno ou de bancos estatais.

Nesse cenário, a abertura de capitais das empresas do agronegócio surge como uma opção ao autofinanciamento e ao financiamento via instituições bancárias, podendo ser empregada por uma série de organizações desse setor. Embora nem todas as empresas do agronegócio possam, efetivamente, se beneficiar da negociação de títulos na Bolsa de Valores, devido às diversas exigências envolvidas, ela deve ser analisada como uma alternativa que permite à empresa obter recursos para expansão de seus negócios, sem comprometer a com o pagamento de juros e montante de forma onerosa.

No mercado de capitais é notada uma certa tendência das empresas que vêm optando pela abertura de capital, ou mesmo aquelas que já são abertas, de buscar praticar a governança corporativa. Embora muitas dessas práticas não sejam obrigatórias, nota-se que os investidores cada vez mais valorizam sua adoção. Assim, é quase imprescindível que a abertura de capitais seja acompanhada de uma política de divulgação de informações, de transparência e de tratamento igualitário dos acionistas.

A percepção da influência desses fatores no valor das empresas só foi confirmado em junho de 2000, quando a *McKinsey & Co*, em parceria com o Banco Mundial, conduziu a pesquisa “*Investors Opinion Survey*” junto a investidores, na qual foram medidos eventuais acréscimos de valor às companhias que adotassem boas práticas de governança corporativa. Constatou-se que os investidores pagariam entre 18 e 28% a mais por ações de empresas que adotam melhores práticas de administração e transparência (IBGC, 2004).

Assim, a adoção de boas práticas de governança corporativa torna-se necessária para favorecer a boa aceitação das ações de qualquer empresa, incluindo as do agronegócio. Dessa forma, pode-se atrair mais investidores, fazendo com que seus títulos sejam mais facilmente aceitos, que eventuais resistências devido à baixa liquidez sejam superadas, ou mesmo que as empresas adotem padrões de transparência mais elevados, o que pode acarretar em diversas consequências positivas nos seus processos internos, como o fim da duplicações de algumas tarefas.

Nesse contexto, objetivou-se apresentar a abertura de capital como uma alternativa para as empresas do agronegócio captarem recursos para financiar suas atividades e, principalmente, seus investimentos. Foram analisadas duas empresas desse setor que abriram seus capitais, dando ênfase às suas práticas associadas à governança corporativa, apresentando-as como medidas que podem aumentar a aceitação dos títulos de novas empresas na Bolsa de Valores.

2 Referencial Teórico

2.1 Abertura de Capital: Principais Requisitos

A abertura de capital pode ser vista como uma importante fonte de financiamento para empresas que atuam na maioria dos setores, principalmente, quando o financiamento é obtido

com o propósito de expandir as operações. Porém, não são todas as empresas que estão preparadas para lançar suas ações, mas apenas aquelas que apresentam o perfil adequado, exigido pelo mercado, o que exige preparo.

Além disso, as exigências feitas pelo mercado não são as mesmas de alguns anos atrás. Como pode ser visto no Quadro 1, elas estão evoluindo, e podem demonstrar como os investidores formulam suas opiniões a respeito de uma empresa ante de adquirir seus papéis.

Segundo Napolitano (2005a), a preparação para ir ao mercado envolve o cumprimento de três condições principais. A primeira é o tamanho. As empresas precisam emitir, no mínimo, 100 milhões de dólares em ações. Em grande parte dos casos, captações inferiores a isso não conseguem atrair investidores institucionais, que costumam colocar, em média 1 milhão de dólares em cada emissão. Assim, uma oferta pequena não proporciona boa liquidez às ações. Além disso, a saída de um investidor institucional pode fazer as cotações das ações desabarem, gerando um grande movimento de venda, já que a maioria dos investidores não está acostumada com as oscilações da bolsa.

O tamanho é importante também porque somente apresentando escala os investidores se entusiasmam com a oferta, não só porque é caro entrar e manter-se na bolsa, mas também porque os investidores internacionais nem mesmo analisam ofertas inferiores a 100 milhões de dólares (Muniz, 2004). Porém, nota-se que a importância do tamanho da empresa é ponderado pela sua rentabilidade.

Quadro 1 Requisitos dos investidores na seleção de investimentos

| País | Exigências | |
|----------------|---|---|
| | 1999 | Hoje |
| Estados Unidos | Quanto maior o investimento (e prejuízo), melhor, pois mostrava que a empresa iria crescer. | O mínimo exigido é um histórico de três anos consecutivos de lucros. |
| | A moda era comprar ações de Internet, mesmo de empresas totalmente desconhecidas. | Os números devem ser auditados e os resultados informados com regularidade. |
| Brasil | Os investidores só queriam ações muito negociadas, que pudessem ser vendidas rapidamente. | Os investidores compram ações menos negociadas, desde que rentáveis. |

Fonte: Napolitano (2005a)

Outro requisito é a transparência, proporcionada principalmente pelo repasse de informações detalhadas à bolsa, à Comissão de Valores Mobiliários e aos acionistas – tanto os investidores individuais e institucionais, como os bancos de investimentos, as administradoras de recursos e as corretoras. Cumprir essas exigências pode se tornar um problema, principalmente para empresas familiares, que não estão dispostas a cumprir essa exigência.

Por último, a empresa que pretende abrir capital precisa apresentar uma história que atraia os investidores. Nesse histórico, as características que mais atraem investimentos são a solidez, previsibilidade e rentabilidade.

Além de cumprir esses requisitos, as empresas que têm aberto capital nos últimos meses compartilham, segundo Muniz (2004), um perfil bem definido: detêm participação dominante em seus mercados, apresentam claro potencial de crescimento e respeitam, desde o lançamento de seus papéis, os acionistas minoritários, seja lançando apenas ações ordinárias, seja dando direito a votos às ações preferenciais em certas ocasiões.

Mas, o que mais tem chamado a atenção entre as empresas estreadas na bolsa, é a adesão a níveis mais elevados de governança corporativa. Segundo Juliboni (2004), as empresas vêm optando por se submeter a maiores critérios de transparência porque o mercado

está mais exigente. Além disso, é mais fácil aderir a níveis de governança no momento da abertura de capital, porque nas empresas que já estão listadas há o risco de, na conversão das empresas preferenciais em ordinárias, o controlador tradicional perder o controle da empresa. Esse problema é evitado quando a organização converte suas ações antes da abertura de capital.

Outro cuidado que se deve tomar é não querer abrir capital apenas porque o mercado está bom ou porque outras empresas do setor, às vezes até concorrentes diretas, abriram capital com sucesso. Esse comportamento oportunista faz com que as empresas se descuidem do que o mercado exige delas, fazendo com que a abertura de capitais seja uma experiência desastrosa, da qual é difícil se recuperar Napolitano (2005a).

2.2 A questão da transparência

Dentre os três requisitos apresentados por Napolitano (2005a), a transparência é o que mais merece a atenção das empresas que pretendem abrir capital, visto ser ele o que é mais sensivelmente analisado pelos investidores, sendo razão do insucesso de diversas empresas que lançaram suas ações recentemente. Além disso, diante dos riscos de perdas futuras, o mercado exige cada vez mais que as empresas sejam transparentes. O preço da desconfiança é a não aceitação das ações, e sua causa é a não divulgação de boas informações.

A transparência é, juntamente com a equidade de tratamento dos acionistas e a prestação de contas, um dos principais fatores que determinam as práticas de governança corporativa (Brandão & Bernardes, 2005). O conceito desses autores corrobora com a idéia de boas práticas de governança corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2004), que envolve a transparência (*disclosure*), a prestação de contas (*accountability*), a equidade e a responsabilidade corporativa. Para a Comissão de Valores Mobiliários – CVM - (2002), essas práticas têm por finalidade melhorar o desempenho de uma companhia, ao proteger todas as partes envolvidas, facilitando o acesso ao capital. Elas devem servir a todos os envolvidos com a empresa ou suas atividades, ou seja, as diversas categorias de acionistas, credores, empregados, investidores, governo e a comunidade de atuação.

Uma das mudanças mais importantes trazidas pela governança corporativa refere-se à percepção da informação. Há alguns anos, reter informação costumava ser visto como uma maneira de obter e manter o poder. Atualmente, o mercado exige cada vez maior participação na informação de forma transparente e imparcial. Assim, os controladores das empresas se vêem obrigados, moral e legalmente, a fornecerem informações a terceiros quando usufruírem os recursos destes. Na avaliação de Souza (1995), a primeira das formas pelas quais os interesses dos investidores são preservados é através da disponibilização, pelas companhias, da maior quantidade possível de informações necessárias à avaliação racional do valor dos investimentos.

As companhias de capital aberto têm sido cada vez mais pressionadas a agirem de acordo com regras de *full disclosure*, aumentando a eficiência do mercado de capitais brasileiro. Na teoria econômica, um mercado pode ser considerado eficiente se os preços nele existentes refletirem todo o conjunto de informações passadas e presentes, de modo que seja impossível a realização de qualquer tipo de lucro anormal (acima da remuneração pelo risco do título). Assim, os preços do mercado devem refletir toda a informação disponível imediatamente, por meio de sua divulgação, eliminando a oportunidade para esses resultados anormais (Lopes, 2002).

Assim, a transparência pode ser entendida, segundo Souza (1995), de modo similar à expressão norte-americana *disclosure*, que é normalmente entendida como qualquer forma de divulgação deliberada de informações por parte da empresa para o mercado, tanto em seu aspecto quantitativo como qualitativo, de maneira requerida ou voluntária, mediante canais formais ou informais.

Uma das grandes preocupações no mercado é a negociação com a chamada “informação privilegiada”. Segundo a Bovespa (2002), entende-se por “informação privilegiada” (ou *insider information*) a informação fornecida de forma restrita a certos agentes, pelas empresas ou por intermediários, em menor tempo ou melhor qualidade ou quantidade do que a distribuída ao público em geral, possibilitando ganhos resultantes do diferencial de informações aos favorecidos por tal prática. O princípio básico no mercado de capitais é que os investidores devem receber informações, ao mesmo tempo.

Essas informações não são apenas relacionadas aos aspectos financeiros. De acordo com o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBCG, 2004), a comunicação não deve restringir-se ao desempenho econômico financeiro, mas deve contemplar também outros fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação empresarial e que conduzem à criação de valor.

Fox (1999) reforça que, mais do que qualquer outra implicação, o principal benefício social da divulgação compulsória de informações é o seu impacto na governança corporativa, pois ela auxilia os acionistas a fiscalizarem os deveres da empresa, a escolherem adequadamente os novos rumos dos seus investimentos e a conduzirem os que já estão em andamento. Portanto, a existência de um sistema de divulgação de informações confiável e oportuno é, segundo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2002), condição para que uma economia de mercado possa alocar seus investimentos de maneira eficiente.

Segundo os Princípios de Governança Corporativa da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE, 2003), uma ampla política de divulgação de informações deve incluir informações relevantes relacionadas a: (i) resultados financeiros e operacionais da companhia; (ii) objetivos da companhia; (iii) propriedade dos principais acionistas e direitos de voto; (iv) política de remuneração dos membros do conselho de administração e dos principais executivos; (v) transações entre partes relacionadas; (vi) fatores de risco previsíveis; (vii) questões relacionadas a empregados e a outras partes relevantes; e (viii) estruturas e políticas de governança corporativa adotadas pela companhia.

No Brasil, vários esforços no intuito de incentivar a divulgação ampla de informações por companhias de capital aberto têm sido empreendidos.

A aprovação da Nova Lei das Sociedades Anônimas, de 31 de outubro de 2001, trouxe novas obrigações de divulgação de informações por parte da companhia. Entre as inovações pode-se destacar a necessidade do acionista controlador da companhia aberta e os acionistas ou grupo de acionistas que elegerem membro do Conselho de Administração ou Fiscal informarem imediatamente modificações em suas posição acionária na companhia, o grau de informações que devem ser divulgadas pelos administradores antes da realização de assembléia geral ordinária e a obrigação dos administradores de companhia aberta de informar imediatamente as modificações em suas posições acionárias na companhia.

Na mesma linha, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão que disciplina, fiscaliza e desenvolve o mercado de valores mobiliários nacional, emitiu em 3 de janeiro de 2002 a Instrução nº 358, que traz regras mais rigorosas sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas e disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta.

Além dessas instituições, outras organizações estão atuando para melhorar a qualidade dos aspectos de governança corporativa no Brasil, incluindo iniciativas para incentivar a ampla divulgação de informações de forma voluntária por parte das companhias. Entre essas iniciativas, destacam-se a criação do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e a Cartilha da CVM.

Implantados em dezembro de 2000 pela Bovespa, o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa são segmentos especiais que foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimule o interesse dos investidores e a valorização das companhias (Steinberg, 2003). Como a Bovespa não tem competência para regulamentar as sociedades anônimas, tais práticas foram previstas em regulamentos, às quais as companhias aderem, voluntariamente, por meio de contrato. Os novos segmentos repousam sob a base da informação completa (para além das obrigações legais) e visam destacar, no mercado, as companhias comprometidas com maior divulgação de informações e outras práticas de governança corporativa.

As exigências desses novos segmentos crescem conforme o nível no qual a empresa deseje se enquadrar. De modo geral, têm-se os seguintes critérios: no nível 1, as informações sobre as atividades da companhia devem ser mais detalhadas; no nível 2 os acionistas preferenciais têm direito a voto em determinadas ocasiões, como fusões e aquisições; e, no Novo Mercado, todas as ações devem ter direito a voto (Juliboni, 2004). A adesão ao Novo Mercado exige também que as informações prestadas pelas empresas sejam mais abrangentes e freqüentes, de modo que se possa acompanhar a situação da empresa, no mínimo, trimestralmente.

O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC também confere importância fundamental para uma boa política de divulgação de informações. Prova disso é que a transparência na divulgação de informações é um dos seus quatro princípios básicos. Entre as recomendações está a sugestão de que o relatório anual não se limite às informações exigidas por lei, mas inclua todos os aspectos da atividade empresarial em um exercício completo.

A Cartilha “Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa” é um documento que também incentiva as companhias a prestarem informações cada vez mais completas ao mercado, e pode ser usada para orientar as empresas que pretendem praticar as boas práticas de governança corporativa.

3 Procedimentos Metodológicos

No intuito de discutir a abertura de capital como uma opção de financiamento para empresas do agronegócio, realizou-se uma pesquisa qualitativa de cunho exploratório, visando elucidar o problema analisado, aumentando a compreensão a seu respeito. Para aprofundar essa análise, dois casos distintos de abertura de capital de empresas do agronegócio foram apresentados, sendo que eles foram escolhidos de maneira intencional por serem de empresas *small caps*, ou seja, aquelas que são de menor porte e pouca representatividade na bolsa.

As empresas selecionadas foram a Avipal e a Renar, ambas possuem ações pouco líquidas, devido ao seu porte, mas que optaram por abrir seu capital como forma de expansão de seus negócios. Foram coletados dados secundários dessas empresas, como informações em suas *home pages*, assim como em outros *sites* que analisam opções de investimentos. Além disso, foram utilizados periódicos e outras publicações que relataram a histórias dessas empresas e da maior participação de empresas do agronegócio na Bovespa.

Optou-se por dividir os resultados em três partes. Na primeira, foram apresentados resultados do agronegócio na bolsa de valores e como isso contribuiu para a atração de investimentos no setor. Nas duas seguintes, foram apresentados os casos da Renar Maças e da Avipal, sendo que ambos partiram de um histórico da empresa, para só então entrar no seu processo de abertura de capital.

4 Resultados

Diante das limitações do crédito agrícola, principalmente quando a intenção da empresa agrícola é expandir seus negócios, novas alternativas de financiamento precisam ser apresentadas e uma delas é a abertura de capital em bolsas de valores. Essa pode ser uma importante opção para as empresas de grande porte, que tenham uma história sólida e planejem sua expansão, seja com vista a suprir o mercado nacional, seja para exportar para os crescentes mercados internacionais.

Segundo o Portal Radar (2005), uma pesquisa realizada pela Economática com as empresas agropecuárias que negociam ações na Bovespa indicou que essas empresas cresceram 364,76% no período de 2003 a 2005, enquanto a variação média de todas as empresas listadas na Bovespa foi de 335% para o mesmo período. Nessa análise entraram ações das empresas Sadia, Perdigão, Fosfértil, Coteminas, Randon, Avipal, Adubos Trevo, Fertibras, Iguaçú Café, Cacique, Granóleo, Manasa, JB Duarte, Minupar, Vigor, Usina Costa Pinto, Café Brasília, Rasip Agro Pastoral e Kepler Weber. Nessa mesma pesquisa, quando são incluídas as empresas que abriram capital em 2005 – Renar e Cosan, esse crescimento passa a ser de 518,97% em três anos.

Esses resultados indicam que a abertura de capital de empresas do agronegócio não é um bom negócio apenas para essas empresas, mas também para os investidores. Isso pode indicar também que os investidores, tanto individuais como institucionais, além das empresas que administram carteiras de ações, vão examinar com mais frequência e profundidade a idéia de incluir empresas desse setor em suas carteiras, favorecendo o aumento de recursos destinados ao agronegócio via bolsa de valores.

4.1 Renar Maças

A primeira empresa do agronegócio a abrir capital após o início da fase de prosperidade do setor, na qual o Brasil ainda se encontra, foi a Renar, produtora catarinense de maçãs, com faturamento de 44 milhões de reais ao ano e a terceira maior produtora de maçãs nacional, respondendo por cerca de 2,5% desse total. Essa empresa emitiu, no início de 2005, 10 milhões de ações e captou 16 milhões de reais, o que equivalem a 25% do capital dessa companhia. O dinheiro foi destinado a aumentar a capacidade de produção, na automação de processos e no financiamento a produtores integrados.

A história dessa empresa se iniciou em 1962, quando a família Frey constatou que Friburgo, em Santa Catarina, apresentava condições ideais para o cultivo de árvores frutíferas. Em 1963 foram trazidas da França as primeiras mudas de macieira, por René e Arnoldo Frey, que utilizaram técnicas de dormência para melhor adaptação dessas plantas ao solo brasileiro. A primeira colheita em grande escala de maçãs ocorreu em 1975 e, desde então, a empresa realiza grandes investimentos em pesquisa e tecnologia.

Como missão, a Renar pretende tornar-se o melhor produtor e operador de maçãs, tanto no Brasil com no exterior. E o foco de seus investimentos é, segundo a própria empresa,



nas necessidades peculiaridades de cada cliente, provendo qualidade, inovação e saúde, com um forte sentido de respeito ambiental e responsabilidade social. Ela procura também manter uma imagem de empresa cidadã e comprometida com a qualidade.

A companhia possui 3.350 hectares de terrenos rurais dos quais 1.250 hectares destinados ao plantio de macieiras. Busca sempre utilizar avançadas tecnologias agrônômicas para adequar o uso à preservação do ambiente e do solo. Além disso, apresenta como sua política de qualidade e segurança alimentar fornecer frutas satisfazendo as necessidades de qualidade e segurança alimentar de clientes e consumidores.

A produção da Renar Maçãs é de cerca de 40.000 toneladas por ano, sendo as frutas das variedades Gala, Fuji, Imperial Gala, Royal Gala e Fuji Suprema. A colheita, que vai de janeiro a abril, atende ao mercado brasileiro durante o ano todo e o hemisfério norte no primeiro semestre do ano, quando é entressafra nessa região. Logo após a colheita, todas as frutas passam por um processo de resfriamento, no *Hidrocooler*, onde a temperatura da polpa da fruta baixa a cerca de 5°C, o que proporciona maior durabilidade.

A Renar comercializa sua produção através de três marcas diferentes: Renar, Refrai e Natura. Além da fruta fresca, a empresa também faz processamento de maçãs para a indústria alimentícia, congelando-as ou desidratando-as. Nesse segmento, ela possui clientes como Mac Donald`s, Ritter, Nutrimental, Cassineli.

Uma das principais preocupações da Renar, segundo a própria empresa, é com a qualidade. Por isso, se tornou uma empresa reconhecida e certificada pela Associação Brasileira dos Produtores de Maçãs (ABPM), o protocolo *Global Partnership for Safe and Sustainable Agriculture* (EurepGAP) e *Hazard Analysis and Critical Control Point* (HACCP), além de estar em processo para obtenção para o ISSO 9001 e ISSO 14001.

Devido à consolidação do histórico da Renar, ao abrir seu capital na Bovespa, a empresa optou por aderir ao Novo Mercado. Assim, ela se submeteu a garantir um mínimo de 25% de *free float* em suas ações, um *Tag Along* de 100%, emitiu somente ações ordinárias e, aderiu à Câmara de Arbitragem da Bovespa. Essas medidas, impostas por contrato, visam assegurar aos acionistas direitos iguais e transparência total. Assim, os investidores sentem mais confiança em investir na empresa, o que pode aumentar o interesse por suas ações.

A Renar possui ainda uma série de características que beneficiam a sua aceitação no mercado, como a auditoria de seus balanços, que é feita há 15 anos, seu Conselho Fiscal, atuante há seis anos, e o principal controlador, filho de um dos fundadores tem cargo apenas no Conselho de Administração, criado em 2004. Além disso, cerca de 40% de sua produção é destinada à exportação, principalmente para a Europa. Sua estratégia de aplicação do capital também foi atraente, visto que ela pretendia, em grande parte, estender suas parcerias e financiar outros produtores, o que leva ao crescimento da empresa sem imobilização de ativos em terras e gastos com produção.

Apesar do volume captado pela Renar ser pequeno, estando bem abaixo das recomendações de especialistas, sua entrada no mercado pode indicar, segundo Juliboni (2005), que a Bovespa está acessível a empresas de todos os portes. Essa política da Bovespa de valorizar a oferta de *small caps* no mercado se consolida ainda mais com o lançamento do Bovespa Mais, que negociará apenas papéis de empresas de pequeno porte. Assim, a possibilidade de ingresso de novas empresas do agronegócio na Bovespa se ampliará ainda mais.

Porém, o caso da Renar não obteve o resultado esperado, principalmente nos meses seguintes à abertura de seu capital. O insucesso inicial foi decorrente da baixa liquidez de seus papéis, devido ao tamanho da operação, do desempenho da empresa ter ficado abaixo do esperado, pela quebra na safra 2005 de maçãs, e da operação ter visado apenas pessoas físicas,

ou seja, a estratégia de negociação das ações estar focada exclusivamente em investidores individuais.

Esse último fator foi um dos mais relevantes, pois a direção da empresa pretendia oferecer uma opção de investimentos para indivíduos que pretendessem diversificar seus investimentos. Mas, como esse público é muito sensível às oscilações do mercado, ao menor sinal de queda das ações, eles procuram vender seus papéis rapidamente, acentuando a desvalorização dos títulos da empresa.

Já os investidores institucionais têm comportamento diferente, pois eles fazem investimentos de longo prazo, o que é bom para as empresas, que possuem uma fonte segura e duradoura de capital, e bom para as próprias instituições, que obtêm maiores lucros no longo prazo, já que o tempo de maturação de um investimento em ações de empresas menores é mais longo e seus lucros podem ser maiores, desde que as empresas sejam bem administradas e tenham bons relacionamentos com seus investidores.

Assim, a estratégia que a Renar estabeleceu, focando apenas pessoas físicas, é muito arriscada, e pode atrair muita especulação. Por outro lado, devido ao tamanho da operação, seria difícil atrair investidores institucionais, que fazem grandes lançamentos de uma única vez. Além disso, a saída de um grande investidor poderia acarretar em grande desvalorização dos títulos da empresa, devido à sua baixa liquidez.

Uma alternativa seria focar instituições de investimentos que, tradicionalmente, compõem suas carteiras com ações com títulos de empresas de menor porte. Assim, haveria maior segurança em se pulverizar o capital entre vários investidores, ao mesmo tempo em que o capital obtido seria de uma fonte de longo prazo, visto que a recomendação geral em se tratando de ações de empresas de menor porte é de que o retorno do investimento se dá no longo prazo.

Devido à estratégia incorreta de oferta de ações, e de outros problemas de natureza incontrolável, como a quebra na safra, o valor de mercado da Renar passou de R\$ 64 milhões, antes da abertura de capitais, para R\$ 41 milhões, dois meses depois. Esse fator é indicativo das incorreções na abertura de capitais já que, segundo Adachi e Mandl (2005), o sucesso de uma oferta inicial de ações pode ser medido pelo comportamento do papel nos dias, semanas e meses subsequentes, indicando se o preço de venda foi fixado corretamente, se a alocação dos papéis entre os diversos tipos de investidores foi acertada e se a empresa está entregando os resultados que prometeu.

4.2 Avipal

A Avipal iniciou suas atividades no ano de 1959, em Porto Alegre, Rio Grande do Sul, produzindo carne de frango, e começou sua expansão a partir da década de 1970. Sua experiência no mercado de capitais já dura desde 1985 e suas ações ganharam destaque na matéria “Barganhas na bolsa”, na revista Exame (Napolitano, 2005b), como umas das *small caps* mais bem cotadas nos últimos oito anos, com valorização de 312%, diante de uma variação de 200% do Índice Bovespa.

A Avipal é hoje uma das principais indústrias de alimentos do Brasil, atuando nos mercados de carne de frango, suínos, lácteos e grãos. Ela possui cerca de 10.000 funcionários, alocados principalmente em seus complexos industriais, unidades e centros de distribuição, localizados nos estados do Rio Grande do Sul, Mato Grosso do Sul, Bahia, Rio de Janeiro, São Paulo e Paraná, e possui uma rede de aproximadamente 27.000 produtores de leite e 2.800 integrados de frango e suínos.



Hoje, a Avipal possui 17 granjas, seis incubatórios, cinco fábricas de rações, quatro abatedouros de aves, cinco fábricas de produção de leite e derivados, oito centros de distribuição de leite e derivados, um abatedouro de suínos e uma unidade de embutidos. No segmento de carnes, ela está entre as três maiores produtoras, atuando tanto no mercado interno, quanto no externo. São abatidos em suas unidades, aproximadamente, 200 milhões de aves e 600 mil suínos por ano.

Para a avicultura, a Avipal importa as linhagens Ross e Isa, que apresentam alta produção, desempenho e rendimento de carcaça. Estas aves são submetidas a um rigoroso controle sanitário e isolamento. Os frangos são produzidos em granjas de parceiros criadores, que disponibilizam os aviários dentro das exigências de estrutura e equipamentos da empresa, da qual recebem as rações e assistência técnica.

As rações fornecidas são balanceadas, testadas em granjas de pesquisa e desenvolvidas por uma equipe de profissionais que utilizam tecnologia de ponta na produção de rações. Todo caminhão de grãos utilizado é analisado em suas características físicas em laboratórios próprios de controle de qualidade. Outros produtos utilizados nas rações ou na água de bebida, como vitaminas, desinfetantes, vacinas e antibióticos, também passam por testes de qualidade em laboratórios químicos próprios e terceirizados. Esses produtos são, então, administrados e testados em granja de pesquisa própria.

A suinocultura é uma atividade mais recente da empresa, tendo sido iniciada em 1996 e, hoje, processa 4.700 toneladas mensais, situando-se entre os oito maiores frigoríficos do Brasil. Desde 1997, a empresa traçou um plano de ação voltado para o desenvolvimento sustentável da suinocultura, através da implantação de parcerias com produtores rurais. A produção é realizada no sistema de múltiplos sítios, que consiste na produção seccionada em diferentes fases de criação, com acentuada especialização na mão-de-obra. A Avipal também tem desenvolvido pesquisas envolvendo o bem estar animal e seus reflexos na qualidade da carne.

No segmento de lácteos, a Avipal comercializa as marcas Elegê, Santa Rosa, Dobon e El Vaquero, sendo a maior empresa produtora de leite longa vida das Américas e uma das maiores produtoras nacionais de queijos. São processados cerca de um bilhão de litros de leite por ano, que abastecem, principalmente, o mercado brasileiro. Sua linha de produtos inclui leites longa vida, em pó e condensado, bem como queijos e outros derivados.

No setor de grãos, a Avipal, controladora da Granóleo, atua na industrialização e comercialização de soja e seus derivados e de milho, movimentando aproximadamente um milhão e duzentas mil toneladas de grãos ao ano, sendo a maior parte destinada a consumo próprio e o excedente para comercialização nos mercados interno e externo.

A Avipal procurou, ao longo do tempo, associar sua imagem à filantropia. Ela doa alimentos mensalmente para mais de 60 Instituições sociais, beneficiando mais de 5.700 pessoas. Em 2005, por exemplo, foram doados 87 mil litros de leite e 27 mil quilos de frango. O grupo lançou recentemente o Instituto Shan, com o intuito de dar oportunidade de inclusão social e solidariedade, buscando uma forma mais estratégica de praticar responsabilidade social.

Segundo a *home page* da própria empresa, ela possui como principais vantagens competitivas:

- Alta produtividade com foco em logística e distribuição;
- Baixos custos de ração e mão-de-obra;
- Excelência e qualidade de seus produtos;
- Marca forte – liderança no segmento de leite;
- Forte administração com resultados crescentes.

Diante dessas características da Avipal, e a grande perspectiva de crescimentos de alguns dos setores nos quais a empresa atua, há a tendência da empresa em manter sua atual estrutura, ou mesmo de expandir, mesmo que mais modestamente, seus negócios. A companhia também passou por um processo de reestruturação em 2004, com o auxílio de uma consultoria, para profissionalizar sua gestão, o que também pode contribuir para que sua imagem se torne mais positiva.

Uma característica da empresa que favorece a atração de investidores é sua transparência. Um importante exemplo disso é a *home page* da empresa, onde estão relatados, com detalhes, o histórico da companhia, suas estratégias, seu processo de reestruturação, seus Conselhos, etc. A clareza e a presteza com que são apresentadas as ações da empresa também chamam a atenção, visto que são relatadas informações como os diversos riscos aos quais os investidores estão sujeitos no mercado de capitais, incluindo aqueles inerentes, especificamente, aos títulos da Avipal.

5 Considerações Finais

O setor agrícola brasileiro é um dos que mais cresce atualmente no Brasil, tornando-se essencial na economia brasileira. Ele possui grande potencial de expansão, principalmente para suprir as demandas do mercado externo, o que faz com que sejam necessários grandes investimentos, não só no custeio da produção, mas também para ampliação e diversificação da produção.

Essa situação faz com que as empresas tenham que buscar diferentes alternativas de crédito, visto que as tradicionais, como o crédito agrícola, são insuficientes para financiar a produção e, principalmente, a expansão agrícola. Dessa forma, a abertura de capital de empresas desse setor desponta como uma alternativa interessante para captação de investimentos.

Porém, a abertura de capital não é um processo fácil, e exige que a empresa tenha um perfil adequado às exigências do mercado. É necessário que ela tenha um tamanho que proporcione liquidez aos seus títulos e atraia investidores institucionais, que siga rígidos padrões de transparência e que tenha uma história sólida e de crescimento, aumentando a confiança dos investidores. Essas condições fazem com que apenas um número limitado de empresas esteja apto a negociar seus papéis em bolsas de valores e pode desestimular a consideração dessa alternativa.

Os estudos de caso mostram, contudo, que mesmo empresas de menor porte podem conseguir ofertar seus títulos no mercado de capitais, tendo como principais premissas as boas práticas de governança corporativa e, principalmente, a adoção de elevados padrões de transparência. Dessa forma, mesmo que essa não seja a alternativa de financiamento para a grande maioria das empresas do agronegócio, há empresas com potencial para a abertura de capital que podem se beneficiar de seus benefícios.

Para elas, a principal recomendação é a adoção da transparência em todos os seus processos, não apenas durante e após a abertura de capital, mas antes desse processo, visto que essa medida favorece a imagem da empresa no mercado, tornando seus títulos mais atrativos, o que pode auxiliar na superação das possíveis limitações da organização.

Manter padrões elevados de transparência é uma boa estratégia para atrair investimentos, principalmente, nas empresas de menor porte, que necessitam de atrativos extras, devido à baixa liquidez de seus títulos. Assim, divulgar periodicamente e detalhadamente os resultados financeiros, manter eficientes Conselhos Administrativos e



realizar auditorias externas, divulgar as estratégias e objetivos da empresa, entre outros fatores, são medidas que resultam na maior transparência da companhia.

Além disso, ações de empresas de menor porte são consideradas investimentos de longo prazo, já que seus retornos não ocorrem no curto prazo, mas têm um tempo de maturação mais elevado. Por isso, é preciso paciência para se obter os retornos desejados em investimentos nesses títulos. Porém, ainda assim, são consideradas um bom negócio, já que as empresas que se enquadram nessa situação, e investem em boas práticas de governança corporativa, têm obtido bons resultados na bolsa de valores.

Referências bibliográficas

ADACHI, V.; MANDL, C. Grendene e Submarino decepcionam investidor. **Clipping do Ministério do Planejamento**, Brasília, 04 de maio de 2005. Disponível em: <<http://clipping.planejamento.go.br/NoticiasImpressao.asp?NOTCod=192091>>. Acesso em: 19 de fevereiro de 2006.

BRANDÃO, M. M.; BERNARDES, P. Governança Corporativa e o Conflito de Agência entre os Acionistas Majoritários e os Acionistas Minoritários no Sistema de Decisões Estratégicas das Corporações Brasileiras. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO; 29, 2005, Brasília. **ANAIS...** Brasília: ENAPAD, 2005. CD-ROM.

BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M. C. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2001. 1113 p.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 30 jun. 2002.

FOX, M. B. Challenges to Corporate Governance: Required Disclosure and Corporate Governance. **Law and Contemporary Problems**, v. 62, 1999, p. 113-127.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código brasileiro das melhores práticas de governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 12 fev. 2004.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Pesquisa sobre governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=2>>. Acesso em: 10 maio 2003.

JULIBONI, M. Estreantes na Bovespa adotam padrões de transparência. **Revista Exame**, 06 de agosto de 2004. Disponível em: <<http://portalexame.abril.com.br/>>. Acesso em: 19 de fevereiro de 2006.

LOPES, A.B. **A informação contábil e o Mercado de Capitais**. São Paulo: Pioneira, 2002.



MUNIZ, R. Abertura de capital exige perfil bem definido das empresas. **Revista Exame**, 11 de agosto de 2004. Disponível em: <<http://portalexame.abril.com.br/>>. Acesso em 19 de fevereiro de 2006.

NAPOLITANO, G. Abrir capital é para poucas. **Revista Exame**, ed.845, ano 39, n.12, 22 junho de 2005. p.100-102.

NAPOLITANO, G. Barganhas na bolsa. **Revista Exame**, ed.854, ano 39, n.21, 26 outubro de 2005. p.118-121.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. **White Paper on Corporate Governance in Latin America**. Disponível em: <<http://www.oecd.org>>, 2003, p. 20-24.

PORTAL RADAR. Empresas do setor agro crescem na bolsa. **Portal Radar**, 22 de dezembro de 2005. Disponível em: <www.portalradar.com.br>. Acesso em 19 de fevereiro de 2006.

RACHMAN, N. M. **O princípio do Full Disclosure no Mercado de Capitais**. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial), São Paulo, Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 1999.

SOUZA, P R. E. de B. **Análise do Atual Estágio do Disclosure das Companhias Abertas no Mercado de Capitais Brasileiros e Contribuições para o seu Aprimoramento**. Dissertação (Mestrado), São Paulo, Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo, 1995.

STEINBERG, H. **A dimensão humana da governança corporativa: pessoas criam as melhores e piores práticas**. São Paulo: Gente, 2003.