

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA – UFSC  
CENTRO SÓCIO ECONÔMICO  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

RAFAEL DE LIMA GALDINO

**OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS “IPOs” NA BM&FBOVESPA**  
**Um enfoque geral e do ponto de vista do investidor individual**

Florianópolis, 2010

RAFAEL DE LIMA GALDINO

**OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS “IPOS” NA BM&FBOVESPA**  
**Um enfoque geral e do ponto de vista do investidor individual**

Monografia submetida ao Departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito obrigatório para obtenção do grau de Bacharelado.

Orientador: Dr. Ricardo José Araújo de Oliveira  
Co-orientador: Msc. Thiago Fleith Otuki

Área de Pesquisa: Mercado de Capitais

Palavras-chave: Abertura de Capital  
IPO  
Oferta Pública Inicial

Florianópolis, novembro de 2010

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA – UFSC**  
**CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

A banca examinadora resolveu atribuir a nota ..... ao aluno Rafael de Lima Galdino na disciplina CNM – 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

---

Prof. Ricardo José Araújo de Oliveira  
Membro

---

Prof. Thiago Fleith Otuki  
Membro

---

Prof. Marco Antônio Goulart  
Membro

## RESUMO

O aumento da participação de investidores pessoa física, principalmente após a massificação do uso de sistemas de *home brokers* que permitem ao investidor comprar e vender ações diretamente de seu próprio computador, mudou de maneira bastante significativa a maneira como se tem acesso as ofertas públicas iniciais e pela própria dinâmica criada por este movimento surgem novas estratégias de investimento. Diante disso é importante analisar o comportamento dos investidores e ofertas públicas iniciais durante o período recente.

Este trabalho de monografia tem por objetivo fazer uma listagem dos processos de abertura de capital ocorridos recentemente em empresas no Brasil na BMF&BOVESPA e analisar sob o ponto de vista da companhia, classificando as ofertas públicas iniciais e fazendo uma revisão teórica acerca do processo e das etapas que o compõe. Do ponto de vista do investidor individual verificando o desempenho das ofertas e a atratividade de uma possível operação com papéis que estão estreando na bolsa.

GALDINO, Rafael de Lima. **Ofertas Públicas Iniciais na BM&FBOVESPA - Um enfoque geral e do ponto de vista do investidor individual**. 2010, 100 páginas Ciências Econômicas. Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis.

# SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	7
1.1 Problemática.....	8
1.2 Objetivos .....	9
1.2.1 Objetivo Geral .....	9
1.2.2 ObjetivoEspecífico .....	9
1.3 Justificativa .....	9
1.4 Metodologia .....	10
CAPÍTULO 2 - MERCADO DE CAPITAIS E SISTEMA FINANCEIRO.....	11
2.1 História do Mercado de Capitais.....	11
2.1.1 História do mercado de capitais no Brasil.....	12
2.2 Estrutura do Sistema Financeiro e de Capitais brasileiro atual.....	17
2.2.1 A Comissão de Valores Mobiliários – CVM .....	20
2.2.2 Bolsa de Valores .....	23
2.2.3 Mercado de Balcão Organizado .....	25
2.2.4 Governança Corporativa .....	27
Quadro 1: Comparativo dos Segmentos de Listagem .....	29
3.1 Ações .....	39
3.2 Debêntures .....	40
3.3 Notas Promissórias ( <i>Commercial Papers</i> ).....	43
4.1 Razões para a abertura de capital.....	44
I. A empresa passa a ter mais acesso aos capitais .....	45
II. Liquidez patrimonial para os empreendedores e maior flexibilidade estratégica.....	46
III. Utilização de ações como forma de pagamento de aquisições.....	47
IV. Criação de um referencial de avaliação do negócio.....	47

V. A empresa melhora sua imagem institucional e fortalece o relacionamento com seus públicos .....	47
VI. Reestruturação de passivos .....	48
4.2 Desvantagens da abertura de capital .....	49
4.3 Oferta Pública Inicial – IPO .....	52
4. 4 Processo de abertura de capital .....	55
4.4.1 Abertura de capital por emissão de ações .....	56
4.4.2 Abertura de capital via block trade .....	57
4.4.3 Abertura de capital por emissão de debêntures .....	58
4.5 Etapas da abertura de capital .....	59
4.5.1 Analisar a conveniência .....	60
4.5.2 Escolher o intermediário financeiro .....	61
4.5.3 Contrato de <i>Underwriting</i> .....	62
4.5.3.1 Tipos de <i>underwriting</i> .....	63
4.5.4 Formação do <i>pool</i> de instituições financeiras intermediadoras .....	64
4.5.5 Fixação do preço de emissão .....	65
4.5.6 Documentação e reforma estatutária .....	67
4.5.7 Marketing e <i>disclosure</i> da companhia .....	67
4.5.8 Emissão, subscrição e liquidação financeira .....	68
CAPÍTULO 5 - IPOs Recentes na Bovespa .....	69
5.1 Quantidades de IPOs, segmento e nível de governança .....	69
5.2 Volumes de captação nas ofertas iniciais .....	74
5.3 Análises dos retornos em uma estratégia especulativa nos IPOs .....	80
5.4 Análises dos retornos em uma estratégia tradicional nos IPOs .....	88
CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	91
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	93
Anexos .....	97

## INTRODUÇÃO

“Logo após o lançamento de suas ações, o preço já era 15% maior, chegando ao topo da valorização com um preço 1200% mais alto em relação ao inicial. O dividendo médio distribuído foi de 18% ao ano e chegou a 75% em um ano. Sob sua gestão estavam 150 navios de carga, 40 navios de guerra e mais de 60 entrepostos empregando: 20.000 marinheiros, 10.000 soldados e cerca de 40.000 civis, ainda assim distribuía um dividendo de 40% o que enfurecia seus concorrentes.” (TSCHÖPE, REINHILD)

Qual investidor não gostaria de ter participação em tal empresa? Para tanto, seria necessário que esta pessoa retornasse 400 anos no passado e adquirisse ações da Companhia Holandesa das Índias Orientais, a primeira companhia de capital aberto da história.

A abertura das rotas marinhas por Vasco da Gama em 1499 contornando o Cabo da Boa Esperança estabeleceu uma rota de comércio com a Índia e o sudoeste asiático; Em busca de especiarias inicialmente, mas após 100 anos e mais de 200 expedições rumo ao leste, cerca de 1600 outros artigos já eram transacionados o que proporcionou a Portugal e Espanha uma superioridade econômica por um século inteiro. A partir de 1580 as duas potências ibéricas estabeleceram acordos de cooperação e dominavam o comércio de diversas commodities, controlando mercados inteiros e estabelecendo o preço, por exemplo, da pimenta, que era revendida ao norte da Europa e aos negociantes da Antuérpia.

A atividade expedicionária era extremamente custosa inicialmente, haja vista que muitas vezes não mais que 50% das embarcações retornavam ao seu porto de partida. Portanto no início do século XVII os maiores comerciantes holandeses se uniram e financiaram uma expedição equipando 65 navios, destes, 50 retornaram do oriente carregados com especiarias e o resultado foi uma queda abrupta no preço dessas commodities.

Uma necessidade econômica ocasionou a coalizão de diversos concorrentes dentro do estado holandês em busca de um objetivo comum, mas que mudaria drasticamente o futuro da economia mundial à época. Então em 20 de março de 1602 foi

criada a Companhia Holandesa das Índias Orientais, que contou com uma captação de 6.424,588 Guilders, uma enorme quantidade de capital para a época. A chave do sucesso desse empreendimento foi o acesso às ações, que eram negociadas por casas de corretagem desvinculadas do governo e onde qualquer pessoa interessada nos lucros poderia comprar e vender os certificados, o que originou a primeira bolsa de valores do mundo em Amsterdã.

Embora o exemplo acima ilustrado remonte há séculos atrás, os motivos que levaram a estes acontecimentos continuam sendo os mesmos que levam as empresas atuais a também abrirem seu capital: Pelo lado da companhia, a necessidade de financiamento e pelo lado do investidor a oportunidade de rentabilidade.

## 1.1 Problemática

Dentro da lógica de crescimento e expansão das empresas capitalistas, uma companhia pode financiar seus investimentos e atividades de três maneiras: através de reinvestimento a partir do lucro gerado por um fluxo de caixa positivo, contraindo dívidas ou pelo aumento do seu patrimônio líquido. Diretamente ligado a esta decisão de investimento ocorre o financiamento através de uma alteração na estrutura de capital da companhia que procederá com a abertura do seu capital.

A estabilidade de nossa economia, maturidade do nosso mercado de capitais e a crescente melhoria da classificação (*rating*) de nosso risco país tem cada vez mais atraído novos investidores institucionais e individuais.

Com o mercado favorável, a empresa consegue maior demanda e por conseqüência melhor resultado na abertura de capital, fator este que foi preponderante pelo expressivo número de IPOs que ocorreram ao longo de 2007.

Mesmo antes do cenário de crise ao final de 2008, se observou queda no preço dos papéis das empresas com IPO recente. Seria então um caso de supervalorização do ativo no momento do lançamento? Qual o preço máximo a se pagar por uma ação em seu lançamento inicial? É interessante adquiri-lo? E por quanto tempo é vantajoso mantê-la em carteira?

Procuraremos analisar mais de uma ótica e obter uma conclusão já que a evidência empírica aponta para um bom negócio para a instituição e ofertador de ações e algo não muito vantajoso para o investidor individual de longo prazo.



## **1.2 Objetivos**

### 1.2.1 Objetivo Geral

Investigar e avaliar os IPOs no período dos últimos 5 anos, seus reflexos na economia brasileira, bolsa de valores e o comportamento dos ativos desde o lançamento até o momento atual.

### 1.2.2 Objetivo Específico

- Revisão dos aspectos técnicos e teóricos acerca das ofertas públicas de ações.
- Enumerar e avaliar os IPOs recentes
- Estimar o valor total da captação das empresas brasileiras nos últimos 5 anos.
- Estratificar e classificar por setor os IPOs
- Avaliar a estratégia especulativa do investidor individual nas operações de compra desses ativos.

## **1.3 Justificativa**

A relevância do mercado de capitais de um país reflete de maneira direta o nível de desenvolvimento da nação e de sua economia, ao mesmo tempo em que proporciona às empresas e instituições novas fontes de financiamento, para o investidor se tornam novas oportunidades de investimento.

Segundo Barros e Lehfeld (2000), a definição do tema, entre outros motivos, pode surgir com base na sua observação do cotidiano. Esta observação que nos levou a desenvolver o tema do estudo, pois houve um recente momento de euforia que se refletiu em grande movimentação em torno dos IPOs.

A pouca bibliografia e estudos acerca do tema, principalmente de análises empíricas, também se torna um dos fatores preponderantes para o desenvolvimento desta monografia e se julga de relevância principalmente para o investidor individual

que investe em ações obter informações condensadas e comparativas a respeito das emissões primárias em nosso mercado nacional.

## **1.4 Metodologia**

Podemos classificar este trabalho como uma pesquisa exploratória, de acordo com a definição de (GIL, 1991) uma vez que ela envolve o levantamento de dados, levantamento bibliográfico e a análise de ambos. Ainda segundo Gil, as pesquisas exploratórias “têm como objetivo proporcionar maior familiaridade com o problema, com vistas a torná-lo mais explícito ou a construir hipóteses”.

Nossa pesquisa se baseia na principalmente nas informações disponibilizadas pela CVM, BM&FBovespa e CBLC, assim como uma ampla gama de reportagens do jornal Valor Econômico, do portais de notícias e finanças como Infomoney e Exame e finalmente os livros que nos servem como base para a referência teórica. A utilização em conjunto de todo este arcabouço nos permite iniciar com uma contextualização do assunto abertura de capital e o próprio mercado de capitais, priorizando a bolsa de valores e nos permitindo por fim analisar o desempenho das ações de empresas que se valeram desse subterfúgio nos últimos anos.

Para alcançarmos o primeiro objetivo nos valem de um levantamento bibliográfico e coleta de dados junto às fontes de consulta. Sendo analisados e correlacionados com o comportamento da bolsa de valores.

O segundo objetivo é suplantado através da inferência estatística dos dados coletados, delimitando os períodos de comparação e finalmente observando o desempenho dos ativos selecionados.

O período compreendido por nosso estudo vai de janeiro de 2005 a abril de 2010, este período foi escolhido, pois antecede o pico histórico de IPOs ocorrido em 2007, logo seguido por uma crise global no final de 2008, o ano seguinte de 2009 se revelou de forte recuperação na BM&FBovespa, podemos verificar aqui a performance das ações até então lançadas e se o mercado as precificou corretamente durante o período.

## **CAPÍTULO 2 - MERCADO DE CAPITAIS E SISTEMA FINANCEIRO**

Com o processo de globalização, intensificado no último século e que resultou num intenso intercâmbio entre os países, a importância do mercado acionário vêm crescendo cada vez mais no cenário financeiro nacional e internacional, principalmente por se tratar de uma forma de suprir as necessidades de investimento dos agentes econômicos, através de diversas modalidades de financiamentos.

A captação de recursos via mercado financeiro é, neste sentido, considerada por muitos teóricos como o meio mais eficiente de transferência de poupança para o investimento produtivo, percebendo-se que um desenvolvimento econômico sustentável está diretamente ligado a um mercado de capitais eficiente, ou seja, quanto mais desenvolvida é uma economia, mais ativo é, ou deveria ser, seu mercado de capitais.

Neste sentido, pela sua importância na captação de recursos que permitem o desenvolvimento das empresas e, em consequência, do país, este capítulo irá abordar, de forma breve, a história do mercado de capitais no Brasil, passando por uma descrição de suas principais estruturas, para posteriormente apresentar sua composição atual.

### **2.1 História do Mercado de Capitais**

Segundo Casagrande Neto *et al* (2000), a origem das bolsas de valores é bastante remota, não havendo uma definição histórica quanto a uma data exata. A palavra *bolsa*, para designar um centro comercial e financeiro, nasceu a cerca de 500 anos em Bruges, na Bélgica, no fim do século XIII, quando comerciantes se reuniam para realizar negócios na casa de um mercador chamado Van der Burse, em cuja fachada da casa havia um escudo com três bolsas, brasão das armas do proprietário. Em 1309, tais encontros diários foram formalizados e passaram a se chamar de rodadas na *Bruges Burse* (ie, na *bolsa* de Bruges).

Segundo consenso de inúmeros teóricos, a história do mercado de capitais começou no reinado de Luis VII, na França, com a criação da Bolsa de Paris, no ano de 1141, sendo oficialmente considerada a primeira bolsa do mundo. Desde a sua origem, na Idade Média, até o século XVII, as operações na bolsa restringiam-se à compra e à venda de moedas, letras de câmbio e metais preciosos, além de bens valiosos também usados em trocas, como especiarias orientais e couros curtidos de animais, sendo bastante limitadas pelas dificuldades de comunicação, escassez de capitais e ausência de crédito. Em 1698, é fundada a Bolsa de Fundos Públicos de Londres, sendo hoje a bolsa mais internacionalizada do mundo.

Somente no século XVIII, conforme Casagrande Neto *et al* (2000), essas instituições atingiram grande desenvolvimento, quando os banqueiros passaram a fracionar os empréstimos em títulos de participação, devido às exigências de crédito público. A expansão das sociedades por ações permitiu uma maior oferta e procura de capitais num momento em que havia dificuldades na liberação de crédito pelo setor público.

A New York Stock Exchange (NYSE), atualmente a mais importante bolsa do mundo, foi criada em 17 de maio de 1792, instalando-se em Wall Street, rua onde já se negociava títulos e outros papéis e que acabou sendo imortalizada pela associação à bolsa. Tudo começou após a Independência dos EUA, em 1776, quando Nova York começou a ganhar importância no cenário econômico e político do país, sendo que, hoje, nela são negociados títulos e ações das principais empresas dos Estados Unidos e do mundo, utilizando o Dow Jones como índice para o acompanhamento da evolução dos negócios.

### 2.1.1 História do mercado de capitais no Brasil

No Brasil, o desenvolvimento do mercado de capitais é muito recente, datando do século XIX, devido à reestruturação econômica na primeira metade deste século. Tal fato poderia ser explicado pela tendência estatizadora, que remonta à cultura colonial portuguesa escravista, visto que o Império não sobreviveu ao impacto do término da

escravidão em 1888, além dos primeiros governos republicanos terem sido militares, mantendo essa cultura de poder do Estado.

A Bolsa de Valores do Rio de Janeiro foi a primeira bolsa a ser fundada no Brasil, iniciando suas operações em 1845, sendo que, ao final da década de 1890, durante o governo provisório de Deodoro da Fonseca, ocorreu uma grande onda de especulação com ações, o Encilhamento<sup>1</sup>, estando a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro intimamente ligada a esse processo, por se tratar da maior praça de negociação de ações do Brasil na época.

Segundo Casagrande *et al* (2000) , na época da proclamação da República, a cidade de São Paulo era insignificante para a nação. No entanto, prevendo a trajetória de crescimento a que estava fadada, em 23 de agosto de 1890, foi fundada por Emílio Rangel Pestana, a *Bolsa Livre*, que seria o embrião da *Bolsa de Valores de São Paulo*. A *Bolsa Livre* encerrou suas atividades em 1891, em decorrência da política do Encilhamento. Quatro anos depois, em 1895, foi aberta a *Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo*, que deu continuidade à evolução do mercado de capitais brasileiro.

Em 1934, a bolsa mudou-se para o Palácio do Café, onde recebeu, em 1935, o nome de *Bolsa Oficial de Valores de São Paulo*.

Também em 1934, as atividades das bolsas e corretoras dos demais estados foram regulamentadas pelo governo federal, tornando-se afirmativa a partir do Decreto-lei nº 1.344, de 1939, que passou a reger todas as instituições bolsistas do país. Entretanto, elas continuaram sendo entidades públicas, com ingerência dos governos estaduais em suas administrações, sendo entidades oficiais corporativas vinculadas às secretarias de finanças (atuais Secretarias da Fazenda estaduais).

De acordo com Casagrande *et al* (2000), o primeiro lançamento de ações à oferta pública no Brasil está relacionado à criação do Banco do Brasil, em 1808, com a vinda da família real portuguesa, mas que veio a fechar em 1829. O seu fracasso, aparentemente, está ligado ao fato que, naquela época, ainda não existia uma cultura de mercado que proporcionasse um crescimento dos negócios societários de forma

---

<sup>1</sup> Crise desencadeada pela especulação financeira, inflação e boicotes através de empresas-fantasma e ações sem lastro, decorrente de uma política baseada em créditos livres aos investimentos industriais garantidos pelas emissões monetárias, feitas pelo Ministro da Fazenda Rui Barbosa, na tentativa de estimular a industrialização do país.

consistente. Além disso, até meados da década de 1960, os brasileiros preferiam investir em ativos reais (imóveis) a aplicações em títulos públicos ou privados, devido, principalmente, a um ambiente de inflação crescente a partir do final da década de 1950, somada a chamada Lei da Usura, que limitava em 12% ao ano a taxa máxima de juros. A combinação de ambas limitou o desenvolvimento de um mercado de capitais ativo no Brasil.

Entretanto, a partir do Golpe Militar de 1964, em que Castelo Branco assumiu o poder, essa situação começou a se modificar por meio de um programa de grandes reformas na economia nacional, inspiradas no modelo norte americano, que estabeleciam um sistema baseado em instituições especializadas. Dentre os principais itens dessa reforma, podemos citar: a reformulação da legislação sobre Bolsa de Valores; a transformação dos corretores de fundos públicos em Sociedades Corretoras, o que lhes deu uma base mais sólida, forçando a sua profissionalização; a criação dos Bancos de Investimento, a quem foi atribuída a principal tarefa de desenvolver a indústria de fundos de investimento, entre outras.

Para que tais reformas pudessem se tornar efetivas, diversas leis foram editadas, dentre as quais, podemos citar:

- **Lei nº 4.537/64**, que instituiu a correção monetária, através da criação das ORTN<sup>2</sup>;
- **Lei nº 4.595/64**, denominada *lei da reforma bancária*, que reformulou todo o sistema nacional de intermediação financeira e, além de estabelecer o modelo de instituições especializadas, foi responsável pela criação do Banco Central do Brasil e do Conselho Monetário Nacional;
- **Lei nº 4.728**, de 14/04/65, primeira *Lei de Mercado de Capitais*, que disciplinou esse mercado e estabeleceu medidas para seu desenvolvimento: regulamentou as atividades das bolsas de valores, criou incentivos fiscais para a emissão e aquisição de ações e debêntures e definiu as funções dos bancos de investimento;

---

<sup>2</sup> ORTN - Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional, era uma modalidade de título público federal que foi emitida entre 1964 e 1986 com a característica de pagar uma remuneração corrigida e evitar a corrosão da inflação sobre as aplicações futuras, que por conta do recrudescimento inflacionário da década de 1960, haviam caído a níveis muito baixos, obrigando o governo a emitir papel-moeda no intento de cobrir as suas obrigações.

Conforme destaca Casagrande *et al* (2000), a introdução da legislação acima resultou em diversas modificações no mercado de ações. Ao mesmo tempo, a atuação dos investidores institucionais, que ainda era incipiente, por meio de fundos mútuos de investimento, ganhou um incentivo com a criação dos fundos fiscais, instituídos pelo Decreto-lei nº 157, que também estimulou a capitalização das empresas, em virtude do rápido crescimento da demanda por ações pelos investidores, sem que houvesse um aumento simultâneo da oferta de papéis por essas empresas. Isto desencadeou o “boom” da Bolsa do Rio de Janeiro quando, no primeiro semestre de 1971, houve uma forte onda especulativa e as cotações das ações não pararam de subir. Esse “boom” teve curta duração, mas suas consequências foram vários anos de mercado deprimido e estagnação. Nesse período, a atuação das autoridades do governo e do Banco Central foi criticada, associando-se o mau desempenho destas, em parte, à inexperiência e, em parte, à falta de especialização, manchando a reputação do mercado acionário.

Apesar disso, notou-se uma recuperação das cotações a partir de 1975, devido principalmente a novos aportes de recursos, a maiores investimentos por parte dos Fundos de Pensão, além de vários outros incentivos que foram adotados visando incentivar o crescimento do mercado acionário ao longo do tempo. Dentro deste quadro de estagnação e de tentativa de recuperação, foram introduzidas duas novas normas, ainda em vigor:

- **Lei nº 6.404/76**, nova *Lei das Sociedades Anônimas* que visava modernizar as regras que regiam as sociedades anônimas, até então reguladas por um antigo Decreto-Lei de 1940;
- **Lei nº 6.385/76**, *segunda Lei do Mercado de Capitais* que, entre outras inovações, criou a CVM, introduzindo no mercado uma instituição governamental destinada exclusivamente a regulamentar e desenvolver o mercado de capitais, fiscalizar as Bolsas de Valores e as companhias abertas.

Ambas as leis tiveram como objetivo básico, conforme afirma Casagrande *et al* (2000), a proteção do acionista na empresa e do investidor no mercado, definindo-se com maior precisão as práticas nocivas aos acionistas e aos investidores e aperfeiçoando-se os instrumentos para coibi-las. No entanto, tais medidas não surtiram

o efeito desejado no mercado de capitais, mesmo que em alguns períodos tivesse havido um crescimento de companhias abrindo seu capital.

Apesar da experiência pioneira para atrair capitais externos, visando a aplicação no mercado de capitais brasileiro, representada pelo Decreto-Lei nº 1.401/76, o processo de internacionalização do mercado, apesar de algumas experiências anteriores, chega ao país somente no final da década de 1980, com a edição da Resolução do CMN nº 1.289/87. Esse movimento de abertura da economia brasileira, no entanto, sofre uma grande aceleração a partir do início da década de 1990, tanto pelo aumento de investidores estrangeiros atuando no mercado de capitais brasileiro, como de empresas brasileiras que começam a listar suas ações em bolsas de valores estrangeiras.

De acordo com Casagrande *et al* (2000), essa flexibilização ao investidor estrangeiro, conjugada com a renegociação da dívida externa, articulou ainda mais o país no mercado de capitais internacional, propiciando, principalmente a partir do sucesso do programa de estabilização econômica que começou com a instituição do Plano Real, em 1994, um considerável aumento no ingresso de recursos externos.

No início do ano 2000, o mercado de capitais brasileiro foi ainda mais flexibilizado para o investidor estrangeiro, permitindo o acesso deste a todos os produtos disponíveis no mercado local. Dessa forma, as inúmeras mudanças decorrentes da abertura externa e da integração, tanto comercial quanto financeira, do Brasil à economia internacional, fizeram com que os intermediários financeiros e o mercado de capitais, constituintes do Sistema Financeiro Privado, substituíssem gradativamente o papel do setor público, que vinha desde o início da década de 1930, do governo Vargas, sendo o principal investidor de recursos na economia brasileira. No entanto, ao mesmo tempo em que o governo deixava a função do crescimento econômico nas mãos do sistema financeiro privado, flexibilizando-o, criava as condições que culminariam na crise do sistema financeiro global do final de 2008, onde se tornou evidente as vulnerabilidades a que estão expostas as economias dirigidas somente pelos mercados, principalmente pelos mercados financeiros, os mais dinâmicos e, ao mesmo tempo, mais frágeis.

Diante das flutuações decorrentes da abertura externa, o número de aberturas de capital de empresas brasileiras, que declinou a partir de meados da década de 1980,



devido principalmente a desconfiança gerada pela instabilidade da economia, só volta a crescer a partir do início dos anos 2000, puxada principalmente pela estabilidade da economia nacional.

O mercado de capitais, particularmente em seu segmento acionário, tem tudo para se transformar em poderoso instrumento de desenvolvimento econômico e social do país. A partir dessa ótica, pode se verificar a criação de uma série de instituições que trabalham em conjunto a fim de garantir que o mercado de capitais seja uma fonte de financiamento para as empresas, de lucro para os investidores e de desenvolvimento para a economia nacional. Para que estes objetivos sejam alcançados, ao longo do tempo também houveram transformações em suas estruturas, com novas formas de captação e novos agentes atuantes.

## **2.2 Estrutura do Sistema Financeiro e de Capitais brasileiro atual**

O mercado acionário brasileiro mudou muito em relação às últimas décadas. Enquanto antes o mercado de ações era algo relativamente distante de grande parte das empresas brasileiras, agora, tais empresas passam a vislumbrar boas possibilidades na abertura de seus capitais como forma de financiamento de suas expansões a um baixo custo.

Ao listar suas ações nas bolsas estrangeiras, principalmente americanas, as companhias abertas brasileiras foram obrigadas a seguir diversas regras impostas por órgãos reguladores daqueles países, os chamados “Princípios de Governança Corporativa”, sendo, a partir de então, impelidas a seguir regras e recomendações referentes a aspectos contábeis, de transparência e de divulgação de informações, fatos que oneraram a abertura de capital das mesmas; ao mesmo tempo, tais empresas passaram a ter contato com acionistas mais exigentes e sofisticados do que os encontrados no mercado brasileiro, ou seja, ao mesmo tempo em que aumentava o número de investidores estrangeiros, também aumentava a participação de investidores brasileiros mais conscientes de seus direitos e dos princípios de governança corporativa.

Isso, no entanto, não impediu a perda de espaço do mercado de capitais brasileiro para outros mercados devido, principalmente, à falta de proteção ao acionista minoritário, a falta de transparência na gestão das empresas, a falta de um aparato institucional de supervisão eficiente e às incertezas decorrentes da instabilidade da economia brasileira. Todos esses itens aumentavam a desconfiança dos investidores com relação ao risco e, conseqüentemente, o custo da abertura de capital para as empresas brasileiras. Dessa forma, apesar do mercado de títulos mobiliários ser mais rígido hoje, seus benefícios, por outro lado, são mais evidentes para grande parte das empresas.

O Sistema Financeiro Nacional (SFN) é constituído por todas as instituições financeiras, públicas ou privadas, existentes no país, responsáveis pela captação de recursos financeiros, pela distribuição e circulação de valores e pela regulação desse processo, isto é, um conjunto de instituições, mecanismos e instrumentos que asseguram a canalização da poupança para o investimento e que, de acordo com os produtos ou serviços financeiros prestados, pode ser segmentado em: mercado monetário, mercado de crédito, mercado de capitais e mercado de câmbio.

De acordo com Assaf Neto (2009), o sistema financeiro nacional pode ser estruturado em dois grandes subsistemas: normativo e de intermediação financeira.

O sistema *normativo* é o responsável pelo funcionamento do mercado financeiro e de suas instituições, fiscalizando e regulamentando suas atividades por meio, principalmente, do Conselho Monetário Nacional (CMN) e do Banco Central do Brasil (Bacen). A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é um órgão de apoio do sistema financeiro. Enquadram-se ainda nesta classificação o Banco do Brasil (BB), o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e a Caixa Econômica Federal. Apesar de seguir as diretrizes impostas pelo CMN, a CVM é uma autarquia federal independente, ligada ao Ministério da Fazenda.

Já o sistema de *intermediação financeira* é classificado, por sua vez, em instituições bancárias (bancos comerciais, constituídos essencialmente sob a forma de sociedades anônimas) e não-bancárias (bancos de investimento, de desenvolvimento e cooperativas de crédito), de acordo com a capacidade de emitir moeda. Além destes, tem-se as instituições auxiliares do mercado (bolsas de valores, sociedades corretoras e

agentes autônomos de investimento) e as instituições definidas como não financeiras, mas que fazem parte do sistema financeiro (companhias seguradoras).

O mercado de capitais, também chamado de mercado de valores mobiliários, compreende o conjunto de operações envolvendo valores mobiliários, que são títulos emitidos por sociedades anônimas, desde que estes estejam devidamente registrados com o conceito de valor mobiliário na CVM. Estão excluídos deste mercado os títulos da dívida pública e os títulos cambiais de responsabilidade da instituição financeira, com exceção das debêntures.

Além das ações de empresas brasileiras, que compõem o mercado à vista, são negociados também derivativos (mercados à termo, de opções e futuro de ações) e certificados de ações de empresas estrangeiras (BDR's), principalmente pela participação de investidores institucionais, empresas de grande porte (emissoras de valores mobiliários ou investidoras), investidores de varejo (pessoa física ou jurídica), bancos, corretoras e distribuidoras do mercado de emissão, distribuição e negociação de valores mobiliários, com suas diversas operações regulados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

De acordo com Assaf Neto:

O mercado de capitais assume papel dos mais relevantes no processo de desenvolvimento econômico. É o grande municiador dos recursos permanentes para a economia, em virtude da ligação que efetua entre os que têm capacidade de poupança, ou seja, os investidores, e aqueles carentes de recursos de longo prazo, ou seja, aqueles que apresentam déficit de investimento. (ASSAF NETO, 2009, p.69)

Em outras palavras, o mercado de capitais pode ser definido como um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem o propósito de compatibilizar os diversos interesses entre companhias e investidores, proporcionando liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizando seu processo de capitalização, isto é, o mercado de capitais viabiliza a transferência de recursos financeiros entre tomadores (companhias abertas), que necessitam destes para realizar investimentos produtivos, e aplicadores (investidores), que possuem recursos financeiros excedentes que precisam ser aplicados de maneira rentável, valorizando-se ao longo do tempo e aumentando o capital do

investidor. Essa transferência pode se dar diretamente entre companhias e investidores, ou indiretamente através de intermediários financeiros.

O art. 4º da Lei 6.404/76 regula sobre a distinção entre as duas formas de sociedades anônimas, forma de constituição de empresas na qual o capital não se encontra atribuído a um nome específico, mas dividido em ações que podem ser transacionadas livremente, limitando a responsabilidade de cada sócio ao valor da ação: *companhia aberta*, que capta recursos junto ao público e é fiscalizada pela CVM e, *companhia fechada*, que obtém seus recursos dos próprios acionistas. Basta que a companhia tenha seus valores mobiliários admitidos à negociação na Bolsa, por meio de um registro junto à CVM, para ser considerada aberta.

Neste sentido, o ano de 2007 pode ser considerado histórico para o mercado de capitais brasileiro, tanto pelo recorde de abertura de capital de diferentes empresas, como pela própria abertura de capital da então Bovespa, que era a bolsa oficial do Brasil até o início de seu processo de fusão com a BM&F, o qual culminou na criação de uma nova instituição denominada *BM&FBovespa*, no dia 8 de maio de 2008. A sua abertura de capital foi um fato histórico no mercado de capitais, visto que, seguindo uma BN

Neste sentido, a exemplo do que já vem ocorrendo em muitos países, o mercado de capitais brasileiro tornou-se uma alternativa de diversificação de investimentos pessoais para as pessoas físicas, e de capitalização, para as empresas, o que, segundo um consenso teórico, torna evidente a sua participação positiva no desenvolvimento econômico, proporcionando meios para prognosticar as taxas futuras de crescimento do capital, da produtividade e renda *per capita*. Em virtude de sua importância dentro das economias nacionais e internacionais, cabe analisar algumas das principais instituições que o compõem, como forma de entender os princípios de seu funcionamento, bem como suas principais funções.

### **2.2.1 A Comissão de Valores Mobiliários – CVM**

De acordo com Assaf Neto (2009), a CVM é uma autarquia vinculada ao poder executivo (Ministério da Fazenda), que age sob orientação do Conselho Monetário

Nacional, criada pela Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Tem por finalidade básica a normatização e o controle do mercado de valores mobiliários, entendidos como aqueles títulos emitidos pelas empresas para captar, junto ao público, recursos destinados ao financiamento de suas atividades, e que se constituem, principalmente, de ações, debêntures e cotas de fundos de investimento. Além desses, negocia também outros títulos criados ou emitidos por sociedades anônimas, desde que inseridos no conceito de valor mobiliário e devidamente registrados pela CVM.

De acordo com a lei que a criou, a CVM tem por objetivo<sup>3</sup>:

- Estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários;
- Promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas;
- Assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão;
- Proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares destes e contra atos ilegais de administradores e acionistas de companhias abertas, ou de administradores de carteira;
- Evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;
- Assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados, bem como as companhias que os tenham emitido;
- Assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários e;
- Assegurar a observância, no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.

Também cabe à CVM, entre outras, disciplinar sobre as seguintes matérias<sup>4</sup>:

- registro de companhias abertas;
- registro de distribuições de valores mobiliários;

---

<sup>3</sup> Caderno CVM

<sup>4</sup> <http://www.cvm.gov.br>

- credenciamento de auditores independentes e administradores de carteiras de valores mobiliários;
- organização, funcionamento e operações das bolsas de valores;
- negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;
- administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários;
- suspensão ou cancelamento de registros, credenciamentos ou autorizações;
- suspensão de emissão, distribuição ou negociação de determinado valor mobiliário ou decretar recesso de bolsa de valores;

Além dessas atribuições, a CVM também possui *poder normativo*, através do qual regula a atuação dos diversos agentes no mercado, e o *poder punitivo*, através do qual, assegurando o direito de ampla defesa, permite a punição de quem descumpra as normas baixadas pelo órgão ou pratica atos fraudulentos no mercado. Apesar disso, a CVM tem procurado não restringir suas atividades ao binômio normatização/punição, buscando se manter atenta ao exame de questões de interesse do mercado, visando manter a eficiência e a confiabilidade do mercado de valores mobiliários, essencial para assegurar o desenvolvimento do mesmo.

Para cumprir sua missão, a CVM entende que é do interesse público o bom funcionamento do mercado de capitais, cuja existência e crescimento dependem da confiança que seus diversos agentes depositam nesse sistema. Dessa forma, sua regulação deve criar uma base de confiança que assegure ao detentor da poupança atuar no mercado, o qual, quando eficiente, direciona essa poupança para projetos econômicos mais adequados às suas expectativas. Essa eficiência depende do grau de competição que se estabelece entre os seus participantes, cabendo a CVM, assim, garantir a competitividade, o que minimiza, ao mesmo tempo, a necessidade de regulação.

Dessa maneira, um mercado livre é pré-requisito para a existência de um mercado eficiente, onde deve existir liberdade à atuação das forças do mercado e livre acesso às atividades e operações que neles se processem. Cabe a CVM, por fim, garantir um tratamento equitativo a todos os participantes do mercado, principalmente ao pequeno investidor, em virtude de seu menor poder econômico e capacidade de organização, sem, no entanto, distorcer as características de risco inerentes às aplicações no mercado de capitais.

Assim, de acordo com Assaf Neto (2009), a CVM abrange três importantes segmentos do mercado: as instituições financeiras; as companhias de capital aberto, cujos valores mobiliários de sua emissão encontram-se em negociação nas bolsas de valores e no mercado de balcão; e os investidores, à medida em que é seu objetivo atuar de forma a proteger os direitos destes.

### 2.2.2 Bolsa de Valores

De acordo com Assaf Neto (2009, p.187), “as bolsas de valores são entidades cujo objetivo básico é manter um local em condições adequadas para a realização, entre seus membros, de operações de compra e venda de títulos e valores mobiliários”.

As bolsas de valores podem ser consideradas, então, instituições administradoras de mercados e, de acordo com a Resolução nº 2.690/2000, são sociedades anônimas, ou seja, organizadas sob a forma de sociedades por ações (S/A), com autonomia financeira, patrimonial e administrativa, sujeitas à CVM, assim como às diretrizes e políticas do CMN. Além disso, as bolsas tem ampla autonomia para exercer a auto-regulação sobre as corretoras de valores que nelas operam, sendo estas últimas registrada no Bacen e na CVM.

Segundo Assaf Neto (2009), a essência da existência de bolsas de valores é proporcionar liquidez aos títulos negociados, atuando por meio de pregões contínuos, ou seja, é por meio das bolsas de valores que se pode viabilizar um importante objetivo do capitalismo moderno: o estímulo a poupança, que se constitui por inúmeros agentes econômicos, e o investimento em empresas em processo de expansão, que, através dos mercados de capitais, pode assegurar as condições necessárias para o seu desenvolvimento. No entanto, somente através das corretoras, os investidores têm acesso aos sistemas de negociação.

O local onde são realizadas as diversas transações de compra e venda de ações registradas em bolsas de valores é denominado de *pregão*, que deve ser caracterizado pelo amplo acesso as informações e a quaisquer fatos que possam vir a influir no preço das ações, sendo este formado pelo fluxo de oferta e demanda por cada papel.

Recentemente, após o processo de *desmutualização* das bolsas de valores no Brasil, nome pelo qual é conhecido o processo de alteração societária, o direito de transacionar valores mobiliários foi desvinculado da propriedade de ações, visto que, anteriormente, apenas corretoras proprietárias de títulos patrimoniais podiam negociar em bolsa.

Para ter ações na bolsa de valores uma companhia deve ser aberta ou pública, no sentido de pertencer ao público em geral. Tais empresas passam a ser chamadas de companhias “listadas”, devendo ainda, atender aos requisitos estabelecidos pela Lei das S.A.<sup>5</sup> e às instruções da CVM, além de uma série de regras, normas e procedimentos estabelecidos pelas próprias bolsas.

Em 2000, a competitividade do mercado de capitais acionário brasileiro aumentou consideravelmente com a fusão da Bolsa de São Paulo, que já concentrava grande parte dos negócios do país, com a Bolsa do Rio de Janeiro. Este acordo estabeleceu que a bolsa do Rio de Janeiro realizaria negócios secundários com títulos públicos, enquanto a Bolsa de São Paulo realizaria todas as negociações com ações, tornando-se a principal bolsa de valores do país.

Em 2007, a Bolsa de Valores de São Paulo promoveu uma importante reorganização societária, transformando-se, de uma associação civil sem fins lucrativos, para uma sociedade por ações denominada Bovespa Holding.

O Brasil, que já chegou a ter nove bolsas de valores, atualmente conta com a BM&F Bovespa, criada em maio de 2008 com a integração entre Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) e Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), tornando-se a maior bolsa da América Latina, a segunda das Américas e a terceira maior do mundo, com 470 empresas listadas, em abril de 2010, segundo dados da própria BM&F Bovespa.

De acordo com a BM&F Bovespa, constituem suas principais atividades<sup>6</sup>:

- Desenvolver, implantar e prover sistemas para negociação de valores e títulos mobiliários;

---

<sup>5</sup> Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976

<sup>6</sup> <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/intros/intro-sobre-a-bolsa.aspx?idioma=pt-br>



- Realizar o registro, a compensação e a liquidação de ativos e valores mobiliários transacionados por meio de suas plataformas de negociação, além da listagem de ações e de outros ativos, bem como divulgar informações de suporte ao mercado;
- Atuar como depositária central dos ativos negociados em seus ambientes, além de incentivar softwares e índices;
- Gerenciar atividades de riscos das operações realizadas por meio de seus sistemas;
- Exercer o papel de fomentar o mercado brasileiro de capitais;
- Gerenciar investimentos sociais, com foco no desenvolvimento de comunidades que se relacionam com seu universo.

Em geral, as empresas listadas nas bolsas de valores são companhias de grande porte, o que prejudica, de certa forma, a liquidez dos ativos e a visibilidade das companhias de médio e pequeno porte. Por isso, em muitos países, há segmentos especiais de mercados para a negociação de ações e outros títulos emitidos por companhias menores, como o mercado de balcão organizado, que será detalhado a seguir.

### 2.2.3 Mercado de Balcão Organizado

O mercado de balcão organizado é um segmento do mercado de capitais brasileiro que negocia os valores mobiliários das companhias abertas, registradas na CVM, que prestam informações ao mercado, mas que não possuem registro em bolsas de valores. O mercado de balcão é dito organizado no Brasil quando as instituições que o administram criam um ambiente informatizado e transparente de registro ou de negociação, com mecanismos de auto-regulamentação. Estas instituições são autorizadas a funcionar pela CVM, sendo por ela supervisionadas. Neste mercado, os valores mobiliários são negociados entre as instituições financeiras sem local físico definido, por meios eletrônicos ou por telefone.

O mercado de balcão organizado pode admitir à negociação somente ações de companhias abertas com registro na CVM. As debêntures de emissão de companhias abertas podem ser negociadas simultaneamente na bolsa de valores e no mercado de balcão organizado, desde que cumpram os requisitos de ambos os mercados. No entanto, existem regras específicas para uma companhia aberta mudar seu registro de bolsa de valores para mercado de balcão e vice-versa.

De acordo com a Instrução CVM nº 243/96, as entidades membros deste mercado são constituídas como sociedades civil ou comercial, que atuam como órgãos auto-reguladores auxiliares da CVM na fiscalização de seus respectivos participantes e das operações nelas realizadas.

Segundo Casagrande *et al* (2000), essas entidades têm objetivos similares aos das bolsas de valores. Tal entidade esforça-se para manter um sistema adequado para a realização de compra e venda de valores mobiliários em mercado livre e aberto, dotando o referido sistema de eficiência e visibilidade e proporcionando sistemas de negociação que garantam a continuidade de preços e liquidez no mercado. Além disso, efetua o registro dessas operações, estabelece normas de comportamento para as instituições que dela participam, divulga as operações realizadas com rapidez, amplitude e detalhes, além de outras atividades previamente autorizadas pela CVM.

Todas as instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários podem ser membros do mercado de balcão organizado, tais como as sociedades corretoras de valores ou de mercadorias, as distribuidoras e os bancos de investimento, bastando para isso cumprir os requisitos impostos pela entidade administradora, pela CVM e pelo Banco Central do Brasil.

No Brasil, no mercado de balcão organizado é admitido um conjunto mais amplo de intermediários do que em bolsas, o que pode aumentar a visibilidade de companhias de médio porte, ou de novas empresas no mercado. Dessa forma, o objetivo do mercado de balcão organizado é permitir e ampliar o acesso para novas companhias, criando um segmento voltado para a negociação de valores mobiliários emitidos por empresas que não teriam, em bolsa de valores, o mesmo grau de exposição e visibilidade, por serem companhias de menor porte e/ou pouco conhecidas pelos investidores.

As regras para as empresas se tornarem companhias abertas são as mesmas, independente desta buscar sua listagem em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado. No entanto, o registro da companhia na CVM é específico para um dos dois mercados, não podendo se negociar uma ação simultaneamente nas duas entidades.

#### 2.2.4 Governança Corporativa

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC),

Governança corporativa é o sistema que assegura aos sócios-proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva. A relação entre propriedade e gestão se dá através do conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal, instrumentos fundamentais para o exercício do controle. A boa governança corporativa garante equidade aos sócios, transparência e responsabilidade pelos resultados.

De acordo com Assaf Neto (2009, p.129), pode se entender governança corporativa como “a preocupação pela transferência da forma como uma empresa deve ser dirigida e controlada, e sua responsabilidade nas questões que envolvem toda a sociedade”, ou seja, é um sistema de valores que rege as empresas tanto em suas relações internas, quanto externas, que surgiu na segunda metade da década de 1990, nos Estados Unidos e na Inglaterra.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), o termo “governança corporativa” surgiu para superar o conflito decorrente da separação entre propriedade e gestão empresarial, na qual o proprietário (acionista) delega a um agente especializado (executivo) o poder de decisão sobre sua propriedade. No entanto, nem sempre os interesses de ambos os agentes estão alinhados, resultando em um “conflito de agência”. A preocupação da governança corporativa, neste sentido, é criar um conjunto eficiente de mecanismos, a fim de assegurar que o comportamento dos executivos esteja sempre alinhado com o interesse dos acionistas.

As empresas e, em especial, as instituições financeiras, de acordo com Assaf Neto (2009), estão se adaptando às novas exigências do mercado de monitoramento dos seus valores e padrões de comportamento, principalmente após escândalos financeiros envolvendo grandes corporações, que despertaram a preocupação dos governos de todo mundo em relação ao relacionamento entre acionistas, Conselho Fiscal e de Administração, Diretoria e Auditoria das empresas.

A governança corporativa das companhias, que regula a estrutura administrativa da sociedade anônima através do estabelecimento dos direitos e deveres dos vários acionistas e dinamiza a organização dos poderes, é amplamente reconhecida como um fator essencial para o acesso das empresas ao mercado de capitais, cuja principal função é o financiamento das atividades produtivas em uma economia, atuando como um instrumento de captação e transferência da poupança dos investidores para as empresas.

Pode-se afirmar que a governança corporativa surgiu, então, pela importância que se atribuiu à adoção de boas práticas por parte das empresas, que necessitam de recursos advindos de investidores ainda traumatizados pelas inúmeras experiências negativas por quais passou o mercado de capitais nas últimas décadas e, que foi acelerado no Brasil pelo processo de globalização, pelas privatizações de empresas estatais, pelo movimento internacional de fusões e aquisições, pela intensificação dos investimentos de fundos de pensão e pela postura mais ativa de atuação dos investidores institucionais, nacionais e internacionais.

De acordo com a BM&F Bovespa, “as boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade”. Em virtude disso, em dezembro de 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo implementou o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, segmentos especiais de listagem que foram desenvolvidos com o intuito de proporcionar um ambiente que estimulasse o interesse dos investidores e uma maior transparência das empresas, e que no fim resultasse em um maior retorno aos acionistas. Além do mercado tradicional, passaram a existir três segmentos diferenciados de Governança: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

De acordo com a BM&Fbovespa, as companhias Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a

dispersão acionária; as companhias Nível 2 se comprometem a cumprir as regras aplicáveis ao Nível 1 e, adicionalmente, um conjunto mais amplo de práticas de governança relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários; e o Novo Mercado, que é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação.

De acordo com a BM&FBovespa, a principal inovação do Novo Mercado, em relação à legislação, é a exigência de que o capital social da companhia seja composto somente por ações ordinárias. Estes dois últimos apresentam como resultado esperado a redução das incertezas no processo de avaliação, investimento e risco, o aumento de investidores interessados e, conseqüentemente, o fortalecimento do mercado acionário. O quadro a seguir apresenta uma comparação entre os níveis de governança, de acordo com a BM&FBovespa.

Quadro 1: Comparativo dos Segmentos de Listagem

	<b>TRADICIONAL</b>	<b>NÍVEL 1</b>	<b>NÍVEL 2</b>	<b>NOVO MERCADO</b>	<b>BOVESPA MAIS</b>
<b>Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)</b>	Não há regra	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	25% de free float até o sétimo ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez
<b>Características das Ações Emitidas</b>	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência somente de ações ON	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN
<b>Conselho de Administração</b>	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)
<b>Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional</b>	Facultativo	Facultativo	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo

<b>Concessão de Tag Along</b>	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON e 80 % para ações PN	100% para ações ON	100% para ações ON
<b>Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado</b>	Facultativo	Facultativo	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório

Fonte: BM&FBovespa (2010)

## 2.3 Evolução do mercado de capitais no Brasil

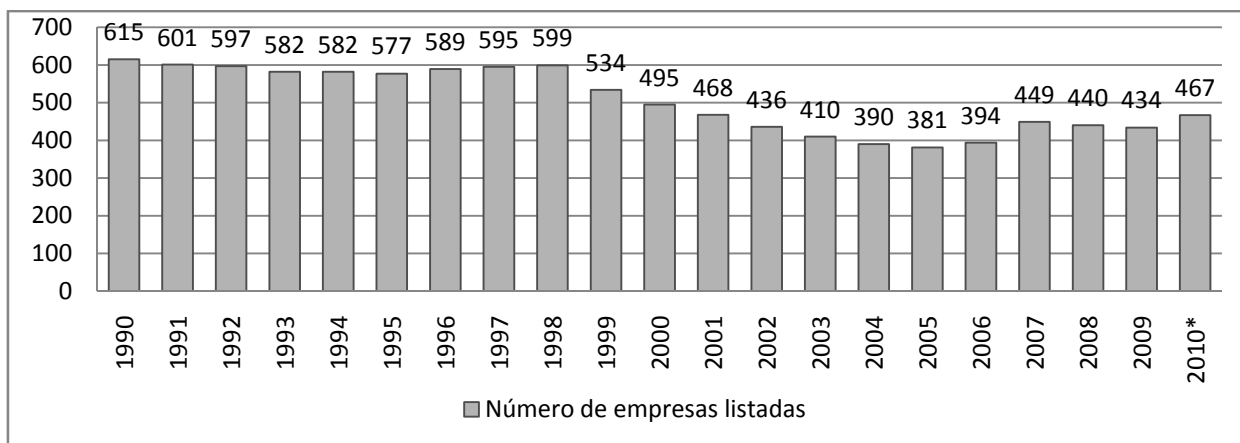
O mercado de capitais no Brasil vem apresentando, principalmente a partir da última década, uma grande evolução e dinamismo, consolidando-se como uma importante fonte de recursos para as empresas.

Dessa forma, pretende-se analisar nesta seção a evolução recente do mercado de capitais no Brasil, com ênfase nos seus aspectos estruturais, como o número de empresas listadas na Bolsa de Valores, a participação dos principais tipos de investidores, e outros aspectos importantes para se entender a dinâmica deste mercado, tão importante para o crescimento e desenvolvimento de qualquer nação.

### 2.3.1 Número de empresas listadas

O mercado de ações brasileiro sempre foi muito suscetível a restrições de liquidez e escassez de oferta de recursos. No entanto, a partir dos anos 2000, os dados revelam uma forte apreciação das ações, e consequente aumento da liquidez, tanto por meio da alta dos preços desses títulos, quanto por meio do aumento do volume negociado ou da abertura de capital de novas empresas. Essa tendência verificou-se em função de um cenário econômico favorável, gerado por um período de crescimento internacional, estabilidade interna, retorno dos investidores estrangeiros e pela reforma da Lei das Sociedades Anônimas em janeiro de 2000. Dessa forma, apresentamos os dados referentes ao número de companhias listadas na BM&FBovespa, de 1990 a 2010.

**Figura 1:** Número de companhias listadas na BM&FBovespa



**Fonte:** Elaboração própria com base em dados da BM&FBovespa

\*Dados preliminares até 16/06/10

Analisando a figura anterior, podemos observar que o número de empresas listadas, que atingiu seu ápice em 1990, com 615 empresas, manteve-se praticamente estável até 1998, quando começou sua trajetória descendente, chegando a 381 empresas listadas no ano de 2005. Esta redução no final dos anos 90 e início dos anos 2000 pode ser atribuída, entre outros fatores, à crise asiática de 1997, e à moratória russa de 1998.

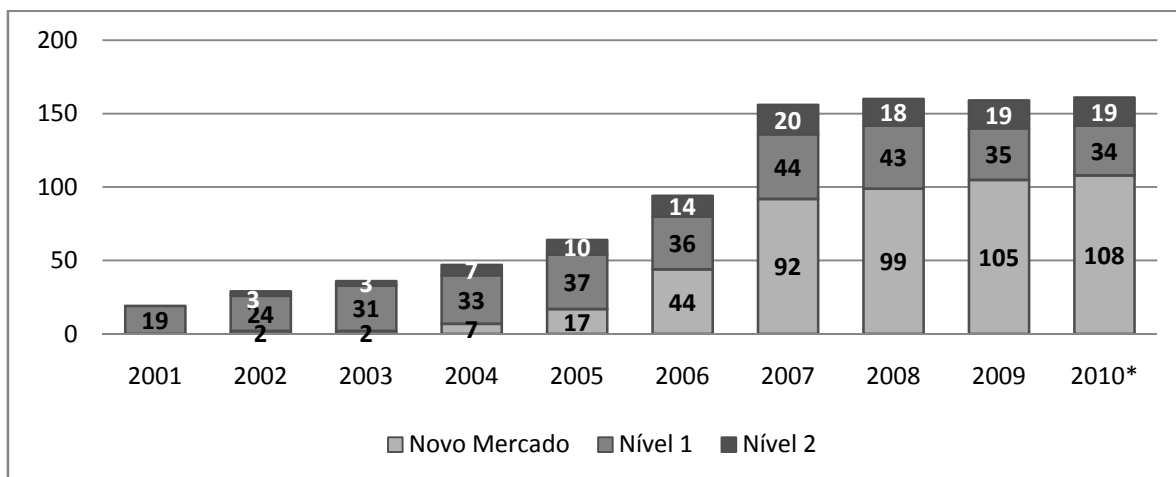
No entanto, o crescimento a partir de 2005, que seguiu-se até a crise financeira de 2008, e está representando pela queda do número de empresas listadas em 2009, ano que sentiu mais duramente os reflexos dessa crise, é explicado principalmente pela estabilidade econômica e pelo aumento do número de investidores. Além disso, a adoção cada vez maior de princípios de governança corporativa faz com que os investidores sintam-se mais seguros na hora da decisão sobre onde aplicar seus recursos.

O mercado de ações brasileiro vem sofrendo mudanças qualitativas nos últimos anos, como a criação do Novo Mercado, com os níveis de Governança Corporativa, a criação do sistema *Home Broker*<sup>7</sup> e várias outras mudanças a fim de atrair mais empresas, investidores e dar maior transparência ao mercado. De acordo com a BM&FBovespa, as boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade. Dessa forma, buscando atender às exigências crescentes dos investidores com relação à Governança Corporativa, a BM&FBovespa oferece segmentos

<sup>7</sup> Criado em 1999, o *Home Broker* é uma ferramenta que permite a negociação de ações via internet, permitindo que o investidor envie ordens de compra e venda através do sistema de sua corretora.

diferenciados de listagem para as companhias abertas, cujos principais podem ser observados na figura a seguir:

**Figura 2:** Empresas listadas por segmentos de governança corporativa



**Fonte:** Elaboração própria com base em dados da BM&FBovespa

\*Dados preliminares até 16/06/10

Observa-se um crescimento do número de companhias listadas no segmento Novo Mercado, que corresponde a 67% do mercado em junho de 2010. Das seis empresas que abriram capital em 2009, cinco listaram-se no Novo Mercado, segmento diferenciado de listagem em que as companhias se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas adicionais de governança corporativa em relação ao que é exigido pela legislação, o qual oferece maior proteção ao direito dos acionistas.

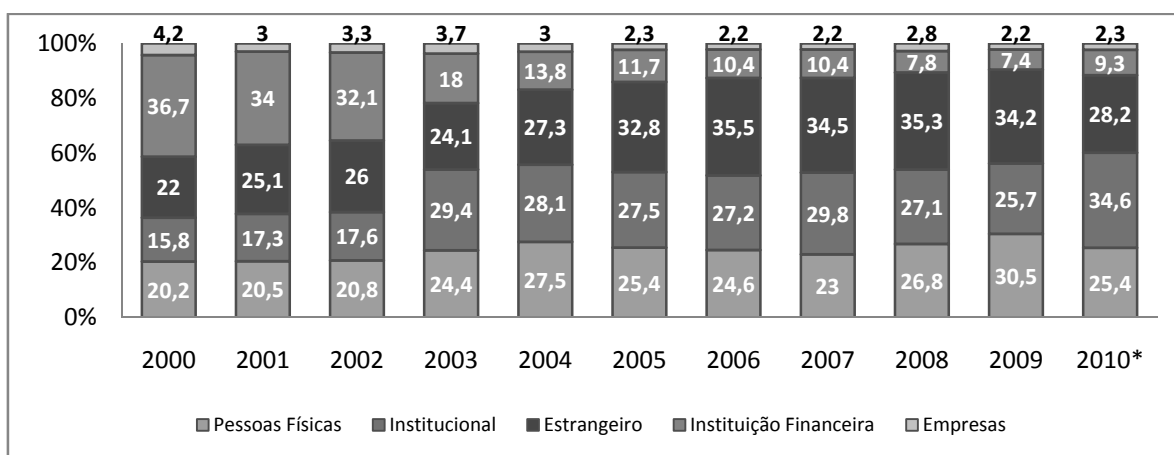
Ao fim de 2009, havia 159 empresas listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, sendo 105 no Novo Mercado, 19 no Nível 2 e 35 no Nível 1. O destaque do ano ficou por conta da operação de abertura de capital do Banco Santander, que captou R\$ 14,1 bilhões – o maior IPO já realizado no mercado brasileiro e o principal lançamento de ações feito no mundo em 2009.

### 2.3.2 Participação dos Investidores



A participação dos vários tipos de acionistas, que foi marcada pela maior influência dos investidores institucionais nos anos 70, dos fundos de pensão nos anos 80 e principalmente pelos investidores estrangeiros nos anos 90, conforme podemos observar na figura a seguir, inicia os anos 2000 com um aumento expressivo da participação dos investidores pessoa física e institucionais, havendo uma redução, em contrapartida, na participação de empresas públicas e privadas e das instituições financeiras.

**Figura 3:** Participação dos investidores no volume negociado



**Fonte:** Elaboração própria com base em dados da BM&FBovespa

\*Dados preliminares até 16/06/10

De acordo com a BM&FBovespa, apesar dos rumores quanto a um aprofundamento da crise financeira durante o ano de 2009, o mercado brasileiro registrou movimento inédito: o aumento da presença do investidor pessoa física, que encerrou o ano respondendo por 30,5% do volume total negociado.

A participação do investidor estrangeiro, que apresentou uma expansão a partir de 2003, atingindo seu auge entre 2006 e 2008, diminuiu e corresponde, segundo dados preliminares de junho de 2010, a 28,2% do volume total negociado. Apesar dos efeitos da crise, essa queda deve ser encarada como positiva, pois, em virtude do ambiente desfavorável e das expectativas ruins com relação ao futuro, quando os investidores ficam receosos e tiram rapidamente seus capitais de aplicações mais arriscadas, esse movimento não foi tão sentido no Brasil, como em outros países. Isto deve, basicamente, a percepção do país como um destino seguro, e rentável, para os seus

investimentos, enquanto a crise ainda afetava mercados acionários mais tradicionais. Essa dinâmica, de acordo com a BM&FBovespa, expressa a retomada da confiança do investidor externo no mercado brasileiro e suas perspectivas para os próximos anos.

O aumento da participação dos investidores pessoa física significa que este mercado está se tornando mais atraente em termos de retorno, e mais acessível à população em geral. Isso se deve, em grande parte, às medidas destinadas a atrair esse público para o mercado de ações, ampliadas nos últimos anos.

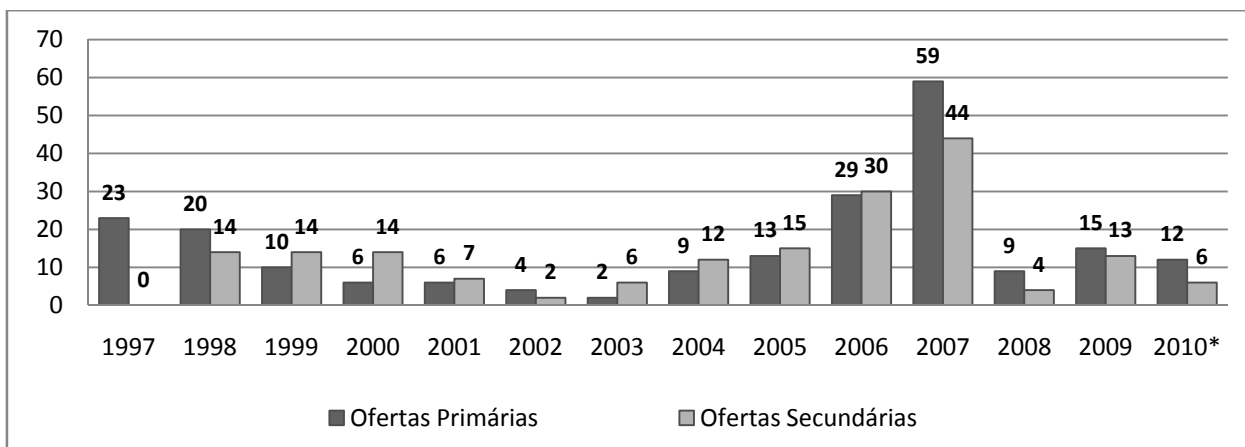
Os investidores institucionais, que são compostos, de acordo com Casagrande *et al* (2000) pelos fundos de pensão, fundos de investimento, companhias de seguros e capitalização e companhias de investimento, tiveram um grande crescimento no período, passando de 15,8% em 2000, para 34,6% em 2010. Ou seja, um crescimento de 118% em dez anos analisados. Isto se deve, de acordo com a BM&FBovespa, ao bom desempenho do mercado de ações, ao crescimento dos fundos de investimento e a modificação da legislação previdenciária pública que incentiva os trabalhadores a aderir aos planos de previdência complementar.

As instituições financeiras tiveram a redução mais perceptível na participação no total do volume negociado, passando de 36,7% em 2000, quando lideravam a participação, para 9,3% em 2010. Uma explicação lógica para esta redução, segundo alguns teóricos, é que, com a estabilização da inflação e a queda dos juros, os bancos aumentaram seus empréstimos, sobrando menos recursos disponíveis para aplicar no mercado de ações, o qual também não é o seu negócio principal.

### **2.3.3 Ofertas Primárias e Secundárias**

O maior dinamismo do mercado de capitais pode ser traduzido pelo aumento da captação de recursos de empresas brasileiras por meio tanto do mercado primário, quanto do mercado secundário, o que pode ser observado na figura a seguir.

**Figura4:** Ofertas primárias e secundárias registradas pela CVM.

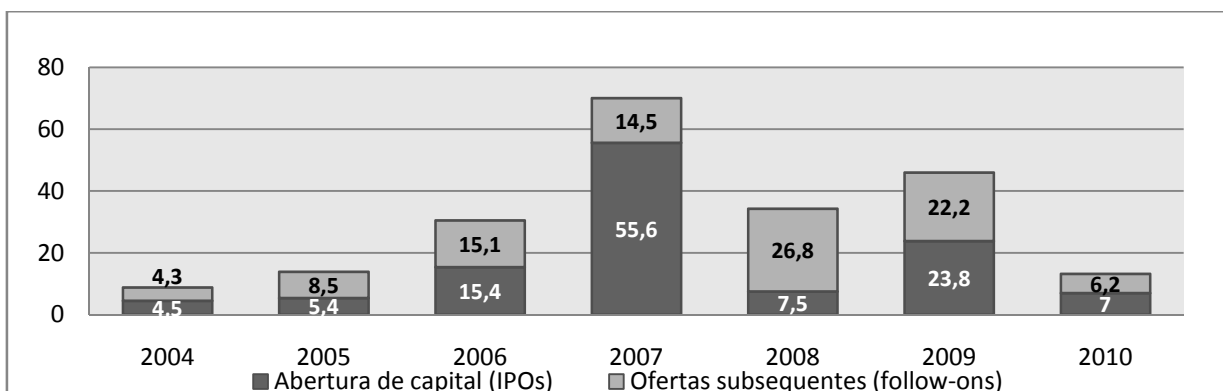


**Fonte:** Elaboração própria com base em dados da BM&FBovespa

\*Dados preliminares até 16/06/10

Como podemos observar, em 2007, o aumento expressivo nas ofertas primárias e secundárias pode ser atribuído a um *boom* de IPOs, que pode ser comprovado pela figura a seguir, na qual estão expressos os volumes referentes às ofertas de abertura de capital e/ou subsequentes.

**Figura 5:** Ofertas Públicas (R\$ bilhões)



**Fonte:** Elaboração própria com base em dados da BM&FBovespa

\*Dados preliminares até 16/06/10

Dessa forma, de acordo com a BM&FBovespa, o ambiente econômico não impediu que empresas brasileiras buscassem no mercado de ações uma alternativa de captação de recursos para financiar a expansão de suas operações. Segundo o Relatório Anual (BM&FBOVESPA, 2009), o ano de 2009, que apresentava perspectiva negativa para esse tipo de operação, em virtude da crise financeira que eclodiu no final de 2008,

acabou alcançando o segundo maior volume de captações da história, com 46 bilhões de reais, só ficando atrás de 2007, quando o volume chegou a 70,1 bilhões de reais.

O mercado de capitais, sobretudo o mercado de ações, segundo o Relatório da BM&FBovespa (2009), está se tornando relevante para as empresas e a economia brasileira. A exemplo do que ocorre nos países desenvolvidos, cada vez mais o mercado de capitais brasileiro será uma alternativa de diversificação de capitalização de empresas para viabilizar os seus projetos de investimentos de longo prazo.

### **CAPÍTULO 3 – CAPTAÇÃO DE RECURSOS VIA MERCADO DE CAPITAIS**

A medida que a economia se expande, mais importante torna-se o sistema de distribuição de valores mobiliários, devido a necessidade das companhias em captar recursos para financiar seus investimentos. Como valores mobiliários, de acordo com a Lei nº 6.385, consideramos: as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupons desses títulos e os bônus de subscrição; os certificados de depósito de valores mobiliários e outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional. Também são valores mobiliários: opções e contratos futuros referenciados em valores mobiliários; cotas de fundos de investimento imobiliário e os certificados de investimento em empreendimentos audiovisuais.

As companhias têm diversas alternativas de financiamento, principalmente através de empréstimos, reinvestimentos de lucros e aporte de capital de acionistas. No entanto, como as duas primeiras fontes são limitadas, as companhias geralmente as utilizam para manter sua atividade operacional. Assim, é por meio da participação de novos sócios, os acionistas, que as empresas adquirem novas condições financeiras para viabilizar seus investimentos produtivos, sem comprometimento dos seus caixas, além da natureza permanente da captação.

A abertura de capitais, de acordo com Assaf Neto (2009), é justificada pela necessidade sentida pelas empresas de aporte de recursos permanentes visando financiar seus investimentos produtivos. Nesse sentido, a abertura de capital implica a transformação da empresa em uma sociedade anônima (S.A.), tendo suas ações listadas na bolsa de valores e/ou mercado de balcão e negociadas no mercado, cuja função básica, conforme ressalta o autor, é promover a riqueza nacional por meio da poupança de cada agente econômico, negociando principalmente ações, que representam parcelas do capital das companhias.

De acordo com a Lei 10.303/01, uma companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários, ou seja, as companhias abertas, também chamadas de sociedades anônimas, são aquelas registradas na CVM e que possuem valores

mobiliários disponíveis para o público investidor através de bolsas de valores e/ou das sociedades que constituem o mercado de balcão organizado.

O mercado financeiro pode ser classificado, segundo Assaf Neto (2009), de acordo com o momento de negociação do título no mercado, em dois tipos: mercado primário e mercado secundário. No *mercado primário*, ocorre a canalização direta da poupança de diversos agentes econômicos para o financiamento das empresas, por meio da venda inicial das ações emitidas. Já no *mercado secundário*, são estabelecidas as renegociações entre os agentes econômicos, das ações adquiridas no mercado primário, e os valores monetários das negociações realizadas nesse mercado não são transferidas para o financiamento das empresas, como acontece no mercado primário, sendo consideradas apenas transferências entre os investidores. No mercado primário, quem vende os valores mobiliários são as próprias companhias emissoras, transformando esse mercado em importante fonte de captação de recursos. Já o funcionamento do mercado secundário ocorre principalmente nas bolsas de valores, as quais possibilitam aos investidores negociar títulos anteriormente emitidos, possibilitando a estes reaver o capital aplicado, na medida em que conseguirem vender as ações possuídas.

De acordo com a CVM, a abertura de capital, que se dá através do lançamento de valores mobiliários junto ao público, torna-se plena quando do lançamento de ações, sendo que outros valores mobiliários, como debêntures conversíveis e os bônus de subscrição, seriam um estágio preliminar à plena abertura. As razões, no entanto, que levam as companhias a abrir seu capital, determinam também o tipo de valor mobiliário a ser emitido.

O mercado de valores mobiliários brasileiro negocia, predominantemente, ações, debêntures e notas promissórias (*commercial papers*). Entretanto, existem vários outros tipos de títulos que podem ser emitidos e negociados, mostrando a necessidade de descrever e analisar os principais valores mobiliários das companhias, usados na captação de recursos, como forma de entender os motivos que levam as empresas a abrir seus capitais.

### 3.1 Ações

De acordo com Cavalcante *et al* (2005), uma ação representa a menor parcela do capital social de uma companhia aberta, sendo o seu detentor, o acionista, um dos proprietários da empresa, e não o seu credor, e como tal, tem direito à participação nos resultados proporcionalmente ao número de ações da empresa que possui, tais como dividendos, juros sobre capital próprio e bonificações.

As ações normalmente não possuem prazo de resgate e podem ser negociadas em bolsas, sendo a sua compra e venda a principal negociação que ocorre nestas. Como as ações são objetos de negociação diária, seu preço pode variar de acordo com o interesse dos investidores.

Ainda de acordo com Casagrande *et al*, as ações podem ser classificadas de várias formas, quanto a natureza de seus direitos e as vantagens que conferem a seus titulares. Quanto a forma, elas podem ser:

- a) *Ordinárias (ON)*: são ações que dão direito a voto, podendo seu titular influir nas decisões da companhia, além de ter participação nos resultados, de acordo com o percentual previsto em lei, ou no estatuto;
- b) *Preferenciais (PN)*: são ações que apresentam preferências no recebimento de dividendos, devendo isso ocorrer antes dos acionistas ordinários, cujo recebimento fica na dependência do saldo. Também apresentam preferência no reembolso do capital, em caso de liquidação da sociedade. Em razão dessas vantagens, as ações preferenciais não possuem direito a voto, ou seja, não podem participar das deliberações da companhia. No entanto, esse direito pode ser conseguido caso a companhia não distribua, pelo prazo de três anos consecutivos, os dividendos mínimos ou fixos destinados aos acionistas preferenciais, mantendo tal direito até o devido pagamento;
- c) *De gozo ou fruição*: são ações resultantes da amortização das ações ordinárias ou preferenciais, não representando mais parte do capital social, mas representando os direitos essenciais, como o de participação nos resultados da companhia;

Ainda de acordo com Casagrande *et al* (2000), as ações podem ser classificadas, quanto a forma, em:

- a) *Nominativas registradas* (com ou sem emissão de certificados): podem ser controladas pela companhia emissora ou por terceiros, podendo ser custodiadas diretamente em bolsa. Essas ações, de acordo com a CVM, são aquelas representadas por certificados que apresentam o nome do acionista, sendo sua transferência feita mediante a entrega da cautela e da averbação de um termo no Livro de Ações Nominativas da companhia emissora, identificando o novo acionista;
- b) *Nominativas escriturais*: de acordo com a CVM, são aquelas que não são representadas por certificados, funcionando como uma conta-corrente, onde os valores são lançados a débito ou a crédito dos acionistas, não havendo movimentação física de documentos. Neste caso, segundo Cavalcante *et al* (2005), elas são escrituradas por um banco, que é fiel depositário das ações da companhia, processa os pagamentos de direitos, os resultados e as transferências de propriedades na forma da lei, comprovando esse processamento através de extratos bancários.

As ações emitidas pelas companhias abertas podem ser convertidas em dinheiro a qualquer momento por intermédio de uma sociedade corretora que, de acordo com Cavalcante *et al* (2005), são instituições financeiras constituídas como sociedades anônimas, ou como sociedades por cotas de responsabilidade limitada, cuja função principal é promover a aproximação entre compradores e vendedores de títulos e valores mobiliários, dando a estes negociabilidade adequada através de operações realizadas no pregão da bolsa de valores ou no mercado de balcão. Entretanto, a liquidez de cada ação dependerá da sua oferta e demanda, fortemente influenciadas pela situação da companhia no momento e pelo cenário global.

### **3.2 Debêntures**

De acordo com Assaf Neto (2009), as debêntures são valores mobiliários de longo prazo e renda fixa, emitidos por companhias de capital aberto e destinados para o investimento ou financiamento do capital de giro, ou seja, o portador de uma debênture (debenturista) é um credor da empresa que a emitiu, ao contrário dos acionistas, que são



os proprietários da companhia. Outra diferença refere-se ao direito do portador de uma debênture de ter garantida uma renda, ao contrário das ações, cuja renda é variável.

Esses títulos dão aos seus detentores um direito de crédito sobre a companhia emissora, rendendo juros, prêmios e outros rendimentos fixos ou variáveis, de acordo com as características previamente estabelecidas em sua escritura de emissão, que também estabelece as características pelas quais o valor nominal das debêntures é atualizado ao longo da existência do título. As debêntures também podem ser emitidas por companhias de capital fechado, no entanto, para que possam ser distribuídas publicamente, elas devem ser emitidas por sociedades de capital aberto, tendo, portanto, de ser registradas na CVM.

Algumas emissões de debêntures são feitas com cláusula de *repactuação*, ou seja, de negociação entre debenturista e sociedade anônima, ao final do período, quanto ao rendimento desses títulos, que variam conforme a taxa de juros do mercado financeiro. Caso haja tal cláusula e os investidores não aceitem as novas taxas propostas pelas companhias abertas, esta terá que promover o resgate obrigatório dos títulos, conforme os rendimentos estabelecidos antes da repactuação.

De acordo com Casagrande (2000), as debêntures podem ser de dois tipos:

1. *Simples*: que não podem ser convertidas em ações;
2. *Conversíveis*: que podem ser convertidas em ações de emissão da empresa, de acordo com as condições estabelecidas na escritura de emissão, possuindo o diferencial de proporcionar eventuais lucros, por sua conversão, além das taxas de remuneração pré-estabelecidas.

Além desses tipos, as debêntures conversíveis em ações (DCA) podem ser *permutáveis*, quando permitem aos seus titulares a conversibilidade de suas debêntures em ações de outra companhia, que não seja a própria emissora destas, conforme constante na escritura de emissão.

Quanto à forma, as debêntures podem ser classificadas em:

1. *Nominativas*: possuem certificado com o nome do titular, registrado em livro próprio da companhia emissora, onde encontram-se registradas as emissões e transferências, com os nomes dos respectivos proprietários;

2. *Escriturais*: também são nominativas, no entanto, não possuem certificados, sendo obrigadas a contratar uma instituição financeira depositária, para depósitos em nome de seus titulares.

Quanto à espécie de garantia, segundo Assaf (2009), as debêntures podem ser de:

1. *Garantia quirografária*: não oferecem nenhum tipo de garantia e nenhum privilégio sobre o ativo da emissora, concorrendo em igualdade de condições com os demais credores, em caso de liquidação;
2. *Garantia real*: todos os ativos da sociedade emissora são dados como garantia aos debenturistas, pelo pagamento de seus direitos creditórios, sendo limitada a 80% dos bens ativos da sociedade;
3. *Garantia flutuante*: com prioridade geral sobre os ativos da sociedade emissora, mas sem que haja qualquer impedimento a negociação dos bens que compõem o ativo.
4. *Garantia subordinada*: possuem prioridade de reembolso de capital somente em relação aos acionistas, em caso de liquidação da sociedade.

Ainda de acordo com Casagrande *et al* (2000), as debêntures podem ser consideradas o primeiro passo para a abertura efetiva de capital que, entre outras formas, pode se constituir de uma mescla entre emissão de ações e de debêntures, por serem títulos que se ajustam perfeitamente às necessidades de captação das empresas, sendo o mais importante instrumento de captação utilizado por companhias brasileiras.

A distribuição primária de debêntures, ou seja, sua venda pela primeira vez após serem emitidas, é chamada de *underwriting*, conduzido por uma instituição financeira contratada pela emissora. Além disso, as debêntures podem ser negociadas no mercado secundário, constituído pela bolsa de valores e pelo mercado de balcão, sendo este último o mais comum, e em sistemas eletrônicos, como o CETIPNet<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> A CETIP S.A. - Balcão Organizado de Ativos e Derivativos é uma sociedade administradora de mercados de balcão organizados, ou seja, de ambientes de negociação e registro de valores mobiliários, títulos públicos e privados de renda fixa e derivativos de balcão, sendo uma câmara de compensação e liquidação.

### 3.3 Notas Promissórias (*Commercial Papers*)

De acordo com a BM&FBovespa, as notas promissórias, também conhecidas como *commercial papers*, são títulos de crédito emitidos visando a captação pública de recursos para o capital de giro das empresas, sendo representantes de sua dívida perante o credor e representando uma alternativa de financiamento das empresas, em contraposição às operações convencionais de empréstimos, pelo baixo custo financeiro e pela maior facilidade em tomar recursos no mercado. Isto ocorre devido a eliminação da intermediação bancária, podendo os tomadores de recursos negociar a emissão diretamente com os investidores, reduzindo seus custos financeiros. Podem ser emitidas por sociedades anônimas de capital fechado, pelo prazo máximo de 180 dias e pelas de capital aberto, pelo prazo de até 360 dias.

As notas promissórias não costumam oferecer maiores garantias de liquidação, segundo Assaf Neto (2009), sendo entendidas como uma promessa de pagamento vinculada ao desempenho financeiro da companhia emitente do título. Os *commercial papers* também costumam apresentar boa liquidez, pois garantem a possibilidade de recompra pela própria empresa emitente e pelos *dealers*, que são agentes que adquirem os títulos das sociedades e os revendem ao público, auferindo uma margem de lucro.

## CAPÍTULO 4 – A ABERTURA DE CAPITAL

De acordo com a BM&FBovespa, há companhias listadas na Bolsa desde 1910. Dessa forma, a resposta para alguns questionamentos torna-se pertinente, como, por exemplo, quais são as razões que levam as companhias a abrir seu capital? Quais são as vantagens e desvantagens advindas desse processo?

As respostas para estas perguntas diferem de companhia para companhia, não existindo uma única interpretação, podendo uma mesma companhia realizar inúmeras emissões de ações após sua abertura de capital, cada uma com uma motivação específica.

Assim, torna-se necessário conhecer um pouco mais a forma como se realiza a abertura de capital das companhias, bem como todo o seu processo, incluindo as vantagens, desvantagens, custos e etapas. Da mesma forma, cabe fazer uma análise dos principais benefícios inferidos pelas companhias que decidirem seguir por este caminho.

#### **4.1 Razões para a abertura de capital**

A abertura de capital, que constitui o risco financeiro da companhia, deve ser compatível com o processo que consumirá os recursos e também com a estrutura de capital da sociedade anônima. Segundo Casagrande *et al* (2000), essa estrutura ótima de capital é definida por inúmeros fatores, tais como: pelo custo e disponibilidade de capitais próprios e de terceiros; pelos índices comparativos setoriais; pelo grau de risco aceito pelo empresário e pelo grau de importância do investimento planejado para a companhia.

A legislação define como *companhia aberta*, também chamada de *sociedade anônima*, ou *sociedade por ações* aquela que, através de registro apropriado junto à CVM, está autorizada a ter seus valores mobiliários negociados junto ao público, tanto em bolsas de valores, quanto no mercado de balcão, organizado ou não, dependendo dos volumes envolvidos. Ou seja, em outras palavras, somente empresas que abriram o capital podem ter seus valores mobiliários negociados publicamente. Para que uma empresa possa se candidatar ao processo de abertura de capital, deve estar constituída na forma jurídica de uma sociedade anônima, de acordo com o que preceitua a Lei nº 6.404, de 15/12/1976.

A tomada da decisão pela abertura de capital justifica-se por motivações técnicas ou decorrentes da cultura da companhia. Dessa forma, podemos enumerar as principais razões que levam a abertura de capital de uma empresa, onde tais motivações se apresentam em maior ou menor grau, patenteando-se na escolha do tipo de valor mobiliário, do tipo de lançamento e do tipo de investidor mais adequado aos seus objetivos.

Cabe destacar, antes de tudo, que a abertura de capital não se restringe apenas às grandes companhias, conforme visto anteriormente, quando tratado do Mercado de Balcão, que busca inserir as companhias de pequeno e médio porte na negociação de títulos. Além disso, todas as exigências legais e as que decorrem dos princípios de governança corporativa, não implicam em perda necessária da confidencialidade empresarial.

Dessa forma, podemos definir as principais razões, que colaboram para abertura de capital de uma companhia, dentre as quais:

#### *I. A empresa passa a ter mais acesso aos capitais*

Nos seus primeiros anos de vida, ou na medida em que ainda são de pequeno porte, as empresas contam com recursos próprios para financiar seus investimentos e capital de giro, oriundos do capital dos seus próprios proprietários, mais os lucros retidos e o capital de terceiros, obtido sob a forma de empréstimos.

No entanto, na medida em que a companhia se expande, e com ela, concomitantemente, a sua necessidade de capitais, chega-se a um ponto em que o reinvestimento dos lucros e a contratação de empréstimos não mais conseguem suprir a totalidade de sua necessidade de recursos, limitando suas perspectivas de crescimento. Assim, surge a necessidade da abertura de seu capital, que é o financiamento por meio da emissão de ações, isto é, o aumento do capital próprio pela admissão de novos sócios, uma fonte de recursos que não possui limitações, pois, enquanto a empresa tiver projetos viáveis e rentáveis, os investidores terão interesse em financiá-los. Ao mesmo tempo, conforme destaca Casagrande *et al* (2000), no caso da emissão de ações, ocorre a divisão do risco com novos sócios e também uma alavancagem financeira.

De acordo com a Bovespa, a abertura de capital representa uma drástica redução do risco da companhia, pelos recursos colocados pelos investidores não terem prazo de amortização ou resgate, além de não terem rendimento definido, dependendo este do desempenho da empresa. Dessa forma, uma companhia aberta é muito menos afetada pela volatilidade econômica, além de, com sua abertura de capital, muitos projetos

cujos retornos antes não poderiam ser atrativos, devido ao custo de financiamento, podem agora constituir um leque maior de oportunidades de investimento.

## *II. Liquidez patrimonial para os empreendedores e maior flexibilidade estratégica*

A abertura de capital, segundo a BM&FBovespa, pode proporcionar liquidez patrimonial, que é a possibilidade dos acionistas transformarem, a qualquer tempo, parte das ações que possuem em dinheiro. Isto pode se dar de duas formas: (1) no ato da abertura de capital ou (2) no futuro, negociando-as na bolsa de valores. Além disso, a abertura de capital proporciona, de acordo com a CVM, uma margem para a empresa balancear sua estrutura entre o capital acionário e o de terceiros, administrando seu risco empresarial.

Ocorre também uma tendência a uma maior valorização e liquidez do patrimônio do acionista, na medida em que as ações apresentam bons níveis de negociação, tendendo a valorizar-se ao longo do tempo pela diversificação dos compradores, representados, sobretudo por investidores institucionais, nacionais ou estrangeiros.

De acordo com a BM&F Bovespa, uma situação que ilustra um benefício que pode ser trazido pela liquidez patrimonial é o momento do processo sucessório e da partilha da herança. Muitos herdeiros de empresas familiares, que já estão em sua segunda ou terceira geração, não têm o grau de interesse pela companhia, da mesma forma que os fundadores. Soma-se a isso a impossibilidade de todos os herdeiros permanecerem no comando, posição desejada pela grande maioria e que pode se transformar em um conflito, prejudicando as atividades e projetos da empresa, sua competitividade e sobrevivência. Dessa forma, uma solução preventiva seria, desde o início, facilitar a partilha e o processo sucessório por meio da abertura de capital, para que aqueles que não queiram permanecer na sociedade tenham a opção de deixá-la.

### *III. Utilização de ações como forma de pagamento de aquisições*

As aquisições são uma alternativa de crescimento a ser considerada por empresas de diversos setores, motivadas por inúmeras razões, conforme destaca a BM&FBovespa, tais como: a obtenção de ganhos de escala; diversificação e complementação de linhas de produtos, clientes e regiões de atuação; oportunidades com concorrentes subavaliados e/ou mal administrados; e interesse em ativos específicos utilizados por outra organização.

As empresas de capital aberto são beneficiadas por este processo, pois podem pagar as aquisições com suas ações, sem que seja necessário descapitalizar a empresa, já que as aquisições podem consumir uma grande quantidade de recursos que podem não estar disponíveis no caixa em situações normais.

### *IV. Criação de um referencial de avaliação do negócio*

A empresa pode ser avaliada constantemente pelos investidores, após a abertura de capital, pela cotação de suas ações no mercado acionário, que pode ser considerada um indicador de seu valor, em virtude de representar as percepções dos investidores em relação às perspectivas que estes possuem em relação ao futuro da companhia. Além disso, o preço da ação também pode avaliar as principais decisões corporativas, pois normalmente, estratégias corporativas percebidas como positivas ou negativas pelos investidores, elevam e diminuem respectivamente o preço das ações.

### *V. A empresa melhora sua imagem institucional e fortalece o relacionamento com seus públicos*

Com a abertura de capital, a companhia passa a ganhar visibilidade, sendo regularmente mencionada nos meios de comunicação e acompanhada pela comunidade

financeira, o que confere a esta uma grande vantagem em relação às demais, além de ter mais projeção e reconhecimento por parte de todos os públicos com os quais se relaciona.

Muitas empresas listadas em bolsas de valores aumentaram a exposição de suas marcas, melhorando suas relações com fornecedores, além de aumentar a competitividade, o comprometimento e a produtividade dos próprios funcionários, ao lhe oferecer a oportunidade de também se tornarem acionistas, processo muito utilizado no Brasil, principalmente na época das privatizações.

Por fim, o valor agregado à imagem da companhia em função de sua abertura de capital, que é de difícil mensuração. Entretanto, outra variável pode ser facilmente observada: a credibilidade. Por ser obrigada a ser mais transparente no fornecimento de informações, para atender a necessidade de seus investidores no acompanhamento do desempenho da companhia, bem como das instituições financeiras, na avaliação e concessão de crédito, a credibilidade da companhia aberta aumenta em relação à sociedade como um todo, e seu acesso ao mercado internacional fica facilitado. Associa-se a isto, o ganho em eficiência que tende a ocorrer em toda a organização, decorrente da nova postura da empresa, que visa agora garantir os resultados planejados e justificar a estratégia tomada.

#### *VI. Reestruturação de passivos*

Nem sempre os investidores aceitam confortavelmente participar de uma operação de abertura de capital, realizada em função da necessidade de reestruturação financeira, visando garantir a sobrevivência da empresa e/ou recolocá-la na rota de crescimento. Dessa forma, a estratégia adotada pela companhia deve ser a justificação dos objetivos dessa operação, de forma clara, mostrando seus planos e como os recursos serão utilizados. Mesmo assim, o ideal é que a companhia mantenha uma estrutura financeira equilibrada, sempre se antecipando a qualquer sinal de “asfixia” financeira.



## 4.2 Desvantagens da abertura de capital

De acordo com Casagrande *et al* (2000), a abertura do capital de uma companhia, além das inúmeras vantagens já listadas anteriormente, traz consigo algumas desvantagens. Dentre as principais, podemos citar: a necessidade de transparência/*disclosure* junto aos investidores; a necessidade de distribuição de resultados aos novos acionistas, além da nova influência que estes exercem nas decisões estratégicas; e principalmente, o acréscimo nos custos administrativos, legais e com auditoria externa.

Além de outras desvantagens tratadas implicitamente anteriormente, tais como o porte da empresa, o poder de atração do mercado, seu potencial de crescimento e os custos, não somente os que decorrem da abertura do capital da companhia, mas também para a sua manutenção na condição de companhia aberta, listada na bolsa ou no mercado de balcão organizado. Casagrande *et al* (2000) afirma que, além das informações obrigatórias exigidas e fiscalizadas pela CVM, a abertura de capital faz com que o mercado demande uma série de outras informações adicionais, como dados referentes a situação da empresa, seus projetos, informes, etc., o que torna necessário a contratação de profissionais especializados.

Uma companhia aberta, de acordo com a legislação, também deverá constituir um Conselho de Administração, que nomeará a Diretoria, e também terá um Conselho Fiscal, de modo permanente ou instalado de acordo com o pedido dos acionistas. Além dos membros destes conselhos serem remunerados, por serem eles eleitos em assembléia, a concentração de acionistas ordinários, com poder de voto, pode significar a influência deles nas decisões da empresa.

De acordo com a CVM, podemos dividir as desvantagens da abertura de capital em duas partes: a primeira refere-se aos custos, e a segunda, à qualidade da informação:

**Custos:** segundo a CVM, esses custos, relativos a abertura de capital, aos dividendos pagos aos acionistas e à administração de um sistema de informação específico, tendem a se diluir em função das vantagens agregadas.

Existem dois tipos de custos de lançamento de novas ações:

1. O primeiro é *temporário* e restrito ao momento de lançamento das ações:
  - *Custo de Coordenação*: pago à instituição financeira responsável pelo processo de coordenação do lançamento das novas ações;
  - *Custo de Distribuição*: pago à instituição financeira pela colocação da ação junto aos novos investidores;
  - *Custo de garantia*: pago a instituição financeira pela garantia de compras de todas as ações que não forem colocadas junto aos investidores.
  - *Custos com diversas ações de marketing*, para facilitar a venda do papel;
  - *Custos com taxas* pagas à CVM, bolsa, entre outros;
  
2. O segundo custo é *permanente*, existindo por toda a vida da empresa e, por conseguinte, da ação:
  - Pagar dividendos aos acionistas com base nos lucros realizados;
  - Elevar o valor de mercado das ações, geralmente por meio do incremento dos negócios com o objetivo de elevar as expectativas de maiores distribuições de dividendos no futuro;
  - Taxas da CVM e da Bolsa de Valores.

**Qualidade da informação:** os custos relativos à qualidade das informações que a companhia aberta terá que prestar, podem ser separados em:

- Gastos com Auditores Independentes, exigidos por lei, para garantir a veracidade das informações divulgadas pela companhia;
- Manutenção de um Departamento de Acionistas e de um Departamento de Relações com Investidores, que poderá incorporar-se ao Departamento de Acionistas, cuja função será centralizar todas as informações internas a serem fornecidas ao mercado, integrando e sistematizando este conjunto de informações.

Casagrande *et al* (2000) lista ainda os principais obstáculos enfrentados pelas empresas brasileiras no mercado de valores mobiliários, ainda incipiente com relação a alguns países industrializados. Inicialmente, temos a *estrutura empresarial brasileira* que, apesar de ter passado por mudanças significativas desde os anos 90, com relação a profissionalização da gestão e organização mais moderna e dinâmica, o que contribui

para a abertura de capital das mesmas, enfrenta agora obstáculos decorrentes do controle de capital, somados a modelagem do processo de privatização e à onda de fusões e aquisições, os quais têm prejudicado a abertura e manutenção da condição de companhia aberta. Um dos motivos que contribui para esta situação é o fato do grande investidor doméstico demandar grandes companhias, e estas, principalmente as de controle estrangeiro, preferir buscar recursos “lá fora”, pois os grandes investidores domésticos não estão interessados nas companhias menores, em virtude das emissões destas não proporcionarem liquidez imediata no mercado secundário, ou seja, o acionista minoritário, de pequeno e médio porte, que seria o potencial comprador dessas emissões, tem se afastado do mercado.

Como segundo obstáculo, Casagrande *et al* (2000) cita a *falta de necessidade imediata de recursos*, que faz com que companhias que não necessitem de recursos no curto-prazo, relutem em abrir seu capital, só o fazendo nos períodos de mau desempenho, o que é altamente penalizado pelo mercado, que está sempre mais receptivo às empresas que se relacionam com ele constantemente, fazendo da abertura da capital uma forma de obter recursos para o crescimento e/ou consolidação de posição. Assim, companhias que captam recursos esporadicamente no mercado, e afastam-se dele depois de satisfeitas suas necessidades, são penalizadas, tanto na cotação da ação, quanto no preço e comissões das novas emissões.

Tem-se também um terceiro obstáculo, que se refere a *fixação do preço da emissão*, devido a diferença existente entre comprar ações adquirindo o controle acionário de uma empresa e comprar ações visando a rentabilidade do título, e é neste fato que reside a dificuldade no lançamento de ações pois, enquanto o acionista majoritário acha que sua ação deve ser negociada, no mínimo, pelo valor patrimonial ou mais, o investidor analisa a lucratividade que o seu título lhe dará, utilizando para isso índices como o preço/lucro, valor da firma/lajida, entre outros, que lhe mostram em quanto tempo este terá o retorno de sua ação, além de permitir comparações entre as companhias, baseadas nos seus índices. Além disso, séries históricas constatam que o valor da emissão está muito mais relacionado a perspectiva de lucro e fluxo de caixa do que em relação ao valor patrimonial.

Finalmente, Casagrande *et al* (2000) cita como obstáculo à abertura de capital o *desconhecimento* ou somente uma noção acadêmica do mercado de valores mobiliários

na maioria das companhias fechadas, o que faz os empresários desconsiderarem a abertura de capital, devido a falácias, tais como: a possibilidade de perda do controle acionário; o comprometimento do sigilo empresarial; a maior vigilância da empresa por parte do governo; e o beneficiamento da concorrência, em decorrência da necessidade de mais transparência, entre outras.

A absoluta maioria dos autores, no entanto, acredita que as vantagens da abertura de capital de uma companhia superam as desvantagens. Entretanto, no caso brasileiro, outras questões podem influenciar amplamente o processo de abertura de capital, como as altas taxas de juros do mercado, a escassez de recursos para financiamento de médio e longo prazo, além da imagem do mercado nacional perante o mercado externo.

#### **4.3 Oferta Pública Inicial – IPO**

A Oferta Pública Inicial (do inglês *Initial Public Offering*) é o evento que marca a primeira venda de ações de uma companhia no mercado de capitais, visando levantar recursos para financiar seus projetos de investimento ou por motivo de alavancagem. Um IPO é feito quando uma empresa limitada abre seu capital, transformando-se em uma sociedade anônima, podendo negociar títulos e/ou outros valores mobiliários, como debêntures e notas promissórias (*commercial papers*), na bolsa de valores ou mercado de balcão.

A Oferta Pública Inicial (IPO) de ações pode ser feita através da emissão primária, também chamada *underwriting*, ou seja, pela emissão de novas ações, ou por meio da oferta secundária, ou *block trade*, isto é, venda de ações já existentes.

Quando o investidor decide comprar ações, geralmente recorre ao mercado secundário, ou *block trade*, comprando as ações de empresas de capital aberto que já estão em circulação, com diferentes investidores comprando e vendendo ações entre si, sem qualquer influência no caixa da empresa. O mercado primário, no entanto, é menos conhecido dos investidores. Nesse caso a companhia está vendendo parte de suas ações, abrindo suas portas para a entrada de novos acionistas. Tanto no mercado primário, quanto no secundário, são necessários os serviços de intermediação de uma instituição

financeira, que realiza o esforço da venda, a divulgação da oferta pública aos investidores, entre outros. A forma como esses valores mobiliários serão distribuídos deve ser previamente estabelecida nos documentos de pedido de registro na CVM, bem como no estatuto da companhia, quando da sua abertura. A companhia emissora, juntamente com o intermediário financeiro escolhido, terão de definir como será a venda dos valores mobiliários por ela emitidos, se por meio do mercado de balcão ou leilão em bolsa, ou se por meio de oferta de varejo.

O coordenador líder do IPO, na época em que será feito o lançamento da Oferta Pública, fará uma avaliação da companhia para definir a estrutura de capital da mesma, bem como o preço inicial das ações, verificando-se também a demanda por estas, e caso a procura seja superior à oferta, podem ser estabelecidas limitações às reservas, isto é, o investidor pode levar um valor inferior ao que solicitou para reserva, dependendo da demanda pela reserva de tais ações. Quando a demanda é superior a oferta, é feito um rateio entre todos os investidores que fizeram a reserva. Além disso, o investidor arca apenas com o custo do valor das ações adquiridas, pois a comissão de corretagem é paga pelas empresas que fizeram o lançamento do IPO.

A IPO envolve inúmeras etapas, tais como a definição do preço da emissão, o montante a ser captado, a adaptação dos estatutos sociais, a contratação de uma instituição financeira, que será a intermediadora do processo, o registro na CVM e na Bolsa de Valores, o marketing da operação, bem como a adoção de uma política de *disclosure* de informações, e uma série de procedimentos legais, necessários durante todo esse processo. Como não há um histórico de desempenho prévio da empresa, somente as informações que constam no prospecto da oferta pública poderão servir de base para a tomada de decisão, buscando-se neste os fatores de risco em que a empresa está envolvida, apoiando-se em relatórios e na avaliação financeira da empresa.

No prospecto, que é um documento que explica os detalhes da oferta pública inicial, os investidores podem ter uma idéia de quanto será o preço de cada ação, já que o preço que cada investidor pagará por cada ação só será definido próximo do IPO, pelo processo de *bookbuilding*, que é o processo de precificação mais usado nas ofertas públicas, ou seja, não é possível reservar quantidades de ações a serem adquiridas com antecedência, mas somente se ter uma idéia do montante que se pretende gastar, e reservar tal quantia.

O processo *de bookbuilding*, que determina o preço da emissão, é realizado logo após o *road-show*, nome pelo qual é conhecida a rodada de apresentações feita pela companhia ofertante a seus potenciais investidores.

Os riscos que envolvem os investidores, ao participarem de um IPO, relacionam-se com a valorização, ou desvalorização das ações, devido ao fato de que não se pode saber o preço de cada ação com antecedência, além da companhia não ter tido ainda ações negociadas no mercado, até então, o que pode resultar na possibilidade da ação ser vendida a um preço muito superior do que realmente vale, resultando em uma perda de recursos pelo investidor, ou a ocorrência da situação contrária, quando o investidor compra a ação por um preço muito inferior ao que ela realmente vale no mercado. Muitos investidores decidem participar de IPOs acreditando na forte valorização das ações na estréia da negociação, e vendo nesta, a possibilidade de ganhos rápidos. No entanto, conforme visto, essa situação envolve inúmeros riscos.

Dessa forma, torna-se necessário avaliar profundamente a companhia, bem como o setor ao qual ela pertence, antes de participar de qualquer IPO, sendo esta a forma do investidor minimizar riscos e aumentar sua possibilidade de sucesso, com o retorno esperado dessas ações. Esse período é altamente importante, pois, depois de ser reservado certo montante em ações, não é possível voltar atrás, ou seja, depois do investidor ter feito a oferta, não pode mais desistir.

A companhia emissora pode dar ao banco coordenador da emissão a opção deste fazer a distribuição de um lote adicional de ações, de até 15% da quantidade inicialmente ofertada, caso haja uma demanda aquém da prevista, quando da oferta inicial. Essa opção é conhecida pelo nome de *green shoe*. Além disso, o ofertante das ações tem um direito, o chamado *hot issue*, que permite aumentar o montante da oferta em até 20% da quantidade requerida inicialmente à CVM, sem que seja necessário um novo pedido, nem mesmo a modificação dos termos da oferta<sup>9</sup>.

Com o objetivo de melhorar as práticas de informações ao mercado e das informações presentes nos prospectos das ofertas, a ANBID<sup>10</sup> instituiu, em 1998,

---

<sup>9</sup> Pequeno Dicionário de IPO

<sup>10</sup> ANBID- Associação Nacional dos Bancos de Investimento é a principal representante das instituições financeiras que operam no mercado de capitais brasileiro, tendo por objetivo buscar seu fortalecimento como instrumento fomentador do desenvolvimento do país. Também é a principal entidade certificadora dos profissionais do mercado financeiro brasileiro.

o Código de Autorregulação para as Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários, que entrou em vigor em janeiro de 1999. Em 2009, a Autorregulação da ANBID completa 10 anos e passa se chamar Supervisão dos Mercados.

Os IPOs, segundo alguns especialistas, podem ser considerados mais uma opção de investimento, mas não a única. O investidor que aplica em IPOs passa a ser proprietário de uma parcela da companhia em questão, ou seja, passa a deter parte do controle acionário de tal empresa, o que prescinde de muita informação, em virtude deste ser um segmento com tendência ascendente na atualidade.

A decisão de participar de um IPO deve vir depois de uma análise cuidadosa da companhia emissora e do setor que ela atua, verificando-se informações relativas à potencialidade do setor a qual pertence a empresa, sua rentabilidade atual, seu endividamento, seus projetos futuros, bem como informações relativas aos sócios controladores.

Não é qualquer companhia que pode fazer um IPO, pois este supõe companhias bem estruturadas, com setores internos fortes, e perspectivas de crescimento dentro de seus respectivos setores, além da importância que também se atribui a adoção de práticas de governança corporativa. Entretanto, geralmente os investidores decidem não aplicar seus recursos em IPOs, pelo maior risco que estes representam, apesar de haver uma determinação da CVM que proíbe as corretoras de fazer recomendações ou desaconselharem os investidores a participarem de IPOs.

#### **4.4 Processo de abertura de capital**

De acordo com a BM&FBovespa (2010), uma vez que os sócios julguem que a abertura de capital da companhia pode trazer benefícios, a empresa começa a ser preparada, realizando-se uma série de estudos e pesquisas, além da aceitação da nova “cultura” dentro da empresa. Uma vez tomada essa decisão, há um conjunto de etapas a serem percorridas durante e após o processo de decisão, não sendo tais etapas totalmente delimitadas, ocorrendo paralelamente em vários momentos.

Quando uma empresa decide abrir seu capital, pode fazê-lo através da emissão de ações, através de *underwriting* ou *block trade*, ou por meio de debêntures. Dessa forma, torna-se necessário detalhar as principais etapas destes processos, como forma de compreender o funcionamento da abertura de capital.

#### 4.4.1 Abertura de capital por emissão de ações

A abertura de capital<sup>11</sup>, neste caso, dar-se-á pela colocação de ações junto ao público investidor. Tal processo pode ocorrer de duas maneiras, de acordo com Casagrande *et al* (2000):

- a) Através do *mercado primário* ou *underwriting*, em operação de aumento de capital por meio de valores mobiliários, que são lançados no mercado pela primeira vez em subscrição pública e todo capital obtido vai para a empresa. Geralmente ocorre por iniciativa da empresa, motivada por objetivos de investimento, retorno de capital de giro ou reestruturação de passivo;
- b) Através da distribuição secundária ou *block-trade* junto ao público investidor, no qual ocorre um leilão de ações já existentes, detidas por acionistas ou pela empresa, não havendo qualquer entrada de capitais na empresa, já que os valores apenas trocam de donos, alterando o capital social da companhia com o ingresso de novos investidores.

Ou seja, a abertura de capital por meio da emissão de ações consiste em colocá-las a disposição do público investidor por meio do processo de emissão primária (ou *underwriting*), ou através da distribuição secundária (ou *block trade*). Os dois mecanismos são muito similares, podendo ser feitos em Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão.

O processo de abertura inicia-se com o desejo dos acionistas, devendo ser expresso em Assembléia Geral, bem como os principais argumentos a favor da abertura. Neste processo existem inúmeras etapas a serem percorridas pela empresa, que vão

---

<sup>11</sup> Leis sobre os procedimentos de abertura de capital: Lei nº 6.385/76, 6.404/76, 9.457/97 e Instruções CVM nº 13/80, 88/88, 202/93 e 299/99.



desde a necessidade de promover alguma reestruturação, adequação do sistema contábil e de controle internos e auditoria das demonstrações financeiras, até a escolha do intermediário financeiro. Estas etapas podem consumir um tempo relativamente grande, tornando-se importante a empresa começar a sua exposição neste momento, buscando ganhar visibilidade já durante o início desse processo, para que a demanda pelas ações no momento de abertura seja ampliada.

#### 4.4.2 Abertura de capital via block trade

De acordo com Cavalcante *et al* (2005), uma empresa pode abrir seu capital junto ao público colocando no mercado um lote de ações, geralmente de certa magnitude, que pertencem a um acionista ou a um grupo de acionistas, numa operação de mercado secundário, pois os recursos dos investidores não são canalizados para o caixa da companhia, mas somente trocam de mãos entre os investidores. No entanto, é necessário o consentimento da companhia para que ocorra o registro em bolsa.

Os procedimentos operacionais são semelhantes ao *underwriting*, fazendo-se os lançamentos em bolsa de valores, seguindo o princípio de qualquer leilão, partindo-se de um preço mínimo preestabelecido e fechando-se a operação num preço máximo. Assim como no mercado primário, é necessário o registro da empresa emitente, bem como dos valores mobiliários a serem leiloados, junto à CVM.

Da mesma forma que o *underwriting*, o block trade também deve ser coordenado por uma instituição financeira, no entanto, a conformação do *pool*, de acordo com Casagrande *et al* (2000), é um pouco diferente, pois o coordenador poderá dar garantia de colocação firme do lote de ações no mercado, que é a mais comum, ao fechar o negócio com o vendedor. Depois disso, ele poderá repassar parte da garantia para outras instituições, formando então o *pool* de compradores. No caso do leilão, se o coordenador não for uma corretora de valores mobiliários, deverá contratar o serviço de uma delas para atuar como vendedora.

A definição do montante e do preço unitário fica a cargo da instituição coordenadora e do ofertante da distribuição secundária, sendo o leilão livre, realizado

em bolsa, em hora e local amplamente divulgados, constituindo o ponto máximo e final desse processo, procedendo-se às liquidações físicas e financeiras, pagando-se as comissões devidas e encerrando-se a operação de *block trade*, abrindo o capital da companhia.

#### 4.4.3 Abertura de capital por emissão de debêntures

Outra forma de abrir o capital de uma companhia, segundo a legislação atual, é por meio da emissão de debêntures. Neste caso, conforme destaca Casagrande *et al* (2000), existe uma diferença de viabilidade básica, se comparada com a abertura por meio de ações: no caso das ações, cabe uma análise de investimento, com enfoque na distribuição de resultados futuros e perspectivas de valorização da ação; no caso das debêntures, a análise é de crédito, onde existe uma preocupação com o fluxo de caixa da companhia e as garantias que ela possa oferecer; e no caso das debêntures conversíveis, a análise é de crédito e de investimento. Além disso, o autor também destaca que a venda se dá para um público bem mais restrito do que no caso das ações.

O lançamento de ações, de acordo com Cavalcante *et al* (2005), é uma operação de aumento do patrimônio líquido de uma empresa, com a captação, por parte desta, de recursos estáveis e cuja devolução não é obrigatória. Já as debêntures são títulos de dívida de longo prazo, sobre o qual incidem juros e correção de algum tipo de indexador.

Ainda de acordo com Cavalcante *et al* (2005), os debenturistas organizam-se em Assembleias Gerais e mantém um Agente Fiduciário, que surgiu com a Lei das Sociedades Anônimas e funciona como *trustee*<sup>12</sup> da operação, representando a comunhão dos debenturistas, sendo responsável por proteger os seus interesses, elaborando relatórios e colocando-os a disposição, notificando os debenturistas com relação a qualquer inadimplência da companhia com relação às obrigações assumidas na escritura de emissão. Ou seja, em outras palavras, o agente fiduciário surgiu para que a

---

<sup>12</sup> Empresa independente que administra as obrigações do devedor, negociadas no contrato de financiamento.

proteção eficiente dos direitos e interesses dos debenturistas seja exercida por uma pessoa habilitada, independente da empresa devedora e dos demais interessados na distribuição.

#### **4.5 Etapas da abertura de capital**

A operação de abertura de capital, de acordo com Casagrande *et al* (2000), é relativamente demorada, havendo um período de tempo indefinido em que a companhia, composta pelos seus acionistas e eventuais consultores, analisa a abertura de capital e o tipo de valor mobiliário a ser emitido, compondo as etapas preliminares.

De acordo com a CVM, uma abertura de capital de uma empresa transcende à simples obtenção de recursos, ampliando enormemente o círculo econômico e social de relacionamento das companhias, implicando uma exposição pública de suas decisões de negócios e planejamento também muito maior.

O processo de abertura de capital de uma companhia requer o pedido de registro da empresa como companhia aberta, para que seus títulos possam ser negociados na bolsa de valores ou mercado de balcão. Ao mesmo tempo, é possível solicitar o registro e a autorização para a distribuição de novos valores mobiliários através de subscrição pública (*underwriting*), sendo a CVM responsável pelo processo de análise, registro e deferimento nesta etapa.

Este processo exige uma série de etapas, semelhantes para diversos valores mobiliários que, de acordo com a BM&Fbovespa (2010), leva em média de 10 a 12 semanas, e começa no momento em que a empresa realiza três ações:

- a) Análise preliminar;
- b) Contratação de Auditoria Externa Independente;
- c) Contratação de Intermediário Financeiro;

A partir daí, seguem-se outras etapas, que podem ser divididas em:

- Adaptação dos Estatutos;
- Contrato de Coordenação e Distribuição;
- AGE deliberativa da Operação = Autorização da Assembleia Geral;
- Nomeação de um Diretor de Relações com Investidores;
- Criação de uma área de atendimentos aos acionistas/debenturistas;
- Processos de obtenção dos registros na CVM (registro da emissão e registro da companhia);
- Processo de registro da empresa em Bolsa de Valores ou no Mercado de Balcão Organizado;
- Anúncio de Início de distribuição pública; e
- Anúncio de encerramento de distribuição pública.

Dessa forma, torna-se necessário detalhar, de forma sucinta, cada uma das etapas de que se compõem o processo de abertura do capital de uma empresa, e que serão detalhadas a seguir.

#### *4.5.1 Analisar a conveniência*

De acordo com a BM&FBovespa, uma das primeiras etapas a serem percorridas pelas empresas que desejam abrir seu capital é a análise da conveniência, pesando os benefícios e os custos do capital, além de avaliar a adequação do perfil da companhia, o que pode ser conduzido por profissionais da própria companhia, ou por uma consultoria externa.

É necessário avaliar as vantagens e os custos, e se a entrada de novos acionistas tornará a companhia maior e mais rentável, aumentando a riqueza dos empreendedores, mesmo tornando-os proprietários de um pedaço menor da empresa. Dessa forma, de um lado é preciso computar as vantagens, tais como: o aumento da liquidez do patrimônio dos atuais sócios; os retornos dos investimentos a ser realizados com os recursos obtidos com a emissão de ações; a redução do custo do capital da companhia e a melhora de sua performance, em virtude do aumento de sua eficiência e fortalecimento da imagem

institucional. Do outro lado, têm-se os custos necessários a abertura de capital e sua manutenção na condição de companhia aberta.

Comparando-se despesas e vantagens, é necessário se levar em conta o benefício imediato resultante do primeiro lançamento de ações, conhecido como Oferta Pública Inicial (IPO, do inglês *Initial Public Offering*), bem como a possibilidade de, no futuro, realizar novas distribuições, já que a listagem na Bolsa abre caminho para isso, talvez até em situação mais favorável, devido ao fato de que muitas incertezas, existentes durante o período de IPO, já terem sido superadas.

É preciso avaliar se a empresa possui o perfil adequado para se tornar companhia aberta, a qual deve ter um nível de prestação de informações muito superior ao de uma companhia fechada, o que leva a empresa a realizar mudanças nos estatutos sociais, prevendo a criação do Conselho de Administração e a eleição de seus membros. Além disso, é preciso avaliar se os negócios da empresa serão atrativos para os investidores, o que pode prescindir de alguns ajustes societários, em virtude dos investidores darem preferência, e pagarem melhor, as empresas que possam compreender com facilidade.

É necessário também que a cultura empresarial esteja aberta a aceitação de novos acionistas, e que forneça aos acionistas minoritários, proteção e a possibilidade de acompanhar e fiscalizar o desempenho da gestão.

#### *4.5.2 Escolher o intermediário financeiro*

A legislação atual prevê a obrigatoriedade de qualquer distribuição pública de ações ter de ser realizada por uma instituição financeira (corretora de valores, banco de investimento, banco múltiplo com carteira de investimento ou distribuidora de valores), que atuará como coordenadora da operação, tanto para o processo de emissão primária, quanto secundária, isto é, nenhuma companhia pode vender diretamente suas ações no mercado, quando a emissão for pública.

Esse intermediário da operação é chamado de *underwriter*, e é ele que orientará a empresa em todo o processo de abertura, nas questões relacionadas ao marketing e na definição das características e do tamanho da oferta, além de auxiliar na avaliação da

empresa e na estimativa do preço considerado atrativo para os investidores adquirirem as ações.

O sucesso da emissão de uma companhia aberta depende, em grande parte, da contratação de um intermediário financeiro que se adapte melhor ao perfil da sua distribuição, devido ao fato que instituições com forte tradição e força no mercado, podem desempenhar um papel decisivo, sinalizando aos investidores a qualidade dos papéis e exercendo grande influência no sucesso da operação.

A escolha do *underwriter* deve se compatível com o porte da oferta pública da empresa emitente, de acordo com Casagrande *et al* (2000), principalmente porque algumas instituições têm definidos, informalmente, um padrão de volumes que costumam seguir. Dessa forma, via de regra, as sociedades corretoras e pequenos bancos de investimento dedicam-se às pequenas emissões (até R\$40 mi), ficando os bancos médios e grandes responsáveis por emissões de porte médio (de R\$40 a R\$100 mi) e porte grande (acima de R\$100 mi), respectivamente.

Ademais, é importante que a companhia pesquise previamente as características dos intermediários financeiros, levantando os que melhor se adaptam as características de sua distribuição, e escolhendo o mais adequado ao seu perfil, para que a abertura e a emissão tenham sucesso.

#### 4.5.3 Contrato de *Underwriting*

O contrato de *underwriting* aborda a qualificação completa das partes, o volume, preço, e demais características da operação, além de especificar o tipo de subscrição, bem como sua natureza, o tipo de distribuição, se haverá livre acesso a todos os investidores, ou não, as comissões, prazos de pagamento, os valores pagos a empresa, e outras informações relevantes a abertura.

O custo de lançamento das ações geralmente é motivo de conflito entre o emissor e o subscritor, visto que, o objetivo do emissor é obter o preço mais alto possível, pois ao mesmo tempo que aumenta o estoque de recursos para uso da companhia, reduz o custo do capital e minimiza a diluição atual de poder dos acionistas,

ao mesmo tempo em que o objetivo do subscritor é comprar esses títulos pelo menor preço possível pois, comprando os títulos, quer evitar o risco de ficar com qualquer estoque. Para resolver esse impasse, as empresas criaram tipos de contrato de *underwriting* adequados para cada empresa, na qual as subscrições são classificadas como pequenas, médias ou grandes.

#### 4.5.3.1 Tipos de *underwriting*

Assaf Neto (2009) define as principais formas de subscrição pública (*underwriting*), procedidas por uma ou várias instituições intermediadoras, que são:

- **Subscrição do tipo puro ou firme (*straight*):** modalidade de *underwriting* que prevê a subscrição e integralização do total das novas ações emitidas por uma companhia, pela instituição financeira ou *pool* de instituições responsáveis pela distribuição, ou seja, a intermediadora financeira assume todo o risco da subscrição, tornando-se a responsável pelo pagamento à empresa emitente do valor total das ações lançadas. Essa modalidade de subscrição é considerada mais segura e garantida, uma vez que a intermediadora assume todo o risco de fracasso. Além disso, a escolha deste tipo de subscrição pode revelar o sucesso da subscrição, uma vez que a intermediadora, ao assumir todo o risco, revela acreditar no sucesso da operação e transmite isso a todo mercado.
- **Subscrição do tipo residual (*stand-by*):** modalidade de *underwriting* na qual a instituição financeira não se responsabiliza, no momento da emissão, pela integralização total das ações emitidas. No entanto, há um acordo entre a sociedade emitente e a instituição, de negociar novas ações junto ao mercado durante certo tempo, e ao término deste, poderá ocorrer a subscrição total pela instituição, ou a devolução da parcela das ações não absorvidas pelos investidores à sociedade emitente.
- **Subscrição do tipo de melhor esforço (*best effort*):** modalidade de subscrição na qual a instituição financeira não assume nenhum tipo de responsabilidade sobre a integralização das ações em lançamento, e nem o risco de sua colocação no mercado, o qual é assumido pela própria sociedade emitente. Apesar disso,

existe um comprometimento da instituição financeira de dedicar o melhor esforço no sentido de colocar o maior número possível de novas ações no mercado, dentro de certo período de tempo. Depois do término deste período, as ações são devolvidas a empresa emitente.

Quanto ao tipo de contrato de colocação de ações no mercado, Casagrande *et al* (2000) destaca que, no caso de abertura de capital, é conveniente trabalhar com garantia firme, na qual, se a instituição não conseguir colocar a emissão no mercado, ela compromete-se a adquirir integralmente, ou a parte não colocada. O outro tipo de contrato, chamado de melhores esforços, no qual a instituição devolve a empresa a parte não colocada, poderia fechar as portas do mercado para a companhia por um longo período, pela tentativa frustrada de lançar seus papéis.

#### 4.5.4 Formação do *pool* de instituições financeiras intermediadoras

De acordo com Assaf Neto (2009), os intermediários na colocação de ações podem organizar-se mediante um *pool* de instituições financeiras, que participarão de todo o processo de colocação dos valores emitidos. Neste *pool*, regulado por um contrato de adesão, firmado pelas instituições interessadas, são definidos o coordenador, que trata de todo o processo, desde o registro da subscrição na CVM até a efetiva liquidação financeira, e as instituições líderes e consorciadas, definidas em função do volume de ações a ser distribuído. Este conjunto de instituições financeiras agrupam-se de acordo com sua função e tamanho do lote que assumem para colocar, em:

- a) **Coordenador:** coordenará toda a operação, desempenhando funções como a elaboração da documentação necessária e acompanhamento do processo, a apresentação da empresa para o mercado, a escolha das instituições que serão convidadas para líderes e consorciadas, a elaboração e publicação dos anúncios e liquidação física e financeira da operação;
- b) **Líder:** é uma instituição que toma um grande lote de ações, segmenta-os e distribui as ações para outros intermediários;



- c) **Consorticiados:** colocam o papel junto ao tomador final, fazendo o papel de varejo;

A estrutura de um pool não é rígida, podendo existir instituições que desempenham mais de um papel.

A instituição intermediadora, exercendo o papel de coordenadora da operação, tem a função de formar o *pool* de distribuição, acordando com outras instituições financeiras para ampliar a base de investidores potenciais, e quanto maior for a diversificação desse *pool*, segundo a BM&FBovespa, maior a sua possibilidade de sucesso. Os líderes do *pool* são aqueles que adquirem um grande lote de ações, distribuindo-as aos intermediários ou consorticiados, que por sua vez colocam o papel junto ao investidor final (investidores institucionais, de varejo e empresas de grande porte).

#### 4.5.5 Fixação do preço de emissão

Uma das maiores dificuldades na abertura de capital através da emissão de ações é a atribuição de seu preço inicial, que de acordo com Assaf Neto (2009), é importante para o sucesso da operação de subscrição pública. No entanto, os valores das ações e outros índices de empresas do mesmo setor econômico são os únicos indicativos para uma comparação entre preços de ações, mas, como há diferenças operacionais e financeiras entre as empresas, essa comparação é apenas uma referência para avaliar a aceitação dos investidores ao setor e as empresas que nele operam.

De acordo com Assaf Neto (2009), a preocupação fundamental das companhias emitentes é o estabelecimento de um preço que viabilize a colocação integral das ações no mercado, garantindo os recursos necessários para financiar seus investimentos. Uma vez definido este montante, segundo Casagrande *et al* (2000), a companhia deve decidir o tipo de ação a ser lançada (preferencial ou ordinária, ou ambas). Além disso, podem ser lançadas várias classes de ações do mesmo tipo.

Essa decisão depende de vários fatores, tais como: (1) a determinação da atual legislação, que permite um limite máximo de 50% do capital social total expresso em

ações preferenciais para empresas em processo de abertura, e de 66,6% para companhias abertas já em funcionamento; (2) as condições financeiras dos atuais acionistas, de aumentarem seus investimentos para manterem suas posições acionárias; e (3) o direito do acionista preferencial de receber dividendos de valor, no mínimo, 10% maior que os acionistas ordinários.

O próximo passo é decidir quantas ações serão lançadas e o preço unitário de cada uma. Essa etapa é considerada de fundamental importância para o sucesso da emissão, pois relaciona-se com a aceitação ou não do papel no mercado. A atual legislação prevê que o preço das ações seja fixado de acordo com: a cotação das ações no mercado; o valor do patrimônio líquido; e as perspectivas de rentabilidade da companhia. De acordo com Assaf Neto (2009), essa preocupação inserida na legislação, referente a definição do preço da emissão, foi fixada para que se evitasse a diluição injustificada dos antigos acionistas, que não venham a ter o direito de preferência no processo de subscrição.

Uma prática observada nas aberturas de capital é a redução do preço inicial da oferta, devido a necessidade de motivar os investidores a adquirir as ações, em virtude da maior percepção de risco no momento de abertura do capital. Entretanto, esse procedimento pode prejudicar os acionistas antigos, ocorrendo o que Assaf Neto (2009) chama de *lei da diluição injustificada da participação acionária*.

Segundo Casagrande *et al* (2000), um procedimento bastante utilizado internacionalmente, mas pouco difundido no Brasil, é o *bookbuilding*, que consiste no estabelecimento de uma faixa de preço por parte do *underwriter*, que será apresentada aos investidores para que manifestem suas intenções a cada faixa de preço selecionada, ou seja, o *bookbuilding* permite construir uma curva de demanda pelas ações da emissão, e com base nesta, os coordenadores definem o preço final, que é apresentado novamente aos investidores, para que confirmem suas reservas.

Na prática, segundo Assaf Neto (2009), as ações estão sendo colocadas no mercado primário por um preço inferior ao praticado no mercado secundário, tornando o direito de subscrição um bom negócio, porque qualquer acionista terá interesse em exercer seu direito de subscrição se o preço de lançamento da ação estiver abaixo do valor de mercado.

#### 4.5.6 Documentação e reforma estatutária

De acordo com a BM&FBovespa, existem inúmeros procedimentos que a empresa precisa observar ao solicitar os registros de companhia aberta, de distribuição pública e de listagem na Bolsa de Valores.

Para a abertura, são exigidos, basicamente, documentos de suas categorias: primeiro, as demonstrações financeiras nos padrões exigidos pela CVM, depois de submetidas a uma auditoria externa independente e de confeccionado um prospecto de vendas das ações; segundo, a alteração do estatuto social, incluindo a caracterização e os direitos das ações e competências das assembleias de acionistas e do conselho de administração. Soma-se a isso, a necessidade da realização de uma assembleia para deliberar a transformação da empresa em sociedade anônima de capital aberto e votar as alterações para adequar o estatuto à legislação e as práticas de governança corporativa, já discutidas anteriormente.

#### 4.5.7 Marketing e *disclosure* da companhia

De acordo com Casagrande *et al* (2000), para que a operação seja bem sucedida, a companhia deve oferecer boas perspectivas com relação às suas emissões, fazendo com que estas sejam percebidas pelos investidores. Dessa forma, a empresa e o coordenador devem montar um esquema de *disclosure*, onde os investidores fornecem recursos e as empresas fornecem informações, para que os atuais ou futuros investidores possam acompanhar a situação da companhia, determinando um preço justo para sua ação e comparando-o com os preços que estão sendo negociados na Bolsa de Valores.

De acordo com Cavalcante *et al* (2005, p.174), “ *disclosure* é um termo em inglês que designa a política de divulgação de informações ao público investidor de uma companhia”, que reduz o risco do investimento e valoriza as ações da companhia no mercado secundário, pois, quanto melhor informado for o investidor, menor o seu risco e, conseqüentemente, menor será o seu retorno exigido. Além disso, a *disclosure*

permite a captação de recursos no mercado a custos mais baixos e com mais facilidade para a empresa, em virtude de sua imagem favorável garantir uma melhor aceitação da emissão.

Segundo Casagrande *et al* (2000), o esquema de *disclosure* deve atingir dois grupos: os intermediários financeiros, individuais ou em *pool*, que precisam de informações claras com relação a companhia, para que possam negociar seus títulos; e os tomadores finais dos papéis.

Além disso, ainda de acordo com o autor, o trabalho de marketing inclui inúmeras atividades, que vão desde visitas às instalações da empresa, reuniões com analistas do mercado, distribuição de material publicitário, até campanhas nos meios de comunicação.

#### 4.5.8 Emissão, subscrição e liquidação financeira

Após todos os passos descritos anteriormente terem sido seguidos, marca-se a data da liquidação financeira da operação e publica-se o anúncio do início da operação, normalmente em jornal de grande circulação, no qual consta o montante a ser colocado junto ao público investidor, bem como as instituições aptas a trabalhar a oferta do papel.

De acordo com as regras existentes, a subscrição deve ser concluída em no máximo seis meses a partir da data de autorização da emissão, e corresponde ao ato do investidor de preencher e assinar os boletins de subscrição, que são documentos que comprovam a aquisição de lotes de ações pelo investidor, garantindo a sua posse.

A liquidação financeira do *pool* é feita junto à instituição financeira coordenadora, encarregada de transferir os recursos para a companhia.

No máximo quinze dias após a conclusão da colocação, deverá ser divulgado o anúncio de encerramento da distribuição pública.

## CAPÍTULO 5 - IPOS RECENTES NA BM&FBOVESPA

A decisão de investimento em uma ação requer a observação de uma série de fatores, seja pela análise gráfica e ou fundamentalista. No caso dos IPOs é disponibilizado um prospecto de oferta que é extremamente completo em informações contábeis, financeiras, área de atuação da empresa e identificação dos agentes envolvidos na operação, mas como ainda não existe um histórico do ativo, uma análise temporal não é possível. Diante deste cenário de incerteza quanto ao comportamento do papel nos cabe aqui uma observação quanto ao desempenho das ofertas recentes do ponto de vista do investidor de varejo, dos volumes movimentados e que ingressaram na economia assim como o potencial de retorno a operação com esses ativos ofereceram.

### 5.1 Quantidades de IPOs, segmento e nível de governança

O período de análise compreende os anos de 2005 a 2010 conforme definidos no item 1.4 Metodologia. Durante este período observamos a abertura do capital de 108 empresas. Esta parte inicial é fundamental para identificarmos as empresas para que no momento seguinte possa ser feita a análise dos retornos obtidos. Os quadros a seguir compreendem as ofertas realizadas neste quinquênio por ordem cronológica, agregada a classificação quanto ao setor e segmento de atuação segundo a BM&FBovespa, seu código de negociação no pregão e respectivo nível de classificação quanto a governança corporativa.

Quadro 2: IPOs em 2005

Empresa	Setor	Segmento	Código	Governança
RENAR MAÇAS	Consumo não Cíclico	Agricultura	RNAR3	NM
SUBMARINO	Consumo Cíclico	Produtos Diversos	BTOW3 <sup>13</sup>	NM
TAM	Construção e Transp.	Transporte Aéreo	TAMM4	N2
EDP ENERGIAS DO BRASIL	Utilidade Pública	Energia Elétrica	ENBR3	NM
OBRASCON HUARTE LAIN	Construção e Transp.	Exploração de Rodovias	OHLB3	NM
COSAN	Consumo não Cíclico	Açúcar e Alcool	CSAN3	NM
UNIVERSO ONLINE	Tecn. da Informação	Programas e Serviços	UOLL4	N2
<b>Total: 7</b>				

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CVM e BM&FBovespa

<sup>13</sup> SUBA3 – código original da ação. Em 08/08/2007 houve a fusão com as Americanas.com criando a B2W Varejo negociada sob o atual código BTOW3

O ano de 2005 dentro da nossa amostra pode ser considerado como tendo um número médio de aberturas de capital, no tocante ao segmento de atuação temos uma diversificação total entre as empresas observadas.

Quadro 3: IPOs em 2006

Empresa	Setor	Segmento	Código	Gov.
COPASA	Utilidade Pública	Água e Saneamento	CSMG3	NM
VIVAX SA	Consumo Cíclico	Televisão por Assinatura	VVAX11 <sup>14</sup>	NM
GAFISA	Construção e Transp.	Construção Civil	GFSA3	NM
COMPANY SA	Construção e Transp.	Construção Civil	CPNY3 <sup>15</sup>	NM
TOTVS S.A	Tecn. da Informação	Programas e Serviços	TOTS3	NM
CSU CARDSYSTEM	Bens Industriais	Serviços Diversos	CARD3	NM
EQUATORIAL ENERGIA	Utilidade Pública	Energia Elétrica	EQTL11	N2
BRASILAGRO	Financeiro e Outros	Exploração de Imóveis	AGRO3	NM
LUPATECH	Bens Industriais	Motores, Compres. e Outros	LUPA3	NM
GP INVESTMENTS LTD	Financeiro e Outros	Gestão de Recursos e Invest.	GPIV11	DR3
DATASUL	Tecn. da Informação	Programas e Serviços	DSUL3	NM
MMX MINERAÇÃO	Materiais Básicos	Minerais Metálicos	MMXM3	NM
ABYARA	Construção e Transp.	Construção Civil	ABYA3 <sup>16</sup>	NM
MEDIAL SAUDE	Consumo não Cíclico	Serv.Méd.Hosp.,Anál. e Diag.	MEDI3	NM
KLABIN SEGALL	Construção e Transp.	Construção Civil	KSSA3 <sup>4</sup>	NM
SANTOS-BRASIL SA	Construção e Transp.	Serviços de Apoio e Armaz.	STBP11	N2
BRASCAN <sup>17</sup>	Construção e Transp.	Construção Civil	BISA3	NM
PROFARMA	Consumo não Cíclico	Medicamentos	PFRM3	NM
TERNA PARTICIPAÇÕES	Utilidade Pública	Energia Elétrica	TRNA11	N2
BRASIL ECODIESEL	Petróleo, Gás e Biocomb.	Exploração e/ou Refino	ECOD3	NM
ODONTOPREV	Consumo não Cíclico	Serv.Méd.Hosp.,Anál. e Diag.	ODPV3	NM
POSITIVO	Tecn. da Informação	Computadores e Equip.	POSI3	NM
<b>Total: 22</b>				

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CVM e BMF&Bovespa

O ano de 2006 apresenta diversificação quanto aos segmentos de atuação das empresas listadas, podendo se notar alguma concentração na Construção Civil com 23% das ocorrências. Quanto à governança corporativa, todas as empresas que fizera emissão de ações já adentraram no Novo Mercado, com exceção das UNITS<sup>18</sup> ou BDRs<sup>19</sup>.

<sup>14</sup> VVAX11 – Vivax foi incorporada pela NET Serviços de Comunicação (NETC4) em 12/10/06

<sup>15</sup> CPNY3 – Fechou o capital e deixou de ser listada em 26/11/08

<sup>16</sup> A fusão entre Klabin Segall, Agra e Abyara resultou na Agre Empreendimentos Imobiliários (AGEI3) listada a partir de 12/02/2010

<sup>17</sup> A partir de 22/06/2009 a empresa passa a adotar o nome da controladora Brookfield Brasil

<sup>18</sup> UNIT – Certificado de depósito de ações que contém um número combinado de ações ordinárias e preferenciais sendo negociado como uma única unidade.

<sup>19</sup> BDR – Brazilian Depositary Receipts – são certificados de ações de empresas estrangeiras negociados no Brasil.

Quadro 4: IPOs em 2007

<b>Empresa</b>	<b>Setor</b>	<b>Segmento</b>	<b>Código</b>	<b>Gov.</b>
PDG REALTY	Construção e Transp.	Construção Civil	PDGR3	NM
RODOBENS	Construção e Transp.	Construção Civil	RDNI3	NM
CAMARGO CORREA	Construção e Transp.	Construção Civil	CCIM3	NM
TECNISA	Construção e Transp.	Construção Civil	TCSA3	NM
IGUATEMI	Financeiro e Outros	Exploração de Imóveis	IGTA3	NM
SÃO MARTINHO	Consumo não Cíclico	Açúcar e Álcool	SMT03	NM
GVT	Telecomunicações	Telefonia Fixa	GVTT3	NM
ANHANGUERA EDUCAÇÃO	Consumo Cíclico	Serviços Educacionais	AEDU11	N2
JBS S.A.	Consumo não Cíclico	Carnes e Derivados	JBSS3	NM
BANCO PINE	Financeiro e Outros	Bancos	PINE4	NM
EVEN CONSTRUTORA	Construção e Transp.	Construção Civil	EVEN3	NM
BR MALLS	Financeiro e Outros	Exploração de Imóveis	BRML3	NM
JHSF PARTICIPAÇÕES	Construção e Transp.	Construção Civil	JHSF3	NM
FERTILIZANTE HERINGER	Materiais Básicos	Fertilizantes e Defensivos	FHER3	NM
METALFRIO	Bens Industriais	Equipamentos Elétricos	FRIO3	NM
BEMATECH	Tecn. da Informação	Computadores e Equip.	BEMA3	NM
CR2 EMPREENDIMENTOS	Construção e Transp.	Construção Civil	CRDE3	NM
AGRA	Construção e Transp.	Construção Civil	AGIN3 <sup>4</sup>	NM
BANCO SOFISA	Financeiro e Outros	Bancos	SFSA4	N2
CREMER	Consumo não Cíclico	Medicamentos e Outros	CREM3	NM
WILSON SONS LIMITED	Construção e Transp.	Serviços de Apoio e Armaz.	WSON11	NM
TARPON INVESTIMET	Financeiro e Outros	Gestão de Recursos e Invest.	TARP11	NM
INPAR	Construção e Transp.	Construção Civil	INPR3	NM
PARANA BANCO	Financeiro e Outros	Bancos	PRBC4	N2
SLC AGRICOLA	Consumo não Cíclico	Agricultura	SLCE3	NM
LOG-IN LOGISTICA	Construção e Transp.	Transporte Hidroviário	LOGN3	NM
EZ TEC	Construção e Transp.	Construção Civil	EZTC3	NM
BANCO CRUZEIRO DO SUL	Financeiro e Outros	Bancos	CZRS4	N2
BANCO DAYCOVAL	Financeiro e Outros	Bancos	DAYC4	N2
MARFRIG	Consumo não Cíclico	Carnes e Derivados	MRFG3	NM
TEGMA LOGISTICA	Construção e Transp.	Transporte Rodoviário	TGMA3	NM
BANCO INDUSVAL	Financeiro e Outros	Bancos	IDVL11	NM
REDECARD	Financeiro e Outros	Serviços Financeiros Diversos	RDCD3	NM
MINERVA	Consumo não Cíclico	Carnes e Derivados	BEEF3	NM
BANCO PATAGONIA SA	Financeiro e Outros	Bancos	BPAT11	N2
AÇUCAR GUARANI	Consumo não Cíclico	Açúcar e Álcool	ACGU3	NM
MRV ENGENHARIA	Construção e Transp.	Construção Civil	MRVE3	NM
TRIUNFO PARTICIPACOES	Construção e Transp.	Exploração de Rodovias	TPIS3	NM
KROTON EDUCAÇÃO	Consumo Cíclico	Serviços Educacionais	KROT11	N2
BANCO ABC BRASIL	Financeiro e Outros	Bancos	ABCB4	N2
SPRINGS GLOBAL	Consumo Cíclico	Fios e Tecidos	SGPS3	NM
MULTIPLAN	Financeiro e Outros	Exploração de Imóveis	MULT3	NM
COMPANHIA PROVIDENCIA	Materiais Básicos	Materiais Diversos	PRVI3	NM

Quadro 4: IPOs em 2007

Continuação

<b>Empresa</b>	<b>Setor</b>	<b>Segmento</b>	<b>Código</b>	<b>Gov.</b>
GENERAL SHOPPING	Financeiro e Outros	Exploração de Imóveis	GSHP3	NM
ESTACIO PARTICIPAÇÕES	Consumo Cíclico	Serviços Educacionais	ESTC3	DR3
COSAN LIMITED	Consumo não Cíclico	Açúcar e Álcool	CZLT11	NM
SATPEL - DURATEX	Materiais Básicos	Madeira	SAT13 <sup>20</sup>	NM
SUL AMERICA	Financeiro e Outros	Seguradoras	SULA11	N2
BIC BANCO	Financeiro e Outros	Bancos	BICB4	NM
TRISUL	Construção e Transp.	Construção Civil	TRIS3	NM
TENDA CONSTRUTORA	Construção e Transp.	Construção Civil	TEND3	NM
SEB - SISTEMA EDU.	Consumo Cíclico	Serviços Educacionais	SEBB11	N2
MARISA	Consumo Cíclico	Tecidos, Vestuário e Calçados	MARI3	NM
AGRENCO LIMITED	Consumo não Cíclico	Alimentos	AGEN11	DR3
BOVESPA HOLDING	Financeiro e Outros	Serviços Financeiros Diversos	BOVH3 <sup>21</sup>	NM
HELBOR EMPREEND.	Construção e Transp.	Construção Civil	HBOR3	NM
BRASIL BROKERS	Construção e Transp.	Intermediação Imobiliária	BBRK3	NM
AMIL PARTICIPAÇÕES	Consumo não Cíclico	Serv.Méd.Hosp.,Anál. e Diag.	AMIL3	NM
LAEP INVESTMENTS LTD	Consumo não Cíclico	Laticínios	MILK11	DR3
BANCO PANAMERICANO	Financeiro e Outros	Bancos	BPNM4	N2
BM&F	Financeiro e Outros	Serviços Financeiros Diversos	BMEF3 <sup>8</sup>	NM
MPX ENERGIA	Utilidade Pública	Energia Elétrica	MPXE3	NM
TEMPO PARTICIPAÇÕES	Consumo não Cíclico	Serv.Méd.Hosp.,Anál. e Diag.	TEMP3	NM
<b>Total: 63</b>				

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CVM e BMF&Bovespa

O ano de 2007 corresponde a nada menos que mais da metade, 58% das aberturas de capital do período total observado. Este ano foi histórico para a bolsa, pois após a estabilização econômica em 1994 nunca se observou um volume tão grande de IPOs. O destaque é para os segmentos de Construção Civil e Bancos, onde construtoras e bancos médios<sup>22</sup> correspondem a 42% das emissões no ano (14 construtoras e 10 bancos). No que tange a governança corporativa, deste ponto em diante temos um padrão das emissões sendo todas realizadas no maior nível de governança possível, as BDRs no nível 3, as UNITs no nível 2 e as demais companhias no Novo Mercado, vale observar que os bancos por questão estratégica de controle acionário ofertam ações preferenciais, o que lhes possibilita apenas até o Nível 2.

<sup>20</sup> Incorporada pela Duratex e passando a ser listada sob o código DTEX3

<sup>21</sup> Houve uma fusão entre as duas empresas passando a ser listada como BVMF3 em 20/08/08

<sup>22</sup> Não existe uma classificação específica quanto ao tamanho das instituições bancárias, mas se convencionou na mídia a classificar os bancos de atuação segmentada ou regional como pequenos e médios e os bancos múltiplos de atuação nacional como grandes bancos.



Quadro 5: IPOs em 2008

<b>Empresa</b>	<b>Setor</b>	<b>Segmento</b>	<b>Código</b>	<b>Gov.</b>
HYPERMARCAS	Consumo não Cíclico	Produtos Diversos	HYPE3	NM
LE LIS BLANC	Consumo Cíclico	Tecidos, Vestuário e Calçados	LLIS3	NM
OGX PETRÓLEO	Petróleo, Gás e Biocomb.	Exploração e/ou Refino	OGXP3	NM
<b>Total: 3</b>				

Fonte: Elaboração própria à partir de dados da CVM e BMF&Bovespa

O ano de 2008 em forte contraste com o período imediatamente anterior apresenta a menor quantidade de IPOs do período estudado com apenas 3, o que representa 2,8% do total, sendo a última a da OGX em 13 de junho.

Este ano também foi marcado por uma grave crise global que provocou quedas generalizadas nos mercados mundiais. No entanto é importante destacar que o topo histórico do IBOVESPA é verificado em maio e até este mês no ano anterior já haviam ocorrido 20 novas emissões.

Quadro 6: IPOs em 2009

<b>Empresa</b>	<b>Setor</b>	<b>Segmento</b>	<b>Código</b>	<b>Gov.</b>
CIELO <sup>23</sup>	Financeiro e Outros	Serviços Financeiros Diversos	CIEL3 <sup>11</sup>	NM
TIVIT	Tecn. da Informação	Programas e Serviços	TVIT3	NM
SANTANDER	Financeiro e Outros	Bancos	SANB11	N2
CETIP S/A	Financeiro e Outros	Serviços Financeiros Diversos	CTIP3	NM
DIRECIONAL ENGENHARIA	Construção e Transp.	Construção Civil	DIRR3	NM
FLEURY	Consumo não Cíclico	Serv.Méd.Hosp.,Anál. e Diag.	FLRY3	NM
<b>Total: 6</b>				

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CVM e BMF&Bovespa

2009 foi caracterizado como um ano de recuperação para a bolsa e isto se reflete no mercado de IPOs com 6 emissões à partir do segundo semestre. Do ponto de vista dos segmentos das empresas retornamos aquela diversificação observada em 2005, Com relação ao nível de governança se mantém nos critérios mais altos como observado anteriormente.

<sup>23</sup> A Visanet ou Companhia Brasileira de Meios de Pagamento sob o código VNET3 a partir de 10/11/2009 passou a ser denominada Cielo e a ser listada como CIEL3

Quadro 7: IPOs em 2010 (até abril)

<b>Empresa</b>	<b>Setor</b>	<b>Segmento</b>	<b>Código</b>	<b>Gov.</b>
ALIANSCCE SHOP. CENTERS	Financeiro e Outros	Exploração de Imóveis	ALSC3	NM
MULTIPLUS	Consumo Cíclico	Programas de Fidelização	MPLU3	NM
BR PROPERTIES	Financeiro e Outros	Exploração de Imóveis	BRPR3	NM
OSX BRASIL	Petróleo, Gás e Biocomb.	Máquinas e Equipamentos	OSXB3	NM
PRIMAV E CORODOVIAS	Construção e Transp.	Exploração de Rodovias	ECOR3	NM
MILLS ESTRUTURAS	Construção e Transp.	Serviços Diversos	MILS3	NM
JULIO SIMÕES LOGISTICA	Construção e Transp.	Transporte Rodoviário	JSLG3	NM
<b>Total: 7</b>				

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CVM e BMF&Bovespa

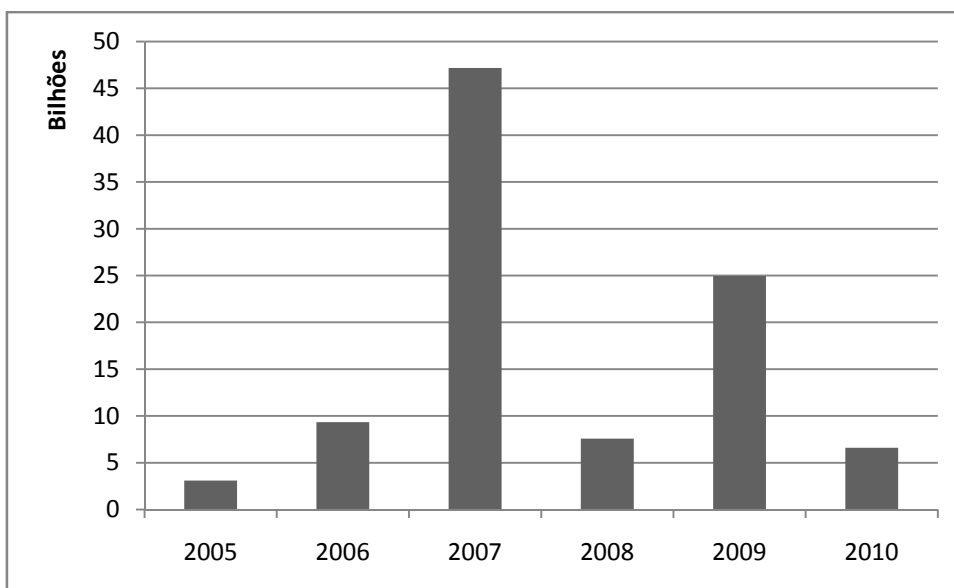
Se em 2009 foi registrada a recuperação dos mercados e se refletiu no número dos IPOs a partir do segundo semestre, o ano corrente de 2010 mostra o fortalecimento dessa tendência de recuperação, pois até abril que é o período compreendido por nossa amostra observamos 7 emissões, um número superior ao observado nos dois anos anteriores.

## 5.2 Volumes de captação nas ofertas iniciais

Uma preocupação recorrente acerca do mercado de capitais é o questionamento com relação ao mercado primário e secundário. O primeiro é de importância fundamental para o financiamento das companhias enquanto o segundo é importante para que haja liquidez aos investidores. Nesta seção destacaremos e avaliaremos o volume de recursos captados pelas empresas compreendidas em nosso período de estudo. Estão contabilizados aqui os valores captados no momento do IPO totalizando o número de ações colocadas no mercado nos lotes iniciais e suplementares (quando ofertados) e o montante é dado pela quantidade multiplicada pelo valor da ação no momento da oferta.

O gráfico a seguir resume o volume total anualizado e na seqüência de quadros temos os valores referentes a cada emissão e os montantes totais anuais.

Figura 6: Volume de captação dos IPOs no período 2005-2010 (R\$ bilhões)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CVM e BMF&Bovespa

O volume total captado no período foi de R\$98,7 bilhões e a média de captação foi de R\$520 milhões excluindo as 6 captações acima de R\$2 bilhões. Se observa que no ano de 2009 a despeito de haver um volume 4 vezes maior que em 2006 houveram apenas 6 IPOs como vimos na seção anterior, mas as captações do Santander e Visanet sozinhas representam 90% do volume anual o que pode enviesar uma observação primária

Quadro 8: Volume de captação IPOs em 2005

Empresa	Segmento	Data	Total R\$
RENAR MAÇAS	Agricultura	28/02/05	16.000.000
SUBMARINO	Produtos Diversos	30/03/05	135.125.000
TAM	Transporte Aéreo	28/02/05	437.453.100
EDP ENERGIAS DO BRASIL	Energia Elétrica	13/07/05	1.170.132.696
OBRASCON HUARTE LAIN	Exploração de Rodovias	15/07/05	135.000.000
COSAN	Açúcar e Alcool	18/11/05	885.767.328
UNIVERSO ONLINE	Programas e Serviços	15/12/05	322.972.416
<b>Total:</b>			<b>3.102.450.540</b>

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CVM e BMF&Bovespa

O ano de 2005 apresenta uma distribuição normal com relação ao volume de captação das empresas. Em valores absolutos é o menor do período da amostra.

Quadro 9: Volume de captação IPOs em 2006

Empresa	Segmento	Data	Total R\$
COPASA	Água e Saneamento	08/02/06	813.461.524
VIVAX SA	Televisão por Assinatura	08/02/05	58.800.000
GAFISA	Construção Civil	17/02/06	494.394.000
COMPANY SA	Construção Civil	02/03/06	208.000.000
TOTVS S.A	Programas e Serviços	09/03/06	344.800.000
CSU CARDSYSTEM	Serviços Diversos	02/05/06	100.288.746
EQUATORIAL ENERGIA	Energia Elétrica	03/04/06	185.600.000
BRASILAGRO	Exploração de Imóveis	01/05/06	583.200.000
LUPATECH	Motores, Compressores e Outros	15/05/06	155.048.674
GP INVESTMENTS, LTD	Gestão de Recursos e Invest.	01/06/06	741.322.814
DATASUL	Programas e Serviços	02/06/06	173.302.308
MMX MINERAÇÃO	Minerais Metálicos	24/07/06	1.183.362.070
ABYARA	Construção Civil	27/07/06	188.312.500
MEDIAL SAUDE	Serv.Méd.Hosp.,Anál. e Diagnósticos	22/09/06	474.075.000
KLABIN SEGALL	Construção Civil	09/10/06	375.487.500
SANTOS-BRASIL SA	Serviços de Apoio e Armazenagem	13/10/06	961.488.159
BRASCAN	Construção Civil	23/10/06	940.000.000
PROFARMA	Medicamentos	26/10/06	310.500.000
TERNA PARTICIPAÇÕES	Energia Elétrica	27/10/06	417.780.342
BRASIL ECODIESEL	Exploração e/ou Refino	22/11/06	378.932.220
ODONTOPREV	Serv.Méd.Hosp.,Anál. e Diagnósticos	01/12/06	186.200.000
POSITIVO	Computadores e Equipamentos	11/12/06	65.800.000
<b>Total: 22</b>		<b>Total:</b>	<b>9.340.155.857</b>

Fonte: Elaboração própria à partir de dados da CVM e BMF&Bovespa

O destaque no ano de 2006 é para a estreia das empresas do grupo EBX do notório Eike Batista, que captou valor superior a R\$1 bilhão com a mineradora MMX.

Quadro 10: Volume de captação IPOs em 2007

<b>Empresa</b>	<b>Segmento</b>	<b>Data</b>	<b>Total R\$</b>
PDG REALTY	Construção Civil	26/01/07	483.000.000
RODOBENS	Construção Civil	31/01/07	448.500.000
CAMARGO CORREA	Construção Civil	31/01/07	556.800.000
TECNISA	Construção Civil	01/02/07	649.999.987
IGUATEMI	Exploração de Imóveis	07/02/07	548.677.440
SÃO MARTINHO	Açúcar e Álcool	12/02/07	260.000.000
GVT	Telefonia Fixa	16/02/07	1.076.400.000
ANHANGUERA EDU.	Serviços Educacionais	18/02/07	360.000.000
JBS S.A.	Carnes e Derivados	29/03/07	1.200.000.000
BANCO PINE	Bancos	02/04/07	356.859.900
EVEN CONSTRUTORA	Construção Civil	02/04/07	460.000.000
BR MALLS	Exploração de Imóveis	05/04/07	696.070.665
JHSF PARTICIPAÇÕES	Construção Civil	12/04/07	432.400.000
FERTILIZANTES HERINGER	Fertilizantes e Defensivos	12/04/07	203.163.056
METALFRIO	Equipamentos Elétricos	13/04/07	302.280.500
BEMATECH	Computadores e Equipamentos	19/04/07	270.000.030
CR2 EMPREENDIMENTOS	Construção Civil	23/04/07	353.711.240
AGRA	Construção Civil	26/04/07	752.348.515
BANCO SOFISA	Bancos	02/05/07	497.336.256
CREMER	Medicamentos e Outros Prod.	30/04/07	210.000.000
WILSON SONS LIMITED	Serviços de Apoio e Armazenagem	30/04/07	261.470.000
TARPON INVESTIMET	Gestão de Recursos e Invest.	31/05/07	461.725.000
INPAR	Construção Civil	06/06/07	756.000.000
PARANA BANCO	Bancos	03/07/07	604.800.000
SLC AGRICOLA	Agricultura	15/06/07	308.000.000
LOG-IN LOGISTICA	Transporte Hidroviário	21/06/07	443.333.318
EZ TEC	Construção Civil	22/06/07	542.145.813
BANCO CRUZEIRO DO SUL	Bancos	26/06/07	493.884.979
BANCO DAYCOVAL	Bancos	29/06/07	936.406.104
MARFRIG	Carnes e Derivados	29/06/07	684.250.000
TEGMA LOGISTICA	Transporte Rodoviário	03/06/07	290.228.510
BANCO INDUSVAL	Bancos	26/07/07	227.500.018
REDECARD	Serviços Financeiros Diversos	13/07/07	419.999.985
MINERVA	Carnes e Derivados	20/07/07	436.600.000
BANCO PATAGONIA SA	Bancos	20/07/07	181.425.000
AÇUCAR GUARANI	Açúcar e Álcool	23/07/07	765.621.761
MRV ENGENHARIA	Construção Civil	23/07/07	1.071.155.202
TRIUNFO PARTICIPACOES	Exploração de Rodovias	23/07/07	381.388.720
KROTON EDU.	Serviços Educacionais	23/07/07	395.695.287
BANCO ABC BRASIL	Bancos	26/07/07	599.400.000
SPRINGS GLOBAL	Fios e Tecidos	27/07/07	446.500.000
MULTIPLAN	Exploração de Imóveis	27/07/07	756.546.650
COMPANHIA PROVIDENCIA	Materiais Diversos	27/07/07	468.750.000
GENERAL SHOPPING	Exploração de Imóveis	30/07/07	313.950.000

Quadro 10: Volume de captação IPOs em 2007 25/10/07 Continuação

<b>Empresa</b>	<b>Segmento</b>		<b>Total R\$</b>
BOVESPA HOLDING S.A.	Serviços Financeiros Diversos	26/10/07	6.625.520.875
HELBOR EMPREEND.	Construção Civil	29/10/07	267.327.753
BRASIL BROKERS	Intermediação Imobiliária	29/10/07	304.017.100
AMIL PARTICIPAÇÕES	Serv.Méd.Hosp.,Anál. e Diagnósticos	29/10/07	994.700.000
LAEP INVESTMENTS LTD	Laticínios	31/10/07	507.611.108
BANCO PANAMERICANO	Bancos	19/11/07	777.024.000
BM&F S.A.	Serviços Financeiros Diversos	30/11/07	5.983.696.920
MPX ENERGIA	Energia Elétrica	14/12/07	2.203.819.085
TEMPO PARTICIPAÇÕES	Serv.Méd.Hosp.,Anál. e Diagnósticos	19/12/07	393.750.000
<b>Total: 63</b>		<b>Total:</b>	<b>47.174.604.999</b>

Fonte: Elaboração própria à partir de dados da CVM e BMF&Bovespa

2007 foi sem dúvida um ano que merece atenção especial em relação ao volume de captações, primeiramente devido ao recorde histórico com quase R\$50 bilhões, mas também pela abertura de capital de empresas de peso e com captações próximas a R\$6 bilhões no caso da BM&F e da Bovespa Holding que foi recorde de IPO até o momento, juntas estas 2 empresas que depois em 2008 viriam a se fundir e formar uma das maiores bolsas do mundo em valor de mercado captaram o equivalente a 27% do total no ano.

Os setores que destacamos no item anterior como em número de IPOs não apresentam resultado tão expressivos quanto ao volume. Somados os valores de todos os 14 bancos e 10 construtoras superamos por pouco o montante dos IPOs da BM&F e Bovespa Holding juntas, dadas as devidas proporções quanto ao tamanho das empresas. O segmento de bancos totalizou R\$5,17 bilhões o que representa 11% do total do período e o segmento de construtoras totalizou R\$7,785 bilhões o equivalente a 16,5% do total do período.

Mais uma vez uma empresa no grupo EBX estreia com um volume considerável de captação, a MPX do segmento de energia elétrica captou R\$2,2 bilhões, praticamente o dobro da sua “irmã” MMX no ano anterior.

Se considerarmos que um mês possui em média 22 dias de pregão, nós temos a impressionante média de um IPO a cada 4 dias aproximadamente.

O ano de 2007 encerra como um período de exuberância e euforia que se reflete tanto no número, quanto aos valores de captação das empresas.

Quadro 11: Volume de captação IPOs em 2008

<b>Empresa</b>	<b>Segmento</b>	<b>Data</b>	<b>Total R\$</b>
HYPERMARCAS	Produtos Diversos	18/04/08	699.911.097
LE LIS BLANC	Tecidos, Vestuário e Calçados	29/04/08	169.425.000
OGX PETRÓLEO	Exploração e/ou Refino	13/06/08	6.711.662.763
<b>Total: 3</b>		<b>Total:</b>	<b>7.580.998.860</b>

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CVM e BMF&Bovespa

O ano de 2008 é de forte contraste como já foi dito anteriormente o volume das captações não foi muito diferente e até superou o ano de 2006 devido ao IPO da empresa OGX Petróleo que captou R\$6,7 bilhões ou o equivalente a 88,5% do período superando o recorde anterior que pertencia a Bovespa Holding. A abertura de capital da OGX com forte valorização marca o final de um período que se sucede pela grave crise global.

Quadro 12: Volume de captação IPOs em 2009

<b>Empresa</b>	<b>Segmento</b>	<b>Data</b>	<b>Total R\$</b>
CIELO	Serviços Financeiros Diversos	26/06/09	8.397.208.920
TIVIT	Programas e Serviços	28/09/09	660.751.680
SANTANDER	Bancos	07/10/09	14.100.000.000
CETIP S/A	Serviços Financeiros Diversos	28/10/09	881.373.038
DIRECIONAL ENGENHARIA	Construção Civil	19/11/09	273.999.999
FLEURY	Serv.Méd.Hosp.Anál. Diagnósticos.	17/12/09	630.233.120
<b>Total: 6</b>		<b>Total:</b>	<b>24.943.566.757</b>

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CVM e BMF&Bovespa

Após uma rápida recuperação, mas ainda a níveis inferiores aos de 2008 se passa mais de um ano desde o IPO da OGX em junho do ano anterior. O retorno à “safra” de IPOs na BMF&Bovespa se dá de maneira triunfal com o lançamento da Visanet que capta nada menos que R\$8,4 bilhões e depois é superada em outubro com a maior captação da história, a do banco espanhol Santander com R\$14 bilhões em outubro de 2009.

Quadro 13: Volume de captação IPOs em 2009 (até abril)

<b>Empresa</b>	<b>Segmento</b>	<b>Data</b>	<b>Total R\$</b>
ALIANSCCE SHOP. CENTERS	Exploração de Imóveis	29/01/10	450.000.000
MULTIPLUS	Programas de Fidelização	05/02/10	723.856.000
BR PROPERTIES	Exploração de Imóveis	08/03/10	817.579.100
OSX BRASIL	Máquinas e Equipamentos	22/03/10	2.817.960.000
PRIMAV E CORODOVIAS	Exploração de Rodovias	01/04/10	874.000.000
MILLS ESTRUTURAS	Serviços Diversos	16/04/10	425.925.926
JULIO SIMÕES LOGISTICA	Transporte Rodoviário	22/04/10	494.511.624
<b>Total: 7</b>		<b>Total:</b>	<b>6.603.832.650</b>

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CVM e BMF&Bovespa

Consolidando o movimento iniciado no segundo semestre de 2009, o ano corrente de 2010 mostra uma retomada no número de IPOs, mas nada muito expressivo com relação ao volume de captações.

Se pudermos destacar algo neste período é o mais recente IPO de uma empresa do grupo EBX, a do estaleiro OSX a ser instalada no município de Biguaçu vizinho a Florianópolis – SC, mas desta vez o volume de captação ficou muito aquém das outras empresas do grupo e abaixo das expectativas da empresa que desistiu de oferecer os lotes suplementares e optou por recorrer a linhas de financiamento do BNDES.

### **5.3 Análises dos retornos em uma estratégia especulativa nos IPOs**

Em um momento de euforia e profusão de aberturas de capital onde se observa diversos retornos positivos é natural que os investidores de varejo voltem suas atenções para tal modalidade e passem a operar nas mesmas.

A referência que temos quanto à prática especulativa denominada *spinning* consiste em vender as ações rapidamente ou *spun the IPO* e obter lucro com isso, nos remete ao mercado e autores norte americanos, quando se esperava que o preço fosse subir logo na abertura passaram a ser apelidados de *hot IPO*. Segundo Loughran and Ritter (2004) o comportamento de vender as ações logo no primeiro dia de negociação começou a interferir até nas decisões empresariais uma vez que os executivos das companhias recebiam grandes lotes dessas ações e as colocavam no mercado no momento de abertura do mercado. O retorno histórico no primeiro dia estava na casa



dos 7% na década de 1980-89 passou a 15% entre 1990-1998, explodindo para 65% no auge da bolha das empresas de tecnologia em 1999-2001 e caindo para 12% durante 2001-2008.

No Brasil não existe bibliografia quanto ao assunto, mas no jargão de mercado passou a se conhecer a prática de participar do período de reserva no IPO e vender as ações logo nos primeiros dias como *flipping* e em um neologismo se costuma dizer que “flipou” no IPO.

Vejamos então qual o comportamento dos IPOs no primeiro dia de negociação para que possamos estimar o potencial de retorno de tal operação para o investidor de varejo. Nossa análise se dá caso a caso por comparação do preço de oferta das ações (IPO), o preço de abertura, mínima, máxima e fechamento. O número de negócios indica claramente o comportamento especulativo sobre o papel, mas lembrando que grandes oscilações e alta liquidez atraem os chamados *day traders*<sup>24</sup>. Por último destacamos se houve e de quanto foi o rateio dos pedidos de reserva, pois este é um limitante para o valor<sup>25</sup> da operação quando existir<sup>26</sup>.

Quadro 14: Variação do preço no primeiro dia de pregão - 2005

Empresa	Código	Rateio R\$	IPO R\$	Abertura	Mínimo	Máximo	Fecham.	Negócios
RENAR	RNAR3	N/D	1,60	4,38%	1,25%	5,62%	1,25%	513
SUBMARINO	BTOW3	N/D	21,62	6,85%	-1,02%	6,85%	0,00%	1.561
TAM	TAMM4	N/D	18,00	2,32%	2,32%	7,16%	7,16%	609
EDP	ENBR3	N/D	18,00	6,94%	5,56%	14,44%	11,17%	470
OBRASCON	OHLB3	N/D	18,00	0,00%	-2,17%	1,11%	1,11%	472
COSAN	CSAN3	N/D	48,00	10,42%	10,42%	16,46%	15,83%	6.787
UOL	UOLL4	N/D	18,00	33,33%	15,00%	33,33%	16,67%	9.859

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CVM, Profitchat e Economática

O ano de 2005 apresenta um retorno médio de 8,73% em relação ao preço de abertura e 7,4% ao fechamento. O destaque é para o IPO da UOL que abriu com máxima de 33% de valorização e fechou com o maior retorno no ano 16,67%

<sup>24</sup> Pessoas que operam diferenças entre compra e venda dentro do pregão diário iniciando e finalizando o dia com suas posições zeradas.

<sup>25</sup> Como visto anteriormente o investidor de varejo pode solicitar uma reserva entre R\$3000 e R\$300.000 sendo que a demanda irá definir se haverá rateio.

<sup>26</sup> As informações sobre o rateio só estão disponíveis a partir de 2007

Quadro 15: Variação do preço no primeiro dia de pregão - 2006

Empresa	Código	Rateio R\$	IPO R\$	Abertura	Mínimo	Máximo	Fecham.	Negócios
COPASA	CSMG3	N/D	23,50	1,28%	0,85%	4,98%	4,68%	5.193
VIVAX SA	VVAX11	N/D	24,50	6,08%	3,06%	10,61%	10,61%	4.274
GAFISA	GFSA3	N/D	18,50	18,38%	10,81%	30,27%	29,46%	9.683
COMPANY SA	CPNY3	N/D	16,00	25,00%	16,25%	27,50%	18,75%	6.939
TOTVS S.A	TOTS3	N/D	32,00	3,13%	1,72%	6,25%	6,25%	2.624
CSU	CARD3	N/D	18,00	2,78%	-4,17%	4,39%	-2,78%	5.070
EQUATORIAL	EQTL11	N/D	14,50	16,97%	3,45%	17,24%	16,97%	5.128
BRASILAGRO	AGRO3	N/D	1000,00	0,00%	0,00%	10,00%	10,00%	5
LUPATECH	LUPA3	N/D	22,00	4,59%	0,05%	10,00%	5,95%	7.500
GP INVEST.	GPIV11	N/D	34,27	0,67%	0,00%	1,40%	0,09%	850
DATASUL	DSUL3	N/D	18,00	0,00%	-7,94%	0,00%	-6,67%	2.189
MMX	MMXM3	N/D	815,00	-0,12%	-1,84%	-0,12%	-0,12%	31
ABYARA	ABYA3	N/D	25,00	0,00%	-2,00%	0,04%	0,00%	30
MEDIAL SAUDE	MEDI3	N/D	21,50	0,00%	0,00%	4,65%	2,79%	3.079
KLABIN SEGALL	KSSA3	N/D	15,00	1,33%	-1,13%	2,93%	0,00%	2.347
SANTOS-BRASIL	STBP11	N/D	23,00	6,09%	4,39%	9,57%	7,61%	3.487
BRASCAN	BISA3	N/D	16,00	1,94%	0,69%	9,38%	6,25%	6.858
PROFARMA	PFRM3	N/D	22,50	6,71%	3,82%	9,91%	9,91%	3.774
TERNA	TRNA11	N/D	21,00	7,62%	7,24%	11,86%	9,05%	6.175
ECODIESEL	ECOD3	N/D	12,00	5,83%	-0,83%	7,00%	-0,83%	5.003
ODONTOPREV	ODPV3	N/D	28,00	11,11%	10,79%	17,29%	15,68%	7.174
POSITIVO	POS13	N/D	23,50	2,13%	-1,49%	4,17%	-1,49%	7.315

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CVM, Profitchat e Económica

O ano de 2006 apresenta uma assimetria grande com relação aos retornos observados. O retorno médio com relação ao preço de abertura foi de 5,32% e em relação ao fechamento 6,15%. Houve IPOs com retorno negativo como o da Datasul que já abriu o pregão zerada e fechou com variação de -6,67%, mas em contraponto a temos o desempenho da Gafisa, com abertura de 18,38% e fechamento próximo à máxima com ganho de 28,46% o recorde observado para uma estréia na bolsa até o momento.

Com uma série de operações positivas o investimento em IPOs começou a se popularizar e se consolidou no próximo período.

Quadro 16: Variação do preço no primeiro dia de pregão - 2007

Empresa	Código	Rateio R\$	IPO R\$	Abertura	Mínimo	Máximo	Fecham.	Negócio
PDG REALTY	PDGR3	6.384,00	14,00	1,43%	-1,36%	1,79%	0,00%	4.966
RODOBENS	RDNI3	2.710,50	19,50	3,23%	3,23%	17,49%	16,67%	8.135
CAMARGO CORREA	CCIM3	2.262,00	14,50	0,00%	0,00%	1,38%	-5,72%	6.971
TECNISA	TCSA3	1.000,00	13,00	10,00%	3,85%	11,46%	3,85%	8.920
IGUATEMI	IGTA3	2.730,00	30,00	11,83%	10,00%	15,00%	12,00%	4.476
SÃO MARTINHO	SMT03	1.400,00	20,00	17,50%	13,10%	19,50%	18,30%	5.033
GVT	GVTT3	5.000,00	18,00	17,39%	16,72%	27,72%	27,22%	11.617
ANHANGUERA	AEDU11	3.006,00	18,00	16,72%	15,56%	21,83%	21,39%	9.359
JBS S.A.	JBSS3	5.000,00	8,00	-0,25%	12,50%	-0,25%	-12,50%	10.339
BANCO PINE	PINE4	2.755,00	19,00	-2,63%	-7,58%	-2,11%	-2,11%	18
EVEN	EVEN3	3.576,50	11,50	-8,78%	11,74%	-1,74%	-3,48%	4.245
BR MALLS	BRML3	4.995,00	15,00	3,33%	1,40%	6,67%	5,33%	6.754
JHSF	JHSF3	5.000,00	8,00	0,63%	0,12%	4,88%	3,75%	3.274
HERINGER	FHER3	3.298,00	17,00	-5,88%	-5,88%	3,18%	0,29%	4.237
METALFRIO	FRIO3	2.983,00	19,00	3,68%	2,89%	7,89%	7,89%	4.931
BEMATECH	BEMA3	3.945,00	15,00	8,67%	3,87%	16,00%	12,07%	6.781
CR2	CRDE3	Não	20,00	-5,00%	-5,00%	-0,80%	-5,00%	2.046
AGRA	AGIN3	Não	8,50	5,88%	1,29%	7,06%	6,47%	4.803
BANCO SOFISA	SFSA4	37.968,00	12,00	2,50%	4,17%	12,50%	11,67%	4.990
CREMER	CREM3	24.605,00	17,50	-0,80%	-0,80%	4,00%	1,49%	3.959
WILSON SONS	WSON11	17.700,00	23,77	3,07%	0,97%	4,12%	0,97%	5.436
TARPON	TARP11	4.136,00	22,00	0,00%	-0,91%	2,14%	0,00%	4.199
INPAR	INPR3	5.000,00	17,50	0,34%	-0,51%	2,29%	0,34%	4.766
PARANA BANCO	PRBC4	4.928,00	14,00	-3,57%	-9,64%	-3,57%	-7,14%	44
SLC AGRICOLA	SLCE3	5.000,00	14,00	0,93%	0,00%	3,29%	1,43%	4.924
LOG-IN	LOGN3	2.508,00	14,25	6,67%	9,12%	17,54%	14,81%	13.540
EZ TEC	EZTC3	4.994,00	11,00	1,82%	-8,64%	2,00%	-4,55%	3.711
CRUZEIRO DO SUL	CZRS4	Não	15,50	-4,84%	-6,32%	-2,00%	-3,81%	3.989
DAYCOVAL	DAYC4	153.748,00	17,00	3,53%	1,18%	5,29%	2,06%	5.222
MARFRIG	MRFG3	Não	17,00	0,29%	0,29%	8,24%	7,71%	2.794
TEGMA	TGMA3	5.000,00	26,00	0,77%	0,77%	4,23%	1,92%	3.722
INDUSVAL	IDVL11	Não	140,00	0,00%	0,00%	2,14%	2,14%	272
REDECARD	RDCD3	68.472,00	27,00	22,22%	18,52%	29,56%	24,07%	21.953
MINERVA	BEEF3	2.997,00	18,50	3,78%	1,08%	4,54%	3,78%	6.616
PATAGONIA	BPAT11	1.209,50	48,38	4,38%	0,04%	4,38%	4,38%	192
GUARANI	ACGU3	4.995,00	13,50	-3,63%	-5,11%	-1,85%	-2,96%	4.633
MRV	MRVE3	4.992,00	26,00	19,23%	19,23%	20,04%	19,23%	11.124
TRIUNFO	TPIS3	Não	9,50	0,00%	-3,47%	0,53%	0,00%	3.224
KROTON EDU.	KROT11	19.890,00	39,00	12,05%	10,38%	15,59%	13,28%	2.585
BANCO ABC	ABCB4	152.806,50	13,50	-0,96%	-2,89%	0,74%	0,74%	59
SPRINGS GLOBAL	SGPS3	4.997,00	19,00	0,00%	-0,47%	2,63%	1,58%	4.503
MULTIPLAN	MULT3	3.900,00	25,00	-3,96%	-7,60%	-0,60%	-4,00%	8.476
PROVIDENCIA	PRVI3	4.665,00	15,00	-3,67%	-9,33%	0,40%	0,00%	4.899

Quadro 16: Variação do preço no primeiro dia de pregão - 2007

Continuação

Empresa	Código	Rateio R\$	IPO R\$	Abertura	Mínimo	Máximo	Fecham.	Negócios
GENERAL SHOPPING	GSHP3	4.998,00	14,00	0,00%	0,00%	1,50%	0,00%	3.738
ESTACIO	ESTC3	4.860,00	22,50	-1,78%	-3,56%	2,89%	-1,07%	4.949
COSAN LIMITED	CZLT11	N/D	21,05	-4,99%	-6,41%	0,29%	0,29%	636
SATIPEL - DURATEX	DTEX3	4.992,00	13,00	-5,00%	-6,15%	-0,77%	-4,54%	4.303
SUL AMERICA	SULA11	3.441,00	31,00	0,00%	-2,42%	2,52%	-1,29%	4.730
BIC BANCO	BICB4	Não	11,5	17,39%	13,04%	20,43%	13,04%	41
TRISUL S/A	TRIS3	Não	11,00	0,91%	-0,09%	2,18%	1,00%	1.968
TENDA	TEND3	4.995,00	9,00	2,22%	-1,44%	2,67%	0,00%	5.924
SEB	SEBB11	Não	33,00	-1,00%	-8,64%	-1,00%	-8,64%	1.360
MARISA	MARI3	3.420,00	10,00	-3,50%	-5,00%	4,70%	2,50%	8.277
AGRENCO	AGEN11	Não	10,40	-13,46%	18,08%	-2,88%	-14,23%	1.438
BOVESPA HOLDING	BOVH3	12.098,00	23,00	39,13%	26,13%	53,61%	52,13%	54.059
HELBOR	HBOR3	Não	11,00	0,00%	-1,82%	2,27%	0,00%	830
BRASIL BROKERS	BBRK3	Não	950,00	0,00%	0,00%	20,53%	13,68%	147
AMIL	AMIL3	Não	14,00	0,07%	0,07%	21,00%	16,21%	6.590
LAEP	MILK11	Não	7,50	-6,80%	10,00%	-0,27%	-6,27%	845
PANAMERICANO	BPNM4	3.280,00	10,00	-5,50%	-8,70%	-0,50%	-7,80%	9.815
BM&F	BMEF3	1.820,00	20,00	25,00%	20,50%	30,00%	22,00%	58.313
MPX	MPXE3	100.663,00	1.006,63	0,00%	-0,66%	1,33%	0,04%	197
TEMPO	TEMP3	Não	7,00	-4,57%	-9,43%	-2,14%	-2,14%	3.287

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CVM, Profitchat e Economatica

O ano de 2007 que engloba grande parte das observações em nossa amostra também é o ano de melhor resultado para os *flippers*, diversas empresas apresentaram resultados muito acima da média que ficou em 7,11% na abertura e 11,23% no fechamento.

O aumento do número de investidores e a popularização dos *home brokers* tem reflexo direto no número de negócios, passando da casa dos 50 mil nos IPOs da Bovespa e da BM&F.

A abertura de capital da Bovespa Holding merece atenção especial, dados os números superlativos envolvidos, além de uma grande captação como vimos no item anterior, a valorização do papel no primeiro dia de negociação foi histórica, abrindo com alta de 39,13% e fechando com o recorde histórico de valorização de 52,13%.

A demanda pelos IPOs chega a seu máximo e o reflexo está no número cada vez mais freqüente de rateios e com valores bastante reduzidos. A estratégia especulativa dos investidores individuais é notada pelo mercado e são criados mecanismos para tentar conter este comportamento e beneficiar os investidores de longo prazo ou ao

menos que mantivessem suas posições por um período maior que o dia da abertura. Nos IPOs da Bovespa e da BM&F os investidores de varejo foram divididos em 2 grupos: “Com prioridade de alocação” e “Sem prioridade de alocação”, no momento da reserva o investidor deveria se declarar com prioridade de reserva e para satisfazer essa condição de prioridade foram levados em consideração a sua participação em 4 ofertas recentes anteriores: General Shopping, Cosan Limited, Satipel e Sul América. Para ser considerado prioritário o investidor que participou de alguma dessas ofertas deveria possuir mais de 80% da posição solicitada na reserva no momento da liquidação financeira<sup>27</sup> da operação, caso não houvesse participado de nenhuma delas também seria considerado prioritário. Este subterfúgio fez toda diferença para os investidores de varejo já que os que não foram considerados prioritários acabaram ficando de fora do rateio das ofertas dada a enorme demanda no período de reserva.

Quadro 16: Variação do preço no primeiro dia de pregão - 2007

Empresa	Código	Rateio R\$	IPO R\$	Abertura	Mínimo	Máximo	Fecham.	Negócios
HYPERMARCAS	HYPE3	2.992,00	17,00	-0,88%	-6,76%	-0,29%	-1,76%	9.170
LE LIS BLANC	LLIS3	Não	6,75	-11,11%	-20,00%	-11,11%	-20,00%	673
OGX	OGXP3	Não	1.131,00	18,92%	8,31%	18,92%	8,31%	4.768

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CVM, Profitchat e Economatica

O ano de 2007 marcado por poucas ofertas começa com um retorno negativo no caso da Hypermecas e segue com um péssimo desempenho no caso da Le Lis Blanc abriu em forte queda de -11,11% e fechando com acúmulo de -20,00% em relação ao preço da oferta. O número reduzido de negócios é reflexo do tamanho da companhia (receita líquida anual inferior a R\$300 milhões), mas também pelo desempenho negativo, já que o comportamento normal do investidor é manter a posição por um período maior e não realizar o prejuízo tão cedo quanto o lucro. O caso da Le Lis Blanc que ofereceu um grande retorno negativo nos permite concluir que grande parte dos negócios no primeiro dia se dão por conta dos *flipers e day traders*, sendo interessante notar que o papel ofereceu um *spread* de 10% entre o preço de abertura e de fechamento, mas essa possibilidade de ganho não foi suficiente para atrair um número

<sup>27</sup> A liquidação financeira da operação acontece em D+3

muito grande de *day traders*, podemos concluir então que este tipo de operação ocorre muito mais na compra do ativo do que na venda à descoberto<sup>28</sup>.

Por fim temos a abertura da OGX Petróleo do grupo EBX que estréia com valorização, mas a presença de especuladores nesta oferta é muito reduzida devido ao preço das ações definido no *bookbuilding*, R\$1.131 por ação, permitindo que o investidor de varejo investisse a partir de R\$3.393 comprando 3 ações, mas ficando relegado ao mercado fracionário, já que para operar um lote padrão com 100 ações

Quadro 17: Variação do preço no primeiro dia de pregão - 2009

Empresa	Código	Rateio R\$	IPO R\$	Abertura	Mínimo	Máximo	Fecham.	Negócios
CIELO	CIEL3	Não	15,00	13,33%	10,00%	15,67%	11,80%	70.146
TIVIT	TVIT3	15.705,00	15,00	0,00%	-3,33%	1,13%	-3,33%	5.859
SANTANDER	SANB11	3.000,00	23,50	0,00%	-3,74%	0,60%	-3,74%	32.455
CETIP	CTIP3	27.885,00	13,00	-9,23%	-13,77%	-6,54%	-9,54%	7.608
DIRECIONAL	DIRR3	Não	10,50	1,14%	0,95%	2,38%	1,90%	444
FLEURY	FLRY3	17.472,00	16,00	6,25%	5,06%	14,06%	14,06%	5.858

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CVM, Profitchat e Economática

Passada a crise global que paralisou as operações de abertura de capital, o ano de 2009 inicia no fim de junho com a oferta da Visanet<sup>11</sup> que teve além de recorde de captação, recorde também em número de negócios superando a barreira dos 70 mil e performando um desempenho positivo interessante de 13,3% na abertura e 11,8% no encerramento. O IPO da Visanet é um marco neste tipo de operações no tocante a divulgação na mídia e fiscalização por parte da CVM, pois das 77 instituições inicialmente cadastradas para participar da oferta, 22 foram desabilitadas por fazerem divulgação e propaganda sem aprovação prévia da CVM, e dentre essas inabilitadas estavam grandes corretoras de varejo como Ágora, Fator, Intra e XP o que ocasionou o cancelamento de grande parte dos pedidos de reserva dos investidores de varejo. Houve a possibilidade de fazer o pedido por outra instituição desde que nas mesmas quantidades originais, mas o prazo era inferior a uma semana e o tempo hábil para

<sup>28</sup> Via de regra as corretoras permitem que o investidor opere vendido sem possuir a ação em custódia desde que as posições sejam abertas e fechadas no mesmo dia e respeitando os limites dados pela corretora.

abertura de cadastro e conta inviabilizou a participação de quem teve sua corretora desabilitada. O reflexo direto se deu na ausência de rateio na oferta.

Outra abertura de capital que merece atenção é a do banco Santander que foi recorde absoluto de captação, mas que decepcionou quanto ao desempenho, abrindo e fechando na mínima de -3,74 a despeito de ter tido um grande volume de negócios. As regras para divulgação e participação dos IPOs se tornam mais rígidas, a divulgação por parte das corretoras passa a ser padronizada e muito mais discreta e as reservas por parte dos investidores de varejo passam a ser limitadas a uma por CPF quando anteriormente eram por conta.

Quadro 18: Variação do preço no primeiro dia de pregão - 2010

Empresa	Código	Rateio R\$	IPO R\$	Abertura	Mínimo	Máximo	Fecham.	Negócios
ALIANSC SHOP.								
CENTERS	ALSC3	Não	9,00	-2,78%	-5,00%	-1,22%	-2,56%	1.262
MULTIPLUS	MPLU3	Não	16,00	-9,38%	12,13%	-0,94%	-0,94%	4.487
BR PROPERTIES	BRPR3	Não	13,00	-0,08%	-3,46%	-0,08%	-2,31%	1.342
OSX BRASIL	OSXB3	Não	800,00	-6,25%	-15,00%	-5,00%	-12,50%	1.941
PRIMAV	ECOR3	299.991,50	9,50	0,00%	-2,11%	1,89%	0,00%	3.773
MILLS	MIL3	299.989,00	11,50	0,00%	-0,78%	1,74%	1,22%	1.684
JULIO SIMÕES	JSLG3	Não	8,00	0,00%	-3,75%	1,13%	0,00%	582

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CVM, Profitchat e Economática

O ano de 2010 até o momento não teve nenhum IPO relevante e os retornos no primeiro dia de negociação foram os piores do período observado (com exceção de 2007) acumulando perdas médias de -2,7% na abertura e -2,53% no fechamento.

A oferta da OSX fica muito aquém das valorizações obtidas pelas outras empresas do grupo e termina o primeiro pregão com desvalorização de -12,5%

## 5.4 Análises dos retornos em uma estratégia tradicional nos IPOs

Ao contrário do item anterior onde o investidor busca apenas o lucro por operação em uma estratégia especulativa, analisaremos a seguir uma estratégia mais tradicional conhecida também como *buy and hold* (comprar e segurar).

Estaremos considerando apenas o preço das ações e não os eventuais desdobramentos para podermos mensurar a rentabilidade daquele investidor que comprou o papel no IPO e o manteve em carteira sendo possível comparar o preço de lançamento ao preço posterior nos diversos tempos. Em virtude do preço não ajustado utilizado em nossa planilha de cálculo não corresponder à cotação de mercado no tempo  $t$  coletado nos pontos de comparação, omitiremos<sup>29</sup> aqui as cotações e apresentaremos a variação média aritmética dos IPOs agrupados em seu ano de lançamento, em comparativo com o desempenho do Índice Bovespa no mesmo período. As variações foram agrupadas com intenção de minimizar o viés na comparação temporal, uma vez que uma ação lançada exatamente 1 ano antes do ponto de máxima do Ibovespa, na rentabilidade acumulada no período teria uma discrepância muito grande em relação a uma ação lançada 5 meses após onde a rentabilidade acumulada durante 1 ano coincidiria com o ponto de mínima.

Os pontos escolhidos para comparação são 3. O primeiro compara o preço da ação desde o IPO até 20/05/2008 que é o topo<sup>30</sup> histórico do Ibovespa, a seguir temos 27/10/2008 que é o fundo<sup>31</sup> da crise de 2008 e por final 9/04/2010 que é a data final disponível no momento da coleta dos dados, sempre considerando o preço do IPO com a cotação da data selecionada.

Quadro 18: Desempenho dos IPOs lançados em 2005 e a variação do Ibovespa

	20/05/2008	27/10/2008	9/04/2010
IPOs 2005	97,79%	-6,83%	63,52%
IBOV	191%	20,50%	96%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Economática e Profitchart

<sup>29</sup> As cotações podem ser encontradas nos Anexos

<sup>30</sup> Período de maior valorização nas ações do Índice Bovespa

<sup>31</sup> Período de menos valorização após o ponto de máxima.



Quadro 19: Desempenho dos IPOs lançados em 2006 e a variação do Ibovespa

	<b>20/05/2008</b>	<b>27/10/2008</b>	<b>9/04/2010</b>
<b>IPOs 2006</b>	55,68%	-46,70%	37,62%
<b>IBOV</b>	107,69%	-7,35%	80,25%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Economática e Profitchart

Quadro 20: Desempenho dos IPOs lançados em 2007 e a variação do Ibovespa

	<b>20/05/2008</b>	<b>27/10/2008</b>	<b>9/04/2010</b>
<b>IPOs 2007</b>	-2,76%	-63,89%	-13,47%
<b>IBOV</b>	47,50%	-32,60%	42,55%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Economática e Profitchart

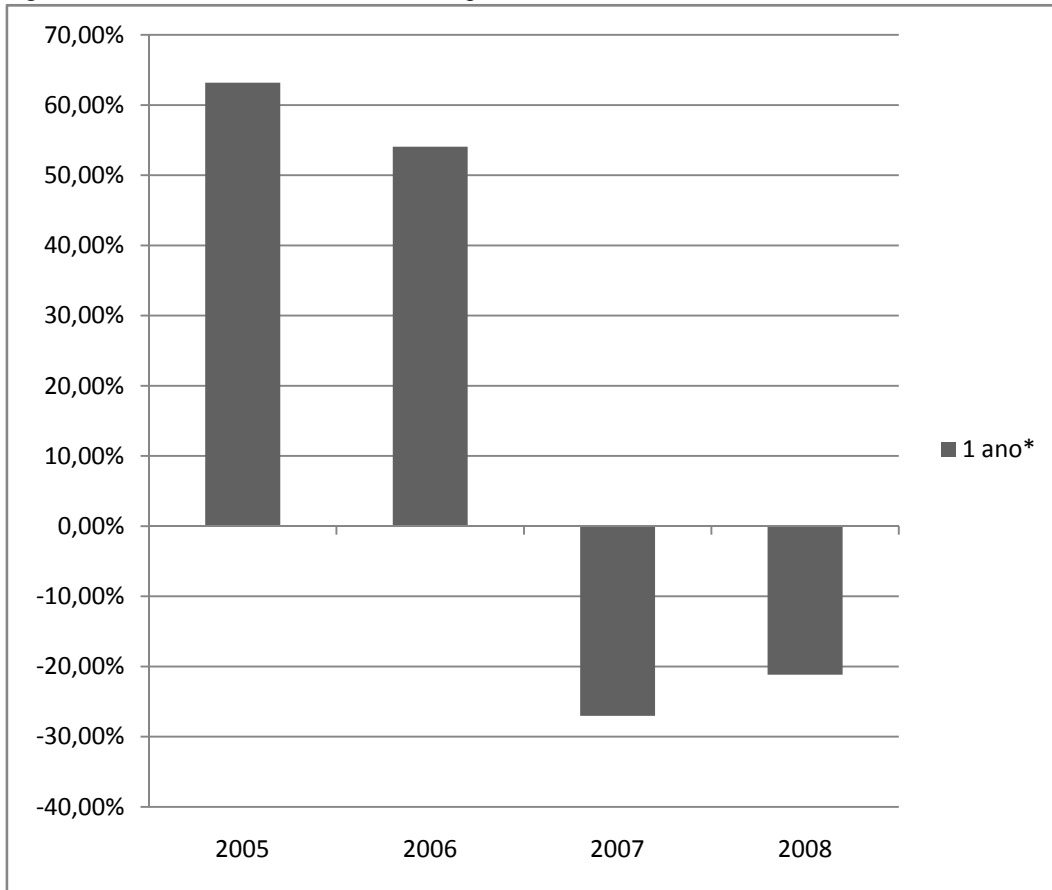
Quadro 21: Desempenho dos IPOs lançados em 2008 e a variação do Ibovespa

	<b>9/04/2010</b>
<b>IPOs 2008</b>	37,62%
<b>IBOV</b>	80,25%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Economática e Profitchart

Podemos verificar que o desempenho médio dos IPOs fica sempre aquém do Ibovespa em todos os períodos. Via de regra os IPOs valorizaram menos que o Ibovespa nos períodos de alta e desvalorizaram mais que o Ibovespa no período de baixa. Esta tendência fica muito evidente quando analisamos o ano de 2007, período de *boom* dos IPOs, onde houve desvalorização dos papéis até o topo histórico -2,76% contra uma valorização de 47,50% do Ibovespa no mesmo período, demonstrando que as ações no momento do seu lançamento já estavam sobrevalorizadas.

Figura 7: Rentabilidade média acumulada após 1 ano



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Economática e Profitchart

A figura acima apresenta a rentabilidade média dos IPOs referentes ao seu ano de lançamento com a variação acumulada até 1 ano, o objetivo é poder comparar a rentabilidade anual de um investimento qualquer, medida esta muito utilizada para aplicações financeiras em bancos comerciais.

Mais uma vez temos a tendência de desvalorização quando chegamos no ano de 2007 e se repetindo no IPOs lançados em 2008.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Vivemos atualmente um momento de estabilidade econômica onde cada vez mais a atenção se volta ao mercado de capitais. Do ponto de vista institucional como a maneira mais de custo mais baixo para captação de novos recursos e do ponto de vista do investidor individual como uma alternativa à renda fixa, onde embora ainda tenhamos a mais alta taxa de juros do mundo, entendemos que sua tendência é declinante no longo prazo.

A BM&FBovespa lançou uma recente campanha com o objetivo de aumentar o número de CPFs cadastrados que hoje é de cerca de 550 mil para nada menos que 5 milhões em 10 anos. Estima-se que haja hoje no país cerca de 500 empresas médias com faturamento entre R\$100 e R\$500 milhões com alto potencial para abertura de capital.

Dentro deste cenário a oferta de IPOs deve ser sem dúvida abundante na próxima década, haja visto que os volumes transacionados na bolsa vem quebrando sucessivos recordes, nos recuperamos da crise recente com notável rapidez e já estamos a caminho de testar novamente o topo histórico do Ibovespa, no entanto o número de empresas listadas e investidores individuais ainda não atingiu o número máximo observado no passado.

Nossos objetivos tanto gerais como específicos puderam ser alcançados, partindo de uma imersão no processo acerca de uma abertura de capital e os procedimentos necessários tanto para a empresa como para o investidor, passando pelas companhias que fizeram ofertas no período analisado e chegando a uma análise pontual das operações de *flipping* e rentabilidade acumulada por períodos. Pudemos observar que a evidência empírica estava correta, do ponto de vista do investidor individual a estratégia de operar em IPOs é no mínimo bastante arriscada, mas podendo trazer retornos consideráveis na estratégia especulativa, comprando e vendendo rapidamente as ações, enquanto uma estratégia de aquisição e manutenção em carteira por períodos maiores demonstrou performance decepcionante frente a variação do Ibovespa.

A teoria dos mercados eficientes é válida para a experiência dos IPOs, onde todos os agentes financeiros têm o mesmo conjunto de informações disponível ao mesmo tempo e tendo as informações e expectativas refletidas corretamente e imediatamente no preço dos ativos, fazendo com que o desempenho fique igual ou abaixo da média de

mercado. Nossa análise mostra também que uma estratégia vencedora quando replicada inúmeras vezes tende a se anular, isto é evidente quando comparamos os retornos dos primeiros IPOs da amostra com os últimos. O mercado, neste caso a BM&FBovespa pode intervir criando novas regras e restrições para a participação nos IPOs, ponto este que se mostrou variável de acordo com a necessidade momentânea e até mesmo em constante aperfeiçoamento por parte da instituição. Outro fato a ser destacado é que a própria lei da oferta e demanda reduz a possibilidade de ganhos acima da média em momentos de grande procura por IPOs, existindo um grande rateio e diminuindo assim o acesso do investidor individual.

Como sugestão para novos trabalhos acerca de abertura de capital, seria a observação do tipo de oferta realizada pela empresa, firme, residual, ou melhor esforço, informação esta não disponível nas base de dados consultadas.

Em suma, o mercado de capitais brasileiro vive um momento de expansão, mas, além disso, de grande transformação. Com redução da participação do investidor estrangeiro, algo extremamente desejável para a redução das oscilações nos momentos de instabilidade, um aumento no número de investidores individuais e no que tange especificamente a IPOs, com novas regras e procedimentos como a recente padronização da publicidade feita pelas corretoras ou mesmo ações simples como a confecção de um prospecto mais breve e direto para o investidor interessado nas ofertas.

# REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

## Referências

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa** 3. ed. São Paulo (SP): Atlas, 1991.

BARROS, Aidil de Jesus Paes de; LEHFELD, Neide Aparecida de Souza  
**Fundamentos de metodologia : um guia para a iniciação científica**. 2. ed. ampl  
São Paul : Makron Books, 2000

THE OLDEST SHARE. **The Oldest Share in the World**. Disponível em:  
< <http://www.oldest-share.com/>>. Acesso em 15 abril 2010

CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio; RUDGE, Luiz Fernando.  
**Mercado de capitais: o que é, como funciona**. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro:  
Elsevier, 2005.

CASAGRANDE NETO, Humberto; SOUSA, Lucy A.; ROSSI, Maria Cecília.  
**Abertura do capital de empresas no Brasil: um enfoque prático**. 3. ed. rev. e atual.  
São Paulo: Atlas, 2000.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

AMBIMA. **A Ambima**. Disponível em: <<http://www.ambima.com.br/ambima.asp>>  
. Acesso em: 26 maio 2010.

RITTER, Jay R. e LIU, Xiaoding. The Economic Consequences of IPO Spinning  
**Warrington College of Business Administration University of Florida Journal**,  
2009

NORGREN, Arthur Paes. Avaliações de Investimentos em Ofertas Públicas Iniciais,  
São Paulo, **Monografia da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo**, 200

CVM. **O que é a CVM**. Disponível em:  
<<http://www.cvm.gov.br/port/protiniv/Caderno1.pdf>>. Acesso em: 26 maio 2010.

ANBID. **Sua história**. Disponível em:  
<[http://www.anbid.com.br/institucional/CalandraRedirect/?temp=5&proj=ANBID&pub=T&comp=sec\\_A\\_ANBID&db=CalSQL2000&docid=560AA0C171D01DF5832574B000667483](http://www.anbid.com.br/institucional/CalandraRedirect/?temp=5&proj=ANBID&pub=T&comp=sec_A_ANBID&db=CalSQL2000&docid=560AA0C171D01DF5832574B000667483)>. Acesso em: 26 maio 2010.

BM&FBOVESPA. **Processo de abertura de capital**. Disponível em:  
<<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/ProcessoAberturaCapital.pdf>>.  
Acesso em: 26 maio 2010.

ANDIMA. **O que são debêntures.** Disponível em:  
<[http://www.debentures.com.br/downloads/textostecnicos/cartilha\\_debentures.pdf](http://www.debentures.com.br/downloads/textostecnicos/cartilha_debentures.pdf)>.  
Acesso em: 26 maio 2010.

BM&FBOVESPA. **Mercado de Capitais.** Disponível em:  
<<http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/merccap.pdf>>. Acesso em: 26 maio 2010.

ANDIMA. **Abertura e emissão de debêntures.** Disponível em:  
<[http://www.andima.com.br/debentures/arqs/cartilha\\_abertura.pdf](http://www.andima.com.br/debentures/arqs/cartilha_abertura.pdf)>. Acesso em: 26 maio 2010.

CVM. **Mercado de Balcão.** Disponível em:  
<<http://www.cvm.gov.br/port/protinvcaderno7.pdf>>. Acesso em: 26 maio 2010.

BM&FBOVESPA. **Abertura de Capital.** Disponível em:  
<[http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas\\_abertura\\_capital.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_abertura_capital.asp)>.  
Acesso em: 26 maio 2010.

BM&FBOVESPA. **Como e por que tornar-se uma companhia aberta.** Disponível em:  
<<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/guiaaber.pdf>>. Acesso em: 26 maio 2010.

BM&FBOVESPA. **Governança Corporativa.** Disponível em:  
<<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/governanca-corporativa/governanca-corporativa.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 26 maio 2010.

BM&FBOVESPA. **Entenda o processo de abertura de capital.** Disponível em:  
<<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/ProcessoAberturaCapital.pdf>>.  
Acesso em: 26 maio 2010.

BM&FBOVESPA. **Custos de abertura e de manutenção da condição de companhia aberta.** Disponível em:  
<<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/CustosSA.pdf>>. Acesso em: 26 maio 2010.

BM&FBOVESPA. **Introdução ao Mercado de Capitais.** Disponível em:  
<<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/merccap.pdf>>. Acesso em: 26 maio 2010.

BM&FBOVESPA. **O Mercado de Capitais:** sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil. Disponível em:  
<<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/relatorio2.pdf>>. Acesso em: 26 maio 2010.

BM&FBOVESPA. **A importância Econômica das Bolsas.** Disponível em:  
<<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/mercqvist080604.pdf>>.  
Acesso em: 26 maio 2010.

PORTAL DO INVESTIDOR. **Área acadêmica.** Disponível em:  
<<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acad%C3%AAmico/tabid/55/Default.aspx>>.  
Acesso em: 26 maio 2010.

PORTAL DO INVESTIDOR. **Área do investidor.** Disponível em:  
<<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Investidor/tabid/54/Default.aspx>>. Acesso em:  
26 maio 2010.

IBGC. **Origem da boa governança.** Disponível em:  
<<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=18>>. Acesso em: 26 maio 2010.

EXAME.COM. **CVM restringe publicidade de corretoras sobre IPOs.** Disponível em:  
<<http://exame.abril.com.br/negocios/empresas/noticias/cvm-restringe-publicidade-corretoras-ipos-494351>>. Acesso em: 15 julho 2010.

IG ECONOMIA. **Para Nutriplant, custos da abertura de capital compensam.**  
Disponível em:  
<<http://economia.ig.com.br/para+nutriplant+custos+da+abertura+de+capital+compensam/n1237561579534.html>>. Acesso em: 15 julho 2010.

INFOMONEY. **Investidor não especializado contará com prospecto mais simples a partir de agosto.** Disponível em:  
<<http://web.infomoney.com.br//templates/news/view.asp?codigo=1821276&path=/suasfinancas/>>. Acesso em: 15 julho 2010.

INFOMONEY. **Pesquisa da Ernst & Young mostra Brasil em destaque no cenário global de IPOs.** Disponível em:  
<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1824750&path=/investimentos/>>. Acesso em: 15 julho 2010.

INFOMONEY. **IPO da Mills Engenharia: ações fecham com alta de 1,22% em pregão de estreia.** Disponível em:  
<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1831408&path=/investimentos/>>. Acesso em: 15 julho 2010.

INFOMONEY. **Para analistas, tendência de empresas abrindo capital de controladas "veio para ficar".** Disponível em:  
<<http://web.infomoney.com.br//templates/news/view.asp?codigo=1824807&path=/investimentos/>>. Acesso em: 15 julho 2010.

INFOMONEY. **PricewaterhouseCoopers aposta que Brasil tem 150 IPOs potenciais para 2010.** Disponível em:  
<<http://web.infomoney.com.br//templates/news/view.asp?codigo=1835895&path=/investimentos/>>. Acesso em: 15 julho 2010.

INFOMONEY. **Bovespa Holding quebra recordes e ocupa posição de maior IPO da história".** Disponível em:

<<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=845169&path=/investimentos/>>. Acesso em: 15 julho 2010.

UOL ECONOMIA. **Rateio de ações da Bovespa Holding premiou histórico do investidor.** Disponível em:

<<http://economia.uol.com.br/ultnot/valor/2007/10/25/ult1913u77763.jhtm>>. Acesso em: 15 julho 2010.



# ANEXOS

Anexo 1: Evolução do preço dos ativos ao longo das datas selecionadas

2005									
código	p. ajust	1 ano	Δ %	20/05/2008	Δ %	27/10/2008	Δ %	9/04/2010	Δ %
RNAR3	0,94	0,43	-54,38%	2,47	163,34%	1,15	22,26%	1,06	12,90%
BTOW3	18,50	47,67	157,60%	68,84	271,99%	27,73	49,87%	37,55	102,92%
TAMM4	19,29	49,14	154,76%	33,66	74,50%	19,01	-1,47%	30,80	59,66%
ENBR3	14,23	22,69	59,52%	28,93	103,33%	16,92	18,96%	32,33	127,25%
OHLB3	16,74	20,83	24,44%	25,33	51,33%	12,46	25,60%	41,08	145,41%
CSAN3	15,44	36,32	135,25%	26,76	73,32%	8,54	44,68%	21,65	40,24%
UOLL4	17,94	11,67	-34,94%	8,38	-53,28%	5,89	67,18%	10,09	-43,76%
			<b>63,18%</b>		<b>97,79%</b>		<b>-6,83%</b>		<b>63,52%</b>
2006									
código	p. ajust	1 ano	Δ %	20/05/2008	Δ %	27/10/2008	Δ %	9/04/2010	Δ %
CSMG3	19,53	23,37	19,68%	26,85	37,50%	11,74	39,89%	25,30	29,54%
VVAX11	24,50	45,50	85,71%			-	-	-	-
GFS3	8,97	12,51	39,34%	16,85	87,76%	5,29	41,07%	12,08	34,56%
CPNY3	4,43	6,20	40,00%	7,24	63,64%	3,35	24,31%	-	-
TOTS3	29,33	51,33	75,00%	56,10	91,27%	34,13	16,38%	105,00	258,00%
CARD3	17,88	11,42	-36,17%	5,27	-70,56%	2,14	88,06%	7,40	-58,61%
EQTL11	9,71	12,66	30,41%	13,40	37,94%	7,85	19,15%	15,06	55,08%
AGRO3	9,98	12,37	24,00%	12,97	30,00%	7,98	20,00%	8,42	-15,63%
LUPA3	21,93	40,85	86,31%	62,00	182,77%	16,45	24,98%	25,49	16,25%
GPIV11	7,82	17,00	117,21%	16,44	110,07%	5,48	29,98%	8,34	6,63%
DSUL3	4,77	6,55	37,31%	5,65	18,34%	-	-	-	-
MMXM3	3,54	9,28	162,58%	19,17	442,23%	1,77	49,97%	12,97	266,84%
ABYA3	6,60	21,56	226,74%	13,75	108,34%	1,36	79,41%	-	-
MEDI3	21,45	22,16	3,30%	19,50	-9,11%	6,50	69,70%	15,30	-28,68%
KSSA3	14,81	19,39	30,92%	11,85	-19,98%	2,89	80,49%	-	-
STBR11	21,60	23,59	9,21%	27,29	26,34%	9,83	54,52%	7,10	-67,14%
BISA3	14,52	11,89	-18,17%	9,13	-37,14%	2,70	81,40%	8,02	-44,75%
PFRM3	21,65	32,46	49,96%	26,73	23,47%	9,68	55,26%	18,13	-16,27%
TRNA11	16,38	26,11	59,40%	26,88	64,10%	15,28	-6,71%	38,46	134,83%

<b>ECOD3</b>	8,71	5,59	-35,83%	4,10	-52,92%	0,44	95,00%	1,20	-86,22%
<b>ODPV3</b>	21,02	37,70	79,32%	33,20	57,91%	19,45	-7,47%	56,54	168,95%
<b>POS13</b>	21,22	43,15	103,33%	16,41	-22,66%	3,62	82,96%	18,28	-13,87%
			<b>54,07%</b>		<b>55,68%</b>		<b>46,70%</b>		<b>37,62%</b>

<b>2007</b>									
<b>código</b>	<b>p. ajust</b>	<b>1 ano</b>	<b>Δ %</b>	<b>20/05/2008</b>	<b>Δ %</b>	<b>27/10/2008</b>	<b>Δ %</b>	<b>9/04/2010</b>	<b>Δ %</b>
<b>PDGR3</b>	6,77	8,93	31,84%	12,64	86,57%	4,73	30,12%	14,70	117,04%
<b>RDNI3</b>	18,41	17,83	-3,16%	22,43	21,83%	6,44	65,01%	11,26	-38,83%
<b>CCIM3</b>	14,04	9,14	-34,93%	9,94	-29,23%	1,94	86,18%	5,80	-58,69%
<b>TCSA3</b>	12,32	7,36	-40,29%	8,31	-32,54%	6,21	49,60%	8,82	-28,48%
<b>IGTA3</b>	26,48	23,40	-11,62%	22,53	-14,94%	8,55	67,70%	29,79	12,49%
<b>SMT03</b>	19,65	25,65	30,57%	21,59	9,90%	9,17	53,32%	16,70	-14,99%
<b>GVTT3</b>	18,00	37,55	108,61%	38,62	114,56%	15,50	13,89%	57,79	221,06%
<b>AEDU11</b>	18,00	26,51	47,28%	30,40	68,89%	17,50	-2,78%	24,50	36,11%
<b>JBSS3</b>	7,96	6,56	-17,61%	8,31	4,38%	3,19	60,00%	8,43	5,90%
<b>PINE4</b>	14,42	8,56	-40,62%	10,89	-24,45%	3,64	74,72%	10,58	-26,63%
<b>EVEN3</b>	10,87	9,92	-8,78%	11,12	2,24%	2,66	75,53%	6,53	-39,91%
<b>BRML3</b>	14,84	16,39	10,47%	19,18	29,27%	4,40	70,33%	20,50	38,13%
<b>JHSF3</b>	7,08	5,50	-22,33%	7,13	0,67%	1,29	81,78%	3,04	-57,00%
<b>FHER3</b>	16,62	20,49	23,28%	22,75	36,88%	3,80	77,14%	9,33	-43,86%
<b>FRIO3</b>	17,42	19,77	13,49%	20,68	18,71%	8,92	48,80%	9,89	-43,26%
<b>BEMA3</b>	13,62	6,75	-50,40%	7,58	-44,33%	3,58	73,69%	8,75	-35,73%
<b>CRDE3</b>	17,99	8,23	-54,28%	12,16	-32,42%	3,94	78,12%	5,18	-71,20%
<b>AGIN3</b>	8,46	7,51	-11,18%	7,61	-10,00%	0,99	88,24%	1,53	-81,88%
<b>SFSA4</b>	9,87	7,29	-26,08%	8,30	-15,91%	2,57	73,96%	3,32	-66,40%
<b>CREM3</b>	10,88	9,11	-16,29%	9,18	-15,63%	4,71	56,72%	17,30	58,94%
<b>WSON11</b>	21,97	20,50	-6,68%	20,22	-7,97%	11,47	47,78%	22,64	3,04%
<b>TARP11</b>	20,63	22,37	8,46%	23,60	14,41%	12,36	40,08%	13,64	-33,87%
<b>INPR3</b>	17,50	10,85	-38,00%	11,00	-37,14%	1,15	93,43%	3,13	-82,11%
<b>PRBC4</b>	11,64	7,70	-33,84%	8,64	-25,73%	2,31	80,13%	9,95	-14,51%

<b>SLCE3</b>	13,78	30,49	121,34%	30,69	122,77%	13,23	-3,95%	14,30	3,79%
<b>LOGN3</b>	13,52	12,40	-8,31%	10,90	-19,37%	3,76	72,17%	7,98	-40,99%
<b>EZTC3</b>	10,03	4,33	-56,83%	5,48	-45,37%	2,23	77,82%	8,12	-19,05%
<b>CZRS4</b>	12,44	5,89	-52,66%	7,89	-36,59%	3,77	69,68%	11,85	-4,79%
<b>DAYC4</b>	14,06	10,02	-28,74%	12,76	-9,27%	3,61	74,36%	9,78	-30,42%
<b>MRFG3</b>	16,34	19,94	21,99%	20,18	23,48%	8,65	47,04%	9,34	-42,87%
<b>TGMA3</b>	21,03	17,57	-16,45%	15,83	-24,73%	3,70	82,40%	15,23	-27,58%
<b>IDVL11</b>	14,39	10,28	-28,55%	13,94	-3,11%	8,65	39,88%	8,80	-38,84%
<b>RDCD3</b>	23,30	23,17	-0,56%	29,25	25,55%	16,00	31,32%	28,76	23,47%
<b>BEEF3</b>	16,60	8,26	-50,25%	9,36	-43,62%	6,60	60,25%	7,62	-54,11%
<b>BPAT11</b>	38,12	15,34	-59,77%	24,00	-37,04%	9,76	74,39%	-	-
<b>ACGU3</b>	13,20	8,80	-33,33%	9,71	-26,44%	1,90	85,63%	9,22	-30,15%
<b>MRVE3</b>	8,36	11,76	40,73%	11,94	42,85%	5,48	34,42%	12,31	47,28%
<b>TPIS3</b>	9,40	4,45	-52,63%	6,18	-34,21%	2,47	73,68%	5,54	-41,05%
<b>KROT11</b>	33,77	25,81	-23,59%	28,57	-15,41%	11,60	65,64%	16,45	-51,29%
<b>ABCB4</b>	11,33	5,29	-53,27%	8,95	-21,01%	2,85	74,88%	5,75	-49,27%
<b>SGPS3</b>	18,67	9,53	-48,95%	16,22	-13,16%	3,93	78,95%	4,99	-73,26%
<b>MULT3</b>	24,52	17,17	-29,96%	20,10	-18,00%	10,10	58,80%	27,69	12,94%
<b>PRVI3</b>	13,83	5,31	-61,59%	5,72	-58,65%	2,82	79,62%	6,90	-50,08%
<b>GSHP3</b>	14,00	9,00	-35,71%	12,25	-12,50%	6,98	50,14%	9,00	-35,71%
<b>ESTC3</b>	21,46	21,73	1,23%	20,28	-5,51%	12,46	41,96%	20,92	-2,55%
<b>CZLT11</b>	21,05	20,14	-4,32%	22,20	5,46%	5,40	74,35%	17,41	-17,29%
<b>DTEX3</b>	12,35	6,20	-49,81%	11,31	-8,46%	3,39	-	16,79	35,95%
<b>SULA11</b>	27,25	14,62	-46,34%	27,12	-0,47%	13,85	-	47,80	75,41%
<b>BICB4</b>	9,15	8,39	-8,40%	7,98	-12,84%	8,39	-8,40%	13,64	49,02%
<b>TRIS3</b>	9,63	2,16	-77,52%	7,91	-17,81%	1,99	79,36%	5,77	-40,10%
<b>TEND3</b>	9,00	0,99	-89,00%	11,82	31,33%	1,05	88,33%	-	-
<b>SEBB11</b>	29,81	10,39	-65,15%	21,59	-27,58%	8,67	70,91%	23,49	-21,19%
<b>MARI3</b>	9,59	3,08	-67,91%	5,90	-38,52%	2,74	71,42%	16,02	67,01%
<b>AGEN11</b>	10,40	0,13	-98,75%	4,64	-55,38%	0,14	-	-	-

<b>BOVH3</b>	21,42	-	-	26,60	24,16%	-	98,65%	-	-
<b>HBOR3</b>	9,95	2,54	-74,47%	8,53	-14,29%	2,72	72,65%	12,00	20,58%
<b>BBRK3</b>	9,26	2,45	-73,58%	15,11	63,16%	2,53	72,63%	8,07	-12,83%
<b>AMIL3</b>	13,51	8,96	-33,70%	13,17	-2,53%	9,39	30,48%	14,21	5,20%
<b>MILK11</b>	7,50	0,40	-94,67%	5,85	-22,00%	0,29	96,13%	1,47	-80,40%
<b>BPNM4</b>	9,25	2,32	-74,93%	9,40	1,64%	2,40	74,00%	10,79	16,71%
<b>BMEF3</b>	18,69	4,45	-76,20%	17,20	-7,95%	4,26	77,21%	12,19	-34,75%
<b>MPXE3</b>	48,82	8,25	-83,11%	50,93	4,31%	5,34	89,07%	22,59	-53,73%
<b>TEMP3</b>	7,00	2,80	-60,00%	6,65	-5,00%	2,10	70,00%	3,16	-54,86%
			<b>-27,03%</b>		<b>-2,76%</b>		<b>63,89%</b>		<b>-13,47%</b>
<b>2008</b>									
<b>código</b>	<b>p. ajust</b>	<b>1 ano</b>	<b>Δ %</b>	<b>20/05/2008</b>	<b>Δ %</b>	<b>27/10/2008</b>	<b>Δ %</b>	<b>9/04/2010</b>	<b>Δ %</b>
<b>HYPE3</b>	8,50	8,50	0,00%	8,65	1,76%	5,15	39,47%	23,90	181,18%
<b>LLIS3</b>	6,06	2,92	-51,85%	5,57	-8,15%	3,59	40,74%	6,66	9,91%
<b>OGXP3</b>	12,25	10,82	-11,67%	-	-	2,70	77,95%	17,64	44,00%
			<b>-21,18%</b>		<b>-3,19%</b>		<b>52,72%</b>		<b>78,36%</b>
<b>2009</b>									
<b>código</b>	<b>p. ajust</b>							<b>9/04/2010</b>	<b>Δ %</b>
<b>CIEL3</b>	14,27							16,10	12,80%
<b>TVIT3</b>	14,42							17,87	23,89%
<b>SANB11</b>	22,27							21,81	-2,08%
<b>CTIP3</b>	12,74							13,42	5,33%
<b>DIRR3</b>	10,36							9,76	-5,81%
<b>FLRY3</b>	16,00							17,90	11,88%
									<b>7,67%</b>

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Economática e Profitchart