

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

**MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO**

**A NOVA FASE DAS ABERTURAS DE CAPITAL NO BRASIL**

---

**Ricardo Daniel Gomes de Negreiros**

**Matrícula 0124304-0**

**Orientadora: Maria de Nazareth Maciel**

**"Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor."**

**Rio de Janeiro, Junho de 2005**

**"As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor"**

## **Agradecimentos**

A meus pais, que sempre me apóiam.

À equipe de Research da Ágora Senior, especialmente Marco Melo, Alexandre Garcia e Luiz Broad pelas enriquecedoras informações técnicas.

Aos diretores Álvaro Bandeira, Alan Gandelman e Paulo Levy da Ágora Senior, pelo compartilhamento de sua experiência nos muitos anos de mercado financeiro nacional e internacional.

A minha orientadora Maria de Nazareth Maciel, que com sua clara visão do assunto e uma paciência e boa vontade extremas, me permitiram enxergar o conjunto da obra e sua responsabilidade acadêmica.

## Índice

CAPÍTULO 1 – O Ambiente Macroeconômico Brasileiro .....	5
1.1 - Da Revolução Militar à Estabilidade Inflacionária (1964 – 1994).....	5
1.2 – A partir do Plano Real (1994).....	7
CAPÍTULO 2 – O Mercado Acionário.....	12
2.1 O Mercado Financeiro.....	12
2.2 O Mercado de Capitais.....	12
2.2.1 Funcionamento.....	12
2.2.2 Instrumentos Financeiros.....	14
2.2.3 Mercado Primário e Mercado Secundário .....	15
2.3 As Empresas de Capital Aberto .....	16
2.4 Vantagens da Abertura de Capital .....	17
2.4.1 Fonte de Financiamento.....	17
2.4.2 Liquidez do Patrimônio dos Acionistas.....	17
2.4.3 Imagem Corporativa e Institucional.....	18
2.4.4 Aumento da Profissionalização.....	18
2.5 Leis, Regulamentos e os Agentes Operacionais e Reguladores .....	19
2.5.1 As Bolsas de Valores.....	20
2.5.2 Comissão de Valores Mobiliários (CVM).....	22
2.5.3 Ofertas Públicas (Instrução CVM 400) .....	23
2.5.4 O registro na CVM e nas bolsas.....	24
2.6 Roteiro Básico para a Estruturação de uma Oferta Pública de Ações .....	25
2.7 Mantendo uma empresa no mercado aberto .....	35
2.7.1 Governança Corporativa.....	35
2.7.2 O Formador de Mercado.....	39
2.8 Definição de Preço e Demanda.....	40
2.8.1 Análise de Múltiplos .....	41
2.8.2 A demanda por ações no Brasil.....	42
2.8.3 A Formação do Preço de Abertura.....	44
CAPÍTULO 3 – O mercado acionário brasileiro a partir do Plano Real .....	46
3.1 O início do Plano Real e a Contração do Mercado no Período 1997-2003.....	46
3.2 As Ofertas Públicas de 2004 a Junho de 2005 (período sob análise) .....	47
3.3 Análise Empírica das Ofertas Públicas Iniciais (IPOs).....	48
3.4 Breve apresentação do cenário atual.....	59
3.5 Bovespa MAIS (Mercado de Ações para Ingresso das S.A.).....	60
CAPÍTULO 4 - Os desafios para o crescimento do mercado de capitais brasileiro .....	64
4.1 A necessidade de avanço nos ajustes macroeconômicos e seu horizonte de previsibilidade .....	64
4.2 Reforma fiscal e tributária.....	65
4.3 Redefinição do papel do BNDES .....	67
4.4 Transferência da gestão do FGTS para o setor privado .....	68
4.5 Reforma reguladora.....	69
4.6 Governança Corporativa.....	71
4.7 Investidores institucionais .....	71
4.8 Operacionalização.....	73
CAPÍTULO 5 - Conclusões Finais.....	74
5.1 – Dos desafios para o crescimento do mercado de capitais brasileiro .....	74
5.2 – Das estratégias nas Ofertas Públicas de Ações e seu potencial .....	76
Referências Bibliográficas .....	78

# **CAPÍTULO 1 – O Ambiente Macroeconômico Brasileiro**

## **1.1 - Da Revolução Militar à Estabilidade Inflacionária (1964 – 1994)**

O mercado de capitais brasileiro se desenvolveu a partir dos anos 60. Antes da revolução militar de 64, o Brasil era deficitário de poupança, pois com uma taxa de juros fixada muitas vezes abaixo da própria inflação, não havia incentivo à formação de poupança privada. No setor público, com altos gastos e poucas receitas, tampouco havia espaço para formação de poupança pública. A economia brasileira era praticamente fechada para capitais externos e financiamentos diretos às empresas eram difíceis de conseguir. Havia capitais de longo prazo apenas no BNDE, atual BNDES, e na Caixa Econômica Federal (CEF). Este cenário afetava diretamente os investimentos das empresas, pois sem poupança não havia capital suficiente para o setor privado usar.

Dado o ambiente de inflação crescente e escassez de capitais, o governo militar sob o comando de Castello Branco, com Gouveia de Bulhões como ministro da fazenda, teve como uma de suas primeiras metas implementar novas estruturas que permitissem a poupança e o desenvolvimento do mercado de capitais. Foram criadas então a Lei n.º 4.595, de 31 de dezembro de 1964, conhecida como a "reforma bancária e criação do Banco Central" e a Lei n.º 4.728, de 14 de julho de 1965, conhecida como a "lei do mercado de capitais".

No período militar o Brasil era visto pelos brasileiros como “o país do futuro”, ideal que era compartilhado pelos empresários. Visando o crescimento iminente, após as reformas estruturais que vinham sendo implementadas pelo Governo Militar, as empresas queriam investir. Para isso precisavam de fontes de capital, as quais apresentavam-se disponíveis no nascente mercado financeiro brasileiro.

Os mercados financeiros internacionais, já bem desenvolvidos e estruturados, perceberam as oportunidades que apareciam no Brasil. À medida que o governo promovia a abertura para capitais externos, foi criado um ambiente de liquidez e euforia nos mercados de bolsas de valores nacionais, com diversas empresas lançando suas ações no mercado e assim financiando sua expansão. Este momento ficou conhecido no mercado como “janela”.

Nesta época, muitas empresas emitiam ações para se financiar. Esta era uma prática muito utilizada e havia um grande fluxo de entrada de ações no mercado. As empresas eram garimpadas pelos corretores de ações que apresentavam aos empresários propostas tentadoras de financiamento.

O período foi marcado pela alta vertiginosa da Bolsa. Poucas análises eram necessárias para obtenção de lucros. Os grupos de investidores eram formados por diversos tipos de especuladores não profissionais, sendo a maioria sem o mínimo conhecimento em assuntos como finanças ou economia. Diante de tanta euforia, porém, muitas coisas estranhas aconteciam. Há histórias curiosas de negociações de ações de empresas inexistentes, de fortunas que apareciam pelo simples giro de ações entre grupos de amigos nos pregões das bolsas, um verdadeiro festival especulativo e sem fundamentos. Sem muita regulamentação, o mercado não era um ambiente muito sério.

Aos poucos a realidade foi demonstrando a carência de fundamento daquelas operações e a partir do segundo semestre de 1971 as bolsas de valores entraram em períodos de fortes perdas pela tentativa de fuga dos especuladores. Agora eram fortunas que desapareciam da noite para o dia. A situação piorou ainda mais em 1972, com a crise do petróleo. Muitas pessoas perderam todos os seus investimentos na época, com o valor de suas ações caindo a zero (como se diz no mercado, virando pó).

Tentando regular o ambiente caótico que se formara, em 1976 foi criada a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Esta instituição conseguiu regular o processo de abertura de capital e emissão de ações, dando um mínimo de proteção aos investidores.

Os anos 80 trouxeram vários eventos importantes no *front* político e econômico, tais como a moratória internacional em 1983, a chegada do primeiro presidente civil em 1985 após 20 anos (Sarney), o Plano Cruzado em 1986 e o Plano Verão em 1989. Mas, infelizmente, em termos econômicos a década de 80 foi uma época de estagnação econômica repleta de altíssimos índices de inflação.

A esperada virada parecia vir com a eleição em 1989 do “caçador de marajás” Fernando Collor de Mello. E os anos 90 se iniciaram fortemente marcados por importantes medidas de abertura econômica ao capital estrangeiro, contraposta por vários equívocos dos Planos Collor 1 e 2. O governo Collor encerrou-se abruptamente em 1993, com o *impeachment* do presidente, retornando o país a sua condição de altíssimas taxas de inflação.

De fato, conforme comentado por Cláudio Haddad (2005), depois da Segunda Guerra Mundial até a abertura econômica promovida pelo ex-presidente Collor, “o modelo nacional desenvolvimentista adotado implicou fechamento econômico, centralização da poupança no Estado, controle de câmbio e de capitais e pesada regulamentação” (pág. 183, Mercado de Capitais e Crescimento Econômico). O período

foi marcado por diversas crises econômicas e políticas, tendo o país passado por moratórias, quebras de contratos, desequilíbrios fiscais e no balanço de pagamentos e inflação intensa, com períodos de hiperinflação. As taxas de juros observadas estiveram por diversas vezes em patamares exorbitantes, elevando o custo do capital e conseqüente redução dos investimentos.

A volatilidade econômica que existia até o lançamento do Plano Real, em 1º de julho de 1994, implantou nos investidores domésticos uma visão de curtíssimo prazo para os investimentos, o que nada pode ser mais danoso para o mercado de capitais.

O risco inflacionário induz à não utilização de taxas pré-fixadas por períodos longos, importante recurso na formação de contratos de longo prazo, como as debêntures pré-fixadas, uma vez que ninguém consegue antever se os juros serão ou não suficientes para cobrir a inflação futura. Por outro lado, taxas pós-fixadas podem conter índices que extrapolem a capacidade do tomador de honrá-las, ainda mais tendo em vista as recentes experiências de quebras de contrato no Plano Cruzado e os rumores de manipulações dos índices de inflação desde os tempos do Ministro Delfim Neto.

Mesmo a alternativa de captação de recursos via emissão de ações, é um tipo de financiamento que é bem mais eficiente se feito por investidores e tomadores que consigam avaliar o longo prazo da economia e das empresas, prática no mínimo difícil dada a imprevisibilidade macro e microeconômica desta época.

Sem horizontes minimamente definíveis, o mercado de capitais continuava a enfrentar seus principais desafios.

## **1.2 – A partir do Plano Real (1994)**

O Plano Real foi lançado em 1994 pelo então ministro da fazenda Fernando Henrique Cardoso, tornando-se o mais importante e duradouro plano brasileiro de combate à inflação. Para que se perpetuasse o então propalado sucesso do Real, Fernando Henrique foi eleito duas vezes seguidas, em 1994 e 1998. Uma das marcas mais importantes de seu governo foram as privatizações iniciadas pelo governo Collor. A segunda metade dos anos 90 foi um período de grande valorização das bolsas brasileiras, especialmente puxadas pelas ações das grandes estatais em fase de privatização.

A partir da implementação do Plano Real em 1994 a estabilização da inflação foi alcançada via supervalorização do real e amparada por altas taxas de juros. Recursos públicos e privados gerados pelas privatizações foram em grande parte direcionados

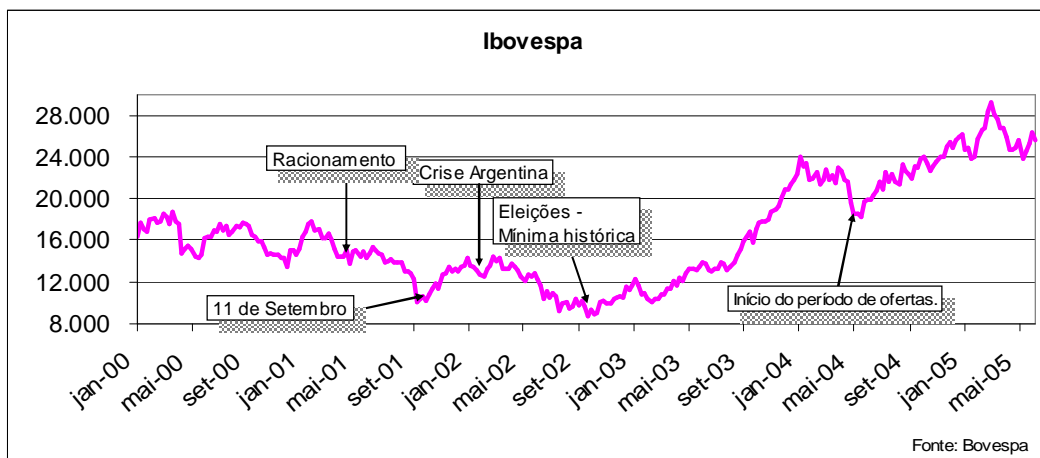
para financiar a rolagem da dívida e honrar o seu pagamento. Entretanto o país já começava a vislumbrar mudanças econômicas em seu desenvolvimento. A inflação, principal geradora das incertezas macroeconômicas estava sob controle. Até o início de 1999 o dólar era controlado pelo regime de bandas, não podendo variar acima ou abaixo do estipulado, quando então sofria intervenções diretas do Banco Central (BC).

Há muito tempo que o BNDES vinha representando uma importante fonte de financiamento às grandes empresas brasileiras, sendo grande parte via compra de participações principalmente em ações sem direito a voto, ou por compra de debêntures.

No início de 1999 o governo adotou o regime de câmbio flutuante e o sistema de metas de inflação. Por meio deste o Banco Central fixa como alvo a taxa de inflação e utiliza a política monetária, taxa de juros principalmente, para atingir a meta. Com este regime o país tem conseguido aumentar a credibilidade do Banco Central e uma maior consistência em seu balanço de pagamentos.

O biênio 2003 - 2004 foi particularmente interessante ao mercado financeiro por uma série de motivos. No Brasil, o governo Lula demonstrou serem infundados os receios quanto a sua política econômica. O presidente demonstrava estar agindo para alcançar suas promessas de campanha de “crescimento sustentável” e “milagre da recuperação”, mantendo uma natural ortodoxia no Banco Central.

A principal bolsa do país, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), atingiu seu indicador majoritário, o Índice Bovespa (Ibovespa), em sua mínima histórica no mês de outubro de 2002, no mês das eleições, para depois começar a subir com altas consecutivas.



Durante o ano de 2004, o compromisso com a manutenção da estabilidade levou o Governo Federal à adoção de uma postura bastante cautelosa na condução da política monetária. O regime de metas de taxas de inflação balizou as mudanças na meta da taxa



básica de juros da economia, representada pela taxa SELIC (calculada pelo Sistema Especial de Liquidação e Custódia, ligado ao BC). O ano iniciou com a gradual manutenção de baixas consecutivas dos juros. Diversos fatores, advindos do mercado externo principalmente – como a perspectiva de elevação dos juros nos Estados Unidos e a elevação dos preços internacionais do petróleo – seguidos pelo temor de que o aumento da demanda interna pudesse pressionar as taxas de inflação influenciaram os rumos dos juros brasileiros. Assim, as autoridades monetárias optaram por pausar o processo de redução da taxa SELIC a partir do segundo semestre. Visando perseguir a meta de inflação, o Banco Central voltou à elevar gradualmente a taxa básica de juros.

Desde então as taxas de juros brasileiras ganharam o *status* de maiores taxas do mundo, o que tem atraído estrangeiros para investirem em títulos domésticos. Neste processo de internação de recursos ocorre a venda de moeda estrangeira, geralmente o dólar, e a compra de reais, o que em conjunto com os sucessivos incrementos nas exportações brasileiras tem levado a uma constante valorização do real em relação ao dólar. Este efeito acarreta uma valorização simultânea de todos os ativos cotados em real frente aos outros ativos estrangeiros. O resultado da expressiva entrada de recursos externos, somados aos crescentes saldos positivos do balanço de pagamentos, foi uma valorização de 24,9% do real entre o final de 2002 e 2004. A queda do dólar seria ainda mais acentuada não fossem as freqüentes compras de dólares pelo Banco Central.

No cenário mundial, os EUA começaram a demonstrar os pontos fracos de sua economia e sua provável incapacidade de sustentação no longo prazo, se nada fosse feito com o déficit fiscal interno e externo (déficits gêmeos). Mas em 2004 nada foi feito. Ao contrário, este foi piorado com a guerra com o Iraque. O dólar apresentou sinais de fraqueza frente ao Euro e ao real. Os investidores internacionais buscaram ativos fora dos EUA, país com a maior concentração de investimentos do mundo. Os países emergentes se demonstravam extremamente atraentes neste cenário. A situação Argentina apresentava-se estabilizada após a moratória e houve a compreensão pelo mercado financeiro internacional de que não apenas porque um país no Mercosul declarou moratório o bloco todo também o faria.

Apesar da dúvida quanto à recuperação da atividade econômica, no final de 2004 o país obteve um crescimento de 5,2%, o segundo maior desde 1994. E a taxa de inflação IPCA ficou em 7,60%, dentro das faixas fixadas pelo Banco Central. O aumento da demanda também gerou impactos bastante positivos sobre a taxa de

investimento da economia, como observado pela variação da Formação Bruta de Capital Fixo, que cresceu 10,9% em relação a 2003.

O setor externo foi o principal responsável pelo ajuste da economia brasileira em 2004. O cenário de crescimento da demanda mundial por *commodities* impulsionou as exportações brasileiras, obtendo recorde histórico de US\$ 96,5 bilhões, com pauta e destinos diversificados. As importações, que também atingiram seus recordes com US\$ 62,8 bilhões, mostraram acréscimo em todas as categorias. O saldo comercial de US\$ 33,7 bilhões foi fundamental para o resultado positivo da conta de transações correntes, que fechou o ano com superávit equivalente a 1,94% do PIB, diminuindo a vulnerabilidade do balanço de pagamentos.

O ambiente de alta liquidez internacional permitiu a continuidade das captações externas e aumento dos investimentos diretos e em carteiras, que também foram peças importantes para o equilíbrio das contas externas. No ano os investimentos diretos demonstraram fluxo líquido de US\$ 18,2 bilhões, um aumento de 80,2% em relação ao ano anterior com US\$ 10,1 bilhões.

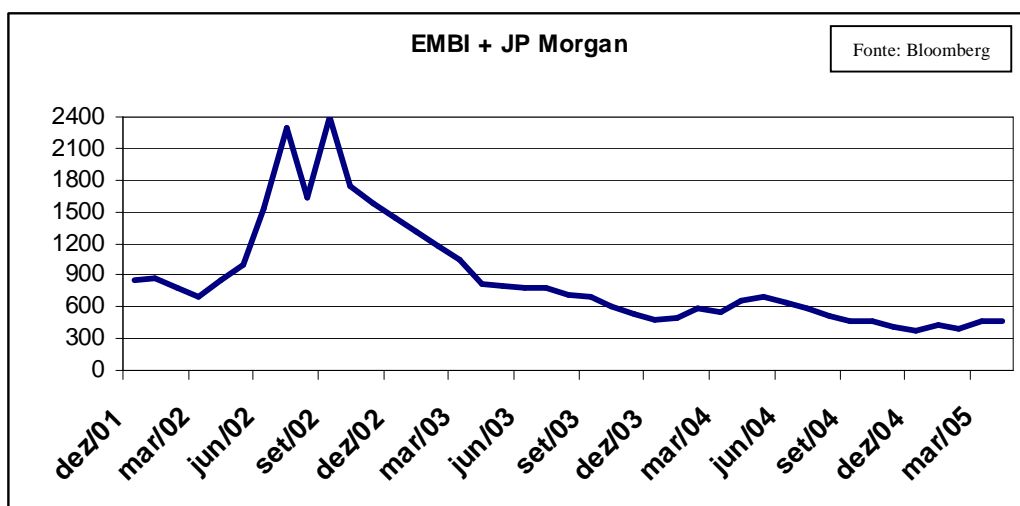
Com os altos juros, ocorreu também acentuada elevação da dívida mobiliária federal. Entretanto a relação dívida líquida/PIB obteve redução de 5 pontos percentuais, atingindo 51,8%, demonstrando a possibilidade de um crescimento com responsabilidade fiscal.

Os fundamentos macroeconômicos obtiveram expressiva melhora com a introdução de uma legislação moderna com o objetivo de reduzir os obstáculos remanescentes ao desenvolvimento das forças produtivas. As instituições reguladoras modernizaram o conjunto de regras de funcionamento do mercado de capitais, com veremos mais adiante, garantindo um ambiente de maior pulverização e capilaridade com conseqüentemente aumento na liquidez do sistema. Após longo tramite no Congresso Nacional foram aprovadas a Lei das Parcerias Público-Privadas, que visam dar maior impulso aos investimentos em infra-estrutura e a nova Lei de Falências, que introduz novos mecanismos para a recuperação de empresas em situação de insolvência. Também foram implementadas novas medidas tributárias, onde além de reduzirem a alíquota de Imposto de Renda de ganhos de capital de 20% para 15%, estimulam investimentos financeiros de longo prazo, principalmente para a pessoa física, com tributação regressiva.

No campo estrutural do funcionamento do mercado de capitais houve grande incremento na infra-estrutura do sistema. Além das já conhecidas câmaras de liquidação

- a SELIC e a Câmara de Custódia e Liquidação (CETIP) - mais recentemente foi o mercado financeiro contou com a criação do Sistema Brasileiro de Pagamentos (SBP). Com este último, os processos de transferência de recursos se tornaram mais dinâmicos e seguros, fortalecendo a credibilidade no sistema financeiro.

Os diversos fatores apresentados, além de seus impactos diretos na economia, tiveram influência na credibilidade dos agentes econômicos internos e externos para investimentos na economia brasileira com maior segurança. A demanda por ativos no Brasil se apresentou cada vez mais forte. O Brasil se mostrava cada vez mais sólido financeiramente, ocorrendo inclusive melhora de sua classificação no *rating* da S&P para B+ em outubro de 2004. O risco país tem apresentado um forte movimento de queda, como vemos no gráfico abaixo.



A janela para abertura de capital de empresas nas bolsas foi novamente aberta, o que pôde ser percebido principalmente pela forte alta gerada pela entrada de novos investidores nacionais e estrangeiros.

Tamanha alta demonstrou que bons negócios podem e devem ser feitos não apenas pela expectativa de lucro futuro das empresas específicas, mas pela valorização por compras dos investidores interessados em participar do mercado em movimento de alta.

## **CAPÍTULO 2 – O Mercado Acionário**

### **2.1 O Mercado Financeiro**

O mercado financeiro, por meio das instituições privadas e públicas e das entidades governamentais tem como objetivos a aplicação e a captação de recursos financeiros, a distribuição e a circulação de títulos e valores mobiliários e a regulamentação desse processo. O mercado financeiro pode ser segmentado em quatro mercados específicos: Cambial, Monetário, Crédito e de Capitais. Para fins deste estudo iremos nos concentrar no Mercado de Capitais.

### **2.2 O Mercado de Capitais**

#### **2.2.1 Funcionamento**

Os valores mobiliários negociados no mercado de capitais são títulos de diferentes prazos, emitidos no mercado primário e também negociados no secundário, que ajudam no financiamento e no conseqüente desenvolvimento das empresas. Estas formam o setor produtivo da economia permitindo o desenvolvimento econômico, distribuindo renda e conseqüentemente aumentando o consumo e a poupança.

As empresas necessitam de dinheiro para financiar suas atividades, seja para investir ou pagar suas dívidas (capital fixo ou capital de giro). Quando o caixa gerado não é suficiente ou não há interesse em aplicar suas disponibilidades em um projeto específico, a empresa deve recorrer a fontes externas de financiamento. Também pode-se captar recurso dos próprios sócios originais da empresa por meio de nova capitalização, mas dependendo da capacidade destes essa operação pode ser insuficiente ou até mesmo arriscada se tais sócios estiverem concentrando suas poupanças em apenas um empreendimento (que pode vir a dar errado).

Para equilibrar os recursos na economia existem instituições constituídas para efetuar a ligação entre áreas ofertantes e as demandantes de capital. Para conectá-los mais eficientemente existem os intermediadores, que captam recursos dos ofertadores finais e os oferecem aos tomadores.

Uma das formas mais tradicionais de financiamento é por meio de empréstimos bancários. Mas desta forma, especialmente no Brasil, são cobrados altos juros que encarecem sobremaneira o custo do capital para os tomadores.

Uma outra forma de financiamento é via Mercado de Capitais. O objetivo deste é levar recursos de agentes superavitários para outros deficitários via compra e venda de títulos emitidos pelas empresas. Abaixo encontra uma breve descrição dos participantes desse mercado:

### **Poupadores ou Investidores**

São os agentes econômicos que gastam menos do que suas receitas e por isso têm recursos líquidos para investimentos. Podem adquirir títulos com remuneração explícita, como os títulos de renda fixa (ex: debêntures), ou títulos que não contenham cláusula de remuneração, como as ações de companhias abertas, nas emissões primárias ou secundárias.

Podem comprar títulos diretamente ou indiretamente, investindo em fundos de investimentos, que por sua vez comprará os referidos títulos.

São basicamente pessoas físicas, fundos de investimento nacionais e estrangeiros, fundos de pensão, bancos e até mesmo o governo.

### **Tomadores**

São aqueles agentes que necessitam de recursos para financiar suas atividades, emitindo títulos no mercado em troca de novos recursos. As empresas são os principais tomadores de capital no mercado, seja para investir ou quitar suas dívidas. Espera-se que estes títulos possam render lucros aos investidores, do contrário não haverá demanda por eles.

Para que possam emitir títulos no mercado de capitais as empresas precisam ser de capital aberto, ou seja, autorizada pela CVM a negociar seus títulos, tais como ações ou debêntures, livremente em bolsas ou no mercado de balcão. Mais à frente veremos como uma empresa pode abrir seu capital.

### **Intermediadores**

Os principais intermediadores nos mercados de capitais são as sociedades corretoras, distribuidoras e bancos de investimentos. Para se adquirir uma ação de companhia aberta é necessário a intermediação de uma corretora ou distribuidora, pois são os únicos que podem atuar diretamente nas bolsas de valores.

## Subscritores (*Underwriters*)

São os realizadores das ofertas públicas de emissão de ações. Tem como principal atividade coordenar, estruturar e distribuir os novos ativos a serem lançados no mercado. Geralmente o papel de *underwriter* é exercido por um banco ou corretora intermediadora.

Abaixo uma tabela com as principais instituições coordenadoras de emissões conforme registros da CVM de Julho de 1994 à junho de 05.

1	UBS	R\$ 1.420.147.043,24	7	ING	R\$ 129.801.367,95	13	Elite	R\$ 16.214.887,78
2	Pactual	R\$ 1.121.558.594,86	8	Bradesco	R\$ 102.246.091,30	14	Agenda	R\$ 12.954.965,38
3	Merril Lynch	R\$ 813.938.369,71	9	BB	R\$ 47.873.425,03	15	Bancorp	R\$ 12.954.965,38
4	Itaú	R\$ 688.515.259,51	10	Pentagono	R\$ 42.147.133,97	16	Economico	R\$ 12.954.965,38
5	Unibanco	R\$ 573.237.168,66	11	Icatu	R\$ 18.115.125,38	17	Nacional	R\$ 12.954.965,38
6	Garantia / CSFB	R\$ 523.920.288,28	12	Patrimônio	R\$ 18.115.125,38			

### **2.2.2 Instrumentos Financeiros**

Atualmente existem diversas formas de conseguir financiar uma empresa com títulos no mercado de capitais. Em geral estes financiamentos são mais baratos que empréstimos bancários e têm potencial para gerar maior rentabilidade aos investidores do que a oferecida pelos bancos. Por se tratar de uma concorrência a suas operações, o setor bancário tende a não se interessar por estimular muito este tipo de operação. Os preços no Mercado de Capitais são formados em mercados mais organizados e transparentes, com menor incidência tributária e custos administrativos, uma vez que a relação se dá no final diretamente entre o investidor e o financiado.

Para efeitos desse estudo iremos nos focar no ambiente de renda variável do mercado de capitais, o mercado acionário. Existem no Brasil, entretanto, diversos instrumentos de captação de renda fixa próprias de companhias abertas, conforme listado a seguir:

#### **Debêntures**

São títulos com características pré-determinadas de taxas de remuneração, formas e prazos de pagamentos, que costumam ser maiores que um ano. Estes títulos podem ser negociados em mercado secundário podendo assim obter liquidez antecipada. As taxas oferecidas variam com uma correlação positiva com o risco da empresa que os oferece e o prazo de pagamento dos títulos.

As debêntures podem ser conversíveis em ações, quando podem ser trocadas no vencimento por novas ações da empresa, ou simplesmente não conversíveis.

## **Notas Promissórias**

Também conhecidas como *Commercial Papers*, são títulos de dívida com características similares às debêntures, cujas principais diferenças é que não podem ser conversíveis e têm prazos menores, geralmente entre 3 e 12 meses. São muito raras atualmente.

## **Securitização de Recebíveis**

Para efetuar uma securitização de recebíveis a empresa não precisa ser uma companhia aberta.

A securitização é uma operação onde a empresa emite certificados com lastro em seus recebíveis. Por ter um lastro financeiro melhor por causa desta garantia adicional o financiamento por meio de securitização costuma ter menores taxas de captação. Os financiamentos por securitização são feitos principalmente via Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), onde os recebíveis da empresa são depositados em um fundo de investimento que é amortizado conforme ocorre realização financeira dos créditos.

É uma mecânica que tem grande apelo em mercados mais desenvolvidos mas que ainda não decolou no Brasil.

### **2.2.3 Mercado Primário e Mercado Secundário**

Os mercados de capitais são divididos em primário e secundário. O primeiro trata das emissões novas de títulos. Para se financiar, a companhia cria novos títulos e os vende para os investidores, em um procedimento que veremos mais adiante. Os recursos recebidos vão diretamente para o caixa da empresa.

O mercado secundário ocorre quando o detentor original dos títulos os vende a terceiros. Vale ressaltar que nesse tipo de transação o caixa da empresa se mantém inalterado, assim como seu capital social, pois acontece independente de seu conhecimento.

Para efetuar uma emissão primária a empresa utiliza como parâmetros de preço aquele que constar no mesmo ativo no mercado secundário, se este já existir. Caso não, um trabalho específico deverá ser feito, como veremos mais adiante.

As novas ações são sempre colocadas no mercado primário mediante operações em balcão-não-organizado, ou seja, basta que as instituições contratadas para a colocação organizem a distribuição e acatem os pedidos de subscrição, como veremos

mais à frente. As recentes ofertas públicas que verificamos recentemente, que são o foco principal desse estudo, foram feitas em mercado de balcão não organizado em seu primeiro dia, sendo que no dia seguinte já puderam ser negociadas na Bovespa.

As negociações no mercado secundário de títulos podem ser feitas em mercados de balcão organizados ou não e em bolsas de valores, sendo este último o principal ambiente de negociação de títulos do mercado secundário.

A distribuição secundária de ações em lotes é também conhecida no mercado como *block trade*. Muitas das ofertas públicas iniciais de ações são feitas por *block trade*.

### **2.3 As Empresas de Capital Aberto**

A ação representa a menor parcela do capital de uma sociedade anônima. Ao emitir uma ação, a empresa recebe recursos para financiar suas atividades. A emissão de ações representa uma boa forma de financiamento, pois não há prazo para resgate das ações por parte da empresa. Em contrapartida, o investidor que comprou a ação terá direito a receber seu quinhão nos lucros (dividendos) daquela empresa. O financiamento por mercado acionário dá implicitamente à empresa prazo indeterminado para maturar seus investimentos e então gerar lucros para poder distribuir dividendos.

As ações podem ser ordinárias (ON) ou preferenciais (PN). As primeiras são aquelas que dão direito a voto nas reuniões de acionistas da empresa, chamadas de assembleias. O acionista detentor da maior parte das ações ordinárias de uma empresa é chamado de sócio controlador. Dependendo da quantidade de ações detidas, este geralmente é quem define os rumos da empresa e dá o voto decisivo nas assembleias em assuntos majoritários, como escolha da diretoria, por exemplo. As ações preferenciais, em condições normais, não dão direito a voto nas assembleias para acionistas, entretanto dão direito à preferência nos recebimentos em caso de dissolução da companhia. Se a empresa ficar mais que três anos sem pagamento de dividendos, suas ações preferências conferem aos acionistas direito a participar ativamente nas assembleias, inclusive votando nas deliberações destas.



## **2.4 Vantagens da Abertura de Capital**

A abertura de capital garante à empresa e seus acionistas uma série de vantagens que passam não apenas pelo aspecto financeiro, mas também por benefícios intangíveis, como o fortalecimento da marca e a maior profissionalização interna.

### **2.4.1 Fonte de Financiamento**

A abertura de capital como fonte de recursos para financiamento via emissão de ações é muito saudável para a empresa e para os acionistas, pois não há geração de dívida formal no processo. Os novos investidores assumem juntamente com os acionistas originais o risco do negócio, aceitando remuneração apenas no caso de a empresa adquirir lucro que possibilite o pagamento de dividendos. O retorno do acionista fica condicionado ao desempenho da empresa. Não há prazo para resgate ou amortização, nem remuneração fixa para ações, portanto a empresa não precisa gastar energia em demasia para honrar este tipo de compromisso financeiro e pode se focar melhor no crescimento de forma sustentada. Para empresas endividadas a abertura de capital confere um equilíbrio financeiro a sua estrutura de capital, o que não significa que se deva negligenciar a rentabilidade do dinheiro dos sócios.

A empresa de capital aberto, financiada por ações, está menos exposta à volatilidade econômica pois tem menor pressão para honrar compromissos financeiros com seus próprios sócios. Ao ter um risco mais baixo gera uma redução do custo de capital. Neste círculo virtuoso o retorno de projetos que antes poderiam não ser atrativos passam ter menor custo de financiamento, aumentando ainda mais as possibilidades de investimentos da companhia.

A captação originada pela abertura de capital pode também gerar uma reestruturação de passivos possibilitando, da mesma forma, uma maior alavancagem financeira.

### **2.4.2 Liquidez do Patrimônio dos Acionistas**

A abertura de capital de uma empresa possibilita aos seus acionistas originais a possibilidade de vender suas ações em bolsa com maior facilidade e liquidez do que em uma empresa de capital fechado. É sempre mais interessante investir em um ativo que possa ser transformado em dinheiro novamente a qualquer momento, e a maneira mais equitativa para fazê-lo é vendendo em bolsa. Por estarem mais expostos e possuírem

maior liquidez, ativos negociados em bolsa se tornam mais atrativos e conseqüentemente mais valorizados.

Alguns fundos de *Private Equity* (fundos que investem em empresas de capital fechado) ou de *Venture Capital* (fundos de alto risco que investem em empresas no início de suas operações) investem em empresas fechadas de menor porte, comprando participações relevantes e até mesmo tornando-se controladores. O objetivo destes fundos é o desenvolvimento destas empresas, proporcionando estruturas com apoio administrativo, se necessário. A abertura de capital muitas vezes está nos planos de profissionalização da empresa e é a principal porta de saída destes investidores após a valorização das ações anteriormente adquiridas.

### **2.4.3 Imagem Corporativa e Institucional**

A empresa aberta tem uma vantagem comparativa em relação à fechada pois consegue a melhoria de sua imagem frente a seus parceiros comerciais e financeiros, nacionais ou estrangeiros e todos os outros com que se relaciona. Isso acontece pelo fato de a empresa ganhar mais transparência e visibilidade junto à comunidade financeira, ganhando espaço em fóruns mais amplos, multi-setoriais, regionais e internacionais e mesmo na mídia.

A transparência exigida gera maior confiança e solidez ao nome da empresa. Em muitos casos, a empresa melhora seus negócios com fornecedores e atrai o consumidor final. A abertura de capital fortalece a credibilidade da companhia perante a sociedade como um todo. Algumas chegam a anunciar com orgulho na mídia que tem ações negociadas em bolsa passando uma imagem de seriedade. Pela mesma razão, a relação da empresa com instituições financeiras melhora, ajudando na concessão de crédito.

### **2.4.4 Aumento da Profissionalização**

Após as adaptações necessárias para efetuar a abertura de capital solicitada pela CVM, há uma profissionalização inercial devido às novas exigências de maior governança para dar transparência à empresa. Há também um efeito relacionado à cobrança dos investidores na administração e rumos da empresa. O mercado como um todo serve como um “consultor” das atividades desenvolvidas pela companhia, comparando os desempenhos com *benchmark* em outras instituições do ramo tanto no mercado nacional como internacional. A empresa, por sua vez, buscando atender as demandas do mercado, torna-se cada vez mais competitiva.

A captação de recursos através do mercado de ações não é uma operação isenta de custos. Há gastos na distribuição dos novos títulos e ao atendimento de exigências legais decorrentes da manutenção da condição de companhia aberta e listada em bolsa, como por exemplo custos com auditoria externa. Além da preocupação com os custos, a empresa precisa desenvolver uma atrativa política de dividendos, implicando na distribuição regular dos lucros a todos os acionistas. A decisão de abertura do capital de uma empresa não deve estar associada, portanto, exclusivamente a uma necessidade imediata de captação de recursos.

É muito comum a abertura de capital ocorrer no corpo do planejamento sucessório de empresas familiares. Há casos em que os herdeiros não têm interesse ou mesmo competência em dirigir a companhia. São problemas comuns em empresas familiares, onde o controle está na família há gerações. A abertura de capital é nestes casos também uma solução de saída para os acionistas que não tenham interesse em permanecer na direção da sociedade, pois a abertura de capital naturalmente obrigará a sua profissionalização.

## **2.5 Leis, Regulamentos e os Agentes Operacionais e Reguladores**

A seguir, um resumo das principais leis e agentes do Sistema Financeiro Nacional (SFN):

- Reforma do SFN – Lei 4.595 de dezembro de 1964: Criação do CMN e do Banco Central do Brasil. Objetivo: desenvolvimento de uma política visando o incentivo a investimentos produtivos com recuperação da poupança.
- Lei do Mercado de Capitais – Lei 4728 de Julho de 1965. Objetivo: organização e criação dos regulamentos sobre o mercado de capitais, regras para o acesso ao mercado de capitais por empresas de capital estrangeiro, regulamentação das bolsas de valores, sociedades corretoras e distribuidoras, constituição do sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários.
- Lei da CVM – Lei 6385 de dezembro de 1976. Objetivo: criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com a função de regular e legislar o mercado de ações, registro e fiscalização das companhias abertas, bolsas de valores e sociedades corretoras e distribuidoras assim como quaisquer outros participantes do mercado e regular emissão e distribuição de títulos e valores mobiliários (ações e debêntures).

- Lei das S.A. – Lei 6404 de dezembro de 1976. Objetivo: Estabelecimento de regras para as sociedades anônimas, regulamentando as sociedades anônimas e participação dos acionistas, com seus direitos e obrigações, na constituição do capital das empresas.
- Atualização da Lei das S.A. – Lei 9457 de maio de 1997. Objetivo: Aperfeiçoamento de algumas disposições da Lei 6404, como por exemplo, de direito na distribuição de dividendos 10% maiores às ações preferências em relação às ações ordinárias.
- Nova Lei das S.A. – Lei 10.303 de outubro de 2001. Objetivo: Atualização das leis 9457 e 6404, principalmente no que tange aos direitos dos acionistas minoritários. No caso de venda do bloco de controle da empresa, os detentores de ações ordinárias, por exemplo, tem direito de no mínimo 80% do preço pago ao bloco controlador.
- Lei de Falências – Junho de 2005. Objetivo: Melhorar as condições para a recuperação de empresas em processo falimentar. Estabelece nova prioridade de credores para o caso de a falência da empresa ser decretada. A participação mais ativa dos credores nas empresas em condições financeiras instáveis favorece o fornecimento de crédito.

### **2.5.1 As Bolsas de Valores**

As bolsas de valores são associações civis sem fins lucrativos que reinvestem seus lucros no desenvolvimento de estruturas e projetos que visam o crescimento e consolidação do mercado de ações. Seu patrimônio é representado por títulos que pertencem às sociedades corretoras membros, que devem ter pelo menos um título patrimonial de emissão da Bolsa da qual são sócias.

A principal bolsa brasileira, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), foi fundada em 23 de agosto de 1890, tendo uma longa história de serviços prestados ao mercado de capitais e ao amadurecimento do capitalismo na economia brasileira. Até meados da década de 1960, a BOVESPA e as demais bolsas brasileiras eram entidades oficiais corporativas vinculadas às secretarias de finanças dos governos estaduais e compostas por corretoras nomeados pelo poder público.

Desde a década de 1960, a BOVESPA tem assumido o compromisso de contribuir para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, sobretudo no campo tecnológico e na qualidade dos serviços prestados aos investidores, às corretoras,

e às companhias abertas. Em 1999, em conjunto com as corretoras, a BOVESPA lançou o *home broker*, sistema através do qual os clientes podem transmitir ordens de compra e venda de ações e opções a partir dos sites de internet das suas respectivas corretoras. Nos Estados Unidos este serviço virtual on-line já existe desde o começo da década de 1990 e foi viabilizado pela popularização da Internet, a rede mundial de computadores, e também pela já consolidada cultura norte-americana de poupança das pessoas físicas a partir de ações. É com esta mesma visão que a BOVESPA e as corretoras brasileiras desenvolveram o sistema de *home broker*, que objetiva facilitar o acesso do pequeno e médio investidor ao mercado de capitais nacional, pois os clientes abrem a conta e operam diretamente pelo *site* de sua corretora. Como consequência torna o processo economicamente viável em termos de custo de corretagem

A partir das reformas do sistema financeiro nacional implementadas com a Lei 4.595, de dezembro de 1964, e as reformas do mercado de capitais implementadas com a Lei 4.728, de julho de 1965, as bolsas assumiram a característica institucional que mantém até hoje dentro do Sistema Financeiro Nacional.

A negociação de ações em bolsas de valores confere uma condição especial às transações, oferecendo ao investidor garantias significativas, no que tange à disciplina de regras rígidas de apregoação e fechamento de negócios, normas que são de amplo conhecimento dos investidores e do mercado. As bolsas de valores possuem autonomia financeira, patrimonial e administrativa, mas estão sujeitas a supervisão, fiscalização, e regulação da CVM e obedecem às diretrizes e políticas advindas do Conselho Monetário Nacional.

A função social de uma Bolsa de Valores é norteada pelo princípio da equidade, através do qual deve criar condições equânimes de interação entre os comitentes das corretoras membros da respectiva Bolsa, para que as ordens de compra e venda de ativos sigam estritamente as regras de negociação do pregão. Neste sentido, as Bolsas tem que manter local adequado ao encontro das sociedades corretoras, permitindo o fechamento de negócios com títulos e valores mobiliários, em mercado livre, aberto, organizado, e fiscalizado pela bolsa e autoridades monetárias. No estabelecimento do sistema de negociações têm que propiciar a continuidade de preços e estimular a liquidez dos ativos negociados. As bolsas de valores também têm que efetuar o registro das operações realizadas e as divulgar com rapidez, amplitude e detalhes.

De acordo com a CVM, as bolsas de valores devem estabelecer regras de conduta a serem observadas pelas sociedades corretoras no relacionamento com seus

clientes e com o mercado, em que deverão constar, no mínimo, os dispositivos que atendam aos princípios abaixo discriminados, que buscam elevados padrões éticos de negociação e transparência:

- a) Proibidade na condução das atividades no melhor interesse de seus clientes e na integridade do mercado.
- b) Diligência na execução de ordens de compra, venda ou permuta de valores mobiliários.
- c) Capacitação de profissionais, de sistemas e instalações, para desempenho de suas atividades.
- d) Obrigação de obter e apresentar a seus clientes informações sobre riscos característicos de cada mercado, bem como de suprir seus clientes, em tempo hábil, com a documentação dos negócios realizados.
- e) Evitar conflitos de interesse e, quando não for possível, assegurar tratamento equitativo a seus clientes.

### **2.5.2 Comissão de Valores Mobiliários (CVM)**

A CVM foi criada pela lei nº 6385 de 7/12/76 e pela lei das sociedades por ações. Esta autarquia foi incumbida de disciplinar o funcionamento do mercado de valores mobiliários e a atuação de seus protagonistas: companhias abertas, intermediários financeiros, investidores ou qualquer outra parte cuja atividade esteja relacionada com o mercado. Atualmente a sede da CVM se encontra no Rio de Janeiro, contando com o apoio das superintendências regionais de São Paulo e Brasília.

Estruturalmente a CVM é administrada por um colegiado formado por um presidente e quatro diretores, que definem as políticas e estratégias a serem implementadas pelo corpo de superintendentes, que formam a instância executiva da CVM.

De acordo com a lei que a criou, a CVM tem como objetivo regular e desenvolver o mercado de capitais. Este mercado é passível de diversas falhas, como conflitos de interesses entre sócios de empresas, administradores de carteira atuando de maneira desregular e níveis diferentes de informações entre os investidores. Por este motivo cabe à CVM atuar de forma a dar o maior nível de transparência e equidade aos participantes do mercado, tendo o poder de aplicar penalidades em todos os agentes ali atuantes, sejam investidores, companhias ou corretoras. Sua atuação ajuda no fortalecimento da credibilidade do mercado e na atração de novos participantes. As

punições definidas pela CVM tem o objetivo de induzir a ética nas praticas do mercado e servirem de exemplo a possíveis futuros infratores.

A CVM atua acompanhando o mercado diariamente e verificando as informações emitidas pelos seus participantes seja pelo âmbito de empresas, analistas ou investidores. A CVM ainda age de forma a instruir os investidores, com atenção a reclamações e sugestões, podendo a qualquer momento abrir inquérito para apurar eventos suspeitos.

Em 2002 o presidente em exercício da CVM, Luiz Leonardo Cantidiano, após perceber que o mercado se encontrava subutilizado, basicamente por alguns acontecimentos-chave como o 11 de setembro, o racionamento e a expectativa em relação as eleições, percebeu a necessidade de modernização do processo regulatório. Após algumas reuniões e encontros com alguns importantes participantes do mercado, Cantidiano identificou suas principais demandas e a CVM emitiu uma série de instruções que modernizavam a estrutura do mercado. Muitas dessas visavam não apenas a proteção ao capital do investidor, mas também a agilidade nos processos burocráticos, garantia de liquidez e maior transparência do mercado. Como exemplo, podemos citar a Instrução 404 de fevereiro de 2004, que trata de padronizar as emissões de debêntures e a regulamentação do formador de mercado para as debêntures. Desta maneira, cabe ao investidor apenas analisar o risco de crédito das diferentes debêntures do mercado, não precisando mais adaptar modelos aos diferentes tipos.

A CVM recebeu uma doação do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e financiamento do Banco Mundial para modernizar seus equipamentos e melhor instruir se funcionários.

Dentre as medidas adotadas, merece maior atenção a Instrução CVM 400, que dispõe sobre as ofertas públicas primárias e secundárias de valores mobiliários.

### **2.5.3 Ofertas Públicas (Instrução CVM 400)**

A Instrução CVM 400 (400) modernizou e agilizou as práticas para a realização de ofertas públicas. Anteriormente ofertas primárias eram realizadas pela Instrução CVM 13 e as secundárias na Instrução CVM 88. A 400 consolidou ambos os procedimentos que eram anteriormente diferenciados, o que dificultava a realização de ofertas mistas, por exemplo.

Pela atual regulamentação a oferta poderá ser efetuada pelo prazo de até dois anos de seu registro, permitindo a emissora aproveitar um melhor momento de mercado

para a emissão (*Shelf Registration*). É permitida a colocação parcial do lote inicialmente ofertado assim como a ocorrência de distribuição de lote suplementar (*Green Shoe*) de até 20% caso seja verificada demanda adicional. A critério da CVM, poderá ocorrer dispensa de requisitos de registro e modificações em prazos, facilitando o processo burocrático. A realização de prospecção de viabilidade, onde sem caráter vinculativo, é efetuada consulta junto a investidores sobre receptividade da emissão está prevista na 400. A realização do processo de coleta de intenções de investimentos e a formação do livro de ofertas (*Bookbuilding*) estão previstos no texto da instrução. O Prospecto deverá seguir os padrões internacionais estipulados no Brasil pela Associação Nacional de Bancos de Investimentos (ANBID). Por fim, a divulgação da oferta é permitida desde que seguindo os parâmetros pré-estipulados pela CVM.

Apesar da modernização ocorrida pela implementação da 400, algumas falhas persistem. Pelo texto da 400, nenhum relatório que disponha sobre juízo de valores quanto a ofertante poderá ser emitido. Tal fato gera comportamentos adversos, pois principalmente para Pessoas Físicas muitas vezes iniciantes no mercado acionário, nem sempre analisam a empresa como uma equipe técnica de um banco por exemplo. Para isso há necessidade de um profissional, geralmente o intermediário financeiro, ajudando na tomada de decisões de investimentos ou no mínimo aconselhando o investidor. Mas como o profissional poderá atuar, se a CVM proíbe aos intermediadores da oferta de falar com seu cliente sobre juízo de valores sobre a oferta? E depois que o ativo está em bolsa, os distribuidores da oferta não poderão emitir quaisquer relatórios sobre a empresa (chamado de *Black-Out Period*). O *Black-Out Period* já foi responsável por consideráveis perdas a alguns investidores.

A CVM reconhece a existência de algumas falhas na 400, por isso está realizando junto ao mercado uma pesquisa com as instituições intermediárias, as ofertantes e alguns representantes de grupos de investidores sobre o que pode ser aprimorado na referida instrução. Em meados de julho de 2005 será apresentada a conclusão da pesquisa, de forma a atender as demandas do mercado, sem perder sua eficiência, transparência e segurança.

#### **2.5.4 O registro na CVM e nas bolsas**

Apenas empresas definidas como companhias abertas podem fazer Ofertas Públicas de Ações. De acordo com a Lei das S.A. a companhia é aberta quando valores



mobiliários de sua emissão, sejam eles ações, bônus de subscrição, debêntures e notas promissórias, são admitidos à negociação em Bolsa ou no mercado de balcão.

Para tornar-se uma companhia de capital aberto, a empresa deve primeiramente adaptar-se ao que determina a nova Lei das S.A. de outubro de 2001, modificando seus estatutos. Em seguida é necessário entrar com Pedido de Registro de Companhia Aberta na CVM, onde é indispensável a apresentação de um projeto econômico-financeiro da mesma. Junto a esse pedido é comum ser apresentado também solicitação para realizar uma distribuição pública de ações.

Simultaneamente à entrada dos pedidos na CVM, a empresa pode também solicitar à Bovespa para ser listada e negociada em bolsa. Os documentos solicitados pela Bovespa são os mesmos que deverão ser entregues à CVM, facilitando o processo.

Após o registro na CVM como companhia aberta, a empresa deve enviar e manter atualizados itens como o histórico da empresa, demonstrações financeiras, composição do capital social, projeto de expansão, modernização e diversificação dos negócios, evolução patrimonial, evolução dos resultados, grau de endividamento da empresa, demonstrativo de resultados, análise de seus balanços dos três últimos anos. Estas informações deverão ser colocadas em meios de comunicação de grande circulação e de livre acesso para qualquer investidor interessado, possibilitando avaliar as condições atuais e as perspectivas futuras da empresa. A empresa também deverá ter auditoria interna e externa. Estas medidas visam estabelecer equidade entre os participantes do mercado em níveis iguais de informações.

## **2.6 Roteiro Básico para a Estruturação de uma Oferta Pública de Ações**

A abertura de capital exige o cumprimento de uma série de etapas, que consolidaremos resumidamente a seguir. Tais procedimentos se verificam semelhantes para qualquer valor mobiliário, segundo a Instrução 400 da CVM, mas aqui vamos especificar apenas no caso de lançamentos de ações.

- 1) Análise preliminar sobre a conveniência da abertura
- 2) Escolha de auditoria independente
- 3) Escolha de intermediário financeiro
- 4) Estudos técnicos para a definição de preço, volume e momento da oferta
- 5) AGE deliberativa da operação, adaptação dos Estatutos e outros procedimentos legais
- 6) Contratos de coordenação e distribuição

- 7) Processos de obtenção de registros na CVM
- 8) Processo de registro da empresa em Bolsa(s) de Valores
- 9) Formação do “pool” de distribuição
- 10) Esforço de venda junto aos investidores
- 11) Anúncio de início de distribuição pública
- 12) Subscrição dos novos títulos ou leilão em Bolsa
- 13) Liquidação financeira
- 14) Anúncio de encerramento de distribuição pública
- 15) Manutenção da Condição de Companhia Aberta
- 16) Política de Distribuição de Resultados

#### 1 - Análise preliminar sobre a conveniência da abertura.

A abertura de capital apesar de todos os seus benefícios, exige alguns esforços da empresa ofertante. As mudanças internas que serão necessárias à abertura do capital deverão ser discutidas e analisadas minuciosamente para que não haja posterior arrependimento por parte dos controladores. A disposição interna para atender às novas exigências legais e demonstrar maior transparência a novos e desconhecidos sócios do empreendimento são os pontos chave nesse momento.

Uma vez confirmado o interesse de abrir o capital, outras considerações não menos importantes deverão ser discutidas de forma a maximizar sua relação com o mercado, tais como o melhor momento para a realização da oferta, a necessidade de reestruturação societária na empresa, a definição das estratégias da operação.

Para ajudar nessas considerações muitas empresas contratam consultorias financeiras especializadas e convocam desde o início o intermediário financeiro principal que será usado na operação, o coordenador.

À primeira vez que uma empresa lança ações publicamente dá-se o nome de Oferta Pública Inicial (ou popularmente denominada IPO, abreviatura do termo em inglês *Initial Public Offering*).

Se o interesse principal da empresa for sua capitalização para futuros investimentos, reestruturação de dívida ou qualquer uso em prol dela mesma, deverá ocorrer a emissão de novas ações e a operação acontecerá no mercado primário.

Se o IPO tratar da venda de ações pré-existentes e pertencentes aos sócios originais será uma operação no mercado secundário, podendo ocorrer tanto em bolsa quanto em mercado de balcão.

Em qualquer dos casos a emissão inicial geralmente é apenas de parte do capital da empresa, ficando o restante, em geral o controle, nas mãos dos sócios originais.

## 2 - Escolha de auditoria independente

Uma empresa de auditoria externa registrada na CVM deverá ser contratada para realizar a auditoria nas demonstrações financeiras da companhia de acordo com as exigências legais e princípios contábeis. Tal exigência não serve apenas para atender a esta autarquia, mas também para permitir à comunidade financeira uma melhor conceituação e análise da empresa. A este tipo de avaliação dá-se a conceituação de auditoria independente, pois deve ser autônoma o bastante para poder emitir opiniões mesmo que contrariem os interesses dos contratantes. Quanto melhor a reputação dos auditores, maior tranquilidade dará ao mercado, e seu dever é informar por meio do **parecer de auditoria** não só à companhia contratante mas também à CVM sobre quaisquer irregularidades encontradas. Relatórios sobre controles internos devem ser entregues também à alta administração da companhia. Dependendo do nível de experiência dos auditores, servirão inclusive para demonstrar previamente às empresas contratantes os benefícios de se abrir o capital.

Cabe à companhia fornecer o máximo de informação aos auditores para a realização de um bom trabalho, desde os números a serem auditados como transparência quanto aos processos de elaboração desses números. Os auditores manterão arquivados por cinco anos os papéis e documentos que ampararam sua opinião.

Para que não sobrem dúvidas quanto à independência dos auditores, algumas regras da CVM devem ser atendidas:

- A firma de auditoria não poderá prestar serviços de consultoria à empresa auditada. Tal procedimento demonstraria interesses adicionais no relacionamento, o chamado “conflito de interesses”.
- O auditor contratado não pode adquirir títulos da companhia auditada ou de suas controladas.
- A companhia terá que trocar de firma de auditoria a cada cinco anos. Em tese, uma firma que audita há muitos anos a mesma empresa torna-se “perigosamente” próxima e íntima dela, delimitando sua independência de julgamento.

## 3 - Escolha do Coordenador da Oferta.

O processo de abertura de capital deve ser feito por meio de um intermediário financeiro – corretora de valores, banco múltiplo, banco de investimentos ou distribuidora de valores, que exercerá a função de coordenador da operação. Nem sempre o banco onde a empresa normalmente efetua suas transações financeiras é o melhor indicado para conduzir este processo. É necessária experiência, e mesmo boa reputação, para que o processo seja bem sucedido.

#### 4 - Estudos técnicos para a definição de preço, volume e momento da oferta

A instituição coordenadora envia analistas e operadores de *underwriting* (subscrição) à empresa para realizar estudos sobre sua situação financeira presente, perspectivas de resultado, capacidade de pagamento futuro dos compromissos financeiros e modelo de abertura de capital mais adequado. Para todos os valores mobiliários, os estudos compreendem:

- Análise das demonstrações financeiras retrospectivas;
- Contato preliminar com a área financeira;
- Visita às instalações produtivas e/ou de prestação de serviços, responsáveis pela geração da receita da companhia;
- Entrevistas nas áreas comercial, marketing e de planejamento estratégico;
- Análise do setor de atuação da companhia e da concorrência;
- Desenvolvimento de projeções de resultado, incluindo várias simulações de aporte de recursos, no caso de um lançamento primário;
- Discussão com a área financeira acerca dos valores obtidos no trabalho desenvolvido no item anterior e negociação final do volume e demais condições da operação.
- No caso específico das ações, a negociação final envolve também a discussão dos seguintes aspectos:
  - Análise dos indicadores de mercado das companhias atuantes no mesmo setor, com porte semelhante e que tenham ações negociadas em Bolsa;
  - Preço de subscrição ou preço mínimo de leilão em Bolsa;
  - Grau de diluição do capital, após a subscrição, como decorrência do volume e preço da operação;
  - Escolha da espécie e forma das ações, sendo que as escriturais exigem a designação de instituição financeira depositária dos títulos, credenciada junto à CVM;
  - Política de dividendos a ser adotada, com regra básica definida no Estatuto Social.

A etapa referente aos Estudos Técnicos é crucial, pois o perfil de operação escolhido será objeto de análise por toda a comunidade de negócios, que estuda o assunto nos mesmos termos destacados anteriormente. A empresa e o coordenador não têm a obrigação de informar os resultados projetados, mas devem propiciar todas as condições para que terceiros possam calculá-los, sujeitando-se, ainda, a penalidades futuras, no caso de omissão ou incorreção de informações.

Quanto à comparação com ações de outras companhias já negociadas em Bolsa, os principais indicadores de mercado utilizados são:

- Índice preço/lucro, que indica em quantos anos o valor investido retoma, pelo padrão de lucro projetado;
- Índice preço/geração operacional de caixa, que indica em quantos anos o valor investido retoma, pelo padrão de caixa projetado;
- Relação preço/valor patrimonial da ação;
- Índice de retomo sobre o patrimônio líquido;
- Relação preço/dividendo;
- Fluxo de caixa descontado (valor presente)

O mercado normalmente exige das empresas que estão fazendo suas primeiras colocações preços de lançamento que impliquem indicadores mais atraentes do que os das empresas assemelhadas já abertas, ou seja, um preço relativo menor do que a média. Isto, de início, poderá frustrar o acionista controlador ou o que está se desfazendo da posição acionária, que usualmente tem como expectativa um preço superior ao sugerido pelo coordenador da operação. Mas, na maioria dos casos, o eventual menor preço da ação na estréia da companhia no mercado é mais do que compensado pela futura valorização decorrente das negociações regulares em Bolsa.

Quanto às debêntures, os estudos tendem a se concentrar na taxa de juros, prêmios, garantias e capacidade de pagamento, sendo relativa a importância do lucro projetado. No caso de debênture conversível, um aspecto fundamental é a definição da cláusula de conversibilidade, de forma que esta atenda aos interesses tanto do controlador como de investidores potenciais. Adicionalmente, é fundamental garantir que a conversibilidade potencial plena não ultrapasse o limite atualmente permitido de até 2/3 de ações preferenciais, sem direito a voto ou sujeitas a restrições no exercício deste direito.

5 - AGE deliberativa da operação, adaptação dos Estatutos e outros procedimentos legais.

Para que a empresa torne-se de capital aberto precisa ser uma sociedade anônima (S.A.). Seja mudando de *limitada* ou de *SA de capital fechado* para *SA de capital aberto*, a empresa deve promover uma Assembléia Geral Extraordinária (AGE). Nela será apresentada aos sócios essa intenção, contendo todos os detalhes da mudança pretendida, inclusive no que se refere ao novo Estatuto Social, futura composição do capital social (tipos de ações e seus limites percentuais) e demais informações pertinentes, sejam exigências legais ou não. (A AGE é também a ferramenta legal que contempla a emissão de outros tipos de decisões societárias tais como distribuição secundária de ações, emissão de debêntures, de bônus ou de partes beneficiárias.)

O novo Estatuto deve contemplar as regras de funcionamento sob a condição de empresa de capital aberto, entre os quais:

- Criação do Conselho de Administração (CA), que terá entre suas funções nomear a diretoria, inclusive a nova função de diretor de relações com o mercado, deliberar sobre futuros aumentos de capital, analisar os relatórios de auditoria independente e aprovar as contas da empresa.
- Disposições e regras claras a respeito de possíveis alterações na composição do capital social e no controle da companhia.
- Possibilidade de a companhia manter ações em tesouraria e seus limites.
- Fixação de dividendo mínimo.
- Funcionamento do Conselho Fiscal (facultativo)

6- Contratos de coordenação e distribuição.

Uma vez discutidas as condições do lançamento e da escolha do coordenador, os seguintes tópicos deverão ser desenvolvidos no contrato com a companhia:

- Regime de colocação e correspondentes custos de remuneração – garantia firme ou melhores esforços. No caso de garantia firme o coordenador e demais participantes se comprometem a subscrever os valores mobiliários não colocados no mercado, o que não ocorre no regime de melhores esforços. A garantia firme é uma espécie de seguro, o que torna obviamente mais caro o custo das comissões de coordenação e distribuição (ou colocação).
- Autorização da emissão e suas características
- Cronograma da operação

- Registro na CVM
- Adesão de terceiros à colocação, se houver.
- Duração, rescisão, penalidades e foro.

#### 7 - Processos de obtenção de registros na CVM

De acordo com a Lei 6385/76 a colocação pública de valores mobiliários exige o registro na CVM, a ser solicitado pela companhia emissora e pelo coordenador da operação. As normas de apresentação de dados para obtenção do registro, inclusive modelos de documentos, está normatizada pela CVM nas seguintes instruções: 202/93, 245/96 e 400/02.

Enquanto não sai o registro definitivo a CVM admite que circulem os chamados Prospectos Preliminares, de forma que o mercado possa ir conhecendo aos poucos a empresa. A ANBID criou um código de auto-regulamentação, o qual deve ser atendido, visando aumentar a transparência da operação na elaboração destes prospectos.

#### 8 - Processo de registro da empresa em bolsas de valores

As ações distribuídas publicamente podem ser negociadas no mercado de balcão ou em bolsas de valores, sendo que neste caso precisa de um registro. Existem atualmente nove bolsas de valores no país, coordenadas pela CNBV – Comissão Nacional das Bolsas de Valores. O registro pode ser pedido para qualquer dessas bolsas, sendo que para que possam ser negociadas nas demais precisará atender aos requisitos mínimos de cada uma.

Para obtenção do registro encaminham-se os mesmos documentos encaminhados à CVM mais o número de registro concedido por esta. O pedido correrá paralelamente ao da CVM, ficando o deferimento condicionado à autorização desta. Deferido o pedido de admissão a empresa pode iniciar as negociações, por intermédio das corretoras associadas. É uma nova fase para a companhia, com toda a sorte de benefícios que esta nova fase lhe trará.

O mercado de balcão trata dos títulos fora das bolsas por meio dos agentes de distribuição. O mercado de balcão organizado compreende sistemas de negociação oferecidos e supervisionados por entidade auto-reguladora autorizada pela CVM. As operações são fechadas por telefone e depois ratificadas mediante transação eletrônica apresentada a essas entidades. A principal no Brasil é a SOMA (Sociedade Operadora de Mercado de Ativos).

9 - Formação do *pool* de distribuição.

O processo de distribuição, como já vimos, é organizado pela Instituição Coordenadora. Um dos trabalhos desta é organizar as instituições que efetivarão a distribuição, que se relacionarão por meio de contratos de adesão, sem custo adicional para a companhia emissora. Os tipos de distribuidores, portanto, são:

- Coordenadores – Podem ser um ou mais, que tratarão do processo desde o registro na CVM até a liquidação financeira. Cabe a estes a realização do procedimento de coleta de intenções de investimento ou *bookbuilding*. Por este motivo são também conhecidos como *bookrunners*.
- Consorciados – são contratados para auxílio na distribuição porém com algumas restrições para atender grupos específicos de investidores conforme lhes é imposto pelos Coordenadores

10 - Esforço de venda junto aos investidores.

Uma vez desenvolvido o Prospecto Preliminar, os distribuidores da operação começam se movimentar junto a investidores, antes mesmo do deferimento da mesma pela CVM. Diversas podem ser as abordagens, entre elas:

- Produção de material publicitário sintetizado a partir do Prospecto Preliminar.
- Organização de visitas de investidores potenciais à empresa.
- Promoção de reuniões de analistas de investimentos

11 - Anúncio de início de distribuição pública.

Quando o registro for definitivamente autorizado pela CVM o evento deve ser amplamente noticiado por meio de Anúncio de Início de Distribuição Pública e veiculado duas vezes em jornal de grande circulação, contendo dados relevantes sobre as principais características da operação, o nome das instituições que a intermedeiam e o número de registro de emissão.

Quando se trata de distribuição secundária, o anúncio adequado é o Edital de Distribuição Secundária.

12 - Subscrição dos novos títulos ou leilão em Bolsa.



A operação se consolida com a assinatura dos pretendentes a compradores do boletim de subscrição, em modelo autorizado pela CVM. Pode ocorrer que uma colocação primária aconteça via leilões em bolsa, embora não seja usual.

Se a demanda por aquisição for maior que a autorizada, será efetuado um rateio proporcional.

No caso de mercado secundário, o mais comum é a distribuição por leilão em Bolsa, mediante o uso obrigatório de uma Corretora.

Quando o propósito for atingir determinado público, tais como funcionários de uma empresa ou correntistas de um banco, pode-se adotar procedimentos específicos para esse fim.

#### 13 - Liquidação financeira.

Encerrado o processo de aquisição, a instituição coordenadora se ocupa de reunir os valores dos investidores e seu repasse para a companhia emissora, ou acionista, no caso de colocação secundária, no tempo previamente combinado.

Os investidores receberão posteriormente o extrato contendo suas ações escriturais emitido pela instituição depositária.

#### 14 - Anúncio de encerramento de distribuição pública.

O coordenador da operação deve publicar anúncio de encerramento até quinze dias após a conclusão da distribuição.

A subscrição deve ser efetivada em um período máximo de seis meses contados a partir do início de preferência ou, na falta deste, a partir a AGE ou RCA que deliberou a emissão. Não havendo a colocação para o público da totalidade da dos títulos referidos na emissão a CVM considera anulado o aumento de capital. Se este aumento for o fundamento exclusivo da concessão de registro da companhia será cancelado.

#### 15 - Manutenção da Condição de Companhia Aberta.

Para que a empresa mantenha sua condição de companhia aberta é necessário, de início, que sejam cumpridas as exigências leais e institucionais decorrentes da abertura. As principais são:

- Relatório da Administração, Demonstrações Financeiras Anuais e respectivo parecer de auditoria
- Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP)

- Informações Trimestrais (ITR)
- Informações Anuais (IAN)
- AGO/Es divulgadas com Edital
- Divulgação de Fato relevante
- Proibição de Uso de Informação Privilegiada por parte dos administradores
- Pagamento de Taxa de Fiscalização à CVM
- Pagamento de anuidade à Bolsa

A abertura de capital impõe à companhia a adoção de uma postura ética que não deve se restringir ao mero atendimento dos dispositivos legais. Isso se aplica a seus administradores no manejo das informações privilegiadas, na comercialização dos valores mobiliários de emissão da empresa e na divulgação pública imediata dos atos ou fatos relevantes.

O conceito de ato ou fato relevante é aquele cuja resultante seja capaz de alterar o julgamento sobre o preço dos valores mobiliários emitidos pela companhia, a decisão de dos investidores em negociar aqueles valores ou exercer direitos a eles inerentes.

A postura ética da empresa deve ser estendida aos auditores da companhia, que devem possuir capacidade técnica, independência e idoneidade reconhecidas pelo mercado.

As relações com os investidores devem evoluir pautadas nos seguintes princípios:

- Transparência nas informações
- Ampla divulgação de informações, evitando privilegiar grupos de investidores
- Confiabilidade das informações divulgadas, especialmente quanto às demonstrações financeiras
- Respeito ao acionista minoritário

## 16 - Política de Distribuição de Resultados.

A abertura de capital de uma empresa compreende a admissão de novos sócios, os quais se interessam não apenas na valorização de seu capital aplicado, mas também na distribuição regular de resultados, o que adquire particular importância com o crescimento dos fundos de pensão como investidores.

O pagamento de dividendos é isento de imposto de renda e é a forma tradicional de distribuição de resultados. São estabelecidos no Estatuto da Companhia e devem

estar pautados em um mínimo de 25% do resultado (e seus ajustes pertinentes), podendo ser pagos em períodos menores que um ano.

A distribuição de dividendos pode ser dispensada caso a empresa esteja em situação difícil mas a administração deve informar esta condição na Assembléia Geral Ordinária (AGO), que ocorre uma vez por ano para aprovação das contas do ano anterior. No entanto a Lei das SA impõe que as ações preferenciais passam a ter direito a voto se, pelo menos em três anos consecutivos a companhia não pagar dividendos.

Em decorrência da suspensão do antigo método de correção monetária de balanço a legislação fiscal (Lei 9249/95) instituiu os juros sobre capital próprio, que nada mais são do que a remuneração do patrimônio líquido pela TJLP para qualquer tipo de empresa, aberta ou não. Sendo juros funcionam como uma despesa dedutível para a companhia, porém são sujeitos ao desconto do imposto de renda ao serem pagos aos acionistas.

Pagamentos excessivos de dividendos podem também não ser convenientes nos planos de uma empresa, afinal, lucros não distribuídos podem representar uma forma barata de financiamento dos planos de uma companhia. Os acionistas sempre estarão dispostos a aceitar um recebimento mais moderado de dividendos desde que justificado por planos de investimentos ou de expansão da companhia que se tornariam mais caros se financiados por juros bancários, por exemplo.

## **2.7 Mantendo uma empresa no mercado aberto**

### **2.7.1 Governança Corporativa**

Após a abertura, a empresa deve seguir um roteiro de conduta diferente de quando era uma empresa de capital fechado. Com uma base acionária pulverizada, as sinalizações dos rumos e direções tornam-se imprescindíveis, e uma vez tomadas, devem ser seguidas para que se mantenha a credibilidade da empresa. Essas práticas de transparência de informações aliada ao respeito dos acionistas minoritários são chamadas de Governança Corporativa.

A Governança Corporativa busca lidar com problemas relacionados a conflitos de interesse entre os sócios, principalmente o controlador e os minoritários. Segundo a CVM, auxilia a decisão de investimentos pois dá aos acionistas a possibilidade de verificar as formas de atuação dos gestores e o desempenho da empresa. Dessa forma, a ação poderá ser mais bem avaliada e conseqüentemente melhor precificada.

Visando resolver tais conflitos a Bovespa criou em dezembro de 2000 três níveis de Governança Corporativa – Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. A criação desses segmentos visa, dentre outros motivos, dar mais credibilidade ao mercado de capitais nacional por meio do aumento considerável da transparência nas atitudes das empresas de capital aberto.

### **Nível 1:**

As empresas listadas no nível 1 de governança se comprometem com algumas melhorias na divulgação de informações ao mercado e dispersão acionária:

- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;
- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- Informar negociações de ativos e derivativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- Divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*;
- Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos;
- Apresentação das demonstrações do fluxo de caixa.

### **Nível 2:**

Para aderir ao Nível 2 de governança a empresa deve, além de adotar as práticas do Nível 1, ter uma política mais ampla de direitos aos acionistas minoritários:

- Conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas internacionais US GAAP ou IAS;
- Extensão para os acionistas preferenciais das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia de no mínimo 70% do preço conseguido pelos controladores no caso (*tag along*);
- Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo;

- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- Adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

### **Novo Mercado:**

O nível máximo de Governança Corporativa na Bovespa é o chamado Novo Mercado. Neste, além das regras já adotadas pelo Nível 1 e Nível 2, a empresa só poderá emitir ações ordinárias, conferindo uma relação praticamente igualitária entre minoritários e controladores, onde será dado *tag along* de 100% no caso de venda das ações do sócio controlador.

Atualmente, uma empresa nova não poderá ser listada na Bovespa sem estar pelo menos no nível 1.

A adoção de práticas de governança corporativa tem sido uma demanda crescente dos investidores, exigindo mais proteção e transparência. Ao mesmo tempo as empresas demonstram crescente interesse em adotar estas práticas de forma a melhorar seu desempenho geral, diminuindo o custo de captação, com a conseqüente alta no preço das ações.

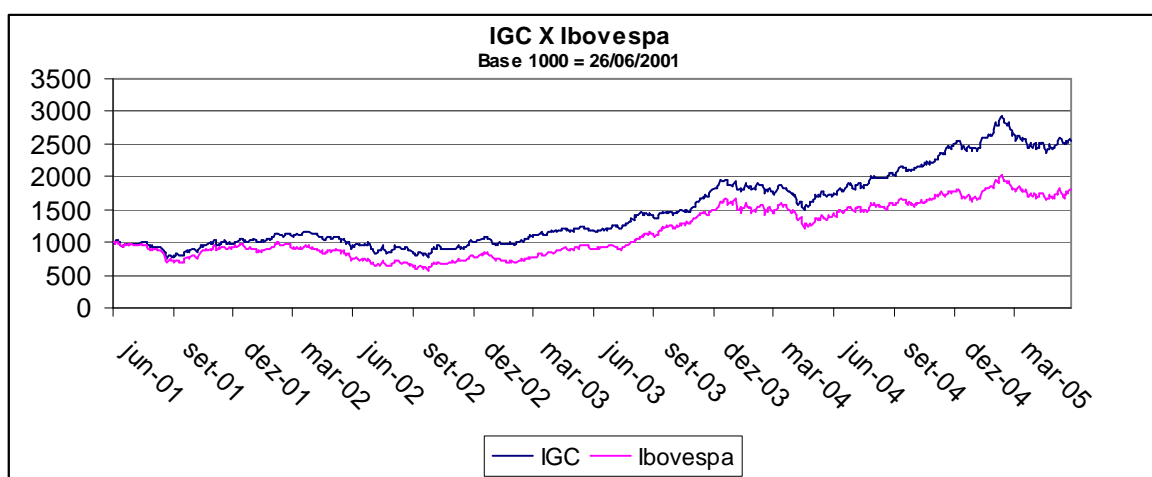
Das dez aberturas de capital ocorridas de 2004 até junho de 2005, oito foram feitas no Novo Mercado da Bovespa. As outras duas, Gol – Linha Aéreas Inteligentes e ALL – América Latina Logística, por motivos legais não puderam fazer suas ofertas neste segmento.

A discussão sobre o assunto no Brasil vem ganhando um forte espaço no mercado financeiro. Tradicionalmente, nas disputas societárias, os sócios minoritários se saem pior do que os controladores. No ano de 2004 verificou-se a realização de prejuízo para os detentores de ações preferenciais por conta da transação da AmBev com a Interbrew. Com ainda maior destaque, a disputa entre o Banco Opportunity na Brasil Telecom, onde com uma pequena parcela de ações, Daniel Dantas, dono do banco, detinha o controle da empresa. Em ambos os casos, caso a empresa tivesse alguma governança corporativa presente, tais problemas não ocorreriam.

Um estudo realizado por Valadares e Leal (2002) reforça a tese de que deverá haver maior proteção aos minoritários. Na média das companhias brasileiras sem a presença do governo, os controladores detém 41% do capital. O número se concentra

ainda mais considerando apenas as ordinárias - 62% das empresas possuem um controlador com mais de 50% destas ações ordinárias. Para os autores, os minoritários exigem um retorno maior por não serem possuidores do controle, o que em tese leva a um aumento do risco do investimento.

Por tais motivos, empresas que possuem níveis diferenciados de Governança têm suas ações mais valorizadas. No gráfico abaixo, temos uma comparação entre o Ibovespa e o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – IGC. Neste índice estão empresas listadas pelo menos no nível 1 de Governança Corporativa. Em 31 de maio de 2005 o IGC estava 43,8% acima do Ibovespa.



Atualmente há uma grande pressão no Congresso para aprovação do Projeto de Lei nº 3741, que altera a Lei das S.A.. Este projeto de autoria da CVM traria melhoras significativas na transparência de empresas abertas.

Outras práticas de mercado estão relacionadas a Governança Corporativa, como a boa formatação de um departamento de Relações com Investidores e um site na internet dedicado a esta área. Neste site o investidor deve poder consultar todas as informações da companhia.

Outra discussão pertinente à manutenção das ações do mercado é quanto à liquidez. Muitas das empresas atualmente no mercado foram perdendo sua atratividade ao longo do tempo resultando em perda de liquidez, o que é um ponto crucial para quem quer a manutenção de investidores estrangeiros.

## 2.7.2 O Formador de Mercado

A atividade do Formador de Mercado (*market maker*) como instrumento para promover a liquidez das ações é uma prática nova no mercado brasileiro. A primeira empresa a contratar uma corretora para ser formadora de mercado de seus papéis foi a Celpe em outubro de 2003. Desde então, até meados de 2005, mais onze empresas passaram a promover a liquidez de seus papéis através de um *market maker*.

O papel do *market maker* consiste na busca do aumento da liquidez das ações através de uma corretora operando continuamente com ofertas de compra e venda para o papel, definidos por um *spread* máximo estipulado pela Bovespa. Com uma presença mais forte de atuação a ação passa a ter melhor liquidez, bem como melhor referência de preço.

### Caso Unibanco

O Unibanco é uma das empresas que contam com um formador de mercado, a corretora Ágora Senior CTVM, para suas Units (agrupamento de ações diferentes de empresas de um mesmo grupo). Graças aos esforços de ambas as partes as Units do Unibanco passaram a ganhar liquidez cada vez maior na bolsa, tendo inclusive ingressado no IBRX-50 e no Ibovespa, os dois principais índices da BOVESPA, após a adoção do *market maker* do papel.

Os gráficos a seguir mostram a evolução do índice percentual de negociabilidade (IN) após o início desta atividade.

$$IN = \left( \frac{n}{N} \times \frac{v}{V} \right)^{(1/2)}$$

, onde:

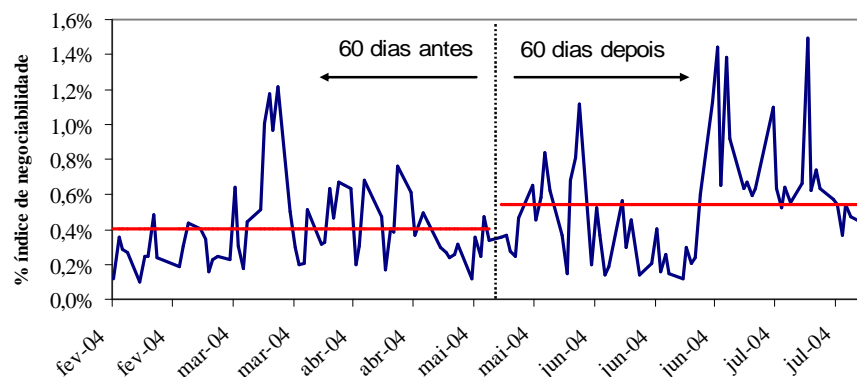
n = Número de negócios do papel

N = Número de negócios de todas as ações e units da Bovespa

v = Volume financeiro gerado pelos negócios do papel

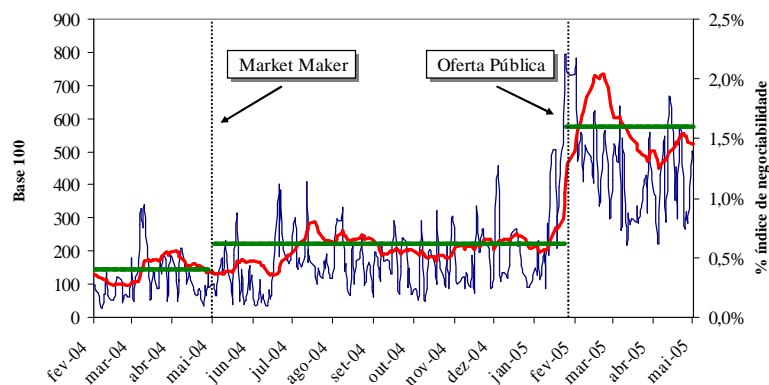
V = Volume financeiro gerado pelos negócios de todas as ações e units da Bovespa

A seguir apresentamos um gráfico comparativo do IN de 60 dias antes a 60 dias após o início das atividades de formador de mercado para as Units.



No gráfico anterior a média do IN, representada pela linha vermelha, aumentou de 0,4046% para 0,5444%, representando um acréscimo de 34,5% já nos primeiros 60 dias.

O gráfico abaixo mostra a comparação entre os dois meses anteriores ao início da atividade de *market maker* e um ano depois, após a oferta pública do Unibanco.



- A linha azul é o IN diário da ação, base 100 iniciando em fevereiro de 2004. Este valor era 94 no dia 10 maio de 2004, primeiro dia de atividade do *market maker*, e em 443 um ano depois.
- A linha vermelha mostra a média móvel de um mês do IN. Este valor médio aumenta substancialmente graças ao início das atividades de *market maker* e também na realização de Oferta Pública, o qual aumentou consideravelmente o *free float* da companhia.
- A linha verde compara o IN médio antes, depois do formador de mercado atuar na Unit e após a Oferta Pública. Este valor salta da média de 0,4% para 1,6% no período de um ano, um aumento de 300%.

## **2.8 Definição de Preço e Demanda**

Uma das principais etapas de uma Oferta Pública é a formação do preço. Para a precificação inicial, geralmente o coordenador da oferta envia uma equipe de analistas e profissionais experientes em ofertas para analisar a empresa.

Inicialmente é necessária uma análise microeconômica, para estudar a expectativa futura da empresa no mercado onde esta se encontra. Não adianta, por exemplo, emitir valores de uma companhia que está se aproveitando de uma falha de mercado temporária. De igual maneira, avalia-se a legislação do mercado onde atua e a possibilidade de mudanças na regulamentação deste que possam vir a prejudicar as



atividades da companhia. A situação financeira de uma empresa pode mudar muito de acordo com os humores e rumos da economia. Um cenário de alta de juros para uma empresa endividada pode afetar muito sua solidez financeira. De igual maneira, receitas em dólar sofrem com a valorização cambial assim como dívidas dolarizadas são perigosas nas desvalorizações.

Os analistas realizam contato com diversas áreas da companhia, começando pela área financeira. São feitos estudos sobre a situação econômica, com análise dos demonstrativos financeiros, já devendo estar auditados. As instalações produtivas ou de prestação de serviços, principais geradoras de receita da companhia também são alvo de visitas, com eventuais entrevistas nas áreas de marketing, comercial e planejamento estratégico.

Os riscos futuros da empresa também são estudados. Atenção especial à regulamentação do setor, análise de posicionamento de mercado da empresa e da concorrência.

Busca-se compreender ao final alguns fatores-chave:

- Possibilidade de pagamento dos compromissos da companhia.
- Geração de caixa, receita futura e possibilidade de expansão.

É importante ressaltar que a análise da geração de caixa e receita futura da empresa não deverá ser divulgada. Da parte da empresa e dos coordenadores tenderia a gerar um mal estar em relação ao mercado, caso os resultados obtidos não fossem alcançados. Entretanto as informações divulgadas deverão propiciar a terceiros condições suficientes para projetá-los, sendo cabível penalidade por parte da CVM no caso de informações incompletas ou incoerentes.

Após a conclusão da análise, outro fator importante é a comparação dos resultados obtidos com as ações de empresas semelhantes ou do mesmo ramo de atividade já existentes no mercado. Estas fornecem base para comparação da receptividade dos investidores e expectativas gerais do mercado em relação ao setor.

### **2.8.1 Análise de Múltiplos**

Para comparação com outras empresas existem indicadores que consideram diversos fatores mercadológicos, financeiros e patrimoniais. A seguir listamos alguns dos mais utilizados pelos analistas:

- Índice preço/lucro (P/L).

Indica em quantos anos a empresa pagaria seu próprio preço, caso todo o lucro fosse distribuído. Pode ser feita a partir do lucro no exercício onde foi calculado o preço da ação ou pelo projetado para o futuro.

- Índice preço/ Geração Operacional de Caixa Descontado (P/EBTIDA).

Igual ao anterior sendo que no lugar do lucro é utilizado o fluxo de caixa, descontada a taxa de juros do mercado financeiro.

- Valor da Empresa/Ebitda (EV/EBITDA)

Mede o valor total da empresa incluindo o valor das ações mais a dívida da empresa, dividido pela geração operacional de caixa. O resultado obtido representa em quanto tempo a empresa, com a sua geração de caixa, consegue se pagar totalmente.

- Dividendos Pagos/Valor de Mercado (*Dividend Yield*).

Mede o histórico de remuneração pelo capital investido na empresa. Este indicador, também conhecido como curva de dividendo, é utilizado em análises de empresas que são consideradas boas pagadoras de dividendos e, portanto, não tem grandes oscilações de preço.

- Preço/ Valor Patrimonial da Ação (P/VPA).

Indica o quanto a ação representa do valor patrimonial contábil.

- Lucro Líquido/Patrimônio Líquido

Demonstra a possibilidade de a empresa remunerar o capital investido.

- Dívida Líquida/ Patrimônio Líquido

Representa o grau de alavancagem de uma empresa em relação ao patrimônio líquido.

Tratando-se de uma empresa nova, o mercado costuma demandar um preço abaixo do considerado justo para tentar compensar o desconhecimento do desempenho dela em bolsa. Isso costuma irritar os empresários ou vendedores das ações, que esperam um valor no mínimo justo para suas ações.

Na colocação o coordenador define faixas para realizar a emissão das ações no mercado. Estas faixas servirão como principal balizador das intenções de investimentos. O preço final pode, dependendo da demanda, ficar fora das faixas indicadas.

### **2.8.2 A demanda por ações no Brasil**

Tratando-se de ações, no Brasil existem basicamente quatro grupos de investidores: Investidores Individuais (Pessoas Físicas), Investidores Institucionais, Instituições Financeiras e Investidores Estrangeiros.

Os investidores individuais costumam manter seus investimentos com um horizonte de prazo comprimido. São os que possuem menos recursos para acompanhamento e análise de empresas ainda mais se tiverem montado uma carteira de investimento multi-setorial. Estes, portanto, não raramente obtêm desempenho financeiro mais fraco que os demais. Costumam abandonar posições lucrativas em momentos desfavoráveis pela ênfase dada ao curto prazo e costumam acreditar nos boatos do mercado, que geralmente são precursores de uma tendência real contrária à do boato.

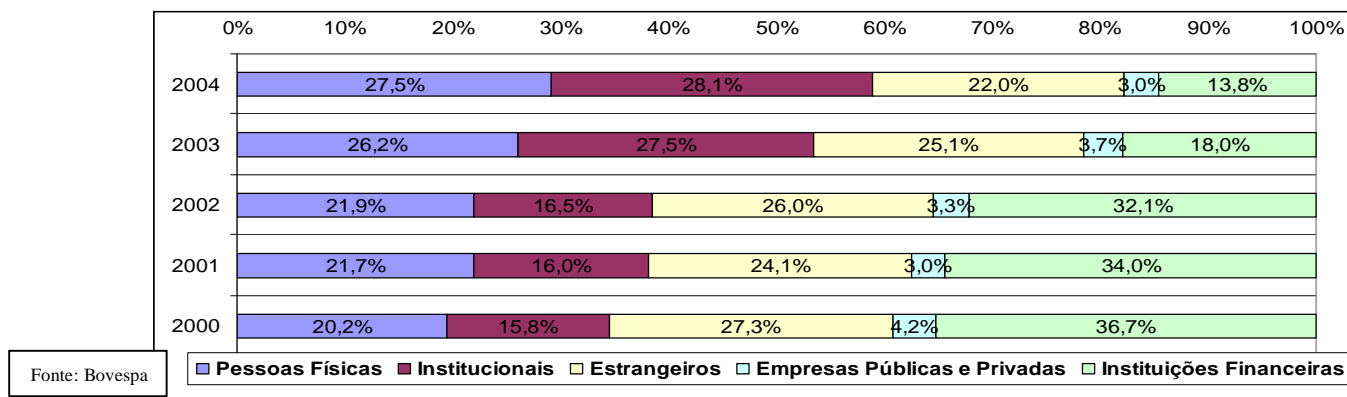
Por esses motivos muitos investidores pessoas físicas preferem investir em ações não diretamente, mais via fundos de investimentos. Nesses fundos a alocação de recursos tende a ser mais eficiente, pois o gestor do fundo tem que possuir estrutura técnica para desenvolver uma melhor estratégia de investimentos.

As instituições financeiras demonstram um perfil diferente. Por possuírem grandes estruturas e maior volume de recursos, conseguem auferir melhores resultados do mercado. Não obstante costumam ser acusadas de práticas inadequadas como a formação de boatos, ou na definição de tendências de alta ou baixa no mercado variando com certa independência do desempenho da empresa investida e mais em conformidade com a vontade delas mesmas.

Os investidores institucionais são formados principalmente pelos fundos de pensão, os quais são detentores de altos patrimônios. Estes têm um perfil voltado para o resultado de longo prazo e por isso um maior comprometimento com seus investimentos. São obrigados pela legislação a alocar uma parte considerável de seus recursos em renda fixa. Também buscam usar técnicas de proteção a investimentos (hedging) que podem vir a limitar lucros mas também protegem contra resultados adversos dos esperados.

Os investidores estrangeiros tendem a ser mais voláteis que os anteriores pois dependem também do ambiente de liquidez internacional. Estes preferem empresas maiores e com mais liquidez, onde o investimento seja tão fácil e seguro quanto sua saída. São detentores de altos fluxos de capital em comparação aos investidores nacionais.

Os investidores pessoas físicas, os institucionais e os estrangeiros apresentaram expansão na suas respectivas transações da Bovespa durante o ano de 2004, conforme visto no gráfico a seguir. O crescimento da atuação destes, em detrimento das Instituições Financeiras, demonstra a atratividade do mercado.



As instituições financeiras são tradicionais investidores do mercado e continuam operando de forma ativa no mercado. Apesar de a participação proporcional das instituições financeiras ter diminuído, o volume de suas posições se manteve relativamente constante. O aumento de investimentos por parte dos outros grupos de investidores é que ocasionou redução proporcional de sua participação.

### **2.8.3 A Formação do Preço de Abertura**

Após a definição de faixas de preço, o passo seguinte é a coleta de intenções de investimento, também conhecida como *bookbuilding*. Neste processo o coordenador da oferta operará sob a função de *bookrunner*, apontando as diversas faixas de preço onde a ação teve demanda. O preço de emissão é então definido de forma a equilibrar os interesses entre os ofertantes e investidores interessados no ativo. Em seguida é feita a alocação entre os tipos de investidores, com prioridade nos interessados com perfil de longo prazo, ou que colocaram maior preço para a ação no *bookbuilding* e que conseqüentemente estão mais satisfeitos com o preço definido.

Outra ferramenta de elevação e sustentação de preços no início da oferta é o chamado *Green Shoe* (em homenagem a empresa americana Green Shoe, primeira a utilizar o mecanismo). A operação com *Green Shoe* consiste em venda a descoberto de no máximo 15% das ações pelo preço de emissão por parte do *Bookrunner* na oferta em contrapartida este também recebe opções de compra da empresa no preço de emissão. Então, já no início das negociações o *Bookrunner* irá colocar ofertas de compra de no mínimo o preço de emissão e tentando garanti-lo. Se o preço subir naturalmente, o *Bookrunner* exerce suas opções contra o emissor e sai de sua posição vendida a descoberto.

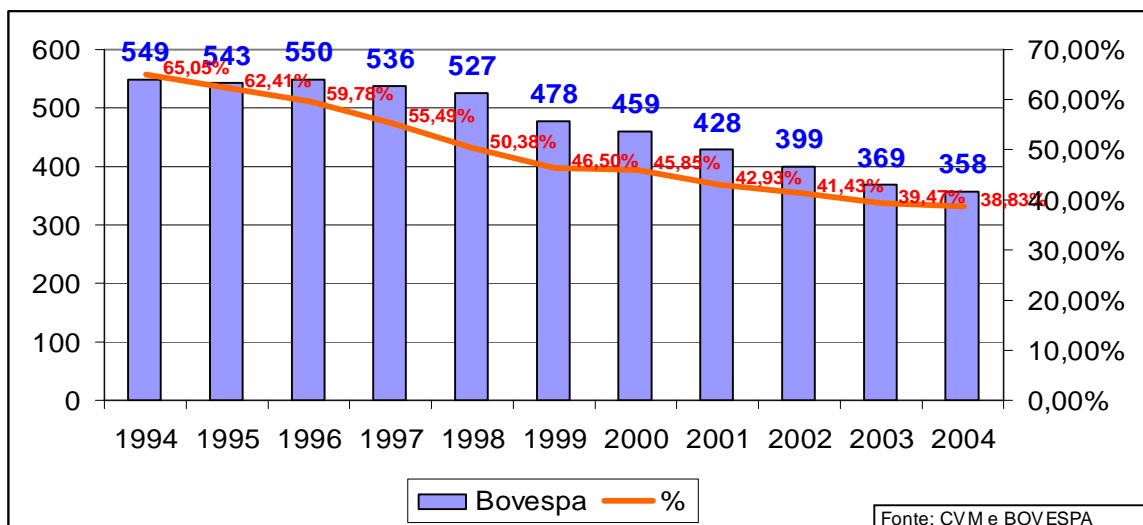
As valorizações de curtíssimo prazo interessa a muitos investidores individuais (chamados de flippers). A forma clássica de atuação é a compra no momento da oferta e venda no mesmo dia aos compradores que não conseguiram a alocação solicitada.

## CAPÍTULO 3 – O mercado acionário brasileiro a partir do Plano Real

### 3.1 O início do Plano Real e a Contração do Mercado no Período 1997-2003

No período de 1994 a 1997, apesar do intenso movimento relativo às privatizações, ocorreram somente dez aberturas de capital na bolsa. Foram elas: Companhia Brasileira de Distribuição (CBD) – Pão de Açúcar, Net Serviços (NET), Elevadores Atlas, Rossi Residencial, Arapuã, Supermercados Makro, Supermercados Bom Preço, Globex, Wentex e Brazil Realty. Destas, continuam na bolsa com liquidez e base acionária pulverizada apenas a CBD e a NET. As demais perderam liquidez e relevância no mercado (Globex, Brazil Realty e Rossi Residencial), ou foram vendidas e fecharam capital (Wentex, Supermercados Bom Preço e Elevadores Atlas) ou devido à desvalorização de suas ações apenas fecharam o capital (Supermercados Makro), ou simplesmente não conseguiram superar suas crises financeiras (Arapuã).

O movimento do mercado de capitais anterior a 2003 foi contracionista. O baixo valor de mercado das ações aumentou o custo de captação por ações. Com preços desvalorizados, muitas empresas preferiram fechar o capital, pois seus executivos perceberam a má precificação de seus papéis e para evitar os custos de manutenção da empresa em bolsa, a melhor estratégia foi o fechamento para uma talvez posterior reabertura. O fechamento do capital de uma companhia deve ocorrer mediante o processo inverso ao da abertura, inicialmente convocando-se uma assembléia para definir o formato e os detalhes do fechamento.



No gráfico anterior podemos constatar a redução do número de empresas listadas na Bovespa após o Plano Real.

Podemos observar também um declínio na razão entre companhias listadas e companhias abertas. Algumas grandes empresas, que já foram tradicionais em bolsa, realizaram o fechamento de seu capital como White Martins e Pirelli.

O Mercado de Capitais, mesmo que de maneira tímida, efetuou algumas ofertas de abertura de capital entre 1997 e 2004. Foram estas a Ultrapar em 1999, Ideiasnet em 2000 e CCR em 2002. Outras operações marcantes foram as vendas realizadas pelo Governo de suas participações em Vale do Rio Doce e Petrobras. Alguns mecanismos de incentivo a poupança de longo prazo, como a permissão de utilização do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) para financiar a compra de ações ajudaram neste processo.

### **3.2 As Ofertas Públicas de 2004 a Junho de 2005 (período sob análise)**

O ano de 2004 foi muito importante para o mercado de capitais brasileiro. O número de Ofertas Iniciais de Ações ocorridos foi dos maiores da história brasileira e certamente o maior desde 1994. Outras ofertas foram de empresas que já possuíam ações negociadas em bolsa, como CCR, Braskem, Gerdau, WEG, Suzano Petroquímica, Unibanco e Sabesp, sendo que as duas primeiras efetuaram ofertas integralmente primárias.

No caso de CCR, empresa constituída em 1998 com objetivo de administrar concessões federais e estaduais, os recursos obtidos na operação foram aplicados no financiamento de negócios no âmbito de concessões de rodovias. A operação também foi feita para adequar o *free float* (percentual de ações em bolsa em relação ao total do capital da companhia) da empresa às normas do Novo Mercado. O preço no entanto foi considerado caro, ocorrendo em seguida uma perda na atratividade e liquidez do papel.

A Braskem, do setor petroquímico, é considerada uma empresa com sólidos fundamentos. Visando pagamento de dívidas do curto prazo e incremento de seu capital de giro a oferta foi bem realizada, tendo havido demanda para o total de ações ofertadas.

A oferta de Suzano Petroquímica consistiu em uma parte primária utilizada na reestruturação societária da empresa e uma parte secundária foi captada diretamente para os acionistas vendedores.

As ofertas de Gerdau, Sabesp, WEG e Unibanco foram integralmente secundárias, pois os recursos captados foram direcionados diretamente para os

acionistas vendedores. No caso da Sabesp, após sua segunda operação o capital em mãos dos acionistas minoritários aumentou de 28,5% para 49,7%.

Merece destaque entre as ofertas secundárias o caso de Unibanco onde a atuação do *market maker* contratado para atuar na operação conseguiu gerar grande liquidez ao ativo, levando este a compor a carteira teórica do Ibovespa com peso de 0,984%, como comentado no item 2.7.2.

### **3.3 Análise Empírica das Ofertas Públicas Iniciais (IPOs)**

- **Motivação para Ofertas**

O período aqui analisado sem dúvida foi de grandes acontecimentos nas operações de IPO. Entretanto apenas uma menor parte dos recursos captados foi destinado para o desenvolvimento das próprias companhias. Segundo dados da ANBID, 63% dos recursos dessas ofertas foi canalizado para os acionistas vendedores. A reorganização societária e a saída de participação de sócios originais foi um dos fatores que impulsionou algumas das aberturas de capital, sendo que em alguns casos, como dos fundos de *Private Equity*, a saída do acionista pela bolsa já era prevista desde sua entrada no investimento.

O IPO de GOL – Linhas aéreas Inteligentes, empresa que representa o modelo de companhia aérea de baixo custo e baixa tarifa no Brasil, serviu para saída de um fundo de Venture Capital, a BSSF Holdings que realizou impressionante lucro de aproximadamente 300% em três anos. As ofertas de DASA – Diagnósticos da América, Localiza, Submarino, Unibanco e TAM S.A. também foram realizadas para viabilizar a saída de investidores de Private Equity. Os investidores estrangeiros estão acostumados com ofertas secundárias como veículos de saída de fundos de *Private Equity*, por serem bem comuns no mercado de capitais americano.

O principal motivo da abertura de capital do Porto Seguro, empresa de seguros no Brasil, foi a saída de uma acionista com uma posição acionária considerável, Sra. Stella Yara Blay, após um conflito entre os sócios da empresa. Já no caso de Natura, os acionistas originais da empresa, não querendo deixar a empresa nas mãos de seus herdeiros, venderam parte de suas participações em bolsa de forma a incrementar a profissionalização da administração.

Na ALL – América Latina Logística, maior operadora logística com base ferroviária da América Latina teve em seu IPO 45% como oferta primária. Os recursos



foram utilizados para financiar as necessidades de capital, como aquisição de material rodante, realização de melhorias na infra-estrutura ferroviária, construção e aquisição de terminais e depósitos, melhorias tecnológicas, em atividades comerciais em geral, bem como aumento de capital de giro.

No IPO de GOL foram captados na parte primária da Oferta R\$ 498,1 milhões. Estes recursos foram utilizados para investimentos em expansão em frota de aeronaves, em capital de giro e investimentos em outros ativos.

Na CPFL, concessionária de serviços públicos de distribuição e comercialização de energia elétrica, o IPO foi responsável pela captação de R\$ 681,5 milhões. Os recursos foram direcionados para financiamentos de investimentos em projetos de geração e modernização de centrais hidroelétricas, bem como em eventuais aquisições potenciais. A empresa é controlada pela VBC, 521 Participações, Bonaire e BNDES, que representam, respectivamente, 44,37%, 36,96%, 15,25% e 3,42% do capital votante. Após a oferta suas participações caíram para 39,68%, 33,06%, 13,62% e 3,12%, respectivamente.

O destino dos recursos captados no IPO de DASA, *holding* controladora de laboratórios de análises clínicas e de diagnósticos por imagem foi o reforço do capital de giro, financiamento de novos investimentos na redução de dívidas no curto prazo, e para eventuais aquisições de outros ativos.

#### QUADRO DE EMISSÕES E RESPECTIVOS FREE-FLOATS

Empresa	IPO	Volume Ofertado (R\$ MM)	% de Oferta Secundária	Free-Float (em % do capital)
Renar Maçãs	sim	16	0%	25,0%
CCR	não	375	0%	12,0%
CPFL	sim	941	17%	10,5%
GOL	sim	1010	43%	17,6%
ALL	sim	588	55%	29,8%
Porto Seguro	sim	433	66%	26,1%
Submarino	sim	544	71%	51,0%
DASA	sim	437	71%	35,4%
Grendene	sim	617	100%	20,0%
Natura	sim	768	100%	24,9%
Localiza	sim	247	100%	34,3%
Braskem	não	1105	0%	15,0%
Suzano Petr.	não	178	82%	23,0%
Sabesp	não	688	100%	18,4%
Gerdau	não	413	100%	3,5%
Gerdau Met.	não	88	100%	1,9%
WEG	não	294	100%	6,6%
Unibanco	não	718	100%	15,0%

As demais ofertas primárias realizadas na Bovespa no período e que não foram citadas seguem a linhas das supracitadas, ou seja, o destino dos recursos foi basicamente para suprir necessidades de caixa, seja para redução de dívidas ou para investimentos.

O quadro de emissões e respectivos free-floats acima demonstra quanto das ofertas foram efetivados no mercado secundário e quanto de seu capital total está agora nas mãos do mercado.

- **Precificação**

Na literatura financeira existem diversas teorias sobre precificação de um IPO. Infelizmente essas teorias são formuladas tomando como base o mercado norte-americano, europeu e japonês, havendo pouca matéria sobre o mercado brasileiro.

Os coordenadores da Oferta são responsáveis pela fixação de um preço justo. Quando uma empresa abre seu capital, não é racional pensar que os compradores menores vão estudar todos os fundamentos da empresa. Por este motivo, costumam acreditar no julgamento do coordenador da oferta e o preço previamente fixado. Por outro lado, grandes investidores, que possuem equipes de pesquisa, podem estar mais bem informados quanto à fixação de preço. Dado a ocorrência desta assimetria de informação um coordenador poderia estipular um preço muito acima de seu preço justo e vender a ação para os investidores mal informados. Embora no curto prazo esta prática possa dar certo, no longo prazo ela se tornaria insustentável, uma vez que o prejuízo decorrente destas operações tira a credibilidade do coordenador quanto à fixação de preços. Como argumentado por Carter e Manaster (1988), os coordenadores possuem um “capital de reputação” e a fixação de preços incorretos tende a diminuir este capital de reputação.

O IPO oferece alguns custos de lançamento para os emissores na precificação do papel. Em geral as empresas tendem a vir ao mercado com um deságio nos preços como “premiação” aos novos investidores que adquirem a oferta. Este efeito está em grande parte relacionado a alocação total dos investidores na oferta. Para tentar explicar este efeito, vamos considerar dois investidores, um bem informado e o outro não. Se uma oferta está sub-precificada, o que vem a ser um bom negócio, ambos investidores vão colocar mais ordens no *Bookbuilding*. Dependendo do tamanho da oferta, não haverá ações para todos, o que por fim incorrerá em um rateio entre as ações. Desta maneira, qualquer investidor que gostaria de ter uma alocação maior no ativo deverá comprá-lo já no mercado, valorizando o papel. Já no caso de uma oferta sobre-avaliada, o investidor

informado não coloca ordens de compra nem na Oferta nem depois no mercado, diminuindo a demanda sobre o ativo. Já o investidor mal informado recebe uma maior parte de seu pedido não havendo necessidade de comprar mais no mercado. Com o tempo, até o investidor mal informado percebe que quando ele recebe uma alocação muito grande na oferta, provavelmente a oferta não será boa e passa a vender ações de ofertas em que foi alocado inteiramente. Aliado à má precificação do ativo, haverá força de venda que leva a uma queda dos preços e prejuízo aos investidores mal informados. Este efeito sugerido por Rock (1986) é conhecido como “maldição do vencedor”. Para anular este efeito, os coordenadores das ofertas costumam manter os papéis sub-precificados, garantindo uma boa oferta para ambos os investidores.

A tabela abaixo representa o retorno inicial médio de IPOs ocorridos nos Estados Unidos entre 1960 e 2000. Os resultados referentes a 1960-1976 se referem ao preço de compra ao final do primeiro mês de negociação. De 1976 em diante são referentes ao final do primeiro dia de negociação.

<u>Período</u>	<u>Total de Ofertas</u>	<u>Retorno Inicial Médio</u>	<u>Volume da oferta (US\$ milhões)</u>
1960-69	2.661	21,2%	7.988
1970-79	1.640	9,0%	6.868
1980-89	4.761	15,3%	75.135
1990-99	5.187	20,6%	300.853
2000	449	55,5%	66.480

Este fato nem sempre agrada aos acionistas anteriores. Entretanto estes reconhecem a necessidade deste “custo adicional” para um bom resultado na oferta. Uma oferta com maior variedade de investidores, informados ou não, é mais saudável para a companhia uma vez que contemplará uma diversificação de acionistas e facilita a liquidez futura do ativo no mercado.

### **Caso Suzano Petroquímica**

Para análise prática da precificação de uma empresa tomaremos como exemplo o caso de Suzano Petroquímica, uma empresa *holding* que por intermédio de suas quatro controladas produz, comercializa e distribui produtos petroquímicos. A seguir veremos como foi feito o modelo de precificação de ações em algumas das corretoras envolvidas, que visava a apuração do preço alvo, ou seja, quanto se imaginava que estaria valendo a ação no final de 2005, ou seja, cerca de um ano após seu lançamento em dezembro de 2004.

Mesmo já sendo uma empresa negociada no mercado, o modelo apresentado foi baseado nas informações demonstradas no Prospecto Preliminar da Oferta. Para calcular os valores finais foram analisadas as projeções indicadas para expectativa de crescimento de receitas e custos de todo o grupo econômico, e mediante sua consolidação confeccionado o Demonstrativo de Resultado do Exercício – DRE projetado para o quarto trimestre de 2004 e os anos de 2005 a 2008. Em seguida descontou-se os itens não monetários, como a depreciação, para calcular o fluxo de caixa líquido operacional futuro em moeda da época.

<b>Suzano Petroquímica</b>	<b>4T04</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
<b>Receita Operacional Líquida</b>	<b>449.529</b>	<b>1.891.685</b>	<b>2.304.242</b>	<b>2.211.094</b>	<b>2.072.568</b>
Custo dos Produtos Vendidos	356.211	1.412.372	1.674.631	1.657.536	1.605.329
(+) Depreciação	12.729	91.481	136.323	142.856	149.237
<b>Lucro Bruto + Deprec.</b>	<b>106.047</b>	<b>570.793</b>	<b>765.934</b>	<b>696.415</b>	<b>616.475</b>
Despesas com Vendas	26.972	109.718	146.319	128.243	119.587
Despesas Administrativas	16.000	64.774	70.498	72.770	73.313
Outras receitas/despesas	(1.500)	(3.252)	(3.415)	(3.562)	(3.685)
<b>Lucro da Atividade</b>	<b>61.576</b>	<b>393.049</b>	<b>545.701</b>	<b>491.839</b>	<b>419.890</b>
Investimentos/Cap.Giro	12.000	125.658	116.868	57.411	58.754
<b>LAIR</b>	<b>49.576</b>	<b>267.391</b>	<b>428.833</b>	<b>434.428</b>	<b>361.136</b>
Contribuição Social	4.354	18.250	25.839	21.533	15.519
IR + Partic Minorit	11.700	48.884	70.375	58.256	41.988
<b>Lucro Operacional</b>	<b>33.521</b>	<b>200.257</b>	<b>332.620</b>	<b>354.639</b>	<b>303.629</b>
Recebimentos de Dividendos	0	0	0	0	0
<b>Fluxo de Caixa Operacional</b>	<b>33.521</b>	<b>200.257</b>	<b>332.620</b>	<b>354.639</b>	<b>303.629</b>

Em seguida, operando-se com os dados apurados para o último ano calculado do Fluxo de Caixa Operacional (2008), mais sua taxa de desconto de 14,25% e a taxa de crescimento de 4% a.a. informada no prospecto, obtemos o valor da perpetuidade:

<b>Taxa de desconto de 2008</b>	<b>14,25%</b>
<b>Taxa de crescimento a partir de 2008</b>	<b><u>4,00%</u></b>
<b>Taxa líquida para apuração da perpetuidade</b>	<b>10,25%</b>
<b>Resultado em 2008</b>	<b>303.629</b>
<b>Taxa líquida para apuração da perpetuidade</b>	<b><u>10,25%</u></b>
<b>Valor da perpetuidade no final de 2008</b>	<b>2.962.845</b>

Ao final desses cálculos temos o fluxo de caixa futuro total estimado da empresa, suscetível a distribuição aos acionistas, porém em moeda do futuro. Para sabermos seu valor em dezembro de 2005 temos que descapitalizá-lo pelas taxas de

Custo Médio De Capital Ponderado (WACC) de cada ano. Como resultado obtemos o valor presente dos fluxos de caixa futuros em moeda de dezembro 2005.

	2004	2005	2006	2007	2008	
Risk Free	10,25	16,31	12,46	11,82	11,82	
Risk Premium	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	
Beta	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	
CAPM	15,25	21,31	17,46	16,82	16,82	
Dívida Total - R\$	822.335	805.547	826.694	812.288	811.492	
Taxa média (%)	12,1	10,3	10,2	9,8	9,8	
Patrimônio Líquido - R\$	1.647.618	986.011	1.103.990	1.273.585	1.414.058	
WACC	14,20%	16,36%	14,36%	14,50%	14,25%	Perpetuidade
Valor Presente dos Fluxos (DEZ 05)	39.005	200.257	290.850	270.833	202.960	1.980.503

Fator de Desconto

Fluxo de Caixa Descontado

Somando-se as participações que a empresa possui e subtraindo-se a dívida líquida, calculamos o valor econômico da empresa.

Valor Presente Total	1.003.906	← Valor Presente do Fluxo de Caixa
Perpetuidade em 2008	1.980.503	
Participações/Perda IPI	166.780	← Receita não Operacional
Taxa Média de Desconto	14,9%	← WACC Médio
Taxa de Perpetuidade	4,0%	
Valor Operacional da Empresa	3.151.189	
Endividamento Líquido	605.318	
Valor da Empresa	2.545.871	← Valor Econômico da Empresa

Dividindo este total pelo número de ações temos o valor econômico de cada ação emitida. Neste caso, por se tratar de uma holding, há um consenso de mercado em conceder um desconto final no preço, que varia em torno de 15%. Assim o resultado final obtido foi R\$9,55 por ação em dezembro de 2005. Como a empresa estava negociada a R\$ 6,30 por ação em dezembro de 2004, a oferta parecia um bom negócio.

Hº de Ações	226.695,38
Valor da Ação em Dez - 04	6,30
Valor de Mercado Dez - 04	1.428.181
Valor Empresa c/15% desc	2.163.990
Target Price Dez/05	11,23
TP 15% desconto (holding) Dez/05	9,55
Potencial de valorização	51,5%

Mas, ao final o preço da oferta acabou fixado em R\$5,80. O motivo para tamanho deságio foi o risco de alta do custo da nafta, que é atrelado ao preço do petróleo e é usado como importante matéria prima. Por conta deste risco, a grande demanda de investidores ficou entre R\$5,50 e R\$6,00 por ação, oferecendo um bom deságio do papel em relação a cotação de mercado. O risco se concretizou e as ações em 31 de maio de 2005 estavam cotadas a R\$ 4,61.

### **Outros casos de precificação**

Um caso de insucesso na precificação foi o lançamento do IPO de Submarino, em que o preço de emissão foi calculado na faixa entre R\$20,33 e R\$23,05. Para atingir esse nível de preço o prospecto da empresa considerava um crescimento da receita na ordem de 40% ao ano, por pelo menos quatro anos. Para grande parte dos bancos de investimento, essa previsão estava sobrevalorizada, sendo consenso um preço justo de no máximo R\$10,00. No entanto, a ação foi lançada ao preço de R\$21,62 e em pouco mais de uma semana chegou a ser cotada a R\$16,50, mantendo-se ainda neste patamar. Este caso específico parece demonstrar que houve algumas falhas de assimetria de informação.

Na oferta de Localiza, feita pelos mesmos coordenadores do Submarino, a faixa indicativa estava entre R\$14,40 e R\$17,60. O preço de emissão, entretanto foi fixado em R\$11,50, 20% abaixo do mínimo previsto. Na fase de *bookbuilding* as intenções de compra se concentraram por volta dos R\$11,50. Neste caso os *bookrunners* da oferta decidiram fixar o preço neste patamar, de forma a não deixar o mercado insatisfeito, mesmo que em detrimento do interesse original do emissor. Como o papel continua neste patamar, foi uma decisão prudente dos *bookrunners*.

Na oferta de Natura o mercado tinha como referência os múltiplos internacionais que davam uma equivalência em torno de R\$70,00 por ação, mas a emissão foi realizada por R\$36,50. Este posicionamento do *bookrunner* levou a demanda a superar a oferta em cerca de dez vezes, resultando que os investidores foram alocados, na média, em 10% do solicitado. Alguns investidores, principalmente os estrangeiros, estão acostumados com volumes grandes de investimentos e não aceitam alocações inferiores ao que solicitam. Quando sua alocação foi reduzida dada a grande demanda em relação à oferta, para compensá-la tiveram que comprar mais do ativo em sua estréia em bolsa. O resultado foi uma impressionante valorização de 15% já no primeiro dia de negociação. Foi um caso de estratégia que permitiu boa valorização da imagem tanto da companhia quanto do *bookrunner*.

No IPO de Renar Maçãs (de Santa Catarina) não houve procedimento de *bookbuilding*, sendo o preço de colocação inicialmente fixado em R\$1,60. Não havia nenhum banco na coordenação da oferta, realizada apenas por corretoras de menor porte, o que por sua vez barateou a operação.

As ofertas realizadas do início de 2004 até o IPO desta produtora de maçãs eram realizadas em volume de pelo menos U\$ 100 milhões. A captação total desta operação

foi de R\$ 16 milhões, bem abaixo do usual. Foi uma emissão primária para ser usada integralmente na amortização de dívidas da empresa. A listagem foi feita no Novo Mercado, o que na época foi considerado imprudente por especialistas do mercado, uma vez que a empresa teria que arcar com custos de adaptação para governança corporativa considerados muito altos para uma pequena empresa. Mesmo com um consenso entre as diversas mesas de operações estimando um preço justo de R\$1,00 para suas ações, o preço de R\$1,60 foi efetivamente colocado, um ágio de 60%. Mas um grande número de pessoas físicas se interessou pelo investimento e não puderam ser avisados quanto ao grande risco que estavam incorrendo. Apenas três meses após o lançamento das ações, estas já se encontravam negociadas entre R\$ 1,00 e R\$ 1,10 e ainda continuam neste patamar.

- **Demanda para as emissões**

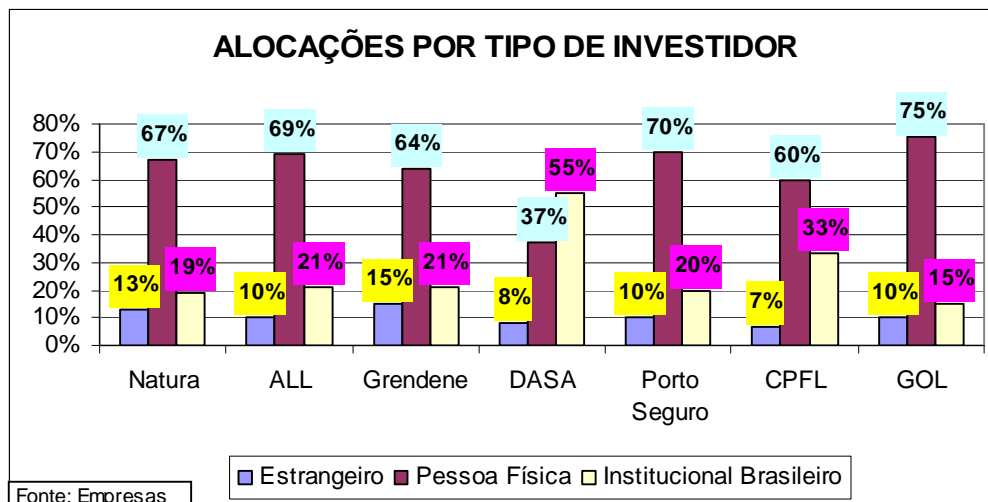
Segundo fontes da Bovespa a participação dos investidores estrangeiros nas emissões do período aqui comentado ficou em torno de 65%. formaram a maior parte da demanda das ofertas públicas. Estes compradores costumam representar uma demanda de longo prazo. Ao comparar os múltiplos de empresas brasileiras com as internacionais, verifica-se uma grande diferença de preço, o que mostra que as brasileiras ainda são baratas. No caso de Natura a comparação foi feita com seus pares internacionais Avon e Loreal, pois não havia base de comparação no mercado interno. Constatou-se uma grande diferença de preço entre estas companhias e o que estava sendo ofertado pela Natura, o que atraiu os investidores internacionais para a compra de Natura. O mesmo ocorreu com a Dasa, que foi comparada com grande laboratórios internacionais.

Existem duas formas de efetuar uma oferta brasileira a estrangeiros. A primeira é mediante esforço de vendas para que comprem ações diretamente na BOVESPA. Nesta modalidade foram realizadas as ofertas de Grendene, Natura, Porto Seguro, Renar Maçãs e Localiza. A segunda forma é via negociação direta na bolsa de Nova Iorque, a New York Stock Exchange (NYSE), por meio do programa de colocação de *American Depositary Receipts (ADRs) ou Global Depositary Receipts (GDRs)*, como foram os casos de Submarino, DASA, ALL, CPFL e GOL. São operações definidas em termos de percentuais e abordagens pela experiência de seus coordenadores.

Os investidores pessoas físicas representaram no mesmo período algo em torno de 10% das alocações de acordo com estratégias definidas pelos coordenadores. Apenas

em três casos, Renar Maçãs, Natura e Grendene, a alocação para pessoas físicas ultrapassou os 10% do total.

Na oferta nacional, os grandes compradores foram os investidores institucionais, que receberam um lote para alocação maior que o destinado ao varejo.



Conforme demonstrado no quadro a seguir há uma alta correlação, de quase 100%, entre quantas vezes a demanda superou a oferta e a valorização do primeiro dia de negociação. O fundamento desta relação está na idéia de que o investidor que não conseguiu o total de sua alocação deve comprar o ativo quando este já está negociando no mercado.

Empresa	Preço Bookbuilding	Demanda	Porcentagem			Preços 1º dia		
			Fechamento	Máximo	Médio	Fechamento	Máximo	Médio
			Correlação					
			91,29%	91,05%	85,47%			
Natura	36,50	1000%	15,62%	17,81%	10,96%	42,20	43,00	40,50
DASA	20,00	1000%	20,00%	24,95%	11,65%	24,00	24,99	22,33
Grendene	31,00	800%	12,10%	12,26%	10,81%	34,75	34,80	34,35
ALL	46,50	750%	13,16%	13,53%	8,34%	52,62	52,79	50,38
Gol	26,57	600%	5,38%	9,15%	7,41%	28,00	29,00	28,54
Submarino	21,62	600%	0,00%	6,85%	2,73%	21,62	23,10	22,21
Porto Seguro	18,75	500%	6,40%	11,47%	8,85%	19,95	20,90	20,41
CPFL Energia	17,20	430%	0,17%	2,62%	0,81%	17,23	17,65	17,34
Renar	1,60	340%	1,25%	5,62%	3,75%	1,62	1,69	1,66
Localiza	11,50	250%	0,00%	1,65%	0,09%	11,50	11,69	11,51

- **Governança Corporativa (GC)**

A forma como uma companhia se prepara para entrar no mercado de capitais é muito importante na definição de seu desempenho. Seguir de maneira incondicional as regras de Governança Corporativa é imprescindível e tem se tornado um padrão. Todos os lançamentos de 2004 e até o momento foram realizados no mínimo no nível 2 de GC.



Aproveitando-se do bom momento das bolsas neste período todas as empresas listadas no Novo Mercado realizaram uma oferta neste ano de 2005 ou no ano de 2004. Estando no nível máximo de GC em períodos de bonança das bolsas, as companhias podem transitar neste mercado e se aproveitar ao máximo dos baixos custos de captação que este grau de organização e transparência lhes dá.

		<b>TIPOS DE GOVERNANÇA</b>										
N2 = Nível 2 NM = Novo Mercado												
<b>Empresa</b>	GOL	ALL	Renar Maçãs	CCR	CPFL	Porto Seguro	Submarino	DASA	Grendene	Natura	Localiza	
<b>Governança Corporativa</b>	N2	N2	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM

A Natura contratou José David Vilela Ubá, profissional conhecido do mercado, para sua diretoria de relações com investidores e cuidar de sua emissão. O planejamento da companhia definiu de forma clara e transparente seus planos de expansão e projetos, os quais agradaram em muito os investidores. Suas ações após cerca de um ano de sua emissão apresentavam considerável valorização de 94,5%.

A Grendene parecia que seria a jóia da coroa de 2004, mas apresenta desvalorização de 50,3% após cerca de sete meses de sua estréia. Uma fatia considerável da receita da empresa advém de incentivos fiscais, os quais devem ser descontados quando feitas análises dos ativos. O problema é que esses incentivos não são demonstrados com a devida clareza e transparência no balanço da empresa, distorcendo as projeções. Seu diretor de Relações com Investidores foi demitido por demonstrar incompetência e inexperiência com o mercado de capitais.

A valorização dos ativos que não apenas entraram no mercado com boas regras de Governança Corporativa, mas também efetivamente cumpriram seus objetivos prometidos aos investidores, tiveram como gratificação a valorização de suas ações (ver gráfico na página 37).

- **Configuração do Pool de Distribuição**

A configuração das recentes ofertas, no que tange a distribuição, pode ser classificada de forma hierárquica entre Coordenador Líder, Coordenador, Coordenadores Subcontratados e Instituições Intermediárias. A diferença entre estes grupos está quanto a suas atribuições na fase de vendas. Cabe ao Coordenador Líder, como já descrito, assessorar a empresa em todas as etapas, do início ao fim da Oferta,

inclusive na escolha dos participantes da distribuição. Estes se fazem presentes apenas nas fases de esforço de venda e distribuição.

Todas as recentes ofertas, com exceção de Rennar Maçãs, podem ser apresentadas sob os conceitos de Oferta Institucional e Oferta de Varejo.

A Oferta Institucional é destinada a Investidores Institucionais como bancos, fundos de investimentos, fundos de pensão e investidores estrangeiros. Desta modalidade participam apenas o Coordenador Líder, o Coordenador e os Coordenadores Subcontratados sem as Instituições Intermediárias. Neste caso os Coordenadores Subcontratados estão habilitados apenas para fazer esforços de venda. Estes não participam efetivamente do procedimento de Bookbuilding, que fica sob a responsabilidade do Líder e do Coordenador.

A Oferta de Varejo distribuída pelas Instituições Intermediárias é destinada a Pessoas Físicas e Clubes de Investimentos. Este papel é exercido principalmente pelas sociedades corretoras e pelos bancos múltiplos que também possuem corretora.

- **Atuação dos Coordenadores**

Alguns bancos de investimentos se destacaram na coordenação de IPOs. A tabela abaixo demonstra as principais atuações dos coordenadores de ofertas. Nas linhas estão representadas as formas de participação de cada instituição. O número “1” representa o coordenador líder da Oferta. O número “2” por sua vez demonstra o coordenador subcontratado, instituição habilitada a participar também como *bookrunner*. Por último, o número “3” demonstra as instituições que estão habilitadas a fazer esforço de venda para os investidores institucionais, entretanto não participam na alocação e precificação no *bookbuilding*.

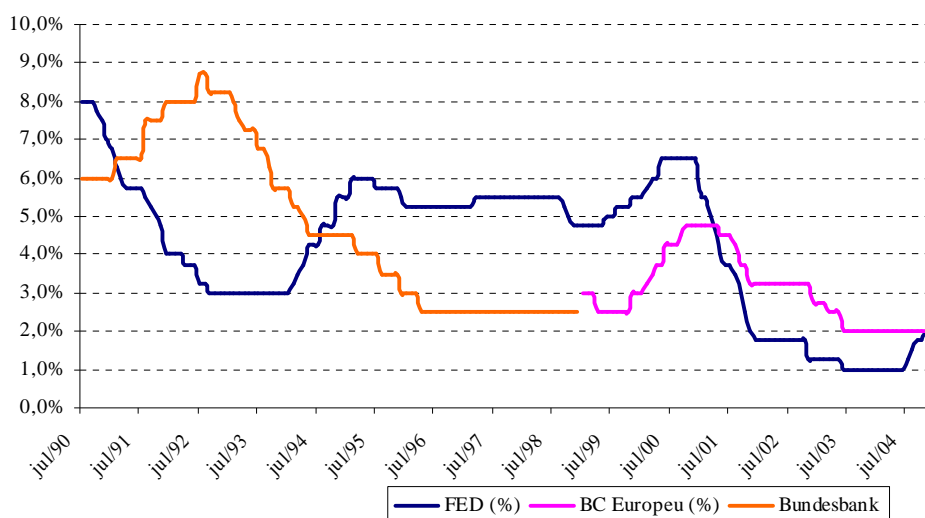
Oferta	DASA	ALL	CPFL	GOL	Grendene	Natura	Porto Seguro	Submarino	Localiza
Pactual		1	1		1	2	1		2
CSFB		3			3			1	1
UBS	1					1			
Unibanco	2	3		1		3			3
Santander				2	3		3	3	3
Itaú BBA	2			3		2		3	
Merril Lynch		2	2	3		3			
Banco do Brasil			3		3	3		3	
Bradesco			3	3	3				
Safra				3			3	3	
Morgan Stanley				2					
BES			3						

O Banco Pactual foi o que mais se destacou na coordenação de ofertas, uma vez que atuou como líder em quatro das nove ofertas realizadas no período. Alguns bancos, como o UBS, Merrill Lynch e Morgan Stanley, foram subcontratados estrategicamente para a realização de esforço de vendas no exterior.

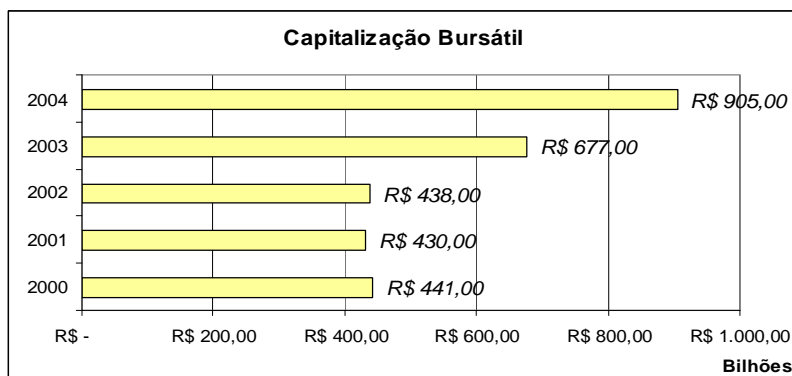
A oferta de Rennar Maçãs não consta da lista, pois não foi realizado procedimento de *bookbuilding*.

### **3.4 Breve apresentação do cenário atual**

O governo brasileiro continua sinalizando que irá continuar a atual política econômica visando conquistar uma posição de crescimento sustentável. Ao mesmo tempo, as taxas de juros americanas e européias continuam em baixos patamares, de forma que as bolsas brasileiras continuam atraentes para esses mercados.



O valor de mercado das empresas da BOVESPA em dezembro de 2004 atingiu R\$ 904,9 bilhões, uma valorização de 33,7% em comparação a 2003.



Muitas das medidas necessárias ao estímulo do mercado de capitais brasileiros já foram tomadas. No campo macroeconômico, podemos destacar a integração brasileira com a economia mundial, estabilização da inflação, parcial ajustamento das contas públicas, mudanças na tributação do mercado.

Para o pleno desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro, no entanto, ainda existem alguns desafios a serem cumpridos, os quais abordaremos na conclusão deste trabalho.

### **3.5 Bovespa MAIS (Mercado de Ações para Ingresso das S.A.)**

A Bovespa deve lançar no segundo semestre de 2005 o Bovespa Mais, destinado principalmente às empresas de pequeno porte que queiram acessar o mercado de capitais. O objetivo da iniciativa é facilitar o acesso à abertura de capital de forma gradativa, com um fluxo contínuo de empresas, que serão o futuro do mercado brasileiro de capitais. Tais empresas deverão estar comprometidas com boas práticas de governança corporativa, similares às do Novo Mercado.

Segundo a Bovespa, investidores que tenham horizonte de investimento no longo prazo terão interesse nos papéis que poderão futuramente ingressar na Bovespa como *Blue-Chips*, termo que define as ações de melhor liquidez no mercado.

O MAIS será um segmento do mercado de balcão organizado, regulado pela Instrução CVM nº 243 e administrado pela BOVESPA.

#### **A entrada no Bovespa MAIS**

Para ser listada no Bovespa Mais a empresa deverá:

- Aderir ao Regulamento de Listagem, pautado por requisitos de governança corporativa com fornecimento de informações adicionais e direitos aos acionistas minoritários.
- Aderir à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

O estatuto social da empresa deverá ser reajustado para emitir apenas ações ordinárias. As preferenciais já emitidas não serão admitidas para negociação e deverão ser conversíveis em ordinárias de acordo com a vontade do acionista. Para essas ações será concedido direito de 100% de *Tag Along*. A empresa deverá constituir um

Conselho de Administração com mandato unificado e prazo de no máximo dois anos, sendo permitida a reeleição.

Caso a empresa queira deixar o BOVESPA MAIS, deverá realizar Oferta pública pelo valor econômico para recomprar 100% das ações.

A Bovespa dará suporte técnico a operação em diversas frentes, inclusive a orientação nos trâmites legais da abertura de capital específicas, como a elaboração do Estatuto Social e na preparação das informações que deverão ser prestadas periodicamente.

### **Manutenção das Empresas no Bovespa MAIS**

Para se manter listada no Bovespa MAIS a empresa deverá seguir algumas regras de conduta, principalmente no que tange a divulgação de informações. Em ITRs, DFPs e IANs (fluxo de caixa, consolidado trimestral, posições acionárias dos controladores, administradores e de todo acionista que detiver mais de 5%) informará o calendário de eventos corporativos e informações sobre contratos com partes relacionadas e sobre negócios com ações da empresa realizados pelos acionistas controladores mensalmente.

Os controladores e administradores da empresa não poderão negociar ações pelo período de 6 meses após realização da oferta pública.

A empresa deverá manter *free float* de, no mínimo, 25% ou uma média de, pelo menos, 10 negócios/mês e presença em 25% dos pregões ao final de cada exercício.

Em relação à saúde financeira da empresa, esta não poderá apresentar 5 anos consecutivos de prejuízo e, simultaneamente, não possuir patrimônio líquido negativo nos últimos 3 anos ou, ao contrário, não apresentar 5 anos consecutivos de patrimônio líquido negativo e, simultaneamente, não incorrer em prejuízo nos últimos 3 anos.

Algumas regras do Novo Mercado não serão aplicadas à empresa inicialmente, como a necessidade de oferta pública que vise a dispersão acionária. Entretanto, caso não ocorra oferta, um formador de mercado deverá ser contratado. Essa flexibilização ocorreu devido a fatores que em muito encareceriam as aberturas de capital para essas empresas de menor porte.

A Bovespa informou que fará a organização de apresentações anuais das empresas para o mercado. Auxiliará em atividades que aumentem a visibilidade e exposição da companhia, antes da própria abertura de capital.

As anuidades pagas à Bovespa para as empresas que fizerem parte do Mais terão 100% de desconto no primeiro ano, com redução gradativa até o 4º ano de listagem.

Durante a listagem da empresa, a Bovespa irá dar apoio à evolução da companhia em termos de transparência, de ampliação da base de acionistas e de liquidez. Serão feitos programas de exposição da companhia ao mercado para obter acompanhamento de analistas e investidores, melhorando a análise e visibilidade da ação no mercado. A empresa contará com a ajuda da Bovespa no programa de formação de profissionais para fortalecer a cultura interna de empresa de capital aberto nas áreas de Relações com Investidores ou aos executivos da empresa com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Além disso, a própria Bolsa irá contratar uma equipe de analistas para acompanhar os ativos do Mais. Serão propostas publicações produzidas pela BOVESPA e enviadas a investidores qualificados, como *clippings* periódicos e perfil das empresas.

### **Negociação no Bovespa MAIS**

Diferentemente do que ocorre na Bovespa, este mercado não ficará restrito às sociedades corretoras apenas. Poderão participar também os bancos de investimento e sociedades distribuidoras.

A plataforma de negociação do Bovespa Mais será via Mega-Bolsa, a mesma utilizada pelo mercado à vista da Bovespa. Desta forma, haverá maior adesão ao sistema, pois já existe uma padronização no mercado com o Mega-Bolsa. Outra vantagem é a possibilidade de entrada dos investidores via home-broker. Este representa um nicho interessante como provedor de liquidez às ações pela concentração com pessoas físicas. Para o SOMA, outro mercado de balcão não-organizado, era utilizado o Soma Trader, um sistema de negociação diferente, onde seria impossível emitir uma ordem que fosse por outro sistema.

Existem basicamente duas formas de negociação no Bovespa Mais:

(1) 3 calls programados e um call de fechamento sendo que o número de calls pode aumentar de acordo com o aumento de liquidez;

(2) negociação contínua em caso de liquidez elevada ou caso seja contratado formador de mercado.

Com o Mais a Bovespa espera alcançar patamares maiores de liquidez, gradativamente, sem necessariamente manter um ativo sob cotejamento contínuo, porém sem negócios, como acontece com alguns ativos listados.

## **CAPÍTULO 4 - Os desafios para o crescimento do mercado de capitais brasileiro**

Como vimos aqui, o mercado de capitais brasileiro sempre conviveu com a existência de diversos obstáculos ao seu desenvolvimento, inclusive a falta de tradição. Porém, para que possamos analisar corretamente suas atuais necessidades é necessário reconhecer os progressos ocorridos. Uma maior estabilidade macroeconômica ocorrida nos anos mais recentes decorrente do fim dos altos índices de inflação, o ajuste parcial das contas públicas e a introdução dos regimes de câmbio flutuante e metas de inflação, tem permitido um bom desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. As reformas estruturais, como a privatização de determinados setores e o aumento da integração à economia mundial, em suas varias dimensões, ajudaram no cômputo geral.

Mas ainda há diversas frentes que podem ser ajustadas de forma a permitir um desenvolvimento ainda mais amplo do mercado de capitais, independente de estarmos tratando de mercado acionário, debêntures, ou mesmo securitização de recebíveis. Vejamos algumas sugestões colhidas em nossas pesquisas:

### **4.1 A necessidade de avanço nos ajustes macroeconômicos e seu horizonte de previsibilidade**

Como bem observou Armando Castelar Pinheiro (2005), um dos principais problemas brasileiros é a falta de previsibilidade em horizontes mais longos. Tal pensamento é decorrente de nossa conturbada história política, com toda a sorte de linhas governamentais tais como governos militares e/ou corruptos, planos mirabolantes, líderes políticos incapazes e/ou demagogos, que acabaram gerando desconfiança quanto ao respeito às regras. É natural que os agentes econômicos não se sintam estimulados a apostar por períodos mais longos. O conseqüente contraponto da “demanda por imediatismo”, que não se deve ser confundida com preferência por liquidez, tem relevantes conseqüências para a maturidade dos papéis financeiros negociados no mercado brasileiro. São razões que, somadas, provocam uma atrofia na intermediação financeira de longo prazo. A conseqüência é que o mercado de capitais e o sistema financeiro, como um todo, perdem relevância como promotores do desenvolvimento econômico, pois deixam de exercer os papéis de seleção de bons



projetos, fiscalização da gestão das empresas e distribuição e alocação de risco de maneira eficiente.

Em um ambiente complexo como o brasileiro, é muito clara a importância de boas condições macroeconômicas para o desenvolvimento do mercado de capitais. O setor público exerce papel decisivo no estabelecimento de um bom aparato regulador e na expansão dos investidores institucionais, ao estabelecer incentivos que influenciam suas aplicações. Mas os elevados valores do déficit e da dívida bruta do setor público, que exigem a contínua emissão de grande volume de títulos, em relação ao tamanho do mercado, sobrepõem-se às emissões privadas. Mais que isso, **a alta taxa de juros** paga pelos títulos públicos estabelece piso elevado para o custo das emissões privadas, que é difícil de ser superado pelo retorno dos investimentos a serem financiados, tornando-os pouco interessante para quem toma os recursos e mesmo para quem os aplica, considerando em conjunto o risco de inadimplência.

No caso do desenvolvimento específico do mercado de renda variável, os altos juros pagos pelo Governo estabelecem uma referência de remuneração quase intransponível.

Ainda conforme Armando Castelar Pinheiro, a experiência internacional sugere que também é muito relevante a conquista da classificação “grau de investimento” (*investment grade*) pelas agências internacionais de avaliação de risco. Uma classificação de risco soberano inferior a essa compromete a entrada no país dos recursos de alguns grandes investidores institucionais estrangeiros. Mas o Brasil tem conquistado muito espaço nessa direção. A dispensa da renovação de acordos com o FMI foi uma prova contundente nesta direção. Esperemos que continue assim.

#### **4.2 Reforma fiscal e tributária**

A carga tributária no Brasil aumentou de 26% do PIB em 1993 para 36% em 2003. Tamanho esforço de arrecadação é, portanto, uma das principais barreiras à expansão da economia em geral.

No Brasil o custo das obrigações fiscais é tão significativo que as grandes empresas precisam manter sofisticados departamentos fiscais em atenção à complexidade do Código Tributário Nacional. Nas pequenas e médias empresas. Tal complexidade gera dispêndios muitas vezes proibitivos, levando-as não raro à informalidade e a um potencial conflito com as regras de governança corporativa.

Associada à complexidade da estrutura brasileira de pagamentos de impostos, a instabilidade tributária reduz os incentivos aos investimentos e a oferta de financiamentos de longo prazo. A frequência com que se altera a taxa sobre as operações financeiras e mesmo sobre o faturamento e sobre o lucro das empresas é também um problema tão importante quanto o alto nível dos impostos, uma vez que a instabilidade tributária gera risco comparável ou mesmo maior que o risco intrínseco às operações. Mesmo que um analista financeiro fosse capaz de prever com exatidão os estados da natureza relevantes para determinar o retorno bruto de um investimento, o risco após o pagamento dos tributos permaneceria muito grande. Entre outras conseqüências, essa instabilidade contribui para encurtar os prazos das operações financeiras, afetando a economia em geral e sendo especialmente prejudicial à intermediação financeira, uma vez que esta é levada a trabalhar de forma muito alavancada e necessariamente voltada para o futuro.

É nesse contexto que surge um importante conflito entre boa governança corporativa e planejamento tributário. Cerca de metade das empresas analisadas por investidores institucionais não passa na fase de *due dilligence*, o que leva à concentração do mercado acionário em um número não muito grande de empresas, dificultando a diversificação dos ativos dos investidores institucionais, cujo tamanho vem crescendo rapidamente no Brasil, a exemplo do que ocorre em outros países.

Para as pequenas e médias empresas, em particular, o custo de oportunidade tributário representa uma barreira real à abertura do capital, tornando-se um impedimento à obtenção de financiamento no mercado de capitais.

Não se pode esquecer que, embora uma carga tributária menor tenda a estimular a ampliação do mercado de capitais de longo prazo, uma redução expressiva no pagamento de tributos implica necessariamente na discussão a respeito dos gastos do Estado. Como a Constituição estabelece vinculação para grande parte de sua receita, o governo tem enorme dificuldade em reduzir valores nominais, como aqueles relacionados à seguridade social e à folha salarial dos servidores. Alterações significativas exigem, portanto, amplo debate sobre a destinação dos recursos arrecadados, que implicarão em propostas de corte de gastos sociais e gerarão resistências veementes por parte dos beneficiários. A discussão, de todo modo, precisa também passar pela avaliação de quais responsabilidades públicas podem ser transferidas para o setor privado. Tantas mudanças, enfim, envolvem demorada negociação política...

### 4.3 Redefinição do papel do BNDES

Costuma-se avaliar a função do Estado e de seus gastos com base nas contas consolidadas do setor público não financeiro, excluindo, entre outras, as ações efetivadas pelo seu braço financeiro via Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e BNDES. Dada sua relevância, a presença dos agentes financeiros pertencentes ao setor público como instrumento de estímulo ao desenvolvimento econômico precisa ser amplamente discutida, inclusive como uma das propostas para redução da carga tributária no país.

O corte de gastos do Estado almeja uma redução da arrecadação fiscal. Porém há que se considerar os impactos da eliminação do PIS/PASEP, por exemplo, fonte dos recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), de onde provêm os recursos ordinários do BNDES, conforme estabelecido pela Constituição de 1988. Pelo menos 40% dos recursos arrecadados pelo FAT se destinam ao BNDES.

De acordo com o site do BNDES, em dezembro de 2003, o saldo de recursos do FAT no sistema do BNDES era de R\$ 64 bilhões, dos quais R\$ 53 bilhões de recursos ordinários e R\$ 11 bilhões de depósitos especiais. Enquanto os recursos ordinários são remunerados pela Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) e pela Taxa de Juros para Empréstimos e Financiamentos no Mercado Interbancário de Londres (LIBOR), os depósitos especiais do FAT são remunerados pela TJLP somente a partir da liberação dos empréstimos aos beneficiários finais.

Embora o BNDES incorpore os custos com taxas de administração, riscos de inadimplência e demais custos à TJLP em seus financiamentos, suas taxas contém um subsídio implícito em comparação com as taxas de mercado dos financiamentos privados.

Comparemos o custo de captação de uma operação do setor privado à taxa SELIC, que nos últimos nove anos girou na média em torno de 16%, e a do BNDES a TJLP, que girou em torno de 9,75% no mesmo período, segundo dados do Banco Central. Considerando-se que o *spread* de ambos seja o mesmo, neste intervalo o custo da operação de um tomador qualquer com os bancos privados foi de 64%<sup>1</sup> a maior do que se tivesse tomado com o BNDES, o que equivale a um subsídio de 40%<sup>2</sup> ao

---

<sup>1</sup>  $\{[(1,16/1,0975)^9]-1\}$

<sup>2</sup>  $(0,64/1,64-1)$

compará-lo com as taxas subsidiadas do BNDES. Esta diferença é em torno de 9% ao ano, atualmente.

Tais diferenças são muito significativas, principalmente considerando-se que a maioria das empresas que conseguem financiamentos a tão baixo custo no BNDES tendem a ser justamente aquelas cuja dimensão lhes garante fontes mais baratas de financiamento em qualquer lugar.

Tal situação de injustiça e de distorção do uso de recursos públicos nos impele à discussão de alternativas à alocação de recursos hoje disponíveis no âmbito do BNDES, tais como sugeridos por Nilson Teixeira (2005):

- a) Eliminação do direcionamento de recursos públicos adicionais para o BNDES;
- b) Transformação do BNDES em agência garantidora de financiamentos de longo prazo em setores específicos discutidos abertamente com o setor privado;
- c) Alocação dos recursos disponíveis do BNDES em programas do Governo Federal;
- d) Leilão dos recursos pelo BNDES para alocação e aplicação pelo setor privado;
- e) Definição clara pelo poder público dos setores passíveis de obtenção de subsídios nos financiamentos concedidos.

#### **4.4 Transferência da gestão do FGTS para o setor privado**

Como nos ensina Nilson Teixeira (2005), a discussão do papel do Estado na economia exige também uma avaliação sobre as fontes de recursos de diversos programas governamentais. Ao longo das últimas décadas, o Estado instituiu diversas formas de transferência de recursos da sociedade para o setor público, procurando aumentar o investimento de longo prazo mediante o conceito de que o setor público é capaz de alocar os recursos de maneira mais eficiente que o setor privado. A criação do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) são importantes exemplos.

O período histórico e econômico dos anos 1960 justificou até certo ponto a criação do FGTS, uma vez que a idéia era criar um apoio para os casos de interrupção do fluxo de receita dos trabalhadores. Mas o Estado não deveria mais assumir o papel de gestor da poupança privada. O mercado de capitais brasileiro já é suficientemente maduro para gerir esses recursos, pois administra, de maneira eficiente, fundos de valor bem superior ao saldo estimado de R\$ 95 bilhões do FGTS (em fins de 2004). A gestão de fundos compulsórios de poupança das famílias deveria sair da alçada do Estado, o que certamente resultaria em maior eficiência na alocação dos recursos. Além disso, a

gestão desses recursos pelo setor privado tende a aumentar a transparência dos projetos, permitindo um melhor acompanhamento dos resultados obtidos e tornando-se outro importante mecanismo de fortalecimento do mercado de longo prazo no país.

Um novo quadro possível para comportar essa mudança seria a montagem de fundos de longo prazo com aplicações similares às de fundos de *private equity*. A substituição da administração do Estado poderia ser feita de forma gradual para o setor privado, com gestão compartilhada por um prazo determinado. Seria importante manter o direito de saque nas situações hoje previstas, apenas criando a portabilidade dos créditos, ou seja, da capacidade de migração entre diferentes administradores.

#### **4.5 Reforma reguladora**

A história econômica do Brasil mostra que o Estado foi fundamental no processo de industrialização nacional, o principal motor da modificação do perfil da economia nacional por volta da metade do século XX. O ajuste econômico na década de 1990 e a globalização da economia, no entanto, confirmaram a necessidade de transferência de boa parte do papel de agente produtivo do setor público para o setor privado.

Para que isto ocorra de forma organizada e controlada é necessário introduzir mudanças aqui já discutidas que minimizem o custo de intermediação e reduzam ineficiências, refletidas hoje por spreads elevados, baixo volume de crédito como proporção de PIB e oferta irrisória de crédito de longo prazo. Certas mudanças podem ocorrer mais diretamente mediante simples ação reguladora do Estado, visando aumentar a institucionalização do mercado, tais como as que nos sugere Nilson Teixeira (2005):

- Reformulação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) - A transformação da CVM de autarquia em agência de regulação pode fortalecer o mercado de ações em decorrência de maior autonomia financeira e orçamentária, garantida pelo recolhimento de taxas de fiscalização. Na forma atual da lei a CVM deve pedir ao Ministério Público a adoção de medidas judiciais para evitar prejuízos e obter ressarcimento de danos causados por titulares de valores mobiliários aos investidores. A Justiça, contudo, funciona em um grau de lentidão incompatível com a velocidade do mercado de capitais.
- Aperfeiçoamento do mercado de capitais pelo aumento do rigor nas aberturas de capital, mesmo considerando-se que nos últimos anos tem havido um aprimoramento natural, seja pela criação do Novo Mercado, seja pela exigência de

regras mais sólidas quanto às emissões no exterior ou pela adoção das melhores práticas contábeis existentes no mundo.

- Transformação de algumas estruturas do setor público, como a Secretaria de Previdência Complementar (SPC) e a Superintendência de Previdência Complementar (SUSEP), em instituições sólidas e independentes (ver nota no tópico Governança Corporativa).

Em nossas pesquisas encontramos diversas outras propostas visando tornar o mercado de capitais brasileiro mais atrativo e eficiente. Entre elas destacam-se as seguintes:

- a) Ampliação da proteção e dos direitos de acionistas minoritários, relacionados à boa prática da governança corporativa e ainda não atendidos pela legislação existente. Empresas de capital aberto que não possuem ações preferenciais ou tenham planos definidos de troca dessas ações devem ser incentivadas;
- b) Condições mais competitivas na abertura de capital das empresas – diversos estudos (Pereira e Ness, 1986; Leal 1989, 1993; Aggarwal e outros, 1993) mostram que os custos iniciais envolvidos nas emissões públicas de ações para a abertura de capital ainda são muito elevados no Brasil. Medidas como a nova Lei das Sociedades Anônimas, os índices de governança corporativa e incentivos fiscais para aplicações no mercado acionário tendem a reduzir esses custos iniciais. Além disso, leilões na abertura de capital podem minorar alguns aspectos discricionários;
- c) Inclusão de outros provedores de dados no Sistema de Informações do Banco Central – a combinação do sistema de informações do Banco Central com os de instituições não financeiras tende a tornar mais detalhado o histórico de crédito dos consumidores, da mesma forma que a autorização de acesso de agências de informação privadas ao sistema do Banco Central amplia consideravelmente a qualidade das informações e a oferta de crédito (Banco Mundial, 2004); e
- d) Independência dos fundos de pensão das empresas estatais - O governo ainda utiliza, de algum modo, esses fundos de pensão como instrumentos para alcançar objetivos de política econômica. A maior independência dessas instituições tende a reduzir possíveis riscos fiscais e, no médio prazo, aumentar a rentabilidade das aplicações financeiras, reduzindo possíveis distorções de mercado.

#### **4.6 Governança Corporativa**

A cada dia aumenta a necessidade do fortalecimento e aplicação das regras de governança corporativa. Os exemplos recentes da Enron, WorldCom e Parmalat são lembrados como provas de que o problema da má qualidade das informações muitas vezes é maior do que aqueles causados pela informalidade.

Mas a garantia da efetiva aplicação das regras de governança corporativa parece ser mais decisiva que o teor das próprias regras. A América Latina tem copiado leis de países mais desenvolvidos, porém apresenta moderação para aplicá-las corretamente. Algumas ações poderiam ser tomadas, conforme Armando Castelar Pinheiro (2005):

1. Fortalecimento das agências reguladoras do setor (como mencionado no tópico anterior) Comissão de Valores Imobiliários (CVM), a Secretaria de Previdência Complementar (SPC) e a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), também reformatando seu quadro de pessoal de modo a que exerçam atividades de grande responsabilidade.
2. Criação de uma grande agência reguladora para o mercado financeiro, que fundisse as responsabilidades da CVM, da SPC, da SUSEP e das áreas do Banco Central responsáveis pela regulação prudencial. Mas uma agência como essa poderia ter dificuldades em decorrência das diferentes culturas e situações desses órgãos, com seus vários setores defendendo interesses conflitantes. O mais natural seria a fusão da SPC e da SUSEP, deixando as demais agências com as suas atuais responsabilidades.

Existem muitas críticas à pouca eficiência do Judiciário em proteger os investidores minoritários. Estudos do Banco Mundial mostram a situação relativamente ruim do Brasil no que diz respeito eficiência do Judiciário brasileiro, sem contar as naturais e conhecidas desconfiâncias de improbidade. Para compensação de tais deficiências uma solução complementar é o fortalecimento da imposição das normas e a compensação por mecanismos de auto-regulação, como vem ocorrendo na transparência das informações e dos direitos dos acionistas minoritários no Novo Mercado da BOVESPA e nos códigos propostos pela ANBID.

#### **4.7 Investidores institucionais**

Como nos mostra Ana Novaes (2005) os investidores institucionais, em especial os gestores de poupança contratual são agentes muito importantes em qualquer política

de incremento do mercado de capitais, pois sua principal característica é que seus passivos também maturam no longo prazo e suas obrigações são relativamente previsíveis. Eles tiveram relevante papel no desenvolvimento do mercado de capitais em economias emergentes. Em países como o Chile e a África do Sul, que se destacam por terem mercado de capitais bastante ativos e não pertencem a blocos comerciais integrados por economias desenvolvidas, este tipo de investidor contribuiu sobremaneira para o alongamento dos prazos das operações.

Tais evidências sugerem que uma reforma da previdência que dê maior relevo aos fundos privados em regime de capitalização e contas individuais pode contribuir para a expansão do mercado de capitais no Brasil. O desafio no caso brasileiro é como financiar a transição, dado o gigantismo da dívida que o setor público acumulou com os atuais aposentados, pensionistas e contribuintes da previdência. Outra idéia seria que isso ocorresse apenas a partir de determinado momento, deixando o estoque aos cuidados do Governo até sua extinção.

Mas a ausência de empresas com governança corporativa boa o bastante para alocação nas carteiras desses investidores é um problema importante. A grande proporção de ações preferenciais entre as negociadas no mercado – que originalmente era um dispositivo para estimular o mercado acionário - funciona hoje como inibidora da maior participação dos investidores institucionais nesse mercado. Por outro lado a estratégia adotada pelos fundos de pensão para se tornarem controladores das empresas também não parece ter dado bons resultados. Outra limitação continuará a ocorrer enquanto permanecer a forte demanda do setor público por recursos, capaz de vir a absorver toda a oferta extra de poupança desses fundos.

Como comentando por Armando Castelar Pinheiro (2005) a combinação desses fatores tem feito com que, nos últimos anos, as seguradoras e as entidades abertas e fechadas de previdência, a despeito de sua contínua expansão, apliquem proporção cada vez menor de seus ativos em ações. Mesmo após a forte recuperação da Bolsa a partir do ultimo trimestre de 2002, os fundos de pensão fechados detinham no fim de 2003 apenas 19% dos seus ativos aplicados em ações, contra 4,1% dos fundos abertos e 3,6% das seguradoras.

A análise da experiência internacional também convida à discussão sobre a atratividade de incrementar o grau de integração internacional do mercado de capitais brasileiro. Considerando-se que o crescimento do mercado nacional não acompanhe o tamanho dos investidores institucionais nacionais e internacionais, o grande crescimento



de suas posições leve a uma valorização excessiva dos papéis disponível no mercado doméstico e a uma indesejada concentração. Como saída, uma solução interessante sugerida no trabalho de Armando Castelar Pinheiro (2005) seria a abertura das bolsas brasileiras às ações de empresas estrangeiras. Um conhecido exemplo de sucesso é a Bolsa do México, onde são negociadas ações de dezenas de empresas americanas.

#### **4.8 Como provocar e aplicar as mudanças?**

Aqui apresentamos os objetivos gerais e as áreas prioritárias de atuação, mas é preciso desenvolver propostas para colocar em prática as reformas necessárias ao fortalecimento do mercado de capitais. Que instrumentos utilizar, como introduzi-los, em que seqüência, em que ritmo?

As mudanças no mercado de capitais não devem ser pensadas fora do contexto mais amplo das reformas nas áreas macroeconômica e institucional. É importante avaliar interações conceituais, institucionais e políticas. Infelizmente não é possível que a reforma do mercado de capitais ocorra em um único momento. Pelo contrário, é mais provável que o processo seja gradual, com diversas obstáculos, pois certamente enfrentará interesses contrários em cenário de forte inércia institucional, como no caso da reforma tributária. Mesmo que todos reconheçam sua importância para o desenvolvimento do mercado de capitais, dificilmente deixará de haver lentidão e reveses pontuais nesse processo, principalmente porque tendem a contrariar interesses governamentais.

É mais inteligente trabalhar com a perspectiva de que serão necessárias mudanças constantes e periódicas na legislação e nas instituições, tomando-se cuidado para que sejam sempre anunciadas com antecedência e que respeitem os contratos existentes.

O estabelecimento de uma agenda elaborada pelas entidades de classe, instituições financeiras e demais interessados via debate e plano de ação são a melhor forma para se forçar as mudanças.

## CAPÍTULO 5 - Conclusões Finais

### 5.1 – Dos desafios para o crescimento do mercado de capitais brasileiro

O mercado de capitais brasileiro é ainda muito pequeno em relação ao seu potencial e considerando-se o nível de renda do país, muito concentrado no curto prazo e dominado por operações com títulos públicos. O volume de crédito bancário para o setor privado é baixo e o mercado de capitais, limitado. O custo de capital continua elevado, em especial para as famílias e as pequenas e médias empresas, que têm dificuldade de aumentar seus ativos de acordo com condições de custo e prazo compatíveis com o retorno de seus investimentos.

Ainda encontramos muitas barreiras ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Como definimos anteriormente, elas se dividem em fatores macroeconômicos, tributários e institucionais, nesta ordem. O aprofundamento do ajuste macroeconômico é de fato o elemento mais importante para o fortalecimento desse mercado. Apenas como reflexão, não adianta que se tenha um Judiciário forte e atuante, sob leis e regras bem estabelecidas, se a inadimplência for causada por um profundo distúrbio econômico pela presença de taxas de juros insuportáveis. No caso brasileiro, onde detemos a maior taxa de juros do mundo, muitos entendem que dificilmente pode haver expansão significativa do mercado de capitais ao continuarmos com uma política de juros nominais que supere 10% ao ano.

As experiências internacionais confirmam a importância do processo de ajuste macroeconômico, elevando o país à classificação *grau de investimento*, a partir da qual um conjunto de indicadores institucionais passam a atrair aplicações de grandes investidores estrangeiros. Os ajustes macroeconômicos tiveram efeitos muito relevantes no Chile, México e Polônia.

A conquista do *grau de investimento*, ainda que potencialmente um elemento indispensável para que se transforme o mercado de capitais em um grande elemento no processo de intermediação financeira de longo prazo é um objetivo bastante amplo para uma agenda de reformas a ser implementada. Como consequência, a superação da barreira constituída por uma tributação elevada e instável também deve ser uma meta prioritária.

A tributação no *Brasil* é um assunto revestido da lógica perversa do complexo e pesado sistema tributário nacional. À medida que a carga tributária compele as empresas para a informalidade, a cada dia as tornam mais distantes dos meios clássicos

de financiamento, inclusive do mercado de capitais. Mais que isso, em virtude da contínua pressão por arrecadação deixa todos, tomadores e investidores, inseguros sobre as regras que vigerão no futuro. E minimizar sobressaltos no futuro, como sabemos, é exatamente a principal preocupação dos investidores em mercados de capitais.

Para completar o conjunto de ações que o Governo deve se preocupar para permitir o desenvolvimento do mercado de capitais, é também importante lembrar:

- a) O Brasil (Governo) deve demonstrar de forma crível seu comprometimento com um caminho que leve ao desenvolvimento do mercado de capitais. A conversibilidade do real e a formação da ALCA podem ser passos decisivos para alongar horizontes e acelerar o processo de conquista do *status* de grau de investimento.
- b) Não basta ter regras eficientes, é preciso que elas sejam estáveis. Este ponto, inclusive enfatizado na questão tributária, faz parte de qualquer ação sobre o alongamento de prazos. No entanto contém um paradoxo em si: como mudar as regras existentes, sugerindo que há necessidade de identificar os pontos que devem permanecer estáveis, de forma que as novas regras não desencorajem o alongamento dos horizontes? A resposta a essa pergunta está na qualidade da reforma, pois as perdas resultantes da instabilidade de regras serão mais facilmente assimiladas no caso de mudanças que gerem ganhos e levem a um melhor funcionamento do mercado. Como regra geral, quaisquer reformas devem ser anunciadas com antecedência e respeitar os contratos existentes. Se conveniente, devem ser apresentadas de forma que o *status quo* seja uma das próprias alternativas propostas.

A cada dia percebemos no mercado de capitais brasileiro uma mudança lenta, porém gradual, intercalada por momentos de grande otimismo e desapontamentos, especialmente no campo político. Neste campo, por sua vez, temos observado grandes mudanças em vários aspectos. O primeiro refere-se à eleição de Lula. Aquele que, caso fosse eleito, se tornaria o terror da economia, mostrou-se na verdade um comandante razoável por meio das ações de seu ministro mais poderoso – Palocci. Esta surpresa positiva quebrou, provavelmente de uma vez por todas, a idéia de alguém capaz de romper contratos e embaçar a visão do futuro fosse chegar ao poder. É como se o mercado tivesse medo do demônio e agora que o viu não o acha tão feio... Também ficou mais claro agora que o Brasil é maior que todos os governantes e apesar deles. Para o ambiente financeiro como um todo, empresários, banqueiros, analistas financeiras, este governo representou uma mudança positiva em seus critérios de

avaliação do longo prazo, cujo principal componente era o temor de fortes rupturas. Um segundo aspecto que nos traz esperança é uma moralização crescente das instituições, especialmente pela ação da Polícia Federal. A se prosseguir nesse ritmo, o moral do Brasil, tanto interna quanto externamente, tende a se tornar cada vez mais forte, com todas as conseqüências positivas que podem advir disso, especialmente no campo do judiciário e das agências reguladoras em geral.

É tempo de renovar as esperanças.

## **5.2 – Das estratégias nas Ofertas Públicas de Ações e seu potencial**

As emissões do período entre 2004 e 2005 refletem a entrada do Mercado de Capitais Brasileiro em uma nova fase de Ofertas Pública de Ações.

Nas Ofertas Iniciais de Ações realizadas até junho de 2005, apesar da utilização do regime de garantia firme para as ofertas, não ocorreu a necessidade de desembolso do coordenador. O período foi de grande sucesso para os emissores ao considerarmos que todas as ofertas foram alocadas integralmente. Pelo lado da demanda, a maioria das ofertas incorreu em lucro para os investidores, excetuando-se alguns poucos casos. Numa visão geral do Mercado de Capitais o período demonstrou a ampliação do mercado como um todo, tanto pela entrada de novos agentes como pela abertura de novas companhias.

Três fatores são essenciais para o sucesso de ofertas:

1. Em primeiro lugar é importante a escolha de um bom coordenador. Há uma relação recíproca de reputação do coordenador com a companhia, que busca um coordenador que tenha boa reputação no mercado para alcançar maior credibilidade na Oferta. Em contrapartida, o coordenador deseja manter sua reputação no mercado e portanto não realiza ofertas de companhias que possam ter uma má imagem.
2. Em segundo lugar está a fixação do preço. Esta é uma das tarefas mais difíceis do coordenador. Cabe a ele não somente ter capacidade técnica para apurar um valor razoável para a colocação mas também ter a habilidade de convencer os acionistas originais pela venda com desconto no preço para a realização de uma boa oferta.
3. Em terceiro destacamos a aderência à Governança Corporativa. Esta é a grande responsável pela maneira como os investidores percebem a seriedade gerencial da empresa.

O cenário não foi muito diferente para as ofertas de ações já existentes no mercado. Estas também tiveram grande aceitação e alocação total em todos os casos do período 2004 – junho de 2005.

Entretanto, uma vez no mercado, efeitos aleatórios podem ocorrer de maneira a prejudicar o desempenho da empresa e conseqüentemente do preço de suas ações. Nada impede que mesmo que uma oferta seja realizada de maneira exemplar ocorram em seguida choques negativos no preço da ação devido a fatores macroeconômicos, por exemplo.

Por sua vez a Bovespa tem realizado significantes avanços na pulverização e capilaridade do mercado. Com os efeitos do crescimento do *home broker* ocorreu uma maior penetração de pessoas físicas na BOVESPA e por conseqüência o fortalecimento da cultura de investimentos em títulos de renda variável destes importantes agentes. O início de um mercado de acesso facilitado a empresas de portes menores, o BOVESPA MAIS, também representará um movimento de pulverização para empresas.

Para termos uma idéia comparativa, em 2000 nos EUA ocorreram 518 IPOs<sup>3</sup>. No Brasil em 2004 foram registrados 7 IPOs, o que nos permite de certa forma perceber o potencial de expansão do mercado. Ainda há uma forte tradição no empresariado brasileiro de utilização de empréstimos bancários como fonte de capital. Com o aprimoramento das instituições brasileiras que regulam e fomentam o mercado acionário e a estabilização macroeconômica, podemos esperar um incremento deste processo.

Neste estudo abordamos fatores macroeconômicos que possibilitaram a atual fase de ofertas de ações, demonstrando a maturidade dos diversos agentes econômicos para atuar neste mercado, suas técnicas e suas estratégias. Analisamos também como o desenvolvimento do mercado acionário pode cooperar com o crescimento das empresas, especialmente quando vivemos um cenário de altas taxas de juros e grave constrição do crédito às empresas.

Para que possamos obter ainda maior proveito acadêmico do que foi aqui desenvolvido, será conveniente a análise e o acompanhamento futuro de diversos tópicos, em especial o desempenho na bolsa dos casos estudados, pois foram processos muito recentes dos quais ainda não existem dados suficientes sobre seu desempenho de médio ou longo prazo.

---

<sup>3</sup> Ritter, Jay R. and Ivo Welch, 2002, A review of IPO activity, pricing and allocations, *Journal of Finance* 57, 1795-1828. Foram considerados apenas IPOs com volume maior que US\$5 milhões.

## **Referências Bibliográficas**

AGGARWAL, R. Allocation of Initial Public Offerings and Flipping Activity, Working Paper, Georgetown University

AGGARWAL, R.; LEAL, R.; HERNANDEZ, L. The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America. *Financial Management*, vol. 22, p. 42-53, 1993

BHOJRAJ, S.; SENGUPTA, P. Effect of corporate governance on bond ratings and yields: the role of institutional investors and outside directors. Cornell University and University of Maryland, Nov. 2001

BOOTH, J.R.; CHUA, L. Ownership Dispersion, Costly Information, and IPO underpricing, *Journal of Financial Economics*, vol. 41, p. 201-310, 1996

BOVESPA – Bolsa de Valores do Estado de São Paulo. Regulamento dos níveis 1 e 2 de governança: empresas – níveis de governança corporativa. São Paulo: Bovespa

HADDAD, C. L. S. Experiencia Internacional e Desafios para o Mercado de capitais Brasileiro. *Mercado de Capitais e Crescimento Economico, lições internacionais e desafios brasileiros*. ANBID, São Paulo (2005)

IBBOTSON R. G.; SINDELAR J.L.; Ritter J. R., The Market's Problems with the Pricing of Initial Public Offerings, *Journal of Applied Corporate Finance*. vol. 7, 1994

MEGGINSON, W.; WEISS, K. Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings, *The Journal of Finance*, vol 46(3), p. 879-904, 1991

NOVAES A. Mercado de Capitais: Lições da experiência internacional. *Mercado de Capitais e Crescimento Economico, lições internacionais e desafios brasileiros*. ANBID, São Paulo (2005)

PINHEIRO A. C. Em direção a uma agenda de reformas. Mercado de Capitais e Crescimento Economico, lições internacionais e desafios brasileiros. ANBID, São Paulo (2005)

RITTER, J. R. The Costs of Going Public, Journal of Financial Economics, vol. 19, 1987

RITTER, J. R.; WELCH I., A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations, Journal of Finance, vol. 57, 1795-1828, 2002

ROCK, K. Why New Issues are Underpriced, Journal of Financial Economics, vol. 15, p.187-212, 1986

ROSSETTI, J. P.; ANDRADE, A. Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento E Tendências. Paraná, 2004, Editora Atlas

TEIXEIRA N., Mercado de capitais brasileiro à luz de seus avanços e desafios. Mercado de Capitais e Crescimento Economico, lições internacionais e desafios brasileiros. ANBID, São Paulo (2005)

VALADARES S.; LEAL R. Ownership and control structure of brazilian companies. Working Paper, COPPEAD/UFRJ. (2002)

Foram utilizados os Prospectos Preliminares e Prospectos Definitivos das Ofertas Públicas de Ações de Natura, Gol – Linhas Aéreas Inteligentes, ALL – América Latina Logística, Submarino, Localiza, Rennar Maçãs, Porto Seguro, Grendene, CPFL – Companhia Paulista de Força e Luz, Dasa – Diagnósticos da América, Weg, Sabesp, Suzano Petroquímica, Braskem, CCR e Unibanco. O prospecto de cada oferta pode ser encontrado na Internet no *website* da Comissão de Valores Mobiliários, [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br).

Diversos dados foram levantados mediante consultas aos *websites* do Banco Central do Brasil ([www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)), Comissão de Valores Mobiliários ([www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)), ANBID ([www.anbid.com.br](http://www.anbid.com.br)), BOVESPA ([www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)) e CBLIC ([www.cblc.com.br](http://www.cblc.com.br)).