

Cremer S.A.: análise de transferência de controle com participação de fundos de *Private Equity*

Julio Cesar Cuter*

Resumo

O presente trabalho utilizou uma empresa fundada em 1935 para demonstrar a importância da manutenção de uma estrutura adequada de capital, e, simultaneamente, mostrar a atuação de um fundo de investimento na modalidade de *Private Equity*. O caso Cremer se mostra relevante como ferramenta de análise por representar de forma aproximada a evolução recente dos fundos de participações no mercado brasileiro, apesar de possibilitar grande flexibilidade. Uma característica dominante das aplicações no país foi a maturidade das empresas que receberam aportes. Buscou-se, ainda, demonstrar que a atuação dos novos acionistas aprofundou a gestão profissional da companhia. Ao final do ciclo, aproveitando-se de um momento excepcionalmente favorável, e após ter fechado o capital da Cremer em 2004, os fundos voltam ao mercado acionário em 2007. A operação foi realizada de forma mista, proporcionando saída na participação dos fundos de *Private Equity* na operação secundária, resultando em um negócio rentável para os vendedores e bom para a empresa, que voltou a captar recursos para futuros

* Mestre em Economia Política pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo; professor do Centro Universitário Senac – SP; Av. Engenheiro Eusébio Stevaux, 823, Santo Amaro – São Paulo; 04696-000; julio.ccuter@sp.senac.br

investimentos, fortalecendo ainda mais sua estrutura de capital na emissão primária.

Palavras-chave: Cremer. *Private Equity*. Estrutura de capital.

1 INTRODUÇÃO

A aplicação de fundos de participações em companhias é um mecanismo importante para o financiamento das empresas e possibilita a diversificação dos investimentos por parte, principalmente, dos fundos de pensão, fundos de investimentos e instituições financeiras. Como resultado, observa-se o fortalecimento da relação entre empresa investida com os diferentes *stakeholders*, com uma tendência de solidificar a administração profissional.

Os fundos de *Private Equity* (PE) são instrumentos de participação societária que geralmente realizam investimentos minoritários; existe uma grande variedade de fundos, basicamente se diferenciando pela característica de seus aportes nas empresas investidas. Vale lembrar, conforme Bierman Junior (2003), que os termos PE e *Venture Capital* (VC) são utilizados de maneira livre, no entanto, sempre como possibilidade de compor o lado do passivo/patrimônio líquido das companhias investidas.

Os setores de atuação e o grau de maturidade das companhias também apresentam grande diversidade, segundo Sonoda (2008). Entre as 98 operações de abertura de capital, *Initial Public Offering* (IPO), na Bolsa de Valores de São Paulo entre 2004 e 2007, 36 contavam com a venda de participação de fundos VC/PE; o grupo mais comum foi o de empresas maduras, que no período representaram 44,4% dos casos.

Considerando, conforme Chibeni (2008), que a investigação científica é moldável e deve, de alguma forma, apoiar-se na experiência, selecionamos um investimento realizado em uma empresa madura e de capital aberto. O objetivo foi demonstrar como o aporte de um veículo de PE se efetivou, com as suas etapas, inclusive a reestruturação financeira e as suas concomitantes mudanças na estrutura de capital.

O presente estudo adotou a sequência mais usual para esse tipo de trabalho, conforme Lima (2003), com o registro da situação organizacional com os fatos que a circundam, contendo uma cronologia e informações sobre o mercado. Ainda, segundo o autor, a análise de caso, consiste em selecionar, apresentar e organizar questões centrais de um fato, estabelecendo prós e contras; buscou-se uma análise completa, inclusive, envolvendo o entorno.

A Cremer S.A. é um exemplo da forma de atuação de um fundo PE, com seu ciclo de investimento já finalizado, sendo uma das 36 empresas que utiliza-

vam o mercado acionário para oferecer saída aos investimentos realizados por fundos VC/PE. A empresa de capital nacional é fabricante de produtos médico-hospitalares e iniciou suas operações em 1935. Entre 2003 e 2004 passou por uma reestruturação financeira e societária que levou ao fechamento de seu capital, e, ao finalizar o processo, retornou ao mercado de capitais na onda de operações ocorridas no mercado brasileiro entre 2005 e 2007.

Nasceu com modelo apoiado em sócios estratégicos, figurou como empresa de capital aberto entre 1972 e 2004. No ano de 2003 a empresa e os controladores iniciaram as negociações para transferir controle com importante participação dos fundos de PE da *Merrill Lynch* (ML), a empresa apresentava grande endividamento. A operação pode ser caracterizada, conforme Camargos e Barbosa (2003), como uma operação amigável de tomada de controle, *friendly takeover*, seguida de um fechamento de capital.

A proposta do trabalho foi demonstrar a atuação de um PE no Brasil, utilizando a Cremer como pano de fundo. O ciclo de investimento na empresa está completo, sendo possível demonstrar a modificação societária e profissionalização da gestão, ponto este destacado na literatura em relação à atuação desse tipo de fundo. Será possível, ainda, inferir sobre os resultados da operação.

2 CONSIDERAÇÕES SOBRE ESTRUTURA DE CAPITAL NO BRASIL

A estrutura de capital é uma das áreas mais estudadas e controvertidas na administração financeira. Argumenta-se que a estrutura de capital de uma empresa é incapaz de afetar o seu valor de mercado (MODIGLIANI; MILLER, 1958). Por outro lado, o caráter decisivo na vida das empresas, conforme Famá e Grava (2000), tem se refletido em um grande interesse por pesquisas no tema, ainda que não sejam conclusivas.

Para o Brasil, esperam-se problemas acima do padrão internacional devido à ineficiência do mercado, com uma relação negativa constatada entre rentabilidade e endividamento, indicando que o teorema não se concretiza; sendo, portanto, relevante a decisão sobre a estrutura de capital para o mercado brasileiro (BRITO; LIMA, 2005).

Segundo Cintra e Cagnin (2007), o mercado internacional, em especial a economia americana, viveu após 1979 um período de expansão. Esse movimento levou à modernização e ao forte ajuste de todo sistema financeiro, com destaque à institucionalização da poupança, securitização de ativos e recebíveis, administração de riscos e desenvolvimento dos fundos de VC/PE (ROCCA, 2004).

Após um período fora do circuito financeiro internacional, no início dos anos 1990, o Brasil começou a se reapresentar nas transações financeiras internacionais, contígua à estabilização da moeda iniciada em 1994. Essa reaproximação é, em grande medida, creditada aos movimentos genericamente denominados de globalização, e representou, no final do século XX, aprofundamento das relações no setor financeiro, refletindo nos produtos, práticas e estruturas.

Pode-se creditar o atraso da utilização mais intensa de fundos de participação no Brasil às condições gerais da economia brasileira, sobretudo se considerarmos, conforme Contador e Mello (2003), os problemas enfrentados pelo sistema bancário brasileiro para conceder crédito de longo prazo. As dificuldades de acesso ao crédito por parte de empresas novas e/ou envolvidas em atividades de baixo volume de ativos tangíveis e fundos de VC/PE se tornam uma alternativa para companhias brasileiras com boas perspectivas econômicas, considerando as condições macroeconômicas.

Segundo Meirelles, Pimenta Júnior e Rebelatto (2008), a recente trajetória da taxa de juros e o aumento da confiança na economia brasileira devem impulsionar o setor VC/PE, visto que uma parcela significativa do capital empregado no Brasil é de origem internacional.

Adicionalmente, a pujança do mercado bursátil é importante para esse tipo de operação. Como o mercado acionário brasileiro também enfrentava problemas, considerando a instabilidade econômica pré-estabilização, o setor encarava mais essa dificuldade para se desenvolver.

2.1 A INDÚSTRIA DE *VENTURE CAPITAL* E *PRIVATE EQUITY*

As dificuldades de acesso a recursos no mercado financeiro formal por parte de empresas tornam o capital dos próprios empreendedores fonte principal de recurso. O acesso a fontes de financiamento adequadas, em custos e prazos, é vital para o desenvolvimento econômico, viabilizando o desenvolvimento de inovações originadas em universidades e centros de pesquisa (MORAIS, 2007).

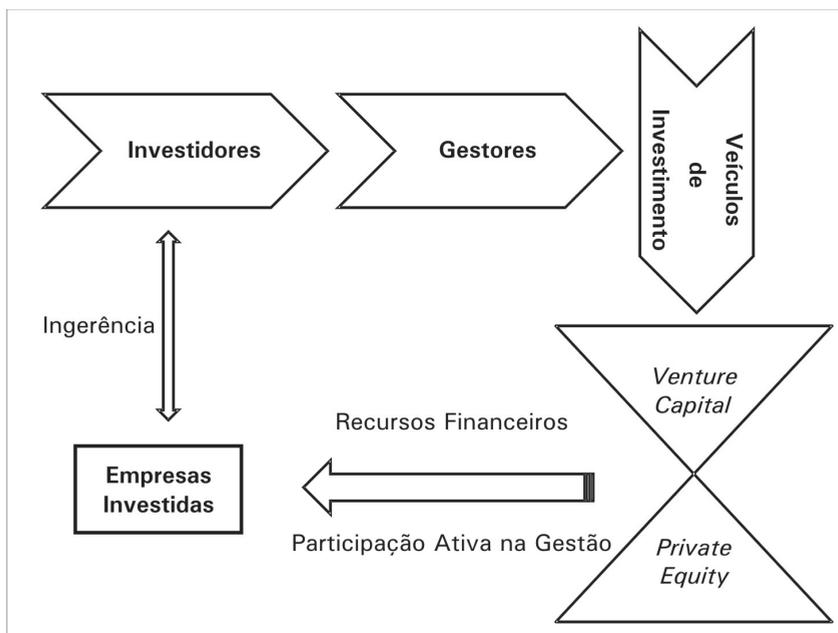
Cavalcante Filho e Misumi (2001) destacam que o objetivo dos fundos VC/PE é capitalizar as empresas, para, por meio da promoção de uma estratégia de crescimento, possibilitar o aumento da rentabilidade, valorizar as ações e vender com lucro a participação. Em outras palavras, essa forma de investimento associa-se a vários tipos de operações, mas como sócio, compartilha o risco, possibilitando recursos em condições que não fragilizem os receptores dos recursos.

A origem da indústria de VC/PE, principalmente do setor de VC, ocorreu com a criação da *Reconstruction Finance Corporation*, que tinha como objetivo básico encorajar pequenas empresas em meio à crise que sucedeu o colapso de

1929 (SÁ, 1994). Conforme Morais (2007), o Programa *Small Business Investment Company* (SBIC), criado pelo governo dos Estados Unidos, em 1958, foi um importante marco para o setor.

Entretanto, é com o grande ciclo de institucionalização da poupança que se inicia em 1960, ampliando-se no final da década de 1970 e princípio dos anos 1980, contando com os recursos aportados pelos fundos de pensão, que a indústria de VC avança (RIBEIRO, 2005). Conforme Sá (1994), esse avanço também foi acompanhado de modificações importantes na legislação para o setor.

Os fundos VC/PE são veículos de mobilização de recursos captados predominantemente por investidores institucionais (ROCCA, 2004). Os investidores institucionais são investimentos coletivos que representam fundos de pensão e entidades de previdência complementar, fundos de investimentos, companhias de seguros e capitalização e companhias de investimentos (CAVALCANTE FILHO; MISUMI, 2001). Com uma colocação restrita a esses participantes, essa forma de capital oferece uma vasta possibilidade de modalidades. Não cabe, contudo, a confusão de que é simples obter recursos nesse tipo de operação (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002).



Esquema 1: Participantes da indústria de VC/PE

Fonte: adaptado de Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006).

A dificuldade de captar recursos desse tipo de fundo reside no processo de análise no qual o investimento é submetido. Esse processo está fora do escopo do presente trabalho, contudo, faz-se necessário o esclarecimento de que os investimentos buscam elevado retorno de longo prazo. Para tanto, realizam uma ampla análise da empresa, setor e perspectivas, inclusive do mercado, no momento de sair do investimento.

Segundo Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006), a indústria de VC/PE é composta por quatro participantes: organizações gestoras, veículos de investimentos, investidores e empresas investidas, conforme o Esquema 1. A maior parte dos veículos exige aportes de capital mínimos no início, contudo, os aportes são flexíveis se compatibilizados com os investimentos, que ficam a cargo dos gestores (RIBEIRO, 2005).

Nota-se uma governança por parte dos investidores sobre os gestores e os veículos. O grau de liberdade oferecido aos gestores varia consideravelmente, com tendência de ser menor em países com conflitos e imperfeições maiores no sistema financeiro, como o Brasil. Contudo, conforme demonstrado no Esquema 1, os investidores não interferem nas empresas investidas, papel que é de responsabilidade dos gestores.

Os gestores procuram sempre empresas com grande potencial de valorização, e os investimentos são realizados por prazos longos, mas limitados. Nos Estados Unidos, os prazos dos veículos ficam entre sete e dez anos de duração (RIBEIRO, 2005). As operações no mercado brasileiro seguem a mesma tendência de prazo; segundo Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006), o histórico em rentabilidade é bom. A Tabela 1 demonstra algumas empresas com ciclo completo e que realizaram IPO na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) no período recente.

Tabela 1: Rentabilidade de operações VC/PE no Brasil

Companhia	Investimento em USD milhões	Tempo estimado até a saída	Taxa estimada de retorno em USD	Retorno em CDI no período em USD
Equatorial	11	2 anos	481%	86%
Gol	26	1 ano	242%	10%
Totvs	16	Menos de 1 ano	199%	41%
Dasa	100	5 anos	40%	64%
Submarino	83	6 anos	38%	83%
Localiza	49	8 anos	9%	105%

Fonte: adaptado de Sister (2008).

Para Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006), outra marca da indústria de VC/PE são as diferentes formas de operar com várias modalidades, inclusive

quanto ao empenho e comprometimento de capital. A versatilidade do setor é sua principal marca, utilizando variadas formas de estruturar os veículos em prazos, aporte e resgate.

Considerando as dificuldades que os administradores encontram para gerenciar a estrutura de capital no Brasil, a flexibilidade que o VC/PE disponibiliza se transforma em uma ferramenta importante para todos os tipos de companhia. Outro benefício esperado dos investimentos da indústria de VC/PE é uma substancial melhora na gestão das empresas investidas, sendo importante para os responsáveis pelos veículos assumirem papéis nessas empresas, quer na indicação de nomes para o Conselho de Administração, quer na indicação direta de executivos em cargos-chave.

Como afirmado anteriormente, as empresas objeto de investimento de fundos VC/PE, em suas diferentes formas, buscam possibilidades de elevados ganhos, associados a grandes riscos e a boas possibilidades de crescimento. O crescimento implica, conforme Mizumoto e Machado Filho (2007), um processo de delegação e ampliação das funções de controle por parte dos gestores. Os autores apontam, ainda, que a participação de empresas financeiras no desenvolvimento das companhias norte-americanas implicou um desenvolvimento da Governança Corporativa.

Conforme Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006), a maioria das empresas investidas pelos veículos conta com participantes dos fundos investidores no Conselho de Administração, e estes atuam desenvolvendo a Governança Corporativa. A melhoria, segundo Correia e Amaral (2006), ocorre devido a melhores práticas e relacionamentos entre os diferentes *stakeholders* que coexistem em uma organização.

Conforme Cuter (2007), a tendência no mercado brasileiro de capitais vem em consonância com essa vocação, refletindo exigências dos investidores institucionais, baseando-se nos desinvestimentos realizados pelos VC/PE, que aproveitaram o bom momento da bolsa para realizar operações de IPO. Após a abertura, as empresas tendem a manter uma gestão moderna e com relações estreitas no mercado, característica endossada por operações cursadas no Novo Mercado, segmento de listagem diferenciado da Bovespa, garantindo melhores práticas de Governança Corporativa, mesmo após a saída dos fundos.

2.2 CARACTERÍSTICAS GERAIS DA INDÚSTRIA BRASILEIRA DE *PRIVATE EQUITY*

A origem das operações desses veículos de investimento no Brasil recai sobre o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). A experiência do BNDES no setor começou, ainda, em 1974, com a criação

de subsidiárias para explorar o segmento. Em 1982 fortaleceu-se a estrutura integrando essas atividades na BNDES Participações (BNDESPAR) (MEIRELLES; PIMENTA JÚNIOR; REBELATTO, 2008).

Atualmente, a indústria de PE conta com 71 organizações gestoras com escritórios em território nacional e com 306 empresas no portfólio. A primeira gestora do tipo surgiu no Brasil em 1981, no entanto, o setor cresce substancialmente após 2000.

Apesar de jovem, o setor já apresenta um histórico de resultados, com retornos superiores a 200% anuais, com taxa média entre 22% e 40% ao ano em dólar (CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006). Resultado atribuído à qualidade dos gestores, aos critérios de seleção e às excelentes oportunidades oferecidas pela dinâmica da economia brasileira.

Os investimentos do setor em nossa economia estão distribuídos da seguinte forma: eletrônica e informática, com 30% do capital empenhado, telecomunicações, com 9%, biotecnologia, 3% e o saldo restante aparece pulverizado em outros setores da economia (CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006).

Sonoda (2008) destaca que das 98 operações de IPO na Bovespa entre 2004 e 2007, 36 contavam com a venda de participação de fundos VC/PE. Após o forte crescimento no início dos anos 2000, os fundos de participação ajudam a impulsionar o mercado acionário com suas operações de desinvestimento, e, conforme já apresentado, utilizam-se do mais alto nível de transparência para o mercado brasileiro.

A qualificação dos profissionais envolvidos na gestão dos recursos é outro diferencial, sendo 98% com nível superior e quase 59% dos profissionais com formação em doutorado, mestrado, MBA ou LLM. A formação principal é de Administradores de Empresas (52%) e Economistas (21%), atuando principalmente na área financeira e de auditoria (36%) (CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006).

Assim como em outras localidades, os fundos VC/PE, no Brasil, têm como principais investidores os fundos de pensão. Em seguida, são fomentados por grupos empresariais e bancos (MEIRELLES; PIMENTA JÚNIOR; REBELATTO, 2008). No caso brasileiro, é importante atentar-se para a participação de estrangeiros, investidores institucionais ou não, que percebem no país uma possibilidade de diversificar seu portfólio.

Os estágios de financiamento no ciclo de vida da empresa são divididos em cinco fases, separadas por eixos verticais: empresa semente (*seed*), envolvendo a concepção, desenho e pesquisas do produto; fase pré-operacional (*start-up*); crescimento inicial (*early stage*); expansão da produção (*expansion stage*) e consolidação e amadurecimento (*later stage*) (MORAIS, 2007). Nessa modalidade, as operações se concentram nas duas primeiras etapas.

Os fundos de PE também podem ser subdivididos em algumas modalidades diferentes: estágios avançados (*late stage*), aporte de capital em empresas

que já atingiram um estágio com fluxo de caixa positivo; financiamento de aquisições (*acquisition finance*): capital para adquirir outras companhias; tomada de controle pelos executivos (MBO/I para *management buyout/in*): capital para financiar a equipe de gestores a adquirir o controle da empresa; estágio pré-emissão (*bridge finance*): aporte para possibilitar a reestruturação societária para em um futuro breve realizar um IPO; mezanino: investimento por meio de dívida subordinada em companhias com estágios avançados do desenvolvimento e *Private Investment in Public Equity* (PIPE), um estágio à parte da indústria de PE, por representar a aquisição de capital acionário de empresas já listadas em bolsa (CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 ESTUDO DE CASO

O trabalho se caracteriza como um estudo de caso. Conforme Neves (1996), é uma das formas de estudos qualitativos em administração de empresas. Adotou-se como método a ênfase descritiva, com base na ideia de Chibeni (2008) de que a investigação científica é moldável e deve de alguma forma apoiar-se na experiência. Para a construção do estudo, foram utilizados alguns elementos quantitativos.

Castro (2006) argumenta que em um estudo de caso não é o caso em si que desperta interesse, mas a possibilidade de generalizar o que ele sugere. Conforme foi abordado, o mercado de VC/PE vem crescendo e foi selecionada uma empresa com informações disponíveis ao longo de todo o ciclo de investimento, por ser, ainda antes do aporte, de capital aberto.

O presente estudo adotou a sequência mais usual para esse tipo de trabalho, com o registro da situação organizacional com os fatos que a circundam, contendo uma cronologia e informações sobre o mercado (LIMA, 2003). A relevância do estudo de caso como método se eleva quando há a necessidade de se aprofundar sobre um tema bem definido. Nesse caso, como os fundos de PE ainda carecem de maior quantidade de pesquisas, acredita-se ser relevante a mecânica ora apresentada.

O investimento selecionado foi realizado em uma empresa madura, de capital aberto e nacional, com o objetivo de demonstrar como o aporte de um veículo de PE se efetivou, nas suas etapas, inclusive a reestruturação financeira e as suas concomitantes mudanças na estrutura de capital.

4 CREMER S.A.

A Cremer tem por objeto a exploração da indústria e do comércio de produtos têxteis (tecidos e não tecidos), cirúrgicos, hospitalares, adesivos cirúrgicos e industriais, cosméticos, perfumaria, higiene pessoal, bem como a exportação e importação de produtos congêneres (CREMER, 2007).

A empresa é, atualmente, a maior fabricante brasileira de produtos têxteis médico-hospitalares, inaugurada em 1935 na cidade de Blumenau, SC. Nasceu com modelo apoiado em sócios estratégicos, contando com investidores locais e médicos na composição acionária inicial, mas sofreu com o processo de aumento do endividamento ao longo dos anos 1990.

A companhia teve ações listadas em bolsa até 2004, ano que teve seu controle adquirido por fundos de investimentos da *Merrill Lynch* (ML), que optaram por fechar seu capital em um primeiro momento, para, em 2007, voltar a abri-lo, conforme o Organograma 1. A operação envolveu dois veículos de PE da ML, e objetivou, inicialmente, com os aportes de capital, equilibrar a composição de recursos próprios e de terceiros na companhia (Tabela 2). Como é comum nesse tipo de operação, envolveu também um processo de profissionalização da administração da companhia.

1935	Fundação da Cremer em 30 de março
1970	Implantação da divisão de adesivos (produção de esparadrapos)
1974	Inauguração da Plásticos Cremer S.A.
1980	Início da divisão de adesivos industriais
1996	Certificação pelo BVQI da ISO 9002
1997	Início de gestão profissional e reestruturação do processo de produção
2004	Aquisição de controle acionário pela <i>Merrill Lynch</i> e fechamento de capital
2007	Realização do IPO na Bolsa de Valores de São Paulo

Quadro 1: Datas históricas Cremer S.A.

Fonte: Disponível em: <<http://www.cremer.com.br>>.

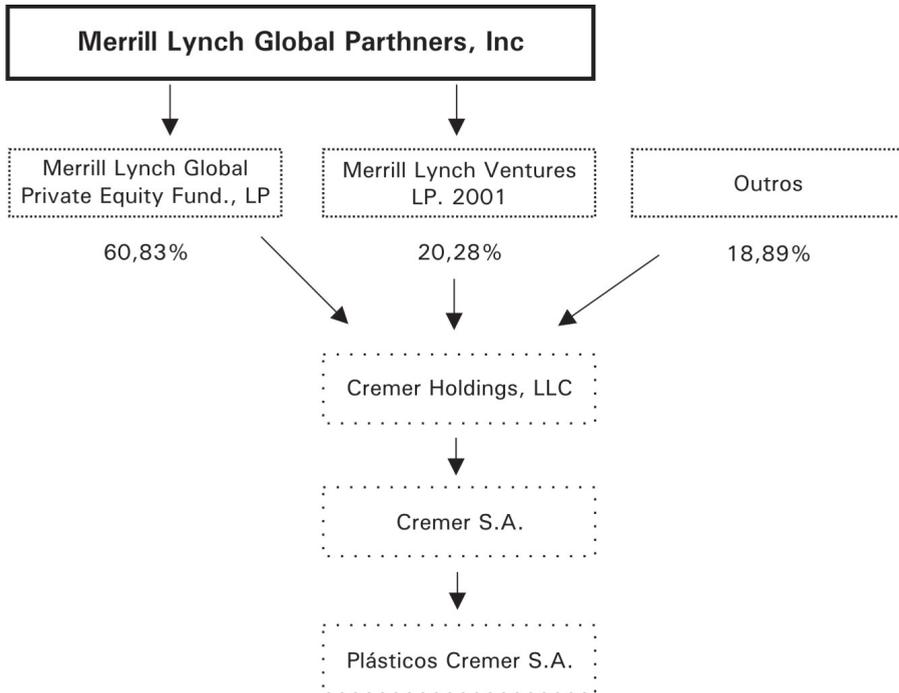
Além da atividade principal de fabricação de produtos têxteis, a companhia atua em diferentes segmentos, destacando-se a comercialização de produtos de terceiros, ramo que ganhou força com a profissionalização da gestão praticada a partir da intervenção dos fundos de PE. A diversificação se destinou a elevar o valor médio de venda, aumentando o leque de produtos comercializados, com o conseqüente incremento do número de clientes e da receita, conforme é possível observar na Tabela 2.

As primeiras iniciativas de ampliação do número de produtos remontam a 1997, momento em que a companhia iniciou o processo de modernização de sua administração e se reestruturou societariamente, na tentativa de superar uma longa crise. Com o advento dos fundos de PE, esse processo se intensificou inclusive pela melhor condição financeira, proporcionada pela nova estrutura de capital e melhor relacionamento de todos os *stakeholders*.

4.1 REESTRUTURAÇÃO, INVESTIMENTO E FECHAMENTO DE CAPITAL

Em 27 de junho de 2003 a empresa divulgou um fato relevante, informando a celebração de uma proposta firme entre acionistas minoritários representados pela Bradesco *Templeton Asset Management Ltda*, totalizando 16,15% do capital da companhia, para que a *Merrill Lynch Global Partners, Inc.* (MLGP) adquirisse as referidas participações (CREMER, 2003c).

Esse foi o primeiro passo para a transferência do controle da companhia para a MLGP, uma vez que reunia, aproximadamente, 35% dos minoritários em uma proposta para aquisição em um futuro leilão na Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA), que objetivava fechar o capital da companhia.



Organograma 1: Estrutura societária no momento da abertura de capital em 26 de abril de 2007
 Fonte: Cremer (2007).

Em 19 de dezembro de 2003, a empresa divulgou novo fato relevante, conforme estabelece instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) n. 358, comunicando que os acionistas controladores celebraram um contrato com a MLGP para alienação do controle da companhia (CREMER, 2003b).

O contrato previa como etapa preparatória a reestruturação societária, criando a Cremer Participações S.A., que passaria a ser detentora do controle direto da Cremer S.A. e indireto da Cremer Plásticos S.A. Em uma segunda etapa, as ações da Cremer Participações S.A. foram transferidas para uma nova companhia, a Cremer *Holdings*. Esta passou a ser controlada pela *Merrill Lynch Private Equity* (MLGPE), braço de investimentos em PE da *Merrill Lynch*, inicialmente com 67,7% do capital votante. Terminado o processo de reestruturação, o veículo passou a deter aproximadamente 81% do total de ações da *Holding*, conforme o Organograma 1.

O total investido pela MLGPE na companhia foi de R\$ 102 milhões. A nova estrutura manteve, ainda, como sócios minoritários, os antigos controladores, estes sem realizar qualquer aporte de recursos, passando a minoritários pela diluição de sua participação em razão dos recursos novos aportados na reestruturação.

Em 26 de março de 2004, a MLGP, conforme previsto no fato de 19 de dezembro de 2003, comunicou a OPA a ser realizado em 26 de abril de 2004, para fechamento do capital da companhia e posterior cancelamento de registro de companhia aberta na CVM (CREMER, 2003a).

O valor implícito pago aos acionistas controladores na operação de reestruturação foi de R\$ 60,00 por lote de mil ações. Para a realização do OPA, foram oferecidas duas possibilidades aos acionistas que detinham ações em circulação, o mesmo valor nas condições especificadas em Cremer (2003a), ou o valor de R\$ 48,00 por lote de mil ações quando da liquidação do leilão. Em 26 de abril de 2004 foi realizado o leilão, e a companhia teve autorização para encerrar o registro de empresa de capital aberto.

4.2 O DESINVESTIMENTO E A ABERTURA DE CAPITAL

Os veículos de investimento devem realizar um esforço para girar sua carteira de investimento em um prazo preestabelecido. Assim, desde a primeira análise do investimento a ser realizado, deve-se discutir a forma de viabilizar a saída com os demais sócios, evitando conflitos no momento derradeiro. Quando o mercado de valores mobiliários permitir essa opção, sempre é a mais indicada, porque possibilita inclusive nova captação simultânea de recursos por parte da empresa (SÁ, 1994). A Cremer utiliza-se desse instrumento aproveitando-se de um movimento iniciado em 2004, conforme aponta Cuter (2007), com um crescente número de operações com grande participação de capital estrangeiro nas emissões.

Conforme Ribeiro e Almeida (2005), não sendo possível a realização de um IPO, restam ainda três opções: venda estratégica (transferência privada da empresa), o que representa a maior parte das operações, normalmente o comprador é um grupo empresarial com atividade semelhante ou complementar; recompra pelos acionistas ou empresa da participação detida pelo veículo e venda a terceiros apenas da participação detida pelo fundo VC/PE.

A MLGPE se aproveita de um momento favorável no mercado bursátil e de forte movimento de operações iniciais para realizar sua saída, aproximadamente após quatro anos dos primeiros aportes na companhia.

A Cremer realizou um IPO com definição dos parâmetros em 26 de abril de 2007, com início de negociação das ações em 2 de maio do mesmo ano. A operação proporcionou captar um montante de R\$ 199,5 milhões na oferta primária, melhorando a disponibilidade financeira da empresa, e R\$ 283 milhões na oferta secundária. Essa segunda parcela ofereceu saída ao investimento realizado pela MLGPE.

Os fundos a fim de garantir um processo mais tranquilo de transição para um novo modelo de capital pulverizado, sem um controlador, permaneceram com uma participação mínima, assegurando posições na diretoria e conselho de administração, conforme Cremer (2007). Ao final do processo de venda da participação da MLGPE e de outros acionistas, a empresa ficou com capital difuso, ou seja, sem acionista controlador.

Tabela 2: Informações Extraídas das Demonstrações Financeiras Padronizadas da Cremer de 2001 a 2008

Ano	Receita Bruta de Vendas (R\$ milhões)	Lucro/Prejuízo (R\$ mil)	Dívidas de Curto Prazo (R\$ milhões)	Patrimônio Líquido (R\$ milhões)
2001	149,9	(496)	13.486	18.919
2002	163,4	(30.539)	11.086	(11.620)
2003	179,3	3.922	10.445	(7.698)
2004	212,2	13.530	4.830	174.315
2005	262,1	1.312	5.433	110.828
2006	309,5	4.182	6.074	112.140
2007	356,5	(4.627)	4.287	322.852
2008	431,4	28.359	7.193	310.705

Fonte: Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>.

Considerando apenas a participação direta da MLGPE de aproximadamente 81% da venda na colocação secundária no IPO da Cremer, conclui-se que os veículos arrecadaram aproximadamente R\$ 230 milhões.

A operação dos fundos começou a ser estudada em 2001, mas considerando o aporte feito em abril de 2004 e a saída em abril de 2007, tem-se uma operação de quatro anos com rentabilidade em reais de, aproximadamente, 125%. O resultado valida a afirmação de Siqueira (2008), de que a Cremer é um exemplo de investimento PE e saída via mercado de capitais bem-sucedido.

A Tabela 2 demonstra a modificação na estrutura de capital da companhia, nos dois momentos cruciais da participação da MLGPE, no momento da sua entrada e no momento do desinvestimento, proporcionando uma melhora na estrutura de capital da Cremer, inclusive destacando a importância dessa reestruturação no prospecto da oferta de ação.

Tabela 3: Índices Financeiros Selecionados da Cremer 2001 a 2008

Ano	Índice de Endividamento	Índice de Liquidez Corrente
2001	0,86	0,26
2002	1,09	0,25
2003	1,06	0,20
2004	0,26	1,61
2005	0,51	1,88
2006	0,50	2,46
2007	0,17	7,26
2008	0,14	6,49

Fonte: adaptado de <<http://www.cvm.gov.br>>.

A trajetória de crescimento da receita bruta também se modifica após a participação dos veículos de PE, ampliando o crescimento a partir de 2004, conforme comentado anteriormente com a ampliação da comercialização de produtos de terceiros. Ainda com base nos dados da Tabela 2, observa-se que a rentabilidade no período não apresenta um caminho consistente de crescimento.

Ainda que o objetivo deste trabalho não seja a avaliação do desempenho da empresa, mostra-se relevante, principalmente, considerando a modificação da estrutura de capital, demonstrar por meio da apresentação de dois índices (Tabela 3), a dimensão da evolução. Conforme Ross, Westerfield e Jaffe (2002), os índices servem para sintetizar as condições de liquidez e alavancagem financeira.

A análise por índices requer alguns cuidados, conforme Gitman (2002). É necessário interpretar o resultado em uma avaliação vertical e/ou horizontal. Optou-se por realizar a avaliação em uma série temporal, compreendendo o período anterior ao aporte do fundo na empresa, portanto, antes do OPA, estendendo até 2008, utilizando as Demonstrações Financeiras Padronizadas exigidas pela Legislação Brasileira.

Os números demonstram claramente uma mudança de patamar na entrada da MLGPE em 2004, com queda no indicador de endividamento e aumento de liquidez. Posteriormente, com o desinvestimento via IPO em 2007, com emissão primária, a companhia melhora ainda mais seus dois indicadores.

5 CONCLUSÃO

O trabalho é relevante para a administração considerando a escassez de estudos sobre as formas de atuação dos fundos de VC/PE no Brasil, atuação

que deve crescer e se mostrar cada vez mais significativa para os profissionais da área financeira, principalmente em relação às características do mercado de crédito no Brasil e à crescente modernização do mercado de capitais.

A operação realizada pela MLGPE na Cremer, com seu perfil de empresa madura, portanto pertencente ao maior grupo de operações já finalizadas pelos fundos de VC/PE no período recente via IPO, torna o estudo atraente. Adicionalmente, a rentabilidade da operação a qualifica como um bom exemplo de sucesso. Esses elementos agrupados validam o caso como útil para todos os interessados em conhecer mais esse modo de operação.

O estudo demonstra um investimento de um fundo PE com recursos estrangeiros, buscando reequilibrar as fontes de capital de uma empresa nacional, discutindo o quanto é importante para a saúde de uma empresa o acesso ao mercado financeiro com fontes apropriadas de recursos, possibilitando seus projetos de investimento; validam-se alguns estudos anteriores, demonstrando que, no Brasil, a estrutura de capital é relevante.

A operação dos fundos consolidou a gestão profissional na empresa. Como consequência, deve-se esperar que, em longo prazo, a companhia e toda a sociedade se beneficiem das melhores práticas e decisões.

Por fim, destaca-se como tema que tangencia esta pesquisa e merece uma reflexão, a importância de um mercado de capitais ativo e amplo, possibilitando espaço para que empresas busquem recursos, ampliando o relacionamento com os diferentes *stakeholders*, possibilitando o amadurecimento de companhias.

Friendly takeover using a fund Private Equity: Cremer S.A.

Abstract

This paper uses a company founded in 1935 to show the importance of maintaining an appropriate capital structure and simultaneously demonstrate the performance of an investment fund in the form of Private Equity. The Cremer case's is relevant as a tool by representing the recent activity mutual fund shares on the Brazilian market, while allowing great flexibility. A dominant feature of the applications in the country was the maturity of the companies receiving money. We tried to also demonstrate that investments carry a deep professional management in company. At the end, taking advantage of an exceptionally good time and after closing the capital in 2004, the Cremer returns to the stock market in 2007, the operation was performed in mixed form, with output in the funds, and new resource capitation for the company.

Keywords: Cremer. Private Equity. Capital structure.

REFERÊNCIAS

BIERMAN JUNIOR, Harold. **Private Equity**: transforming public stock to create value. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2003. 196 p.

BRITO, R. D.; LIMA, M. R. A escolha da estrutura de capital sob fraca garantia legal: o caso do Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 59, n. 2, p. 177-207, abr./jun. 2005.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Fusões, aquisições e takeovers: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 10, n. 2, p. 17-38, abr./jun. 2003.

CARVALHO, A. G.; RIBEIRO, L.; FURTADO, C. V. **A indústria de private equity e venture capital**: primeiro censo brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2006. 134 p.

CASTRO, C. M. **A prática da pesquisa**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2006. 190 p.

CAVALCANTE FILHO, F. S.; MISUMI, J. Y. Mercado de Capitais. São Paulo: Campus, 2001. 222 p.

CHIBENI, S. S. Algumas observações sobre o 'método científico'. Disponível em: <<http://www.unicamp.br/~chibeni/texdid/metodocientifico.pdf>>. Acesso em: 27 ago. 2008.

CINTRA, M. A.; CAGNIN, R. Evolução da estrutura e da dinâmica das finanças norte-americanas. **Econômica**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, p. 296-338, dez. 2007.

CONTADOR, J. R.; MELLO, P. C. Por que os bancos não emprestam na América Latina? **Resenha BM&F**, n. 157, p. 67-70, 2003.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F. Reflexões sobre as funções da governança corporativa. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, v. 13, n. 1, p. 43-55, jan./mar. 2006.

CREMER. **Demonstrações Financeiras e Patrimoniais**: relatório da administração. 2007. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 27 ago. 2008.

_____. **Editais de oferta pública de aquisição de ações da Cremer**. 2003a. Disponível em: <<http://www.cvm.org.br>>. Acesso em: 12 jul. 2008.

_____. **Fato Relevante**: contrato de transferência do controle acionário, oferta pública de ações e cancelamento de registro. 2003b. Disponível em: <<http://www.cvm.org.br>>. Acesso em: 12 jul. 2008.

_____. **Fato Relevante**: possibilidade de capitalização de investidor na empresa. 2003c. Disponível em: <<http://www.cvm.org.br>>. Acesso em: 12 jul. 2008.

CUTER, J. C. Análise do comportamento dos preços no primeiro dia de negociação das empresas estreadas na Bovespa no triênio 2004-2006. **Revista Contemporânea de Ciências Sociais Aplicadas da Faplan**, v. 4, p. 171-182, 2007.

FAMÁ, R; GRAVA, J. W. Teoria da estrutura de capital – as discussões persistem. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 1, p. 11-21, jan./mar. 2000.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração Financeira**. 7. ed. São Paulo: Harba, 2002. 909 p.

LIMA, M. C. Estudos de casos hipertextuais: rumo a uma inovação no método Harvard de ensino de gestão. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 7, n. 3, p. 77-99, 2003.

MEIRELLES, J. L. F.; PIMENTA JÚNIOR, T.; REBELATTO, D. A. N. Venture Capital e Private Equity no Brasil: uma alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. **Gestão & Produção**, v. 15, n. 1, p. 11-21, abr. 2008.

MIZUMOTO, F. M.; MACHADO FILHO, C. P. Práticas de governança corporativa em empresa familiar de capital fechado: um estudo de caso. **Revista Negócios**, v. 12, n. 2, p. 3-17, abr./jun. 2007.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-97, June 1958.

MORAIS, J. M. **Políticas de apoio financeiro à inovação tecnológica: avaliação dos programas mct/finep para empresas de pequeno porte**. Texto para discussão n. 1296. 2007.

NEVES, J. L. Pesquisa Qualitativa – Características, Usos e Possibilidades. **Caderno de Pesquisa em Administração**, v. 1, n. 3, p. 1-5, jul./dez. 1996.

RIBEIRO, L. L.; ALMEIDA, M. I. R. Estratégia de saída em capital de risco. **Revista Administração**, v. 40, n. 1, p. 55-67, jan./mar. 2005.

RIBEIRO, L. L. **O modelo brasileiro de private equity e venture capital**. 2005. 139 f. Dissertação (Mestrado em Administração)–Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

ROCCA, C. A. Mercado de capitais eficiente: condição para o crescimento sustentado. **Fórum Nacional Economia do Conhecimento, Crescimento sustentado e Inclusão Social**, Rio de Janeiro, 2004.

ROSS, J. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração Financeira: Corporate Finance**. São Paulo: Atlas, 2002. 932 p.

SÁ, T. T. **As companhias de venture capital no exterior**. Brasília, DF: Sebrae, 1994.

SIQUEIRA, E. M. R. **Determinantes do desempenho dos veículos de Private Equity e Venture Capital: evidências do caso brasileiro**. 2008. 78 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas)–Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2008.

SISTER, S. Dinheiro protegido em pleno vendaval. **Valor Financeiro**, v. 7, n. 8, p. 8-14, nov. 2008.

SONODA, F. **Análise da influência do Private Equity e Venture Capital no underpricing dos IPOS das empresas brasileiras no período de 2004 a 2007**. 2008. 49 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas)–Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2008.

Recebido em 4 de março de 2011

Aceito em 24 de março de 2011