2

Os Níveis Especiais da BOVESPA

A criação dos níveis especiais da BOVESPA no fim de 2000 foi, em parte, uma resposta ao crescente número de firmas brasileiras que passaram a listar suas ações nas bolsas americanas, através de emissões de ADRs. Como Reese e Weisbach (2002) documentam, um dos principais ganhos na emissão de ADRs é a possibilidade de as firmas de mercados emergentes se comprometerem com regras de proteção ao acionista minoritário, atraindo, assim, um maior número de investidores.

Obviamente, a listagem de ações no exterior implica uma perda de volume de negócios, que a BOVESPA gostaria de evitar. Uma maneira de fazer isso é criar regras locais de transparência e governança, que repliquem a maior proteção aos investidores oferecida pelos mercados de capitais americanos. Foi com esse objetivo que, em dezembro de 2000, a BOVESPA criou três níveis especiais de governança corporativa: os Níveis 1 e 2, e o Novo Mercado. Empresas que aderirem a esses regimes especiais se comprometem com regras e procedimentos, que não são impostos às demais firmas listadas na BOVESPA.

No Nível 1 da BOVESPA, as firmas se comprometem com normas relacionadas à dispersão acionária e melhorias na prestação de informações ao mercado. Dentre as regras desse segmento, destacamos: manutenção de percentual mínimo de ações em circulação equivalente a 25% do capital da empresa (*free-float*), disponibilização de calendário anual de eventos corporativos e balancetes trimestrais detalhados e auditados.

Já no Nível 2, o conjunto de práticas de governança corporativa é mais amplo, incluindo as regras do Nível 1 e, também, a publicação de balanço anual obedecendo às regras contábeis do padrão americano ou internacional, direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias e extensão para acionistas

minoritários de eventuais benefícios obtidos pelos acionistas majoritários em venda do controle (*tag-along*).⁴

Finalmente, o Novo Mercado, inspirado no *Neuer Markt* alemão, é o segmento que possui normas de governança corporativa mais rigorosas. Suas regras básicas, além das do Nível 2, são proibição de ações preferenciais, volume mínimo a ser ofertado de R\$ 10 milhões, *tag-along* (estendido a todos os acionistas) e proibição aos antigos acionistas de vendas de ações por seis meses após o IPO.

Além desses três regimes especiais de governança corporativa, outro segmento que merece destaque é o de BDRs (*Brazilian Depositary Receipts*). Semelhantes às ADRs, as BDRs são ações de empresas com sede no exterior emitidas no Brasil, por instituição depositária local. As BDRs estão sujeitas às regulamentações da CVM (Comissão de Valores Mobiliários).

A Tabela 1 mostra a evolução dos IPOs desde 1994, quando o Plano Real encerrou um período de 25 anos de elevadas taxas de inflação no Brasil. A despeito do fim da hiperinflação, o primeiro IPO no período pós Real aconteceu apenas em 1996. No Painel A, notamos que do início de 1996 até o fim de 2006, foram 54 IPOs, sendo 34 no Novo Mercado e 20 nos outros segmentos de listagem. Esses outros segmentos de listagem estão divididos em: BDRs; Níveis 1 e 2, além do segmento tradicional da Bovespa, único tipo de listagem possível até dezembro de 2000 (não possui regras especiais).

Entre 1996 e 2003 (inclusive), foram apenas 10 IPOs. A partir de 2004, o mercado brasileiro de IPOs voltou a se aquecer, principalmente no ano de 2006, quando houve 26 emissões iniciais. O ponto a ser destacado, porém, é que, dessas 26 emissões, 20 foram no regime de governança mais rígido, Novo Mercado, quatro foram nos Níveis 1 e 2, e nenhuma emissão foi no segmento tradicional da BOVESPA (além das emissões nos regimes especiais, houve duas emissões de

⁴ Mais precisamente, os ganhos dos controladores devem ser integralmente estendidos aos demais acionistas com direito a voto e, no mínimo, 80% do valor dos benefícios devem ser estendidos aos acionistas sem direito a voto.

BDRs). A concentração recente de emissões no Novo Mercado sugere uma distinção entre as regras deste segmento e dos demais níveis especiais da BOVESPA. Sendo assim, a base desse trabalho é comparar as emissões no Novo Mercado com as demais emissões na BOVESPA.

No Painel B da Tabela 1, percebemos que, nos últimos anos, houve uma mudança na composição dos IPOs: uma maior fração das ofertas é formada por ações em mãos dos acionistas antigos (emissões secundárias), apesar de as ofertas de ações novas (emissões primárias) continuarem predominantes. O aumento das emissões secundárias nos segmentos especiais da BOVESPA sugere que as regras mais rígidas de governança facilitam a diversificação da riqueza dos acionistas controladores.