

2

Referencial Teórico

Este capítulo tem como propósito apresentar a estrutura conceitual do tema abertura de capital. Baseada na literatura pesquisada, cada seção apresentará detalhes dos assuntos pertinentes à teoria de abertura de capital, além das ferramentas utilizadas para a valoração de empresas.

Na primeira seção serão destacados os conceitos financeiros utilizados no estudo de caso para a avaliação da Natura, cujas principais fontes bibliográficas são Damodaran (2005), Copeland (2005), Elton (2004), Ross (2002) e Brigham (2001). As seções seguintes abordarão os conceitos teóricos e legais do mercado de valores mobiliários, assim como os procedimentos para abertura de capital no Brasil. As principais fontes de consulta, além dos próprios órgãos reguladores, associações brasileiras² e textos publicados por seus especialistas, são Casagrande Neto (2001) e Leal (2001).

2.1

Componentes de uma Avaliação de Empresas

2.1.1

Modelo de Fluxo de Caixa Descontado

Segundo Damodaran, “o problema na avaliação não é de que não haja modelos suficientes para avaliar um investimento, mas de que há modelos demais”³. Das três abordagens apresentadas em seu livro para a avaliação de

²Os órgãos que regulamentam e monitoram o mercado de capitais são: CVM, Bovespa e BACEN. Quanto aos órgãos e associações relacionadas à abertura de capital, estes são: Associação dos Analistas do Mercado de Capitais (ABAMEC), Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA), Associação Nacional dos Bancos de Investimentos (ANBID), Associação Nacional das Corretoras de Valores (ANCOR), Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto (ANDIMA), Associação Nacional de Investidores do Mercado de Capitais (ANIMEC), Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC), Câmara de Custódia e Liquidação (CETIP) e Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI).

³DAMODARAN, A. Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Trad. Carlos Henrique Trieschman e Ronaldo de Almeida Rego. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005, p.11 e 615.

empresas – avaliação por fluxo de caixa descontado, avaliação relativa e avaliação de direitos contingentes – o modelo escolhido para o desenvolvimento do presente trabalho será o modelo de **fluxo de caixa descontado**.

A avaliação de direitos contingentes utiliza modelos de apreçamento de opções, que não será o foco do trabalho.

No modelo de avaliação relativa, o valor do ativo de uma empresa é baseado no apreçamento de empresas comparáveis, em relação a variáveis comuns como lucros, fluxos de caixa ou receita, por exemplo. Este modelo, apesar de atrativo pela simplicidade e rapidez de cálculo e útil quando há um grande número de empresas comparáveis sendo negociadas no mercado, não se mostra completo para a avaliação de empresas pela facilidade de sua manipulação. Considerando duas empresas exatamente similares em termos de risco e crescimento, a definição de empresas comparáveis torna-se subjetiva, havendo a possibilidade de uma superavaliação ou subavaliação dos resultados.

O modelo escolhido para utilização na pesquisa envolve o cálculo do valor presente líquido (VPL), isto é, o valor presente dos fluxos futuros de caixa esperados pela empresa. A intuição por trás do modelo é a de que um projeto deve gerar uma taxa superior de retorno à oferecida nos mercados de capitais. Dessa forma, o VPL positivo já seria um indicativo para aceitação do projeto de investimento. Além disso, o modelo apresenta-se mais apropriado pelo fato da Natura ter realizado oferta pública inicial, o que significa que há resultados disponíveis para o cálculo do fluxo de caixa descontado. A ausência de empresas do mesmo segmento com capital aberto no Brasil para viabilizar uma análise por índices também restringe a utilização desse modelo. O modelo de avaliação relativa será, portanto, utilizado apenas para complementar o trabalho através da comparação dos múltiplos da Natura com as competidoras internacionais.

A avaliação por fluxo de caixa descontado pode ser realizada de duas maneiras, que utilizam diferentes definições de fluxo de caixa e taxas de desconto. A primeira através do **fluxo de caixa do acionista esperado (FCFE)**, que avalia apenas a participação acionária do negócio. O procedimento desconta o fluxo de caixa obtido após todas as obrigações financeiras, incluindo o pagamento das

dívidas e, depois de atendidas as necessidades de reinvestimento da empresa, o custo do patrimônio líquido da empresa⁴.

A segunda forma de avaliação é através do **fluxo de caixa da empresa esperado (FCFF)**. A avaliação é realizada do ponto de vista de todos os detentores de direitos na empresa (investidores em patrimônio líquido, detentores de obrigações e acionistas preferenciais). O procedimento envolve o desconto do fluxo de caixa para a empresa, isto é, aquele após todos os pagamentos das despesas operacionais e impostos, porém antes da dívida ou do pagamento a quaisquer detentores de direitos do custo médio ponderado de capital.

No estudo de caso da Natura será projetado o fluxo de caixa para o acionista e o fluxo de caixa da empresa, sendo o apreamento da companhia calculado a partir do segundo.

- **Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCFF)⁵**

O fluxo de caixa será calculado utilizando os lucros antes dos juros e impostos (EBIT) como base de cálculo, observando-se a seguinte fórmula:

$$\text{FCFF} = \text{EBIT} \times (1 - \text{alíquota de impostos}) + \text{Depreciação} - \text{Desembolso de Capital} - \Delta \text{Capital de Giro}$$

- **Fluxo de Caixa Livre para Acionistas (FCFE)⁶**

O fluxo de caixa do acionista representa o FCFF, descontada a dívida e dividendos, de acordo com a seguinte equação:

$$\text{FCFE} = \text{EBIT} \times (1 - \text{alíquota de impostos}) + \text{Depreciação} - \text{Desembolso de Capital} - \Delta \text{Capital de Giro} - \Delta \text{Dívida} - \text{Resultado Financeiro}$$

⁴Um dos principais problemas com o uso de fluxos de caixa do acionista é a ocorrência freqüente de caixa líquido negativo do acionista. Uma vez que o fluxo de caixa líquido da empresa é considerado antes do pagamento das dívidas, é muito menos provável que seja negativo e que traga problemas na avaliação. Fontes: Damodaran, p. 302, e Ross, p. 81.

⁵Ross, p. 43

⁶Idem.

▪ **Valor Presente do Fluxo de Caixa Livre**⁷

O valor da empresa será determinado como valor presente do fluxo de caixa livre, projetado para um determinado número de anos, descontado do custo de capital, conforme fórmula a seguir:

$$\text{VPL da Empresa} = FC_0 + \frac{FCF_1}{(1 + k_c)^1} + \frac{FCF_2}{(1 + k_c)^2} + \dots + \frac{FCF_\infty}{(1 + k_c)^\infty} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + k_c)^t}$$

em que,

FCF = fluxo de caixa livre esperado das operações no futuro para cada ano t

k_c = custo de capital

▪ **Valor Terminal ou Perpetuidade**⁸

Após a projeção do fluxo de caixa para um determinado número de períodos, supõe-se que a empresa alcançará uma situação de equilíbrio e crescerá constantemente a uma taxa de perpetuidade igual a g. Esta taxa representa a estimativa do valor da continuidade de crescimento ao final do último ano de planejamento. Veja-se, a respeito, a seguinte fórmula:

$$\text{Valor Terminal} = \frac{FCF_n \times (1 + g)}{(k_c - g)}$$

Em que,

k_c = custo de capital

g = crescimento do fluxo de caixa perpétuo

FCF_n = fluxo de caixa líquido no último ano de planejamento

O valor operacional da empresa representará o resultado da soma de todos os valores presentes dos fluxos de caixa livres anuais com o valor presente do valor terminal, considerando-se o custo médio ponderado de capital como o custo de capital.

⁷Brigham, p. 341.

⁸Idem, p. 343.

2.1.2

Custo Médio Ponderado de Capital

As empresas geralmente utilizam vários tipos de capital para se financiar. Os diferentes tipos de capital são chamados de componentes de capital e os mais freqüentemente usados são o capital próprio⁹ e ações preferenciais, além do capital de terceiros (por meio da contratação de dívida). Em virtude das diferenças de risco presentes em cada título, as taxas de retorno exigidas pelos investidores variam de acordo com cada um.

O custo médio ponderado de capital (WACC) representa a média ponderada dos vários custos componentes, sendo utilizado nas decisões de orçamento de capital, isto é, para selecionar investimentos em função dos retornos dos projetos e do custo do capital. Quando uma empresa se financia apenas com capital próprio e deseja avaliar um projeto com risco, o retorno exigido será determinado pelo custo do capital próprio da empresa. Quando as empresas financiam suas atividades com capital próprio e de terceiros, a taxa de desconto utilizada é o custo geral de capital, ou seja, a média ponderada entre o custo de capital de terceiros e o custo do capital próprio¹⁰.

Por estes motivos, o WACC representa o custo do novo capital e não o custo do capital já investido. O resultado derivado por sua fórmula representa a taxa de desconto usada para converter o fluxo de caixa livre futuro da empresa em valor presente para todos os investidores, considerando simultaneamente a presença de capital de terceiros e capital próprio¹¹. Veja-se:

$$WACC = W_d K_d (1 - T) + W_{ce} K_s$$

⁹As principais fontes de capital próprio das empresas são a emissão de novas ações ordinárias e a retenção de lucros. A emissão de novas ações exige que a empresa obtenha uma taxa de retorno superior à exigida pelos acionistas (k_s) para compensar os custos de emissão. Devido ao efeito negativo sobre o preço que novas emissões provocam, já que serão ofertadas a um preço menor que o vigente antes do anúncio de emissão, esta alternativa é utilizada excepcionalmente. A retenção de lucros, a principal fonte de novo recurso para as corporações, para compensar o custo de oportunidade do investidor de não receber a parcela em dividendos, deverá apresentar taxa de retorno sobre os lucros retidos pelo menos igual à taxa de retorno de investimentos alternativos e de risco equivalente no mercado. Desta forma o k_s representa o custo do capital próprio novo captado pela retenção dos lucros e a taxa de retorno que os acionistas esperam obter sobre investimentos de risco equivalente. Cf. Brigham, p. 375.

¹⁰Ross, p. 257.

¹¹Além do WACC, existem enfoques alternativos para avaliação da empresa quando esta se utiliza de capital de terceiro, como o Valor Presente Ajustado (VPA) e o Fluxo de Capital Próprio (FCF). Para maiores informações, v. Ross, p. 379.

Em que,

W_d e W_{ce} são, respectivamente, os pesos de dívida e das ações ordinárias na estrutura de capital. Os pesos de cada uma podem ser determinados com base em: valores contábeis (balanço patrimonial), valores atuais de mercado ou através de uma estrutura de capital-alvo estimada.

K_d = taxa de retorno requerida pelos detentores da dívida ou taxa de juros sobre a dívida.

$K_d (1 - T)$ = Custo da dívida após impostos, ressaltando que para efeito de imposto de renda o pagamento de juros é dedutível.

K_S = Custo do capital próprio ou taxa de retorno esperada pelos acionistas ordinários. O cálculo do custo de capital próprio é mais difícil de estimar que o custo da dívida, caracterizado por obrigações contratuais com custos bem definidos. Apesar da existência de outros métodos para a estimativa do custo de capital próprio¹², este trabalho utilizará o método CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).

2.1.3

Método CAPM (*Capital Asset Price Model*)

Também conhecido como modelo de precificação de ativos, este método permite achar o custo do capital próprio da empresa. Descreve a relação entre o risco de mercado de um título isolado e as taxas requeridas de retorno pelos acionistas, medido pelo seu beta.

Segundo sua fórmula, o retorno esperado de um título está linearmente relacionado ao seu coeficiente de risco. Considerando-se que o retorno médio do mercado é superior à média da taxa livre de risco durante períodos bastante

¹²Brigham (2001) apresenta três modelos para estimativa do custo do capital próprio: CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), a abordagem do Rendimento de Títulos de Dívida de Longo Prazo mais um Prêmio de Risco (*Bond-Yield-plus-Risk-Premium*) e a abordagem do Rendimento-de-Dividendo-mais-Taxa-de-Crescimento ou Fluxo de Caixa Descontado (*Discounted Cash Flow - DCF*). Em princípio, todos os métodos apresentam resultados semelhantes e a média dos resultados, uma estimativa eficiente de k_s . Vale ressaltar que nenhum dos métodos é excludente do outro e na prática, quando utilizados, todos estão sujeitos a erros. Para maiores informações, ver Brigham, p. 375.

longos, presume-se que o retorno esperado de um título esteja positivamente relacionado ao seu coeficiente de risco beta. A fórmula clássica do modelo CAPM é representada como segue:

$$K_S = K_{RF} + (K_M - K_{RF}) \beta$$

Em mercados emergentes é recomendado que se ajuste o K_S pelo Risco País (*Country Spread*). Essa metodologia é prática comum no mercado, sendo observada em todos os relatórios de avaliação de *Equity*, emitidos por instituições financeiras. Assim, a fórmula do custo do capital próprio é ajustada para:

$$K_S = K_{RF} + \text{risco país} + (\text{prêmio de mercado}) \beta$$

Em que,

K_S = Retorno esperado de um título ou custo do capital próprio

K_{RF} = Taxa de retorno livre de risco (normalmente considera-se como taxa de retorno dos títulos do governo).

Autores como Ross (2002) e alguns analistas recomendam os *T-bills*, por serem boas estimativas de taxa de juros do governo americano no curto prazo. A alternativa, mais comum no mercado e sugerida por autores como Damodaran (2005), recomenda os títulos do governo americano de longo prazo – *T-Bonds* – para que haja coerência com o tempo de maturação do investimento a ser analisado. Na avaliação da Natura será usado ***T-Bond de 10 anos***, calculado pela média dos últimos cinco anos das taxas *T-Bond* disponíveis na Economática.

Risco País = O risco país a ser utilizado será o risco soberano do Brasil encontrado nos relatórios divulgados por agências de *rating* ou disponível no site <www.damodaran.com>, de onde este trabalho utilizará a informação de **6%, referente a maio de 2004**.

Prêmio de Mercado = $(K_M - K_{RF})$. O prêmio por risco do mercado é a média das diferenças entre K_M (Taxa de retorno esperada de carteira de mercado) e

K_{RF} (Taxa livre de risco). Na prática, o desempenho do mercado pode ser medido pelo índice BOVESPA no Brasil, *Dow Jones Industrial*, o índice do *New York Stock Exchange* nos E.U.A ou o do S&P 500. O índice escolhido para utilização no modelo será o **prêmio do S&P 500 sobre o T-Bond de 4%, referente a maio de 2004.**

β = Medida de risco que reflete o quanto o retorno de uma ação oscila em relação à variação de um índice de mercado, isto é, carteira diversificada. O beta pode ser obtido pela regressão linear dos retornos da ação em relação aos retornos do índice de mercado.

Como representa a tendência de uma ação se mover para cima ou para baixo com o mercado, em casos de ações com β menor que 1, seu risco é menor do que a média de mercado, esperando que os movimentos da ação para cima ou para baixo sejam menores que os do mercado.

A estimativa de beta utilizada derivará do beta setorial de cosméticos e artigos de toalete desalavancado, alavancado pela estrutura de capital da empresa analisada. O **beta desalavancado para o setor de cosméticos e artigos de toalete em 2003 de 0,67 está disponível no site <www.damodaran.com>** e conta com a média mensal de cinco anos dos betas de 21 empresas do setor.

Abaixo segue a fórmula a ser utilizada para alavancar o beta do setor pela estrutura de capital da Natura:

$$B_L = B_U (1 + [D/E (1-T)])$$

Em que,

B_L = beta alavancado ou do capital próprio;

B_U = beta desalavancado ou dos ativos;

$(1-T)$ = desconto do imposto de renda;

D = montante de capital de terceiros ou dívidas;

E = montante de capital próprio da empresa.

2.1.4

Múltiplos

Os múltiplos ou índices, conforme introduzindo na seção anterior, são ferramentas alternativas a avaliação das empresas pelo fluxo de caixa descontado. Na ausência de dados financeiros disponíveis, esta técnica permite a comparação de índices de uma empresa com os de empresas concorrentes, índices médios da indústria ou setor em questão e entre diferentes períodos de tempo, posicionando a empresa em relação às do mesmo nicho de atuação.

Os índices são caracterizados pela divisão do valor de mercado da empresa por variáveis comuns como preço de ação, lucros, fluxos de caixa e outras demonstrações financeiras. Abaixo seguem os múltiplos utilizados na pesquisa.

Índice preço-lucro: preço/lucro (P/L) ou *price/earnings* (PE)

Este é indicador bastante comum em avaliações. Uma das maneiras de calcular este índice consiste em dividir o preço corrente de mercado da ação pelo lucro por ação no exercício mais recente. Ou seja, representa o quanto os investidores estão dispostos a pagar por unidade monetária de lucro. Quanto maior o índice preço/lucro, menor o grau de risco da empresa e maior a perspectiva de crescimento¹³.

$$P/L = \text{Preço de mercado por ação} / \text{lucro por ação}$$

As estimativas do índice estão sujeitas, contudo, a dois problemas: não apresentarão significado quando os lucros por ação forem negativos e a volatilidade dos lucros pode fazer com que o índice mude consideravelmente de um período para outro, representando um índice volátil e às vezes sem significado.

Índice valor da firma-EBITDA: VF/EBITDA ou EV/EBITDA

¹³DAMODARAN, A. Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Trad. Carlos Henrique Trieschmann e Ronaldo de Almeida Rego. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005, p. 359.

A análise por este índice vem ao longo dos anos se tornado muito utilizada por analistas de mercado. O primeiro motivo está no fato de que há menos firmas com EBITDA negativo do que empresas com lucros negativos por ação, abrangendo, assim, um maior número de empresas que podem ser avaliadas por este múltiplo. O segundo motivo envolve a depreciação. Como as empresas e países possuem diferentes metodologias de depreciação, a utilização do EBITDA impede que haja distorções por conta deste fator. Este múltiplo ainda permite uma comparação mais fácil entre empresas com diferentes níveis de alavancagem, dado que o denominador não considera especialmente gastos da dívida.

$$VF/EBITDA = \text{Valor da firma} / \text{EBITDA}$$

2.2

Mercado de Valores Mobiliários

O mercado de valores mobiliários, também conhecido como mercado de capitais, representa um segmento do mercado financeiro¹⁴. É constituído por um conjunto de operações com valores mobiliários, realizadas predominantemente em bolsas de valores ou mercados organizados, representando a médio e longo prazo uma boa fonte de recursos para as empresas e numa interessante aplicação para os investidores.

O mercado de valores mobiliários negocia, predominantemente, ações, debêntures e notas promissórias (*commercial papers*), além de negociar outros títulos criados ou emitidos por sociedades anônimas, desde que devidamente registrados com o conceito de valor mobiliário na Comissão de Valores Mobiliários. Outros tipos de valores mobiliários são os bônus de subscrição, certificados de depósito de valores mobiliários, índices representativos de carteira de ações, opções de compra e venda de valores mobiliários, direitos e recibos de

¹⁴O Sistema Financeiro Nacional (SFN) pode ser segmentado em mercado monetário, de crédito, de câmbio e de valores mobiliários. Sua estrutura é composta pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), o órgão responsável por fixar as diretrizes da política monetária e cambial, por estabelecer as dos demais órgãos reguladores como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) – principal órgão regulador do mercado de valores mobiliários – e por definir a regulamentação das instituições do sistema. Para maiores informações, ver CASAGRANDE NETO, H.; SOUZA, L. A.; ROSSI, M. C. Abertura do Capital de Empresas no Brasil. São Paulo: Atlas, 2000 p. 21.

subscrição, quotas de fundos imobiliários, recibos de depósitos (*depository receipts*), entre outros.

Estão excluídos deste mercado os títulos da dívida pública federal, estadual, municipal e os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, com exceção das debêntures.

Os principais participantes deste mercado são os investidores institucionais¹⁵, empresas de grande porte (emissoras de valores mobiliários ou investidoras), investidores de varejo (pessoa física ou jurídica) e os bancos, corretoras e distribuidoras participantes do mercado de emissão, distribuição e negociação de valores mobiliários. A Comissão de Valores Mobiliários representa a instituição reguladora deste mercado de valores mobiliários, cuja negociação é realizada em bolsas de valores ou mercado de balcão.

2.2.1

Comissão de Valores Mobiliários

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, criada pela Lei nº 6.385/76, com a finalidade de regular, fiscalizar e supervisionar o mercado de valores mobiliários. Entende-se por regulação o estabelecimento de regras específicas de comportamento neste mercado; a fiscalização consiste na observação de como as regras são obedecidas e a supervisão ocorre através da verificação do comportamento operacional das empresas financeiras.

Dentre suas competências, a CVM promove o estímulo à formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários, especialmente em ações das companhias abertas de capital nacional. Promove a expansão e o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e balcão, coíbe fraudes ou manipulação de condições artificiais de oferta, demanda ou preço negociados no mercado, além

¹⁵Por definição, são pessoas físicas e jurídicas cujos valores de investimento excedam o limite estabelecido para os Investidores Não Institucionais – investidores pessoas físicas e jurídicas, residentes e domiciliadas no Brasil, clubes de investimento registrados na BOVESPA – além de fundos de investimentos, fundos de pensão, entidades administradoras de recursos de terceiros registradas na CVM, entidades autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, seguradoras, entidades de previdência complementar e de capitalização, clubes de investimento, carteiras de valores mobiliários, pessoas jurídicas com patrimônio líquido superior a cinco milhões de reais e Investidores Institucionais Estrangeiros, residentes no exterior, que vierem a participar de Distribuição Pública. Para maiores informações acessar <www.cvm.gov.br>.

de assegurar a observância de práticas equitativas no mercado e acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados. Ainda administra os registros instituídos pela lei que a criou (registro de empresas para negociação de suas ações no mercado, registro de oferta pública de ações, registro de consultores, analistas de valores mobiliários, auditores independentes etc.) e propõe ao Conselho Monetário Nacional (CMN) limites máximos de preços ou qualquer outro rendimento cobrado pelos intermediários financeiros.

Dos tipos de registro existentes na CVM¹⁶ três estão mais relacionados à abertura da companhia: o registro de emissão primária, distribuição secundária e o registro de companhia para negociação em bolsa ou balcão. Este segundo representa o registro identificador da empresa, autorizando a negociação dos seus valores mobiliários em bolsa de valores ou mercado de balcão. Tanto para negociação em bolsa quanto para o mercado de balcão organizado a empresa primeiramente necessita do registro na CVM. Para negociação em bolsa, ainda há necessidade de registro na instituição escolhida. A negociação de balcão é aquela realizada fora das bolsas, com intermediação de bancos de investimento, sociedades corretoras, distribuidoras e agentes autônomos credenciados por essas instituições.

Para manter a confiabilidade do mercado e atrair um contingente cada vez maior de investidores, a CVM precisa garantir um tratamento equitativo a todos os participantes, principalmente quanto ao investidor individual. Face ao menor poder econômico e capacidade de organização, esta classe precisa de proteção para resguardar seus interesses no relacionamento com intermediários e companhias. Dessa maneira, a regulação tem por objetivo assegurar condições para a livre competição entre as instituições financeiras e as companhias, impedindo o desenvolvimento de monopólio, cartelização ou restrições a qualquer tipo de oferta de produtos ou serviços.

A instituição também tem o papel de assegurar a ampla divulgação das informações sobre os emissores e seus valores mobiliários, coibindo emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de

¹⁶Há seis tipos de registros na CVM, a saber: a) registro de companhia para negociações em Bolsa ou no Balcão; b) Registro de emissão primária; c) Registro de distribuições secundárias; d) Registro de operações especiais; e) Registro de operações de *insiders*; f) Registro de informações relativas ao uso do poder do voto. Conforme Cordeiro Filho, A. Manual de abertura das companhias, p. 102, nota de rodapé.

companhias ou de administradores de carteira de valores mobiliários. Assim, regulamenta um regime permanente de informações periódicas a serem divulgados ao mercado, criando um sistema de informações igualitário e confiável ao mercado. Em casos de descumprimento das normas estabelecidas para operação no mercado que regula, a instituição também tem o poder de suspender ou cassar a autorização de registro das empresas e suspender a instituição da prática de atividades ou de operações no mercado.

Em 2004, a CVM passou a ser o único órgão regulador e fiscalizador dos fundos de investimento, alterando sua estrutura anteriormente existente, segundo a qual os fundos de Renda Fixa eram fiscalizados pelo Banco Central e os fundos de Renda Variável pela própria CVM¹⁷.

2.2.2

Bolsa de Valores

As bolsas de valores, de acordo com a Resolução CMN nº 2.690/2000, são sociedades anônimas ou associações civis, com autonomia financeira, patrimonial e administrativa. Estão sujeitas à supervisão e resoluções da CVM, assim como diretrizes e políticas do CMN. O patrimônio das bolsas é representado por títulos patrimoniais ou ações ordinárias pertencentes às sociedades corretoras membros.

A Bolsa é o instrumento geralmente utilizado pelas empresas de capital aberto para captação de recursos. Por viabilizar essa captação, exerce importante papel como agente propulsor do crescimento das empresas e no desenvolvimento da economia.

Dentre seus objetivos e atividades constam a manutenção de um sistema adequado à realização de operações de compra e venda de títulos e valores mobiliários em mercado livre e aberto, organizado e fiscalizado pelo próprio órgão, sociedades membros e autoridades competentes; a garantia dos meios necessários à pronta e eficiente realização, visibilidade e registro das operações; a divulgação das operações realizadas com rapidez; a garantia de mecanismos para que as sociedades membros possam atender a quaisquer ordens de compra e venda dos investidores; o estabelecimento de sistemas de negociação que propiciem

¹⁷Em agosto de 2004 foi expedida pela CVM a Instrução n. 409 determinando novas regras para a constituição, administração, o funcionamento e divulgação dos Fundos de Investimentos.

continuidade de preços e liquidez ao mercado de títulos ou valores mobiliários; o estabelecimento de normas de comportamento para as sociedades membros e emissores de títulos, fiscalizando e aplicando as penalidades necessárias; além de outras atividades regulamentadas e autorizadas pela CVM¹⁸.

A mesma documentação requerida pela CVM para o registro da companhia aberta também é exigida pela bolsa de valores para registro e listagem. O órgão analisa a documentação, podendo solicitar esclarecimentos ou complementação de informações.

No ano de 2000 o mercado de capitais acionário brasileiro ganhou competitividade internacional com a fusão das bolsas de São Paulo e Rio de Janeiro. A bolsa de valores de São Paulo já concentrava grande parte dos negócios no país, propiciando o acordo que estabeleceu que negócios secundários com títulos públicos seriam realizados pela bolsa do Rio de Janeiro, enquanto a Bovespa realizaria todas as negociações com ações, tornando-se a principal bolsa de valores do país.

2.2.3

Mercado de Balcão Organizado

O mercado de balcão organizado negocia os valores mobiliários das companhias abertas que não têm registro em bolsa de valores. 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.

As entidades têm objetivos parecidos com os da bolsa de valores. Trabalham para manter o sistema adequado à realização de compra e venda de valores mobiliários em mercado livre e aberto, tem o papel de divulgar as operações realizadas com rapidez, assegurar os meios necessários à eficiente realização e visibilidade das operações, estabelecer sistemas de negociação que permitam a continuidade de preços e liquidez do mercado. Têm o papel de criar mecanismos que possibilitem o atendimento pelos intermediários e participantes

¹⁸Para maiores informações, consultar <www.bovespa.com.br> e <www.cvm.org.br>.

das ordens de compra e venda dos investidores, são os responsáveis por efetuar o registro das operações, estabelecer normas de comportamento e negociação para intermediários, participantes e companhias, fiscalizando e aplicando as penalidades necessárias, além das demais atividades regulamentadas e autorizadas pela CVM¹⁹.

2.3

A Abertura de Capital

A legislação define uma companhia aberta como aquela detentora do direito de negociar seus valores mobiliários de forma pública, isto é, apenas empresas ou sociedades anônimas que abrem seu capital têm o direito de negociar seus títulos em bolsa de valores ou mercado de balcão.

Conforme apresentado, a abertura de capital envolve o pedido de registro de companhia aberta, pela empresa, junto à CVM, além do requerimento complementar para a negociação dos valores mobiliários em bolsa ou mercado de balcão. Vale ressaltar que uma empresa fechada com o capital bastante pulverizado pode requerer à CVM o registro de companhia aberta, sem ter previamente ofertado valores no mercado ou ter a intenção de novas emissões²⁰.

Quando as empresas estudam a proposta de abertura de capital, normalmente vislumbram a obtenção de recursos, sejam eles para novos investimentos ou para financiamento. Contudo, Casagrande Neto, Souza e Rossi²¹ destacam a importância do mercado de capitais não ser visto apenas como uma fonte alternativa de recursos, mas como origem permanente de capitalização pela empresa, desde que haja uma boa política de manutenção dos valores mobiliários pós-mercado. A lógica por trás desse pensamento é a de que enquanto as empresas conseguirem liquidez para os seus títulos, disporão de recursos no mercado de capitais.

A abertura de capital representa uma fonte de liquidez para os investimentos já realizados na fundação ou crescimento da companhia, permitindo maior

¹⁹Para maiores detalhes, consultar <www.cvm.org.br>.

²⁰Para maiores detalhes sobre o processo de abertura de capital, v. CASAGRANDE NETO, H.; SOUZA, L.A.; ROSSI, M.C. Abertura do Capital de Empresas no Brasil. São Paulo: Atlas, 2000, Cap.5.

²¹CASAGRANDE NETO, H.; SOUZA, L. A.; ROSSI, M.C. Abertura do Capital de Empresas no Brasil. São Paulo: Atlas, 2000 p. 40.

competitividade ou como alternativa para a reestruturação societária (como exclusão de sócios, partilha de herança ou processo sucessório). Por esses motivos, as empresas também deveriam associar a abertura de capital a um instrumento para o crescimento ou consolidação de posições. O mercado, favorável ao constante relacionamento com as empresas, estará mais receptivo à emissão de uma empresa que não necessite de recursos ou que apresente bons resultados do que daquela que busca a abertura de capital apenas quando se encontra com mau desempenho financeiro. Nesses casos, as cotações serão penalizadas no mercado secundário, nas comissões e preços futuros de novas chamadas de capital.

A abertura de capital vem acompanhada de exigências da legislação e do próprio mercado por informações econômico-financeiras mais visíveis, acessíveis e confiáveis, assim como por demandas de melhores práticas de governança corporativa nas empresas. Esses fatores são atrativos para o ingresso de investidores potenciais e para o acesso das empresas emissoras ao mercado internacional.

O grande desafio das empresas, além da manutenção do relacionamento com o mercado, está na busca pelo equilíbrio entre o capital próprio e de terceiros. Conforme estudo de Famá e Perobelli (2003)²², não existe uma estrutura ótima de capital, mas aquela mais apropriada ao perfil de cada empresa. Dificilmente as empresas conseguem se sustentar com apenas um tipo de capital. Para a definição da estrutura ótima seria preciso considerar o custo e a disponibilidade dos tipos de capital, analisar índices comparativos setoriais como liquidez, rentabilidade, prazo de maturação etc. e averiguar qual o grau de risco aceito pelo investidor.

Geralmente, em função do seu grau de risco, os recursos iniciais de um negócio são, via de regra, originários de seus promotores. O capital próprio obtido através do reinvestimento de lucros e aportes dos atuais acionistas é aquele que permite os primeiros estágios de crescimento, servindo de base para os débitos de médio prazo necessários à consolidação do empreendimento.

Como os recursos próprios serão, em algum momento, insuficientes para o contínuo crescimento da companhia, as empresas recorrerão ao capital de

²²FAMÁ R.; PEROBELLI, F.F. Fatores Determinantes da Estrutura de Capital para Empresas Latino-Americanas. Revista de Administração Contemporânea, v. 7, n. 1, p. 09-35, jan./mar., 2003.

terceiros, através do financiamento bancário ou lançamento de títulos no mercado de valores mobiliários. A desvantagem do financiamento bancário é a limitação do prazo e o lastro de garantia exigido, que são as riquezas já existentes. O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) representa uma das poucas fontes de recursos de financiamento com maior prazo e melhores taxas, não sendo ainda suficiente, contudo, para atender a todo o mercado e as diferentes modalidades de investimento no país.

Uma vez esgotada a capacidade de endividamento por instituições financeiras, seja pela escassez de recursos ou pelas altas taxas praticadas, o lançamento de valores mobiliários surge como alternativa à reposição da capacidade de alavancagem dos recursos próprios. Emissões primárias, secundárias ou emissão de títulos de dívida são recursos estáveis de médio e longo prazo para suprir as permanentes necessidades de capital de giro ou de fundos para investimentos de longa maturação, que requerem capital mais estável do que o disponível no sistema bancário de curto prazo.

A forte presença que o mercado brasileiro experimenta de investidores institucionais reforça o potencial deste mercado, constituindo a base de permanente demanda por títulos, sendo possível manter o mercado aquecido e movimentando a economia do país. Apesar da sua importância, existem algumas questões que dificultam a criação de mecanismos de captação por meio do mercado de capitais como a condução da política econômica do país com foco no curto prazo e nas altas taxas de juros (impedindo planejamento de mais longo prazo), assim como o grande volume de novas normas e resoluções, que geram incertezas aos investidores a médio e longo prazo.

2.3.1

Vantagens e Custos da Abertura

As Vantagens

A oferta pública de valores mobiliários vem sendo apresentada como alternativa à escassez de recursos estáveis, voluntários e oportunidades de negócios favorecidas pela disponibilidade de recursos, além de uma opção para a reestruturação societária ou para o processo sucessório. Esta seção apresenta as principais vantagens desta operação, encontradas principalmente no trabalho de

Pagano, Panetta e Zingales (1998) e em diversos textos publicados pelo professor Jay Ritter.

- **Ampliação da base de captação:** a abertura de capital facilita o acesso a novas fontes de recursos em detrimento dos financiamentos bancários. Segundo Pagano, Panetta e Zingales (1998) e Rodrigues (1999), empresas que requerem grandes volumes de fundos são aquelas sujeitas a altas taxas de juros ou restrições de crédito bancário, inconvenientes amenizados pela emissão de ações junto a novos sócios.
- **Aumento do poder de barganha frente aos bancos:** conforme Carvalho (2000), os bancos, por possuírem informações sobre a qualidade creditícia de seus clientes, utilizam essa vantagem em benefício próprio cobrando taxas de juros mais elevadas. Com a abertura de capital e a decorrente disseminação das informações sobre a empresa através do mercado, Pagano, Panetta e Zingales (1998) destacam a equidade de informação que todas as instituições financeiras passam a ter, assegurando menor custo de capital e maiores volumes de recursos disponíveis para as empresas.
- **Redução do custo de capital:** empresas com grande volume de investimento, rápido crescimento ou alta alavancagem financeira requerem consideráveis quantias de capital, elevando seu custo de captação ou sofrendo restrições de crédito bancário. O aumento da capacidade de endividamento e estabilidade dos recursos permitidos pela emissão pública de valores mobiliários, como as ações que não têm prazos para resgate, permite à empresa cumprir com os planos de expansão previamente definidos e, conforme Carvalho (2000) e Rodrigues (1999), negociar as ações a baixo custo. A liquidez para acionistas a baixos custos proporciona maiores preços para as ações da empresa e consecutivamente menor custo de capital. Já Pagano, Panetta e Zingales (1998) apresentam uma visão mais completa ao mostrar em seu estudo que a abertura de capital, apenas a curto prazo, permite uma

redução de risco, de custo de capital e valorização das ações, em função da maior liquidez de mercado.

- **Criação de liquidez patrimonial:** Rodrigues (1999) em seu artigo cita a criação de liquidez para o patrimônio dos acionistas controladores e minoritários como uma vantagem. A abertura de capital permite aos detentores das ações transformar a qualquer momento as ações em dinheiro, seja no ato da abertura de capital, seja na negociação em bolsa. Contudo, é preciso mencionar que a liquidez está correlacionada ao volume negociado. Procianoy (1994), baseado em Casagrande Neto²³, afirma que quanto maior for o volume negociado das ações da companhia, maior a liquidez para os acionistas, o que de certa forma favorece a abertura das maiores companhias e desperta o interesse de novos investidores.
- **Diversificação de carteira:** de acordo com Ritter (1998), a decisão de abrir o capital permite a diversificação das carteiras dos acionistas, normalmente representados pelo maior percentual das ações da empresa que detém. A diversificação do risco pode ser obtida através da venda direta de ações, quando o acionista pode diretamente comprar ações de outras instituições, ou indireta, opção em que a empresa levanta fundos por meio de emissão de ações, atraindo novos sócios para posterior compra de ações de outras companhias.
- **Reestruturação acionária ou de passivos:** segundo o mesmo autor, a abertura de capital pode ser a solução para uma partilha de herança, para facilitar uma associação internacional ou ainda como primeiro passo de uma estratégia ótima de venda da empresa. Algumas empresas, para garantir sobrevivência ou recolocar-se no caminho do crescimento, são motivadas a pensar na abertura de capital em função da necessidade de reestruturar seus passivos. O ideal, contudo, é que a empresa mantenha uma estrutura financeira equilibrada e, se tiver a abertura como

²³CASAGRANDE NETO, H. Abertura do capital de empresas no Brasil: um enfoque prático. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1989.

estratégia, procure fazê-la antecipadamente, antes de sinalizar necessidade unicamente financeira.

- **Consolidação da imagem institucional:** o mercado financeiro tem reconhecido o esforço das empresas com a abertura das informações sobre suas atividades, retribuindo com a valorização de seus papéis em bolsa de valores. O fornecimento de informações transparentes e confiáveis são, segundo Pagano, Panetta e Zingales (1998) e a própria CVM, fundamentais para visibilidade da companhia perante os investidores e para o acompanhamento do mercado financeiro. Esta maior exposição funciona como um instrumento de *marketing* para divulgação das empresas além da consolidação da imagem institucional junto ao mercado e investidores.
- **Janelas de oportunidade:** as empresas fechadas serão incentivadas a abrir seu capital quando as empresas abertas pertencentes à sua indústria estiverem superavaliadas. Portanto, tentarão se aproveitar da onda de otimismo do mercado para emissões bem sucedidas. Ritter está entre os autores que acreditam que a venda de uma parcela inicial das ações de uma empresa pode aumentar o valor de venda do bloco restante das ações.
- **Profissionalização da empresa:** a abertura das informações da empresa ao mercado leva à necessidade da profissionalização da estrutura de comando numa busca pela maximização do resultado. Há um movimento natural de substituição de membros da família na diretoria ou em postos de comando por profissionais especializados, a serem escolhidos para o gerenciamento e administração da empresa.

Todos os benefícios citados dependem ou estão intimamente relacionados à liquidez das ações das empresas e da possibilidade dos investidores negociarem volumes significativos de ações sem que isto altere significativamente seu preço.

Alguns autores como Pagano, Panetta e Zingales (1998), Ritter e Rodrigues (1999) acreditam que as vantagens superam das desvantagens. Contudo, no caso

brasileiro, questões como o custo dos juros no país, imagem do mercado nacional perante o mercado externo e escassez de recursos para financiamento de médio e longo prazo são alguns aspectos que podem influenciar na decisão de abertura de capital.

Os Custos

As desvantagens e os motivos que levaram algumas empresas a fecharem ou a não abrirem seu capital nos últimos anos também são analisados com diferentes enfoques por cada um dos autores estudados. Pagano, Panetta e Zingales (1998) citam, por exemplo, o custo de *underpricing*, os custos fixos e perda de confidencialidade como os principais motivos que inibiriam a abertura de capital pela via de emissão de ações. Já Leal (2000), destaca o custo do capital próprio, a falta de proteção ao acionista minoritário e o processo de abertura de capital praticado no país como principais custos.

- **Custo do capital próprio:** Conforme pôde ser observado na seção anterior, alguns citam-no como vantagem para abertura de capital. O custo de capital representa a taxa de desconto utilizada para estimar o valor de mercado da empresa. Sendo assim, quanto maior esta taxa, menor o valor de mercado da companhia. Autores como Leal (2000) identificam as altas taxas de juros brasileiras associadas a um risco mais elevado da empresa nacional, o que, segundo ele, estimularia um alto custo de capital próprio. Desta forma, o financiamento através de emissões de ações seria interessante apenas para empresas sem acesso a melhores alternativas de financiamento.

O estudo de Pagano, Panetta e Zingales (1998) mostra que, apesar do custo de capital depender principalmente das taxas de juros de cada região/país, ele cai apenas nos primeiros anos posteriores à abertura, retornando em seguida ao que era antes. Dessa forma, há o aumento do custo de capital próprio para a empresa a médio e longo prazo.

- **Falta de proteção ao acionista minoritário:** segundo Leal (2000), a falta de proteção do minoritário, associada à possibilidade de

expropriação pelo acionista majoritário, leva os acionistas a depreciarem o preço das ações, aumentando o retorno exigido e inibindo novas emissões.

No Brasil, com a aprovação da Lei das S.A. e criação do Nível 1 e 2 e do Novo Mercado da Bovespa, foram estabelecidos os direitos dos minoritários e exigidos maiores níveis de governança corporativa, minimizando esse problema, além de atrair novos investidores.

- **Processo de *underpricing*:** uma característica observada não só no Brasil, mas em outros países, com relação à distribuição inicial de ações é o preço de desconto. O preço do lote de ações inicialmente distribuídas precisa ser ofertado em média ao valor inferior ao de fechamento no primeiro dia em que a ação é transacionada. Segundo Procianoy (1994), e De Carvalho (2000), o *underpricing* é um fenômeno natural, em virtude dos emissores possuírem informações privilegiadas da empresa, as quais os investidores não possuem. Assim, o *underpricing* aparece como prêmio exigido como recompensa desta negociação em condições de desvantagem.

Leal e Bocater (1992), com uma abordagem um pouco diferente, sugerem que o método de emissão no Brasil faz com que as empresas emissoras deixem muito “dinheiro sobre a mesa”. Na realidade, os retornos iniciais de ofertas públicas para abertura no país são elevados porque os investidores que adquiriram as ações ao preço de emissão revendem na bolsa no primeiro dia de negócios a preços muito superiores ao de lançamento. Se a diferença entre o preço de emissão e o preço de mercado é alta, isso pode frustrar a emissora por perceber que obteve menores retornos do que poderia.

- **Aumento dos custos indiretos:** além dos custos do *underpricing* inicial, autores como Ritter destacam outros necessariamente incidentes com a abertura de capital. No Brasil, são os custos com a comissão do *underwriter*, despesas fixas com contratação de auditoria externa,

atendimento ao acionista, publicações legais, taxas de registro na CVM e na bolsa de valores, entre outros.

Silva (2000) destaca que o mercado brasileiro, comparado com o de outros países, possui baixa escala de transações de ações. Inspirado em Pagano, Panetta e Zingales (1998), conclui que sem boas ações na bolsa, não há entrada de dinheiro novo e consecutivamente as ações não se valorizam, dando conseqüência a altos custos de manutenção da empresa aberta. Como as despesas de manutenção da companhia aberta não aumentam proporcionalmente ao tamanho da emissão inicial, elas pesam relativamente mais para as pequenas empresas.

- **Perda de confidencialidade:** a necessidade de divulgação de informações aos investidores pode causar desequilíbrio na concorrência, possibilitando vantagem competitiva principalmente aos concorrentes de capital fechado. Conforme Cordeiro Filho (1981), as exigências legais de divulgação requerem a publicação de informações muitas vezes consideradas relevantes para sua estratégia competitiva (como estratégias de marketing futuras e informações de pesquisa e desenvolvimento).

Rodrigues (1999) questiona até que ponto as empresas abertas perdem confidencialidade, ressaltando que informações confidenciais não necessitariam ser divulgadas. Este padrão de informação também expõe as empresas a uma maior vigilância por parte das autoridades fiscais, reduzindo a possibilidade de evasão fiscal.

- **Compartilhamento de decisões:** conforme Cordeiro Filho (1981) e Rodrigues (1999), a diluição do controle e seu reflexo na administração, ou a necessidade de compartilhar as decisões e definições estratégicas da companhia com os novos acionistas são fatores de inibição da abertura. Argumenta-se que as questões legais a que as empresas são submetidas ao abrir o capital reduzem a flexibilidade operacional e administrativa. Apenas para ilustrar, as assembleias obrigatórias por lei por vezes

poderão retardar ou impedir que a empresa tome providências mais compatíveis com seus interesses de lucratividade, sobrevivência, ou com aqueles dos controladores.

- **Pagamento de dividendos:** segundo Cordeiro Filho (1981) e Rodrigues (1999), a obrigatoriedade de distribuição de dividendos mínimos de empresas de capital aberto em momentos de crescimento ou de dificuldade, apenas para atender aos acionistas externos, pode representar um fator desencorajador para a abertura.

2.3.2

Instrumentos de Abertura

Uma das principais decisões do processo de abertura de capital envolve a análise cuidadosa de que tipos de valores mobiliários lançar, o número de títulos factíveis e o preço de colocação. Dentre os instrumentos de abertura de capital existentes, os mais usuais são as ações, debêntures e notas promissórias.

As ações são consideradas o instrumento mais efetivo na abertura de capital. São títulos nominativos, negociáveis e representativos da propriedade de uma fração do capital social de uma sociedade por ações. Quanto à espécie, podem ser ordinárias, preferenciais ou de fruição. As ações podem ainda ser nominativas registradas (controladas pela companhia emissora ou por terceiros) ou nominativas escriturais (exigindo designação externa de instituição financeira depositária dos títulos).

As ações ordinárias constituem aquelas que dão aos detentores direito a voto, permitindo a interferência nas decisões e rumos da empresa, além da participação nos resultados da companhia.

As preferenciais, normalmente, não têm direito a voto, ou possuem restrições ao seu exercício. Também recebem prioridade no recebimento dos dividendos, exceto em caso de ações com dividendos mínimos ou fixos e no caso de liquidação da empresa.

As ações de fruição são as resultantes da amortização das ações ordinárias ou preferenciais, não representando parte do capital social da companhia. Contudo, são ações que dão direito ao contínuo recebimento de parcelas do lucro

em forma de dividendos após o reembolso do equivalente à sua parte do capital social da empresa.

As debêntures são títulos representativos de dívida de médio e longo prazo, contraída pela companhia junto ao debenturista, com prazo determinado ou indeterminado. As debêntures são classificadas em simples e conversíveis. Enquanto as simples não podem ser convertidas em ações de emissão da empresa, as conversíveis podem ser convertidas em ações, proporcionando eventuais lucros no momento da conversão. As debêntures ainda rendem juros, prêmios, entre outras vantagens definidas em escritura. Apesar de títulos de longo prazo, as taxas podem ser repactuadas com o consentimento dos debenturistas, que, no caso de não concordarem, obrigam a empresa a recomprá-las.

As emissões de debêntures têm sido utilizadas por empresas que, embora abertas, não tenham ações de sua emissão negociadas em bolsa de valores. Dada a limitada transparência do mercado de debêntures, resultante do menor volume e frequência de negociação, pode-se dizer que há uma certa ausência de avaliação regular destas informações como há para a negociação de ações.

As notas promissórias são por sua vez títulos representativos de direito de curto prazo contra a companhia emitente. Possuem prazo de trinta dias a um ano, com remuneração prefixada na forma de deságio sobre o valor de face. Respeitadas algumas condições e regulamentações da CVM, as companhias fechadas têm a possibilidade de lançá-las.

2.3.3

Abertura de Capital por Emissão de Ações

A abertura de capital pode ocorrer de duas maneiras. A primeira através do mercado primário, no qual valores mobiliários são lançados no mercado pela primeira vez em subscrição pública e todo o capital obtido vai para a empresa. A segunda forma é através da distribuição secundária ou *block trade*, no qual há distribuição pública de títulos já existentes, detidas por acionistas ou pela empresa. Neste caso, os valores mobiliários apenas trocam de dono, não havendo qualquer entrada de capital para a empresa²⁴.

²⁴Leis 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.

A abertura de capital por emissão de ações consiste na colocação destas junto ao público investidor através do processo de emissão primária (ou *underwriting*) ou através da distribuição secundária ou *block trade*. A operação de emissão primária ocorre por iniciativa da empresa, geralmente motivada pelo objetivo de investimento em um novo projeto, de reforço do capital de giro ou de saneamento financeiro da firma. Esta mesma iniciativa não representa, contudo, a motivação da distribuição secundária já que não há entrada de caixa com a redistribuição das ações para novos acionistas, mas a alteração do capital social da companhia com o ingresso de novos investidores. Os dois tipos de emissão são muito similares e podem ser feitos em bolsa de valores ou por outros mecanismos do mercado de balcão.

O processo de abertura inicia-se com o desejo dos acionistas a ser expresso na Assembléia Geral. A necessidade de promover alguma reestruturação na empresa, adequação do sistema contábil e de controles internos, auditoria das demonstrações financeiras e a própria escolha do intermediário financeiro podem consumir muito tempo. Portanto, o quanto antes se iniciar a exposição ao mercado, mais rápido a empresa ganhará visibilidade, favorecendo a ampliação da demanda pelas ações no momento de abertura.

Da cogitação de abertura até a efetiva oferta ao público e investidores em geral, são inúmeras as etapas a serem percorridas pela empresa. A seguir, serão mencionadas as consideradas mais relevantes.

Análise da Conveniência

Uma das primeiras etapas percorridas pelas empresas é a avaliação dos benefícios e dos custos da abertura de capital. O nível de prestações de informações de uma companhia aberta é muito superior ao de uma empresa fechada, o que leva a empresa a analisar mudanças necessárias nos estatutos sociais, prevendo a criação do Conselho de Administração e eleição de seus membros, adequação de cultura para o pronto atendimento e prestações de contas ao mercado, sem mencionar a aceitação da presença de novos acionistas, o respeito aos direitos dos minoritários, a necessidade da contratação de auditoria independente para assegurar a credibilidade das demonstrações financeiras, entre outros requisitos estabelecidos pela CVM e pela legislação.

As questões econômicas também são de grande relevância. A constância dos resultados do histórico de lucro líquido, a expectativa de crescimento e estabilidade na evolução dos lucros (histórico e projetado) e sólidas políticas de distribuição de dividendos são fatores que conquistam a confiança do mercado.

Escolha do Intermediário Financeiro

A legislação do mercado de capitais requer que toda distribuição pública seja realizada através de uma instituição financeira (bancos múltiplos e de investimento, corretoras e distribuidoras de valores). Tanto para o processo de emissão primária quando secundária é necessária a contratação de uma instituição intermediadora e coordenadora para liderar e participar das ofertas públicas.

A tradição e força da instituição escolhida é um fator importante para o sucesso da emissão. Quando instituições de renome no mercado participam de uma colocação, sinalizam aos investidores a qualidade do papel, influenciando no sucesso da operação.

O coordenador da operação tem a incumbência de formar o *pool* das instituições que farão parte da distribuição, para ampliar a base de potenciais investidores. Os líderes do *pool* são aqueles que adquirem um grande lote de ações, distribuindo-as aos intermediários ou consorciados, que por sua vez desempenham a função de varejo, colocando o papel junto ao investidor final (investidores institucionais, empresas de grande porte e investidores de varejo).

O intermediário, como coordenador da operação, orienta a empresa em todo o processo, inclusive nas questões relacionadas à definição das características e do tamanho da oferta. Adicionalmente, algumas instituições tornam-se conselheiros permanentes em assuntos relacionados ao desempenho econômico-financeiro da firma e à assessoria em assuntos de mercado de valores mobiliários.

Fixação do Preço de Emissão

Uma das maiores dificuldades na abertura de capital pela via da emissão de ações é a atribuição do seu preço inicial. O único indicativo para uma comparação entre preços das ações são os valores de mercado das ações de empresas do mesmo setor econômico ou indústria. Como há diferença nas características operacionais e financeiras de cada empresa, o processo comparativo torna-se apenas uma referência para percepção de aceitação dos investidores ao setor e às

empresas que nele operam. Para estipular um valor aproximado justo de emissão ou de expectativas de valorização, os investidores geralmente analisam a lucratividade que o valor mobiliário proporcionará através das perspectivas de geração de fluxos de caixa e de lucros.

Uma prática observada nas aberturas de capital é a redução do preço inicial de oferta. Dada a maior percepção de risco no momento de abertura, uma maneira de motivar os investidores é a redução do preço inicial. Como o desconhecimento sobre a empresa e sua gestão é maior, a relação entre valor de emissão e valor patrimonial fica geralmente reduzida.

O preço de distribuição da Natura foi fixado com base na faixa de preço indicada no Prospecto Preliminar, após a efetivação dos Pedidos de Reserva e a conclusão do procedimento de coleta de intenções de investimento (“Procedimento de bookbuilding”) realizado pelas Instituições Intermediárias.

Contrato de *Underwriting*

O contrato de *underwriting* aborda a qualificação completa das partes, a definição de preço, volume e das demais características da operação. Especifica se o acordo de subscrição será de novas ações e qual será sua natureza (garantia firme, melhores esforços etc.), o tipo de distribuição (ações ordinárias, preferenciais ou ambas), se haverá livre acesso a todos os investidores ou se haverá tratamento diferenciado, especifica a formação da comissão de *underwriting*, o valor a ser pago à empresa, comissões, prazo de pagamento, entre outras informações relevantes à abertura.

Apesar de diversos os tipos de *underwriting*²⁵, as modalidades mais utilizadas no Brasil são as da garantia firme e dos melhores esforços. A garantia firme, mais comumente utilizada, é a garantia de subscrição pelas instituições financeiras garantidoras da operação, que ficam com as ações caso não haja

²⁵São tipos de *underwriting*: a) Firme – compromisso firme de subscrição ou compra de ações para revenda ao público. Ocorre quando há lote de ações existentes (*block trade*), ou seja, trata-se de ações já existentes, cujo aumento de capital já ocorreu pela via da oferta pública; b) Garantia de Sobras (*stand-by*) – garante a subscrição das “sobras” após a oferta aos próprios acionistas, ou após período de esforço para colocação junto a terceiros; c) Tudo ou Nada (*all or nothing*) – a emissão apenas será efetivada caso sejam encontrados subscritores para todos os valores mobiliários em determinado período; d) Melhor Esforço (*best efforts*) – não há garantia de subscrição: o intermediário apenas empenhará seus “melhores esforços” para colocar a emissão. Conforme Cordeiro Filho, A. Manual de abertura das companhias, p. 89.

colocação final junto aos investidores. Se o mercado não for receptivo ao volume pretendido, os intermediários contratados são obrigados a assinar os boletins de subscrição, pagar o preço, deduzir sua comissão e colocar os títulos não absorvidos pelos investidores em sua própria carteira.

Na operação com melhores esforços, as instituições do *pool* realizam, como o nome já diz, seus melhores esforços para colocar as novas ações no mercado e, se não conseguem, levam à empresa a tentar encontrar através de seu próprio esforço alguém para subscrevê-las. Caso as condições de mercado tornem-se desfavoráveis antes ou após assinatura do contrato, o lançamento poderá ser adiado, abandonado ou a companhia poderá reduzir o tamanho do lançamento ou preço dos seus valores mobiliários.

Apesar dos diversos tipos de *underwriting* mencionados, a Natura optou pelo procedimento de *bookbuilding*, realizado a partir da faixa de Preço de Distribuição por Ação indicada no Prospecto Preliminar, a qual foi estabelecida tendo em vista a avaliação da Companhia elaborada pelas Instituições Intermediárias com base no método de fluxo de caixa descontado e na comparação por múltiplos, a partir de informações obtidas junto a Companhia, além dos relatórios independentes produzidos pelas equipes de mercado de capitais das Instituições Intermediárias. O Procedimento de *bookbuilding* permite a adequada análise do resultado da coleta de intenções firmes de compra das Ações apresentada pelos Investidores Institucionais para as Instituições Intermediárias, sendo, desta forma, identificado como o critério mais apropriado para determinar o Preço de Distribuição da empresa.

Os gastos com uma operação de *underwriting* variam dependendo da complexidade de cada empresa e do grau de organização. Normalmente, envolvem despesas com a contratação de auditoria externa, preparação da documentação, publicações legais, confecção do prospecto, comissão do intermediário financeiro e processo de marketing da distribuição, além do tempo do pessoal interno envolvido na operação. Mesmo após a abertura da companhia, existem despesas que sustentam a liquidez dos valores mobiliários no mercado com a contratação de profissionais intermediários para coordenação e posicionamento dos títulos no mercado secundário, mantendo o mercado mobiliário como fonte alternativa de recursos, já que muitos dos insucessos de

lançamentos públicos estão relacionados ao descaso com liquidez dos títulos após encerramento das operações.

Documentação e Reforma Estatutária

Basicamente, para a abertura são exigidos documentos de duas categorias: os societários e relatórios financeiros da empresa, que devem seguir os padrões estipulados pela CVM. Na parte societária, são encontradas as regras que delineiam e gerenciam as atividades da empresa, requerendo na maior parte das vezes a reforma dos estatutos da companhia. Quanto à parte financeira, busca-se atestar as condições da empresa para essa nova fase. Por isso a necessidade de submissão das demonstrações a uma auditoria externa independente, confecção do prospecto de venda das ações entre outras medidas já mencionadas.

Marketing e *disclosure* da companhia

Para o sucesso da operação, a empresa deve oferecer boas perspectivas e fazer com que os investidores as percebam. O coordenador deverá montar um esquema de *disclosure*²⁶ da companhia para que os intermediários conheçam o produto oferecido muito bem, convencendo-se das suas qualidades para efetuarem a venda eficientemente. O trabalho de marketing inclui atividades como visita às instalações da empresa, palestras, reuniões com analistas do mercado, distribuição de material publicitário e campanha institucional em veículos de comunicação.

Emissão

Finalmente, com os passos anteriores percorridos, marca-se a data da liquidação financeira da operação e publica-se o anúncio do início de distribuição, normalmente em jornal de grande circulação ou aquele onde a empresa costuma fazer suas publicações legais. No anúncio são citados o montante a ser colocado e quais instituições aptas a trabalhar o papel.

A subscrição deve ser concluída em no máximo seis meses da data de autorização de emissão. Esse documento comprova a aquisição dos lotes de ações pelo investidor, garantido sua posse. Com a conclusão da colocação, divulga-se o

²⁶Disponibilização de fluxo de informações relevantes para os minoritários e mercado.

anúncio de encerramento da distribuição pública em jornal, no mesmo molde do anúncio de emissão.

A liquidação financeira do pool é a última etapa, realizada junto à instituição financeira coordenadora, encarregada de transferir os recursos para a empresa/acionistas. Todos os recursos financeiros resultantes da negociação com os investidores, já excluídas as comissões, serão transferidos ao coordenador da operação para repasse à companhia emissora ou seus acionistas.

Uma vez concretizada a abertura do capital, a emissora passa a fazer parte do mercado de valores mobiliários e estabelece uma relação permanente com seus principais participantes (CVM, acionistas, investidores, bolsas, mercado de balcão, Cetip, Associações do mercado e analistas).

Dentre as medidas obrigatórias a serem respeitadas pelas empresas, estão: a criação de um Conselho de Administração para eleição de diretores e fixação de políticas da empresa, eleição de um diretor de relação com investidores responsável por falar ao mercado em nome da empresa, as informações financeiras ficam sujeitas a auditoria externa independente habilitada e registrada pela CVM, fica obrigada a publicação em jornais de grande circulação os demonstrativos financeiros anuais, convocações e atas de assembleias, além de respeitar e atender todos os procedimentos estipulados pela CVM, omitidos no trabalho por objetividade.

2.4

Governança Corporativa

O conjunto de relacionamentos entre os acionistas e administradores da empresa é caracterizado como governança corporativa. A discussão atual em torno deste assunto envolve o esforço para minimizar os potenciais conflitos de interesse entre os agentes, maximizando o valor da empresa e retorno aos acionistas.

As dificuldades financeiras de algumas empresas abertas e as falências ocorridas na década de 90, assim como os desequilíbrios macroeconômicos, elevadas taxas de inflação e volatilidade das taxas de juros, não favoreceram o financiamento via mercado acionário no Brasil durante um bom período. Além da conjuntura econômica, questões políticas como o tipo de gestão adotado por

algumas empresas de capital aberto, despertaram muitas reclamações dos minoritários, cuja qualidade do tratamento recebida levantava preocupação do mercado quanto às práticas de administração adotadas.

Diante do enfraquecimento do mercado de capitais, que na prática deveria ser a alternativa ao mercado financeiro bancário, o governo buscou uma forma de incentivo através da reforma da Lei das Sociedades por Ações. A Bovespa, principal bolsa de valores do país, se empenhou, por sua vez, em buscar alternativas que, para aplicar ao mercado, independessem de grandes reformas estruturais ou de intervenção dos órgãos reguladores. Conseguiu estimular o mercado de capitais através de uma cultura de acionistas com a criação da listagem das companhias abertas em diversos níveis, conforme o grau de direitos que as empresas estivessem dispostas a conferir aos seus acionistas minoritários.

A nova Lei das S.A.

A nova Lei das Sociedades por Ações, publicada em 2001, mostrou que o governo estava convencido a incentivar o aumento da pulverização do mercado de capitais para fortalecê-lo no país, tentando frear também o fluxo migratório das empresas para outros pregões dos mercados internacionais. Com a transformação da CVM em uma agência reguladora independente, permitiu-se maior atuação e poder de decisão em defesa da eficiência do mercado.

Ao apoiar a modificação da Lei das S.A. o Governo sinalizou claramente a preocupação com investidores minoritários, proporcionando maior transparência e garantia aos seus direitos. Apenas para exemplificar, anteriormente à reforma, para uma empresa fechar seu capital, precisava apenas realizar uma oferta pública de compra das ações retirando toda liquidez dos papéis, levando ao “fechamento branco de capital”. O preço oferecido, por mais que não agradasse aos minoritários, acabava sendo acatado para não haver maiores prejuízos com a ausência de liquidez provocada no mercado. Com a nova lei, foi permitido aos minoritários a opção de aceitar ou não a oferta. Agora, para o controlador recomprar as ações, poderá retirar apenas um terço dos papéis em circulação ou iniciar o processo de cancelamento de registro. Para o cancelamento do registro, as empresas ainda deverão conseguir a adesão de pelo menos 67% de seus acionistas. Caso o controlador feche a empresa, o minoritário ainda tem garantido pelo menos um preço da ação igual ao valor econômico da empresa.

Os minoritários também adquiriram o direito de sair da sociedade caso a empresa reduza o dividendo obrigatório (direito de recesso), admita a entrada de um novo acionista ou altere o objeto social. As ações preferenciais também passaram a ter o direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a pelo menos 25% do lucro líquido.

A Lei ainda modificou a forma de escolha dos membros do conselho fiscal. Antes o controlador indicava três dos cinco membros do conselho e os minoritários, os dois membros restantes. Agora os controladores elegem apenas dois membros, sendo o terceiro um representante do auditor independente²⁷.

Novo Mercado

No Brasil, a preocupação com a melhoria das práticas de governança e transparência já existia antes da iniciativa da Bovespa de criar os níveis de governança corporativa. Contudo, essas mudanças eram adotadas com pouca visibilidade pelas empresas, em face do resultado de esforços individuais. A adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa permitiu o maior destaque dos esforços das empresas na melhoria da relação com investidores e elevando o potencial de valorização dos seus ativos. A adesão ocorre mediante um contrato entre a empresa e a Bovespa, que também assume a tarefa de fiscalizar e garantir o cumprimento das normas estabelecidas no regulamento.

No final do ano de 2000 a Bovespa criou um segmento especial de listagem, chamado Novo Mercado, com o propósito de atrair companhias abertas dispostas a fornecer maiores informações – adicionais às exigidas pela legislação – ao mercado e aos seus acionistas a respeito de seus negócios.

A listagem neste segmento representa a adesão a um conjunto de regras societárias, consolidadas no Regulamento de Listagem da Bovespa, regras estas que ampliam os direitos dos acionistas e a adoção de uma política de divulgação e de transparência de informações, só comparável às dos mercados mais desenvolvidos do mundo. A listagem no Novo Mercado oferece maior segurança aos investidores também devido à administração diferenciada, tornando as companhias listadas conhecidas pelo mercado como aquelas de “boas práticas de

²⁷Para maiores informações sobre a lei das S.A. e níveis diferenciados de governança corporativa, acessar: <www.cvm.gov.br> e <www.bovespa.com.br>.

governança corporativa”, o que influencia positivamente a valorização e a liquidez das ações no mercado.

As companhias que ingressam no Novo Mercado²⁸ submetem-se voluntariamente a regras mais rígidas, obrigando-se, por exemplo a emitir apenas ações ordinárias, manter no mínimo 25% das ações em circulação do capital da companhia, detalhar e incluir informações adicionais nas informações trimestrais e disponibilizar as demonstrações financeiras anuais no idioma inglês e com base em princípios de contabilidade internacionalmente aceitos – US GAAP²⁹ ou IAS³⁰. As companhias deste segmento destacam-se das demais especialmente pela extensão a todos os acionistas do direito de receberem o mesmo valor pago ao controlador, no caso de troca de controle (*tag along*).

A exigência quanto à emissão apenas de ações ordinárias, apesar de possível para aquelas em processo de abertura de capital, não é tão simples para as empresas já listadas na Bovespa e que possuem até 2/3 do capital em ações preferenciais. Para atender este segmento e devido à demanda do mercado, a Bovespa também criou os níveis diferenciados de governança corporativa 1 e 2.

O Nível 1 classifica as empresas que têm por objetivo garantir maior transparência na divulgação de informações ao mercado e que possuam pelo menos 25% do capital em ações disponíveis no mercado (*free float*). A apresentação das demonstrações de fluxo de caixa e divulgação de um calendário anual de eventos são outras exigências. O Nível 2 exige das empresas a adesão a todas as obrigações previstas no regulamento do Novo Mercado, havendo contudo, a possibilidade de manutenção das ações preferenciais. No nível 2 as empresas precisam oferecer *tag along* de 70% para as preferenciais e 100% para as ações ordinárias e o direito de voto para as preferenciais em questão relevantes como fusões, aquisições e troca de controle da companhia.

A essência do Nível 2 e do Novo Mercado são portanto rígidos princípios de governança, enquanto que o Nível 1 representa um comprometimento maior com transparência e liquidez das ações.

²⁸Para maiores detalhes das regras do Novo Mercado, acessar: <www.cvm.gov.br> e <www.bovespa.com.br>.

²⁹US GAAP (*United States Generally Accepted Accounting Principles*) contém as normas de contabilidade utilizadas nos Estados Unidos da América.

³⁰IAS representa as normas internacionais de contabilidade promulgadas pelo *International Accounting Standards Committee*.

Desde sua criação as empresas vêm mostrando receptividade aos novos padrões de classificação da Bovespa, com o aumento do número daquelas que anunciaram sua adesão ou ao menos intenção de fazê-lo. Atualmente³¹ 36 empresas estão listadas no Nível 1, 11 empresas no Nível 2 e 20 no Novo Mercado, conforme pode ser visualizado na tabela a seguir.

Tabela 1: Empresas listadas nos níveis da Bovespa

Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	
LIGHT	ALL	ARACRUZ	KLABIN S/A
CCR RODOVIAS	GOL	ARCELOR BR	MANGELS INDL
SABESP	SUZANO PETROQUIMICA	BRABESCO	GERDAU MET
CPFL ENERGIA	ELETROPAULO	ITAUBANCO	PERDIGAO S/A
DASA	NET	BRABESPAR	RANDON PART
GRENDENE	TAM	BRASIL T PAR	RIPASA
NATURA	CELESC	BRASIL TELEC	VIGOR
PORTO SEGURO	ETERNIT	BRASKEM	SADIA S/A
ENERGIAS BR	MARCOPOLO	P.ACUCAR-CBD	ALPARGATAS
LOCALIZA	UOL	CEMIG	SUZANO PAPEL
LOJAS RENNER	VIVAX	CEDRO	ULTRAPAR
OHL BRASIL		CIA HERING	UNIBANCO HLD
RENAR		TRAN PAULIST	UNIBANCO
SUBMARINO		VALE R DOCE	UNIPAR
NOSSA CAIXA		CONFAB	V C P
COPASA		DURATEX	WEG
COSAN		FRAS-LE	
CYRELA REALT		GERDAU	
ROSSI RESID		IOCHP-MAXION	
TRACTEBEL		ITAUSA	
Total: 20 empresas	Total: 11 empresas	Total: 36 empresas	

Fonte: Bovespa e CVM

Os esforços das companhias quanto às boas práticas de governança corporativa já estão refletidos na valorização das ações. As ações de empresas que aderiram aos níveis diferenciados de Bovespa apresentaram, em geral, performance melhor do que o índice do Ibovespa desde seu lançamento conforme pode ser visto na tabela 2, que apresenta alguns resultados de empresas.

³¹ Posição extraída do site da Bovespa em 14/02/2006.

Tabela 2: Performance de empresas listadas nos índices da Bovespa

Ações/Empresas	Índice Bovespa	Primeiro dia de negócio	Preços*	No dia seguinte	Preços*	Var. %	Posição ações em 5/8/2005	Var. % Ações	Var. % Ibovespa
Natura ON	Novo Mercado	25/05/04	34,50	26/05/04	39,89	15,62%	77,90	125,80%	40,61%
Gol PN	Nível 2	23/06/04	26,32	24/06/04	27,74	5,40%	40,00	51,98%	27,27%
ALL Améria Latina PN	Nível 2	24/06/04	9,20	25/06/04	10,41	13,15%	16,00	73,91%	28,05%
CPFL Energia ON	Novo Mercado	28/09/04	15,33	29/09/04	16,81	9,65%	21,51	40,31%	14,15%
Grendene ON	Novo Mercado	28/10/04	30,05	29/10/04	33,68	12,08%	15,59	-48,12%	15,65%
Dasa ON	Novo Mercado	18/11/04	20,00	19/11/04	24,00	20,00%	29,65	48,25%	9,83%
Porto Seguro ON	Novo Mercado	19/11/04	18,01	22/11/04	19,16	6,39%	21,90	21,60%	10,33%
Renar Maçãs ON	Novo Mercado	25/02/05	1,60	28/02/05	1,62	1,25%	0,87	-45,63%	-6,71%
ALL América Latina Unit	Nível 2	24/03/05	72,50	28/03/05	72,50	0,00%	81,00	11,72%	-0,69%
Submarino ON	Novo Mercado	29/03/05	21,62	30/03/05	21,62	0,00%	23,40	8,23%	2,61%
Localiza ON	Novo Mercado	20/05/05	11,32	23/05/05	11,32	0,00%	14,80	30,74%	8,14%
TAM PN	Nível 2	13/06/05	18,00	14/06/05	18,00	0,00%	23,75	31,94%	6,49%
Lojas Renner ON	Novo Mercado	29/06/05	37,00	01/07/05	38,50	4,05%	46,50	25,68%	5,54%
Energias BR ON	Novo Mercado	12/07/05	18,00	13/07/05	20,01	11,17%	23,01	27,83%	3,84%

* Preços em reais, ajustados por proventos desde o lançamento das ações.

Fonte: Jornal Valor Econômico 09/08/05 página D1.

Com o lançamento do Novo Mercado e os níveis de governança, a Bovespa trouxe as demandas dos investidores para mais perto das empresas. Para os investidores a governança proporciona maior precisão no apreçamento das ações, a melhora do processo de acompanhamento e fiscalização, maior segurança quanto aos seus direitos societários, canalização de mais poupança para capitalização das companhias e investimentos mais seguros e diversificados. Hoje, observa-se no mercado que grande parte dos investidores apenas participa de operações de oferta pública de companhias registradas nos indicadores de governança corporativa da Bovespa.

2.5

A Evolução do Mercado de Capitais

Mercado nacional

Nos anos 90 as captações no mercado internacional através de instrumentos de mercado de capitais (*bônus*, *notes* e *commercial papers*) cresceram consideravelmente, em virtude da inserção do país na globalização financeira e da farta liquidez disponível aos países em desenvolvimento até 1997, substituindo o tradicional crédito bancário. Contudo, a excessiva dependência do mercado internacional apontava para necessidade do desenvolvimento do mercado de valores mobiliários nacional para fortalecimento e atendimento das empresas brasileiras e seus investimentos.

A estabilização e a abertura da economia ao longo da década iniciaram o movimento de crescimento do mercado de capitais no Brasil. O Plano Real, implementado em julho de 1994, junto à rígida política macroeconômica, permitiu a estabilização dos preços e redução da inflação a níveis mínimos. A abertura comercial tornou o mercado nacional mais atraente e acessível aos investidores internacionais, facilitando a entrada de capital estrangeiro e investimento em bolsas, o que se refletiu na valorização das ações e volumes negociados.

As mudanças decorrentes da abertura externa e integração do Brasil à economia internacional fizeram o setor público se afastar gradativamente da posição central de mobilização e alocação de recursos e investimentos na economia brasileira. Neste contexto, o sistema financeiro privado (intermediários financeiros e o mercado de capitais) assumiu o papel estratégico para retomada do crescimento econômico.

Apesar dos favoráveis indicadores ao desenvolvimento da economia brasileira do início da década, a crise asiática em outubro de 1997 e a moratória Russa em agosto de 1998 criaram uma expectativa de instabilidade no mercado financeiro internacional, refletindo-se no aumento do risco dos investimentos em economias emergentes. A conjuntura de crescente atividade produtora, redução das taxas de inflação e de tendência de estabilização do déficit comercial foram afetadas pelas medidas do governo para minimizar os rumores sobre o impacto da crise na economia nacional e evitar especulações à moeda, retornando, assim, o mercado de câmbio à normalidade.

Meio às flutuações da economia e desempenho do mercado, o número de empresas abertas no Brasil também vinha declinando desde a década de oitenta. Segundo Casagrande Neto³², a explicação para esse fenômeno está no fato de apenas um pequeno número de corporações possuírem condições de liquidez e valorização adequadas. Os analistas de mercado enxergam esses movimentos de fechamento de capital como uma seleção natural porque muitas dessas empresas abriram o capital pelos incentivos tributários e não por vocação. Com o passar do tempo, contudo, os níveis exigidos de transparência, informações e de governança corporativa inviabilizaram a manutenção de companhias abertas sem tal perfil.

³²Op. cit, p. 38.

O ano de 2004 representou um marco, revertendo a situação de redução das empresas de capital aberto no Brasil de pelo menos três anos anteriores, quando o mercado foi influenciado, dentre outros fatores, pela crise energética (2001), instabilidade política e econômica da disputa eleitoral, disparada do dólar (2002), alta relação dívida/PIB e nível de desemprego, além do alto risco país. Segundo a CVM foram realizados em 2004 nove ofertas primárias e doze ofertas secundárias, enquanto que em 2005 foram treze ofertas primárias e quinze secundárias, conforme pode ser visualizado na tabela 3.

Tabela 3: Emissões primárias e secundárias em 2004 e 2005

Ofertas primárias				2005			
2004				2005			
Emissora	Dt Registro CVM	Volume em R\$	Classificação Bovespa*	Emissora	Dt Registro CVM	Volume em R\$	Classificação Bovespa*
CIA CONCESSIONS RODOVIARIAS	27/4/2004	375.000.004,50	NM	RENAR MAÇAS SA	24/1/2005	16.000.000,00	NM
ALL AMERICA LATINA LOGISTICA SA	24/6/2004	267.375.000,00	N2	SUBMARINO S/A	30/3/2005	135.125.000,00	NM
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES SA	24/6/2004	540.851.613,25	N2	ULTRAPAR PARTICIPAÇÕES SA	13/4/2005	47.218.027,88	N1
BRASKEM S.A.	23/9/2004	1.105.650.000,00	N1	GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES SA	28/4/2005	193.890.882,32	N2
CPFL ENERGIA SA	29/9/2004	783.797.350,14	NM	TAM S.A.	14/6/2005	437.453.100,00	N2
DIAGNOSTICOS DA AMERICA SA	18/11/2004	126.136.300,00	NM	LOJAS RENNER SA	30/6/2005	347.371.059,00	NM
PORTO SEGURO SA	19/11/2004	194.646.225,00	NM	EDP ENERGIAS DO BRASIL S/A	13/7/2005	1.170.132.696,00	NM
BRADSPAR S/A	15/12/2004	1.044.546.272,00	N1	OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S/A	14/7/2005	135.000.000,00	NM
SUZANO PETROQUIMICA S.A.	17/12/2004	31.900.000,00	N1	BRAZIL REALTY SA EMPRS E PARTS	21/9/2005	511.500.000,00	NM
TOTAL NO ANO:	9 Ofertas	4.469.902.764,89		LA FONTE PARTICIPACOES S/A	27/10/2005	104.999.999,96	-
				COSAN SA INDUSTRIA E COMERCIO	17/11/2005	885.767.328,00	NM
				CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	2/12/2005	57.098.252,55	-
				UNIVERSO ONLINE SA	15/12/2005	322.972.416,00	N2
				TOTAL NO ANO:	13 Ofertas	4.364.528.761,71	

Ofertas secundárias				2005			
2004				2005			
Emissora	Dt Registro CVM	Volume em R\$	Classificação Bovespa*	Emissora	Dt Registro CVM	Volume em R\$	Classificação Bovespa*
NATURA COSMÉTICOS S.A.	25/5/2004	768.120.636,50	NM	SUBMARINO S/A	30/3/2005	408.753.125,00	NM
ALL AMERICA LATINA LOGISTICA SA	24/6/2004	320.850.000,00	N2	ULTRAPAR PARTICIPAÇÕES SA	13/4/2005	314.786.852,72	N1
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES SA	24/6/2004	469.007.661,75	N2	GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES SA	28/4/2005	322.373.117,68	N2
WEG SA	6/9/2004	319.384.800,00	N1	LOCALIZA RENT A CAR S/A	20/5/2005	284.039.937,50	NM
CPFL ENERGIA SA	29/9/2004	156.759.532,02	NM	TAM S.A.	14/6/2005	187.479.900,00	N2
GRENDENE SA	28/10/2004	616.900.000,00	NM	AES TIETÊ SA	15/6/2005	1.059.840.083,54	-
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	29/10/2004	687.987.013,36	NM	LOJAS RENNER SA	30/6/2005	542.890.492,00	NM
DIAGNOSTICOS DA AMERICA SA	18/11/2004	311.247.760,00	NM	EDP ENERGIAS DO BRASIL S/A	13/7/2005	14.570.028,00	NM
PORTO SEGURO SA	19/11/2004	248.311.893,75	NM	OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S/A	14/7/2005	296.304.336,00	NM
GERDAU SA	8/12/2004	421.490.960,00	N1	BRADSPAR S/A	15/9/2005	505.059.260,00	N1
METALÚRGICA GERDAU SA	8/12/2004	215.849.920,00	N1	BRAZIL REALTY SA EMPRS E PARTS	21/9/2005	390.675.000,00	NM
SUZANO PETROQUIMICA S.A.	17/12/2004	146.740.000,00	N2	BANCO NOSSA CAIXA S.A.	27/10/2005	953.955.994,00	NM
TOTAL NO ANO:	12 Ofertas	4.682.650.177,38		GUARARAPES CONFECÇÕES S.A.	1/12/2005	93.000.000,00	-
				TRACTEBEL ENERGIA S.A.	8/12/2005	1.051.700.000,00	NM
				UNIVERSO ONLINE SA	15/12/2005	209.162.898,00	N2
				TOTAL NO ANO:	15 Ofertas	6.634.591.024,44	

* Classificação Bovespa

N1 - Companhias do Nível 1 de Governança Corporativa

N2 - Companhias do Nível 2 de Governança Corporativa

NM - Companhias do Novo Mercado

Fonte: Bovespa e CVM

Segundo dados da Bovespa, a maior parte das ofertas (49%) em 2004 ficou com estrangeiros, enquanto os fundos de investimentos detiveram 24%, pessoas físicas 15,1% e fundos de pensão apenas 4,1%. Vale ressaltar que a participação de pessoas físicas chegou a representar entre 30% e 50% do volume financeiro em algumas operações, como na abertura da Natura Cosméticos S.A., demonstrando que a população tem crescente confiança nesses ativos, alocando parte cada vez maior da sua poupança em investimentos dessa natureza.

A forte aplicação dos investidores estrangeiros que contribuem para a valorização acentuada da bolsa indica ainda a busca por maiores retornos em países em desenvolvimento como o Brasil. Apesar desses recursos em sua maioria

serem especulativos e de curto prazo, o mercado brasileiro não deve ser afetado quando esse capital for sacado, diferente do que ocorreu em 1997, porque hoje a economia brasileira está mais estável e menos suscetível a turbulências externas.

A consolidação do ajuste fiscal, a reforma do sistema tributário e a superação das barreiras de natureza cultural ainda precisam acontecer para que o investimento em ações continue a ser popularizado. O empresariado brasileiro aos poucos está percebendo a importância da governança corporativa e da divulgação de informações transparentes e confiáveis sobre seus balanços para ganhar a confiança do mercado e investidores.

Mercado internacional

A análise histórica do mercado de capitais de diferentes países auxilia o entendimento de como os mercados evoluíram, ajudando na compreensão da atual situação do mercado nacional de capitais e das direções que pode seguir.

Uma grande parcela do mercado de países como Polônia, Tailândia, México, Chile e África do Sul e sua evolução estão associadas à estabilidade macroeconômica, que implica o baixo risco país e viabiliza grandes investimentos e alongamento de prazos para o surgimento de mercados de títulos privados³³.

A falta de investimento no Brasil, resultante da instabilidade macroeconômica e do risco país, é o primeiro ponto que auxilia a explicação do fraco e atrasado desenvolvimento do mercado de capital. Iniciativas governamentais como: reformas estruturais na área tributária e previdenciária, medidas adotadas pelo Tesouro e pelo Banco Central para aumento da liquidez no mercado de dívida pública e esforços para atrair investimentos, medidas de proteção ao acionista minoritário e melhoria da governança corporativa foram adotadas muito antes nestes países do que no Brasil. Os cinco anos de implementações no país representam um período talvez insuficiente para observar resultados satisfatórios ou para julgar se as mudanças foram corretamente aplicadas.

A Itália e a Alemanha por sua vez são dois países com características de mercados semelhantes ao brasileiro. Há um número reduzido de empresas com

³³Informações obtidas em reportagem do Valor Econômico em 3-jan-05. Autor Daniel Gleizer.

capital aberto em relação à economia, principalmente na Itália, onde é peculiar a estrutura familiar de muitas empresas.

Nestes dois países, podem ser destacadas três características principais que antecederam às aberturas: idade da empresa, tamanho da instituição e estrutura. As empresas bem sucedidas na abertura de capital possuem, em geral, maior tempo de existência. Quanto maior a empresa, também é maior a probabilidade de abertura para a consolidação da imagem institucional. Por não estarem interessadas em maior acompanhamento do mercado, as menores corporações não estão tão dispostas quanto as maiores em arcar com custos relacionados ao préstimo das informações para divulgação. Quanto à estrutura, das companhias que falharam na abertura, dois terços eram familiares e 61% tinham seu controle nas mãos de um único dono.

Na Itália, um fator que sugere ser motivador para a abertura é a troca de controle. O estudo de Pagano, Panetta e Zingales (1998) mostrou que os anos subsequentes à abertura na Itália apresentaram intensidade maior que o normal na troca do controle. Nestes países verificaram-se aumentos nas taxa de crescimento/investimento das empresas no período anterior ao do anúncio de abertura, os quais seriam reduzidos logo após sua conclusão, indicando que a abertura seria utilizada para reequilíbrio de contas (após períodos de forte crescimento ou de pesados investimentos) e não como forma de financiamento.

A bolsa de valores brasileira parece ser, por sua vez, inspirada pelo mercado alemão, conforme mostra o trabalho de Boehmer e Ljungqvist (1998). O *Deutsche Börse*, administrador da bolsa de Frankfurt, criou o *Neuer Markt*, que lançou regras com princípios parecidos com os níveis de governança corporativa da Bovespa para protegerem as relações com as empresas. Além de obedecerem às leis alemãs, é formalizado um contrato entre a empresa ofertante e a bolsa, aumentando a transparência das negociações. Com estas medidas, o aumento da proteção ao acionista minoritário e a retidão na administração das empresas conduziram ao aumento de aberturas de capital e à melhoria na qualidade das informações fornecidas aos acionistas. Todavia, devido a uma série de problemas e a quedas das bolsas de todo o mundo, o *Neuer Markt* foi fechado em 2003,

derivando para outros dois índices administrados pela principal Bolsa alemã com os mesmos objetivos³⁴.

Já no mercado americano, segundo estudo de Ritter e Welch (2002), a condição de mercado é o fator mais importante na decisão de abrir o capital via emissão pública. O segundo fator mais importante seria a idade da empresa, como no mercado alemão e italiano. Apenas após atingir a maturidade, segundo a definição de cada firma, ela estaria apta a considerar o IPO.

³⁴PEIXE, Franciane Cristiana Darós. Novo mercado: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa, dissertação de mestrado, São Paulo: FEA/USP, 2003, p.15.