

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

CINTIA CONTI ZANONI

ABERTURA DE CAPITAL: ANÁLISE DA VIABILIDADE FINANCEIRA

Florianópolis

2008

CINTIA CONTI ZANONI

ABERTURA DE CAPITAL: ANÁLISE DA VIABILIDADE FINANCEIRA

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

Orientador: Professora Elizabete Simão Flausino

Área de Pesquisa: Mercado de Capitais

Palavras-chave: Abertura de Capital
Custos de Abertura
Captação de Recursos

Florianópolis, novembro de 2008

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A banca examinadora resolveu atribuir a nota 8,0 a aluna Cintia Conti Zanoni na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

Professora Elizabete S. Flausino
Presidente

Professor Alessandro Vicente Custódio
Membro

Professor Thiago Fleith Otuki
Membro

Florianópolis, novembro de 2008

Aos amores da minha vida, com carinho

Meus pais Wilson e Irma

Meu irmão Rangel

Meu namorado Ricardo

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente meus pais Wilson e Irma por terem transmitido um dos principais valores da vida: a educação, maior patrimônio dado. Sem eles não estaria na Universidade Federal que tanto sonhei. Foram eles quem me deram todo o amor, carinho e atenção, mesmo com as dificuldades da vida me mostraram que é possível sim, sonhar e tornar realidade o que tanto almejei. Eles são e sempre serão o alicerce da minha vida.

Ao meu irmão Rangel, pelo companheirismo, o incondicional apoio, mesmo pela distância se faz muito presente em minha vida.

Agradeço a Deus, o anjo que ele colocou em minha vida, Ricardo, meu namorado e eterno companheiro, pelo seu amor, carinho, com suas palavras de conforto, sua experiência de vida, sua paciência, nos meus momentos de mau humor e preocupação diante do trabalho e a disposição nestes dois últimos anos em me buscar na faculdade todos os dias para me poupar do cansaço, a ele o meu muito obrigada.

A minha orientadora Professora Elizabete Simão Flausino, pela confiança no meu trabalho, dedicação, disponibilidade sem igual, e claro pela paciência.

As minhas amigas, que me apoiaram e compreenderam minha ausência de nossos encontros, em especial: Lígia Maria, Letícia e Camila Oliveira, Denise Schmitt, Cintia Ameixeiro, Paula de Souza Santos e Juliana Visalli. Quero também lembrar três grandes amigas que mesmo pela distância me incentivaram e torceram muito por mim, são elas: Bianca Monteiro, Jenifer Galafassi e Marcella Yassuda. Aos meus grandes amigos que conquistei na Universidade, Carolina de Mattos, Thaís Mattei, Simara Freitas, Mariana Bies, Aline Monique, Israel Montesuma e Jair Fabio pela constante ajuda no decorrer da graduação. A todos o meu muito obrigada!

"A visão do governo sobre a economia poderia ser resumida em umas poucas frases curtas: Se ela se movimenta, taxe-a. Se ela continua se movimentando, regule-a. E se ela para de se mover, subsidie-a."
(Ronald Reagan)

"Em economia, é fácil explicar o passado. Mais fácil ainda é predizer o futuro. Difícil é entender o presente." (Joelmir Beting)

RESUMO

O presente trabalho de monografia tem por objetivo fazer uma análise da abertura de capital das empresas no Brasil. Diante dos altos custos do crédito no Brasil, e da dificuldade de muitas empresas em adquiri-lo, o mercado de capitais vem surgindo recentemente como uma alternativa para a captação de recursos, já que as empresas necessitam de novas fontes de financiamento para se manterem competitivas no mercado, além de terem a possibilidade de fazer investimentos com vistas ao seu crescimento.

No Brasil, o mercado de capitais tem seu início no final do século XIX, com a criação da Bolsa do Rio de Janeiro, a Boverj. Posterior a criação da Boverj, diversas medidas tiveram que ser adotadas para que o mercado de capitais brasileiro pudesse dar reais condições para as empresas captarem recursos. Com isso, diversas mudanças ocorreram na estrutura do mercado de capitais, até chegar ao nível de maturidade em que se encontra hoje no Brasil. Atualmente o mercado de capitais é considerado como uma das mais importantes fontes de financiamento de longo prazo para as empresas brasileiras. As alterações ocorridas na estrutura do mercado de capitais brasileiro remontam às reais possibilidades atuais de as empresas se capitalizarem através do mercado de capitais. Diante disso, julga-se importante analisar até que ponto vale a pena para a empresa abrir seu capital, já que a empresa terá que passar por diversas alterações na sua estrutura, além de ter altos custos para abrir seu capital. Para obter esta resposta, foi feita uma análise dos custos médios de abertura de capital de uma amostra de empresas, para posteriormente ser comparado aos retornos obtidos com suas distribuições primárias de ações.

ZANONI, Cintia Conti. **Análise dos custos de abertura de capital versus recursos captados**. 2008, 73 páginas. Ciências Econômicas. Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Volumes totais negociados na Bovespa (em US\$ 1.000).....	32
Tabela 2: Quantidade e valor das distribuições primárias na Bovespa	47
Tabela 3: Ofertas primárias registradas na CVM – 2007	50
Tabela 4: Desembolso Anual do Sistema BNDES - Modalidade/Produto em R\$ (milhões)...	56
Tabela 5: Aberturas de capital com lançamento primário de ações - 2004.....	64

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Número de empresas listadas na Bovespa	30
Figura 2: Volumes totais negociados na Bovespa (em US\$ 1.000)	31
Figura 3: Número de empresas com distribuição de ações na Bovespa.....	33
Figura 4: Valor das emissões (em R\$)	33
Figura 5: Participação dos Investidores na Bovespa (2007).....	34
Figura 6: Participação dos Investidores na Bovespa (2004).....	35
Figura 7: Ofertas primárias e secundárias registradas na CVM (2007)	50
Figura 8: Operações de crédito do sistema financeiro ao setor privado - em R\$ (milhões).....	53

LISTA DE ABREVIATURAS

ADR's - American Depositary Receipts

AGE - Assembléia Geral Extraordinária

BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BOVERJ - Bolsa de Valores do Rio de Janeiro

BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo

CBLC - Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia

CMN - Conselho Monetário Nacional

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

DRI - Diretor de Relações com Investidores

DR's - Depositary Receipts

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IPCA - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

IPO - Oferta Pública Inicial

ON - Ações Ordinárias

PAEG - Plano de Ação Econômica do Governo

PIB - Produto Interno Bruto

PN - Ações Preferências

S.A. - Sociedade Anônima

SFN - Sistema Financeiro Nacional

TJLP - Taxa de Juros de Longo Prazo

UFIR - Unidade Fiscal de Referência

SUMÁRIO

CAPITULO 1 - INTRODUÇÃO.....	11
1.1 Problemática	12
1.2 Objetivos.....	13
1.2.1 Objetivo Geral	13
1.2.2 Objetivos Específicos	13
1.3 Justificativa.....	14
1.4 Metodologia.....	15
CAPITULO 2 - MERCADO DE CAPITAIS DO BRASIL.....	17
2.1 História do Mercado de Capitais no Brasil.....	17
2.2 Estrutura atual do Mercado de Capitais brasileiro.....	22
2.2.1 A CVM	24
2.2.2 Bolsa de Valores	26
2.2.3 Mercado de Balcão Organizado	27
2.2.4 Governança Corporativa.....	28
2.3 A Evolução do Mercado de Capitais no Brasil.....	29
CAPITULO 3 - ABERTURA DE CAPITAL	36
3.1 Razões para a Abertura de Capital	37
3.1.1 Vantagens da Abertura de Capital	38
3.1.2 Desvantagens da Abertura de Capital.....	40
3.2 Processo de Abertura do Capital	41
3.3 Custos para a Abertura de Capital	44
CAPÍTULO 4 – CAPTAÇÃO DE RECURSOS VIA MERCADO DE CAPITAIS	46
4.1 Instrumentos de captação de recursos via mercado de capitais.....	47
4.1.1 Ações	48
4.1.2 Debêntures	51
4.1.3 Notas Promissórias (Commercial Papers)	51
4.2 Outras formas de captação de recursos	52
4.2.1 Crédito no SFN.....	52
4.2.1 Financiamento do BNDES	53
CAPÍTULO 5 - COMPARAÇÃO ENTRE OS CUSTOS E OS RETORNOS OBTIDOS	57

5.1 Análise dos custos médios de abertura de capital.....	57
5.1.1 Comissões de Underwriting.....	58
5.1.2 Serviços Legais.....	59
5.1.3 Auditoria Independente	60
5.1.4 - Publicações.....	62
5.1.5 - Registro da Emissão na CVM.....	62
5.1.6 - Marketing da Operação	63
5.1.7 Possíveis custos adicionais	63
5.2 Análise dos retornos obtidos com lançamentos primários no ano de 2004.....	64
CAPÍTULO 6 – CONSIDERAÇÕES FINAIS	67
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	69
ANEXOS	71
Anexo 1: Emissões primárias e secundárias de ações no período 2000 a 2007	71
Anexo 2: Documentação necessária para registro de companhia.....	78
Anexo 3 - Documentação necessária para registro da emissão na CVM	80

CAPITULO 1 - INTRODUÇÃO

Com a atual liberalização financeira entre nações e empresas, o cenário de competitividade é de uma proporção nunca antes vista na história das relações comerciais. Para obter uma boa competitividade neste cenário tão dinâmico, as opções de crédito aos quais as empresas e nações têm como opção são de extrema importância, pois quanto maior a oferta de crédito, menor é o custo para as empresas e nações obterem capital. Uma forma muito eficiente e cada vez mais utilizada pelas empresas para a captação de recursos é a abertura do capital¹, pois se trata de uma forma de financiamento que não onera os donos das empresas com os custos de crédito e juros, já que eles estarão “oferecendo” uma parte de sua empresa em troca de capital para a realização de investimentos na mesma. Estes recursos podem, e devem, ser utilizados para que a empresa possa crescer, melhorando sua competitividade e participação no mercado. Entretanto, esta opção de financiamento que as empresas brasileiras têm é bastante recente, se for levar em conta o longo tempo que o mercado de capitais se manteve “tímido” no Brasil.

Até o início do ano 2000 as empresas brasileiras se viam na seguinte situação: os custos para abrir o capital das empresas eram significativamente mais altos que há duas ou três décadas atrás, entretanto, não obstante a abertura da economia brasileira, o retorno obtido com a abertura do capital não era tão alto, assim como já não era nas décadas anteriores, já que as incertezas contra a economia brasileira permaneciam.

Para sanar os problemas que as empresas nacionais enfrentavam para obter este tipo de financiamento (mercado acionário), o Governo Federal adotou algumas medidas, como por exemplo a aprovação da Lei nº 10.303/01, que reformula a Lei 6.404 (conhecida como “Lei das Sociedades Anônimas”) em aspectos como a imposição de nova proporção entre ações ordinárias e preferenciais para as empresas (art. 15, §2º), a alteração no regime de preferências e vantagens atribuídas às ações preferenciais, e o reforço da disciplina relativa aos acordos de acionistas (art. 118, §§ 6º a 11), dentre outras. Outra medida foi o auxílio à Bolsa de Valores na criação dos níveis de Governança Corporativa, a saber: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2. Estas classificações são níveis atribuídos às empresas que mantêm boa transparência e relação com seus investidores, e têm como objetivo garantir maior solidez e menor risco às ações das empresas brasileiras. Essas duas medidas, além de outras,

¹ A abertura do capital consiste na emissão de valores mobiliários (normalmente ações da empresa) para serem negociados no mercado. Trata-se de uma decisão relativa à forma de financiamento da empresa.

procuravam reavivar o mercado de capitais brasileiro, melhorando a regulamentação, e assegurando maior proteção ao investidor, e com isso, possibilitar às empresas se financiarem através do mercado acionário.

Resta saber se estas medidas governamentais conseguiram refletir positivamente nos retornos obtidos por empresas que abriram seu capital ou que já tinham seu capital aberto, ou se o retorno que estas empresas vêm tendo é influenciado por fatores que não a solidez do mercado de capitais brasileiro, como por exemplo, a dinâmica e o aquecimento do setor que esta empresa participa. Além disso, interessa saber se mesmo com um mercado de capitais “maduro”, o quanto vale a pena para as empresas nacionais abrirem seu capital. Uma análise dos retornos obtidos por empresas listadas na bolsa, versus os custos que estas empresas tiveram para realizar a abertura de capital, nos possibilitaria tirar algumas conclusões, e o objetivo deste trabalho vem justamente em busca dessas respostas.

1.1 Problemática

A atual realidade do mercado de capitais brasileiro é um cenário onde os custos para abrir e manter o capital da companhia aberto são mais altos que há duas décadas atrás, entretanto a solidez do mercado de capitais brasileiro, advinda principalmente das boas práticas de Governança Corporativa pelas empresas nacionais, proporciona às empresas listadas na Bovespa uma valorização e liquidez muito maior de suas ações, fato que pode ou não compensar o aumento dos custos para a abertura de capital. Surge a indagação que este trabalho propõe sanar por meio do estudo de uma amostra de empresas:

Até que ponto vale a pena uma empresa abrir seu capital? Será que os retornos obtidos pelas empresas no mercado primário² são maiores que os custos para a abertura do capital?

O retorno obtido pelas empresas no lançamento de suas ações pode ser influenciado tanto pela solidez do mercado de capitais brasileiro e pela confiança que os investidores têm nas empresas brasileiras, quanto pela robustez, credibilidade e liquidez de determinado setor. Uma análise do retorno versus os custos para abertura de capital de diversos setores da economia será feita a fim de tentar responder o problema desta pesquisa.

² O mercado primário é o lançamento de novas ações no mercado, com apropriação dos recursos para a empresa que faz o lançamento de suas ações. Após ocorrer o lançamento primário as ações passam a ser negociadas nos mercados de balcão e bolsas de valores, que chamamos de mercado secundário. No mercado secundário, o aporte dos recursos é para o vendedor do título.

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo Geral

Analisar se os custos advindos da abertura de capital, por parte de uma amostra de empresas de diferentes portes, são cobertos pelos retornos obtidos com o lançamento primário de ações no mercado de capitais.

1.2.2 Objetivos Específicos

- Apresentar a história do mercado de capitais brasileiro;
- Detalhar quais são os passos necessários para uma empresa abrir seu capital;
- Analisar o mercado de capitais como uma alternativa de fonte de recursos para as empresas;
- Levantar os custos de abertura de capital e os recursos captados na distribuição primária de ações de uma amostra de empresas que diferem por seu porte.

1.3 Justificativa

Quanto mais desenvolvida é uma economia, mais ativo e operante é o seu mercado de capitais, fato que se traduz em mais oportunidades de investimentos para as pessoas, e mais oportunidades de financiamento para as empresas e instituições³.

Quando uma empresa abre seu capital, objetiva incrementar as alternativas de captação de recursos, proporcionar liquidez patrimonial aos seus acionistas, além de buscar o fortalecimento da imagem institucional junto ao mercado e uma maior profissionalização na gestão. Estes quatro fatores são resultados positivos da abertura do capital, porém, nem sempre fáceis de serem alcançados.

Há, portanto, uma série de fatores a serem considerados sobre a decisão de abertura do capital, sendo que um fator recorrentemente, apontado como inibidor para a tomada dessa decisão, é o chamado custo relativo à abertura de capital e à manutenção da condição de companhia aberta.

Diante disso, julga-se importante a realização deste trabalho para verificar se, de acordo com o porte da empresa, é viável financeiramente a empresa abrir seu capital, já que os procedimentos necessários para que a abertura ocorra são diversos, e os custos para a empresa abrir o capital podem ser maiores do que a captação de recursos que lhe será destinado.

³ Note-se que as empresas também podem participar do mercado de capitais investindo, na ocasião em que aplicam suas poupanças na sociedade de outras empresas, mas o objetivo deste trabalho é no tocante a captação de recursos por parte das empresas.

1.4 Metodologia

Segundo a definição de GIL (1991), este trabalho pode ser enquadrado em uma pesquisa exploratória, já que esta pesquisa envolve: levantamento bibliográfico, levantamento de dados, e análise dos mesmos. Para Gil, as pesquisas exploratórias “têm como objetivo proporcionar maior familiaridade com o problema, com vistas a torná-lo mais explícito ou a construir hipóteses” (pág. 41).

Para que os objetivos fossem alcançados, a pesquisa foi feita via análise de documentos, jornais, revistas, livros e materiais disponibilizados na Internet, principalmente nos sites da Bovespa, CVM, e Banco Central. Estes materiais, juntamente com a análise dos dados de uma amostra de empresas, possibilitaram chegar aos resultados pretendidos, que vão desde uma contextualização histórica e apresentação de definições referentes ao mercado de capitais, até a análise da rentabilidade obtida frente aos custos, para as empresas que ingressaram na bolsa de valores.

Para execução do primeiro objetivo fez-se um levantamento bibliográfico a fim de explicar o surgimento e consolidação do mercado de capitais brasileiro. Para isso, foram analisados documentos, publicações, e leis.

No segundo objetivo, para que se pudessem levantar os procedimentos e custos para ingresso de novas empresas na Bovespa, foram necessários a análise de livros, publicações e documentos, além de decretos e instruções normativas do governo, da CVM e da própria Bovespa.

Por fim, foi feita uma análise sobre uma amostra de empresas que realizaram a abertura de seu capital, definindo e respeitando um parâmetro de análise, neste caso o porte da empresa. Foi utilizado como conceito de pequena, média, e grande empresa, as seguintes definições:

- Empresa de pequeno porte: receita operacional líquida de até R\$ 200 milhões por ano;
- Empresa de médio porte: receita operacional líquida entre R\$ 201 e R\$ 500 milhões por ano;
- Empresa de grande porte: receita operacional líquida superior a R\$ 500 milhões por ano.

Esse parâmetro visa analisar os diferentes tipos de rentabilidade que a abertura de capital proporciona, de acordo com o porte da empresa ingressante na bolsa; e se essa rentabilidade compensa os custos que a empresa teve para se enquadrar nas exigências necessárias para que uma empresa possa abrir seu capital.

Por fim, foram levantados o custo para abrir o capital e o retorno do investimento através da distribuição de ações das empresas amostradas, para que fosse possível analisar a viabilidade da abertura de capital.

CAPITULO 2 - MERCADO DE CAPITAIS DO BRASIL

No cenário atual da economia mundial, pode-se observar um intenso intercâmbio comercial, populacional, financeiro, e cultural entre os países. Seguindo essa tendência mundial, cada vez mais o mercado acionário vem adquirindo uma crescente importância no cenário financeiro internacional, fundamentalmente por se tratar de uma importante forma de financiamento para as empresas. Além disso, os países procuram abrir suas economias para poder receber investimentos externos, para, junto à poupança interna, financiar o desenvolvimento de empresas e do governo. Assim, quanto mais desenvolvida é uma economia, mais ativo é o seu mercado de capitais.

Diante da importância do mercado de capitais para a economia de um país, este capítulo irá apresentar a história e a estrutura do mercado de capitais brasileiro. Com isso, objetiva-se identificar de forma breve como se deu o seu surgimento para posteriormente apresentar a sua estrutura atual.

2.1 História do Mercado de Capitais no Brasil

Para que seja possível entender como se dá o funcionamento do mercado de capitais atualmente, julga-se importante conhecer um pouco de sua história, pois com isso podemos identificar o porquê da estrutura atual.

O mercado de capitais teve sua origem numa forma bastante diferente da que conhecemos hoje. Segundo Lima (1999), a história do mercado de capitais começou no Reinado de Luis VII, na França, com a criação da Bolsa de Paris, no ano de 1141. Desde a criação da Bolsa de Paris até o Século XVII, as operações em bolsa eram basicamente a compra e venda de moedas, letras de câmbio e metais preciosos. As limitações deste mercado eram dadas principalmente pela escassez de capitais, ausência de crédito e dificuldades de comunicação. Conforme coloca Casagrande Neto et al. (2000, p.11), os primeiros indícios das Sociedades por Ações se deram também na Idade Média, precisamente em 1407, com a fundação do Banco de São Jorge, que era localizado na cidade de Gênova, considerado a primeira organização com características de uma Sociedade de Ações.

No Brasil o surgimento das sociedades anônimas somente ocorreria séculos depois. A primeira organização com estas características foi o Banco do Brasil, em 1808, que oferecia a subscrição de seu capital para a Colônia Portuguesa.

A primeira Bolsa de Valores brasileira a ser criada foi a Boverj, a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, no ano de 1877. Após duas décadas, em dezembro de 1894, foi aprovada em São Paulo uma tabela de corretagem para a então embrionária Bolsa Livre de Valores, que em 1897 o Governo Estadual Paulistano instituiu como a Bolsa Oficial de Títulos de São Paulo, a tão conhecida hoje Bovespa.

No início do século XX, as ações começaram a ser vendidas, mas ainda de forma incipiente. Até a década de 60 havia poucas aplicações em títulos empresariais ou públicos, devido principalmente à crescente inflação do fim da década de 1950, e à limitação da taxa máxima de juros em 12% a.a. imposta pela chamada Lei da Usura⁴. O investimento do povo brasileiro era, portanto, feito basicamente de ativos reais, como os imóveis, por exemplo.

Em meados da década de 60, precisamente em abril de 1964, este quadro começou a mudar. O governo militar de Castelo Branco iniciou um programa com grandes reformas na economia nacional, dentre as quais pode-se citar:

- A reformulação de todo o Sistema Nacional de Intermediação Financeira;
- O surgimento da primeira Lei de Mercado de Capitais (Lei nº. 4.728, de 14/04/1965), que normatizou este mercado, reformulou a legislação sobre Bolsa de Valores, transformou os Corretores de Fundos Públicos em Sociedades Corretoras (com obtenção de maior profissionalização), e criou os Bancos de Investimento;
- A criação do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central.

Estas medidas trouxeram grande auxílio para a criação de um Mercado de Capitais mais estruturado no Brasil. A partir da Lei nº. 4.728, é que foi estabelecido o conceito de Sociedade Anônima. A Bolsa de Valores também teve sua estrutura, abaixo mencionada por Lima, bastante modificada:

...a rigor, as bolsas de valores são associações civis, sem fins lucrativos, cujo patrimônio é representado por títulos que pertencem às sociedades corretoras membros. Essas instituições possuem autonomias financeiras, patrimoniais e administrativas. (LIMA, 1999, p.41).

⁴ Legislação que vai contra a cobrança de juros acima de 12% a.a, pois uma taxa acima da definida vai contra a estabilidade econômica e onera de forma exacerbada o tomador de empréstimo.

Após o aparato institucional criado com as reformas de 1964/65, através do Plano de Ação Econômica do Governo – PAEG, o mercado de capitais brasileiro passou a desenvolver-se, com altos e baixos, mas de forma progressiva, pois a partir daí um grande número de investidores começou a investir em ações.

Entretanto, no decorrer das décadas houve situações adversas, sendo a principal o "Boom de 1971" na Bolsa do Rio de Janeiro, que foi um movimento especulativo devido ao grande volume de recursos destinados ao mercado acionário (principalmente com os incentivos fiscais criados pelo governo brasileiro). Apesar da curta duração, esta adversidade teve como consequência vários anos de depressão no mercado, manchando de forma surpreendentemente duradoura a reputação do mercado acionário brasileiro, fazendo com que as cotações das ações e a participação dos investidores no mercado acionário brasileiro só fossem se recuperar ao longo da década de 70.

Para resolver o quadro de estagnação do mercado acionário, que já durava mais de uma década desde a criação da primeira Lei de Mercado de Capitais (1965), e considerando o mercado de capitais como um importante instrumento de desenvolvimento econômico e social, em 1976, duas novas leis foram criadas pelo governo:

- Lei nº 6.404/76 – Trata-se da nova Lei das Sociedades Anônimas, que tinha por objetivo modernizar as regras que regiam as sociedades anônimas, até então reguladas por um antigo Decreto-Lei de 1940.
- Lei nº 6.385/76 – É a segunda Lei do Mercado de Capitais que, dentre diversas inovações, teve como principal a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A partir de então se tinha constituído uma instituição governamental (CVM) vinculada ao Ministério da Fazenda e destinada fundamentalmente para regulamentar e desenvolver o mercado de capitais, além de fiscalizar as Bolsas de Valores e as Companhias Abertas. Além disso, Casagrande Neto (1989) apud Graciosa comenta que a nova Legislação Societária focava uma maior proteção ao acionista minoritário, tornava possível a emissão de novos instrumentos de dívida para capitalização das empresas, e principalmente criava uma nova estrutura de investidores institucionais, capazes de auxiliar fortemente na construção de um sólido suporte para o mercado operar, através da regulação dos Fundos de Pensão, obrigando-os a investir um mínimo de 20% do seu patrimônio em ações.

Apesar das diversas medidas tomadas para o impulsionamento do mercado acionário brasileiro, a reação às novas leis impostas foi tímida, com um fraco aumento na quantidade de

companhias que abriam seu capital, não tendo o mercado de capitais brasileiro o crescimento que se esperava quando da criação das leis.

O pleno desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro deu-se somente no final da década de 80, com o aumento da internacionalização do mercado nacional favorecida pela Resolução do CMN nº 1.289/87; e principalmente no início da década de 1990, com o movimento de abertura da economia brasileira no governo Collor, e fundamentalmente devido a abundante liquidez internacional disponível aos países em desenvolvimento até 1997. A partir daí, ocorre uma aceleração maior no aumento da quantidade de investidores estrangeiros atuando no mercado de capitais brasileiro, e as empresas brasileiras começam a ingressar no mercado externo através da listagem de suas ações em Bolsas de Valores estrangeiras, objetivando com tudo isso uma maior capitalização através do financiamento no mercado de capitais.

A estabilização da economia brasileira, e a abertura comercial que ocorreu ao longo da década de 90 proporcionaram um movimento de crescimento do mercado de capitais no Brasil, pois mais investidores externos tiveram acesso aos valores mobiliários brasileiros. A entrada de capital estrangeiro nas bolsas nacionais refletiu na valorização das ações e no conseqüente aumento dos volumes negociados. A criação do Plano Real, ocorrida em julho de 1994, além da rígida política macroeconômica da época (com a fixação do câmbio, por exemplo), vieram auxiliar a consolidação do mercado de capitais brasileiro, pois permitiram uma estabilização dos preços com conseqüente redução da inflação.

As mudanças decorrentes da abertura externa e da integração comercial e financeira do Brasil à economia internacional fizeram com que o Sistema Financeiro Privado, ou seja, os intermediários financeiros e o mercado de capitais, substituíssem gradativamente o setor público no papel de principal investidor de recursos na economia brasileira, e com isso trouxeram uma maior dinâmica à economia. Não era mais o governo o ator principal na retomada do crescimento econômico.

Não obstante os bons indicadores de desenvolvimento da economia brasileira no início da década de 90, fatores internacionais como a crise asiática (outubro de 1997) e a moratória Russa (agosto de 1998), criaram no mercado financeiro internacional uma expectativa de instabilidade para as economias emergentes, em especial a brasileira, fato que causava aumento no risco dos investimentos externos no Brasil. Diante destas flutuações da economia internacional, o número de empresas abertas no Brasil declinou desde os anos 80, situação que só veio se reverter no ano de 2004, após a economia brasileira mostrar estabilidade aos investidores externos.

Alves (2006) coloca que o ano de 2004 representou um marco, pois houve uma reversão no quadro de redução das empresas de capital aberto no Brasil de pelo menos três anos anteriores, quando o mercado foi fortemente influenciado pela crise energética no ano de 2001, pela instabilidade política e econômica da disputa eleitoral do mesmo ano, pela disparada do dólar em 2002, alta relação dívida/PIB e nível de desemprego, além do alto risco país.

A recuperação que o mercado de capitais brasileiro obteve fez com que hoje se tornasse o maior da América latina, e com um constante crescimento devido principalmente a estabilidade da economia brasileira, conforme exposto por Alves:

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. (ALVES, 2006, p.55)

Diante de toda alteração que os diversos acontecimentos de nível nacional e internacional trouxeram à estrutura do mercado de capitais mundial, e em particular do brasileiro, pode-se verificar a criação uma série de instituições que hoje trabalham em conjunto, seja na regulação, seja na parte operacional, a fim de assegurar ao mercado de capitais todo um aporte capaz de fazer deste mercado uma fonte de financiamento às empresas, lucratividade aos investidores, e conseqüente desenvolvimento ao país.

Além das transformações estruturais, novas formas de captação, e novos agentes atuantes surgiram, alterando de forma significativa toda a estrutura do mercado de capitais.

2.2 Estrutura atual do Mercado de Capitais brasileiro

O mercado de capitais é visto hoje fundamentalmente como um sistema de distribuição de valores mobiliários, que tem como objetivo proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas, viabilizando seu processo de financiamento e capitalização. É basicamente constituído pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas.

As características do mercado acionário brasileiro agora são outras, distintas de duas ou três décadas atrás. Enquanto que nas décadas passadas poucas empresas faziam lançamento de suas ações, ou seja, poucas companhias abriam seu capital, agora as empresas passam a vislumbrar boas possibilidades de financiamentos a baixo custo para a sua expansão. Entretanto, ao listar suas ações nas bolsas estrangeiras, as companhias brasileiras se viram diante de uma nova realidade, pois passaram a ter que adotar os chamados "Princípios de Governança Corporativa". As companhias brasileiras foram obrigadas a seguir diversas regras relacionadas a aspectos contábeis, de transparência e divulgação de informações, fatos que oneraram as empresas que queriam abrir seu capital. Além dos princípios de Governança que as empresas brasileiras não tinham, a falta de proteção ao acionista minoritário, as incertezas em relação às aplicações realizadas, a falta de transparência na gestão das empresas brasileiras, além da ausência de instrumentos adequados para supervisão das companhias (ou seja, a falta de um aparato institucional maduro), influenciavam a percepção de risco eminente por parte dos investidores (principalmente os externos), e conseqüentemente aumentavam o custo de capital das empresas brasileiras. Portanto, apesar de o mercado de capitais de hoje ser mais "rígido", seus benefícios por outro lado são mais evidenciados.

O Brasil possui hoje um Sistema Financeiro Nacional (SFN) bastante consolidado, com classificações, normas, e funções bem distintas e estabelecidas. Segundo Alves (2006), o SFN pode ser segmentado em mercado monetário, mercado de crédito, mercado de câmbio, e mercado de valores mobiliários. A estrutura do SFN é composta primeiramente pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), que é composto pelos ministros da Fazenda e do Planejamento, além do presidente do Banco Central do Brasil. O CMN é o órgão responsável por fixar as diretrizes da política monetária e cambial, e por fixar as diretrizes dos demais órgãos reguladores, tais como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que é o principal órgão regulador do mercado de valores mobiliários (Alves, 2006). Entretanto, a CVM é uma

autarquia federal independente, ligada ao Ministério da Fazenda, e apenas segue as diretrizes impostas pelo CMN.

A Lei 6.385 de 1976 – a chamada Lei do Mercado de Capitais – foi a lei que criou a CVM, e concedeu à autarquia o poder de regulação sobre todos os participantes, atividades e serviços prestados no mercado de valores mobiliários, e também sobre as entidades administradoras de bolsa de valores e de mercados de balcão organizado, as Corretoras de Valores, as companhias abertas e os investidores. A lei garante à CVM a autoridade para investigar, julgar e punir irregularidades no mercado. Em 2001, a Lei 10.303 alterou a Lei 6.385/76, fortalecendo a estrutura do mercado de capitais e ampliando os poderes da CVM.

No mercado de valores mobiliários, também conhecido como mercado de capitais, são feitas operações de compra e venda de valores mobiliários predominantemente em bolsas de valores ou mercados de balcão organizados.

Atualmente, no mercado de capitais existem duas formas de Sociedades Anônimas: a companhia aberta que capta recursos junto ao público e é fiscalizada pela CVM, e a companhia fechada que obtém seus recursos dos próprios acionistas. A companhia aberta é aquela que tem que ter seu registro junto à CVM, que com isso lhe autoriza a negociar seus valores mobiliários junto ao público, seja nas Bolsas de Valores, seja no Mercado de Balcão, podendo estes ser organizado ou não. Somente as companhias abertas podem negociar seus valores mobiliários junto ao público.

Hoje, além das bolsas de valores serem locais que proporcionam condições e sistemas necessários para a realização de negociação de compra e venda de títulos e valores mobiliários, elas também têm seus fins lucrativos. A Bovespa, até então uma entidade sem fins lucrativos, e que era tocada apenas pelas corretoras, realizou sua abertura de capital em 2007 e a partir de então passou a pertencer a diversos investidores, tanto empresas quanto pessoas físicas. Sua abertura de capital foi tão significativa que lhe rendeu aproximados 6,625 bilhões de reais, sendo a maior captação de recursos já vista no mercado de ações brasileiro.

Segundo Alves (2006), no mercado de valores mobiliários são negociados principalmente ações, debêntures e notas promissórias (também conhecidas como *commercial papers*), além de negociar outros títulos criados ou emitidos por sociedades anônimas, desde que devidamente registrados na CVM. Os outros tipos de valores mobiliários que são registrados na CVM são os bônus de subscrição, os certificados de depósito de valores mobiliários, as opções de compra e venda de valores mobiliários, os direitos e recibos de subscrição, as quotas de fundos imobiliários, os recibos de depósitos (*depository receipts*), entre outros. Não participam do mercado mobiliário os títulos da dívida pública federal,

estadual, e municipal, nem os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, com exceção das debêntures.

Os principais participantes deste mercado são os investidores institucionais⁵, empresas de grande porte (seja como emissora de valores mobiliários, ou investidoras), investidores de varejo (pessoa física ou jurídica) e os bancos, corretoras e distribuidoras de valores mobiliários. A Comissão de Valores Mobiliários é a instituição reguladora deste mercado, que tem suas negociações realizadas em bolsas de valores e/ou mercado de balcão.

Além das ações de empresas brasileiras (mercado à vista), são negociados também derivativos (mercados a termo, de opções e futuro de ações) e certificados de ações de empresas estrangeiras (ADR's).

Hoje, portanto, tem-se uma organização no mercado de capitais brasileiro bastante diferente daquela do seu surgimento. Diversas instituições trabalham com a finalidade de fazer do mercado de capitais brasileiro uma boa forma de financiamento para as empresas, e de investimento para os investidores.

2.2.1 A CVM

A CVM - Comissão de Valores Mobiliários é uma autarquia federal que faz parte do Sistema Financeiro Nacional, e foi inspirada na Securities and Exchange Commission, dos Estados Unidos. É vinculada ao Ministério da Fazenda, e foi instituída pela Lei nº 6.385, de 07/12/1976. Fundamentalmente, ela foi criada para exercer funções até então atribuídas ao Banco Central, que são a normatização, regulamentação, desenvolvimento, o controle e a fiscalização do Mercado de Valores Mobiliários do País.

Sob a jurisdição da CVM, estão todos as instituições pertencentes ao mercado de valores mobiliários, a saber, as Bolsas de Valores, as Sociedades Corretoras, os Bancos de Investimentos, as Sociedades Distribuidoras, as Companhias Abertas, os Agentes Autônomos

⁵ Segundo a CVM, são as 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.

de Investimento, as Carteiras de Depósitos de Valores Mobiliários, os Fundos e Sociedades de Investimento, e os Auditores Independentes, Consultores, e Analistas de Valores Mobiliários.

Segue abaixo as principais atribuições da CVM, conforme disposto na Lei nº 6.385/76:

- I. Regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;
- II. Administrar os registros instituídos por esta Lei;
- III. Fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;
- IV. Propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;
- V. Fiscalizar e inspecionar as companhias abertas, dando prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

Podemos observar os benefícios que as atribuições da CVM trazem para o mercado de capitais na exposição de Alves:

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 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 (ALVES, 2006, p. 28).

Uma importante atribuição social da CVM é garantir um tratamento igualitário a todos os investidores do mercado de capitais, principalmente em relação ao investidor individual, pois assim o mercado de capitais atrai um maior número de investidores, tendendo a ser mais pulverizado, e com isso se desconcentra os investimentos em ações. Diante de um menor poder econômico e pouca capacidade de organização, os investidores individuais precisam

desta proteção do órgão regulador para que seus interesses no relacionamento com intermediários e companhias sejam resguardados. Alves (2006) coloca que a regulação da CVM também tem por objetivo assegurar condições para a livre competição entre as instituições financeiras e as companhias, evitando o desenvolvimento de monopólio, cartelização ou restrições a qualquer tipo de oferta de produtos ou serviços.

2.2.2 Bolsa de Valores

A Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) foi fundada em 1890, e hoje é o único centro de negociação de ações do Brasil. Segundo Graciosa (2007), é a maior bolsa de valores da América Latina, onde estavam listadas até o final de 2007, 431 companhias abertas (Bovespa, 2007). A BOVESPA participa também do controle da Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia – CBLC, que realiza atividades complementares às de negociação de valores mobiliários. A Bovespa, a partir de 2007, é constituída na forma de sociedade anônima, sendo a maior transação que mercado de capitais brasileiro já teve.

É na bolsa de valores que ocorrem os pregões para a compra e venda de ações, comercializadas no mercado secundário. Cavalcante e Misumi destacam a principal função da bolsa de valores:

[...] o objetivo social das bolsas de valores, entre outros, é manter local adequado ao encontro de seus membros e à realização, entre eles, de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários sem mercado livre e aberto, especialmente organizado e fiscalizado por seus membros, pela autoridade monetária e, em especial, pela CVM (CAVALCANTE E MISUMI, 2002, p. 34).

Portanto, a bolsa de valores é o meio pelo qual as empresas de capital aberto captam de recursos, através da compra e venda de suas ações. Por viabilizar essa captação, a Bovespa tem um importante papel no crescimento das empresas e desenvolvimento da economia.

Segundo Alves (2006), é possível destacar outras importantes funções e atividades, tais como:

- Assegurar 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;

- Garantir os meios necessários à pronta e eficiente realização, visibilidade e registro das operações;
- Divulgar as operações realizadas com rapidez;
- Garantia mecanismos para que as sociedades membros possam atender a quaisquer ordens de compra e venda dos investidores;
- Estabelecer sistemas de negociação que propiciem continuidade de preços e liquidez ao mercado de títulos ou valores mobiliários;
- Estabelecer normas de comportamento para as sociedades membros e emissores de títulos, fiscalizando e aplicando as penalidades necessárias.

Verifica-se, portanto, que além da função básica de oferecer um mercado para compra e venda de valores mobiliários, a bolsa de valores deve também adotar uma série de medidas com o objetivo de proporcionar um ambiente seguro, transparente, e rentável as aplicações. As bolsas de valores atuam com diversos tipos de mercado, tendo como preocupação a preservação dos valores éticos nas negociações realizadas em seu âmbito, e a divulgação rápida e eficiente dos resultados de todas as transações realizadas. (Graciosa, 2006).

2.2.3 Mercado de Balcão Organizado

Os mercados de balcão organizados são aqueles onde se negociam, via sistemas eletrônicos de negociação e de registro de operações, 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, e atuam como órgãos auto-reguladores, auxiliares da CVM na fiscalização dos participantes e das operações realizadas.

Segundo Alves (2006), as entidades que participam do mercado de balcão organizado têm objetivos parecidos com os da bolsa de valores, trabalhando para manter o sistema adequado à realização de compra e venda de valores mobiliários em mercado livre e aberto, e assegurando os meios necessários à eficiente realização das operações. É o mercado de balcão organizado que também é responsável por efetuar o registro das operações, estabelecer normas de comportamento e negociação para intermediários, participantes e companhias, fiscalizando e aplicando as penalidades necessárias.

Normalmente, são negociados no mercado de balcão os títulos e valores mobiliários emitidos por empresas de menor porte, se comparadas àquelas negociadas em bolsas de valores. Portanto, o mercado de balcão organizado além de propiciar mecanismos de liquidez aos investidores, oferece novas oportunidades de investimentos com alto potencial de rentabilidade, e proporciona a negociação de valores mobiliários emitidos por pequenas empresas.

2.2.4 Governança Corporativa

Segundo o IBGC (2006), a prática de governança corporativa nasceu e se desenvolveu nos Estados Unidos e Inglaterra, e na última década tem se expandido por outros países. No Brasil, a governança corporativa surgiu em resposta à necessidade das empresas em obter fontes de financiamento, devido ao alto custo do crédito no país. O conceito de governança corporativa é dado pelo IBGC como sendo:

...o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade (IBGC, 2008).

De acordo com a Bovespa:

Uma empresa que possui boas práticas de governança está estruturada de tal forma que a administração conduz os negócios considerando o interesse de todos os seus acionistas, sem distinção entre o acionista controlador e o acionista investidor. Esse equilíbrio proporcionará maior confiança ao investidor, caso se torne sócio da companhia, de que não terá os seus interesses prejudicados em benefício do acionista controlador, que, em última instância, é quem tem o poder de decisão sobre a gestão (BOVESPA, 2006, p. 14).

Verifica-se que a governança corporativa é, portanto, uma forma de valorizar o capital da empresa. Isso porque a empresa pratica suas atividades com maior transparência e tem um melhor relacionamento com seus investidores, e certamente será mais valorizada por isso.

Conforme a Bovespa (2006), existem níveis diferenciados de governança corporativa. Estes são segmentados de acordo com os compromissos que a empresa assume com o mercado e seus investidores. Desse modo, classificam-se em companhias de Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

De acordo com a Bovespa (2006), “o Novo Mercado é direcionado principalmente à listagem de empresas que venham a abrir o seu capital, enquanto os Níveis Diferenciados, Nível 1 e Nível 2, são direcionados para empresas que já possuem ações negociadas na BOVESPA”.

Os níveis 1 e 2 são níveis diferenciados de governança corporativa, pois ao aderirem a um dos níveis, as empresas assumem um compromisso não só com seus acionistas, mas com o mercado como um todo, tendo a valorização de suas ações, e conseqüentemente de seu capital, um forte vínculo com as práticas que serão adotadas pela empresas. Além disso, é firmado um contrato entre a Bovespa, a empresa, os administradores, o conselho fiscal e os controladores. Ao aderir a um dos níveis, a empresa deve seguir o Regulamento de Listagem específica, que contém as práticas a serem seguidas.

A adesão ao Novo Mercado também ocorre por meio da assinatura de um contrato entre a companhia, os administradores, os controladores e a Bovespa. A partir de então, a empresa passa a ter que cumprir todas as práticas contidas no Regulamento de Listagem do Novo Mercado. Importante mencionar que as empresas que participam do Novo Mercado possuem uma Câmara de Arbitragem para resolver os conflitos, oferecendo aos investidores maior segurança jurídica perante aos compromissos firmados.

Então a governança corporativa tornou-se parte integrante da estrutura do mercado de capitais. Transformou-se numa forma de criar um diferencial para as empresas dispostas a seguirem certos padrões (que até beneficiam a empresa), em troca de uma melhor valorização de seu capital.

2.3 A Evolução do Mercado de Capitais no Brasil

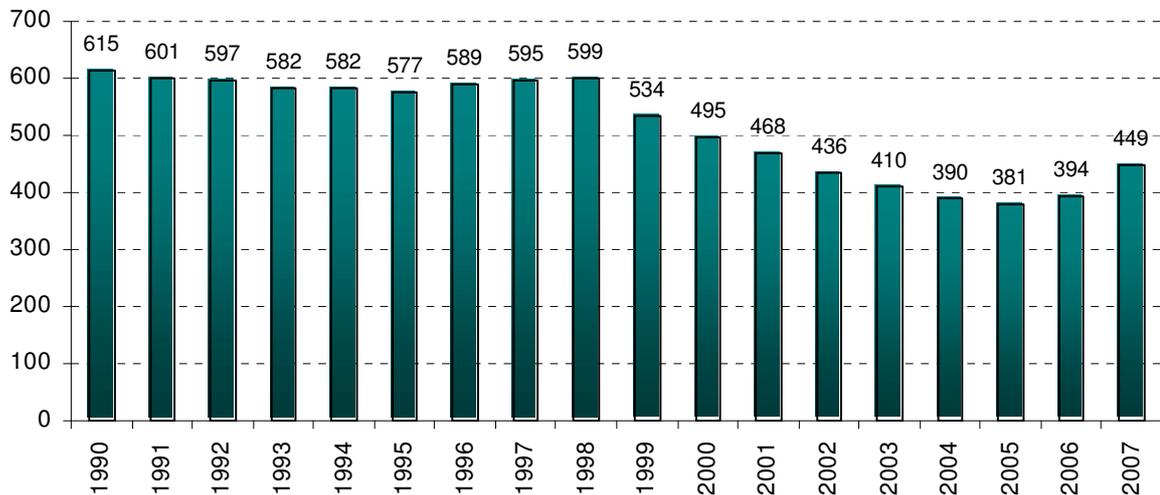
A evolução do mercado de capitais brasileiro, conforme exposto anteriormente, é algo que vem ocorrendo de forma não homogênea, mas constante. Os aspectos e motivos que auxiliaram ou não esta evolução foram expostos brevemente na seção anterior. Nesta seção serão mostrados alguns números que demonstram essa evolução do mercado de capitais brasileiro. Diversos são os números que podem mostrar tal evolução (ou involução) do mercado de capitais, neste trabalho esta análise será feita em cima do número de empresas listadas na Bovespa, do volume negociado, da participação dos investidores, e do volume de emissões primárias e secundárias.

2.1.5.1 Número de empresas listadas

O número de empresas listadas no mercado de ações brasileiro sofreu grande redução desde o início da década de 90, e principalmente no final da década, quando ocorreram as crises de 1997 e 1998 (crise asiática em 97, e moratória russa em 98). Em 1998 se passou de 599 empresas com ações negociadas na Bovespa, para 534 no ano seguinte, e chegando a apenas 381 empresas listadas no ano de 2005, conforme Figura 1.

Desde 2005 até 2007, o saldo de novas empresas listadas na Bovespa subiu na quantidade de 68 empresas, um crescimento de quase 20% em dois anos.

Figura 1: Número de empresas listadas na Bovespa



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Bovespa (2008).

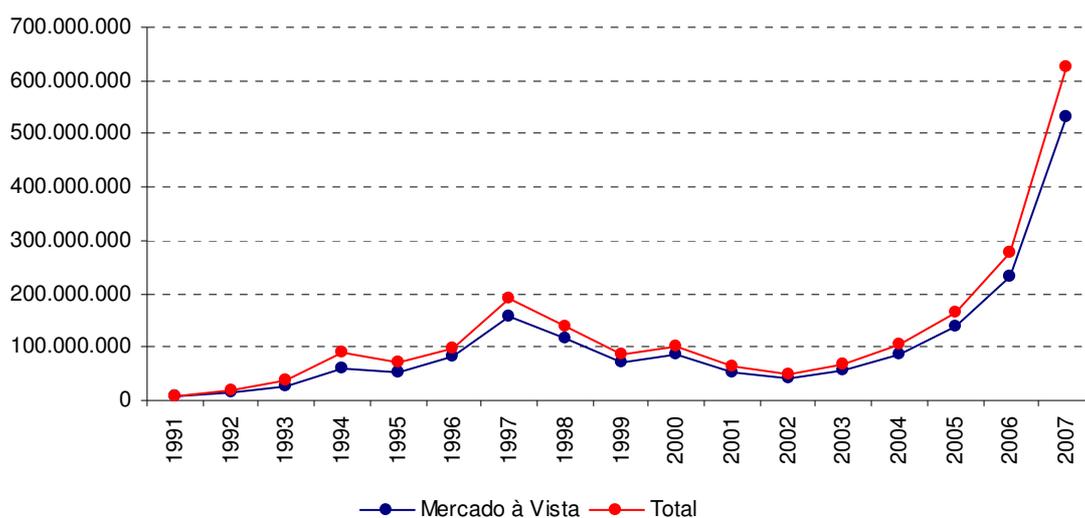
O crescimento a partir de 2005 certamente é explicado pela estabilidade da economia brasileira, e conseqüentemente, pelo aumento do número de investidores que as ações brasileiras vêm recebendo. A governança corporativa também é fundamental para esse crescimento nos últimos anos, uma vez que como o investimento na Bovespa é concentrado, uma maior transparência das empresas listadas na bolsa incentiva e auxilia a decisão de investimento dos pequenos investidores.

Isso reforça o bom momento do mercado de capitais brasileiro, que vem sendo ano a ano, cada vez mais, uma importante fonte de recursos para as empresas.

2.1.5.2 Volumes negociados

O volume de negociações tem um aspecto de evolução um pouco diferente do número de empresas listadas. Enquanto o número de empresas listadas decai desde 1999 para vir a aumentar somente em 2005, verifica-se, na Figura 2, que o volume de negociações também decai, mas já em 1997, para em 2002 começar a ter um crescimento. Uma hipótese para a recuperação mais rápida do volume comparativamente ao número de empresas listadas pode ser o fato de a aplicação ou retirada do capital das ações ser um processo muito mais dinâmico do que sujeitar uma empresa à listagem na bolsa, uma vez que num período passageiro de crise, o investidor pode rapidamente retirar seu capital de ações, enquanto que este mesmo período pode levar uma empresa à quebra.

Figura 2: Volumes totais negociados na Bovespa (em US\$ 1.000)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Bovespa (2008).

Outro importante fato a ser observado na Figura 2 é a forte relação que o mercado à vista (formado principalmente por ações) tem com o total de volume negociado pela Bovespa, podendo ser verificado que os volumes seguem praticamente a mesma tendência. Isso é facilmente explicado pelo exposto na Tabela 1, onde se verifica que no ano de 2007, por exemplo, do total de US\$ 625.924.900.000 de volume negociado, US\$ 531.644.330.000 refere-se ao mercado a vista, uma participação de quase 85%

Tabela 1: Volumes totais negociados na Bovespa (em US\$ 1.000)

Ano	Mercado à Vista	Exercício de Opções	Termo	Futuro	Opções de Compra	Opções de Venda	Outros	Total
1991	7.140.921	243.185	42.573		1.018.283	138	86.928	8.532.029
1992	15.630.068	448.492	22.747		2.012.070	2.233	174.210	18.289.821
1993	27.872.657	2.348.876	26.079		4.647.378	2.025.184	1.633.857	38.554.031
1994	60.115.106	9.593.968	178.896		13.015.026	3.967.415	1.335.340	88.205.751
1995	51.266.593	5.937.224	312.714		7.790.313	3.565.572	574.544	69.446.960
1996	81.266.963	4.961.397	558.004		9.708.654	223.555	1.042.989	97.761.562
1997	157.713.392	9.005.418	1.096.703		16.368.541	477.099	6.430.518	191.091.671
1998	114.278.381	5.393.058	847.466		9.532.959	1.313.272	8.605.407	139.970.543
1999	70.635.035	4.092.232	1.057.948		4.582.231	317.880	4.814.425	85.499.751
2000	85.555.825	2.544.722	3.979.200		4.302.516	233.637	5.113.872	101.729.772
2001	54.196.147	2.164.601	2.829.237	416	3.348.699	228.758	2.493.269	65.261.127
2002	41.296.864	1.514.698	1.802.335	0	2.778.936	231.056	1.652.260	49.276.152
2003	54.945.370	3.580.519	2.122.833	0	5.302.958	84.847	1.935.330	67.971.857
2004	86.556.842	4.279.971	3.613.775	0	6.901.967	120.795	3.037.486	104.510.840
2005	138.941.907	6.127.003	5.439.496	0	8.467.958	311.704	6.699.214	165.987.282
2006	233.379.345	9.069.524	9.225.118	7	10.399.957	360.721	13.185.859	275.620.525
2007	531.644.330	26.703.476	19.990.039	0	22.172.051	794.323	24.620.683	625.924.900

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Bovespa (2008).

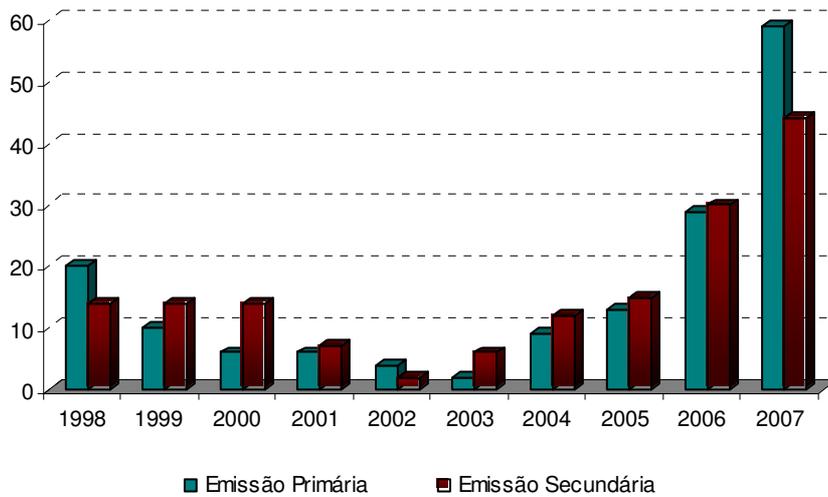
2.1.5.3 Emissões primárias e secundárias

Segundo dados da CVM⁶, e conforme apresentado na Figura 3, a quantidade de emissões primárias e secundárias também teve um decréscimo desde 1998. A repercussão das crises asiática e russa também pode ser a hipótese de tal decréscimo. Em 1998 foram realizadas 20 ofertas primárias e 14 ofertas secundárias, enquanto que em 2002 foram apenas 4 ofertas primárias e 2 secundárias. Entretanto, assim como no caso da participação das empresas e dos volumes negociados na Bovespa, os valores das emissões começam a subir a partir de 2002, e numa velocidade cada vez maior ano após ano.

Verifica-se do movimento de todas estas variáveis, que a consolidação da economia brasileira vem trazendo grandes benefícios para o mercado de capitais, além é claro dos aspectos referente a governança e melhoria da transparência.

⁶ Ver tabela no ANEXO 1

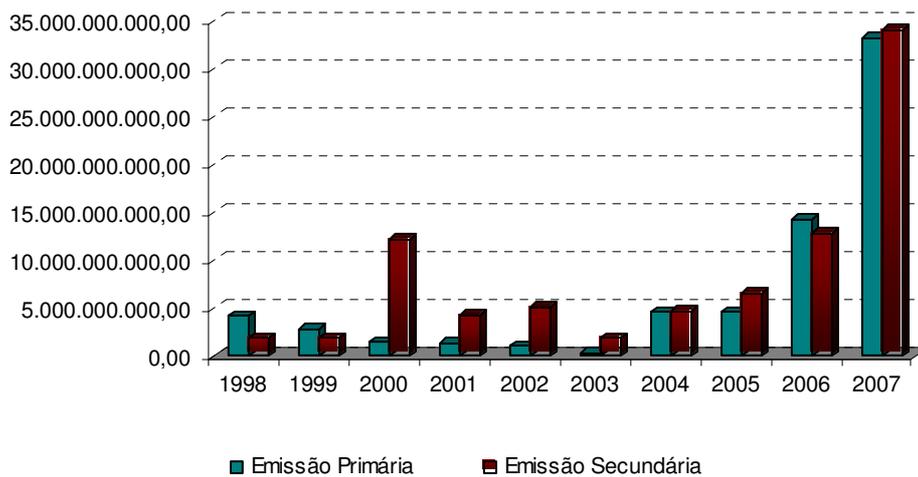
Figura 3: Número de empresas com distribuição de ações na Bovespa



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CVM (2008).

A Figura 4 mostra que o valor das emissões acompanhou a quantidade de emissões registradas, também tendo um decréscimo desde 1998 até 2002 e 2003. Somente pós 2005 é que se pode observar considerável elevação tanto no número de emissões quanto no valor, atingindo número e valor máximo no ano de 2007.

Figura 4: Valor das emissões (em R\$)



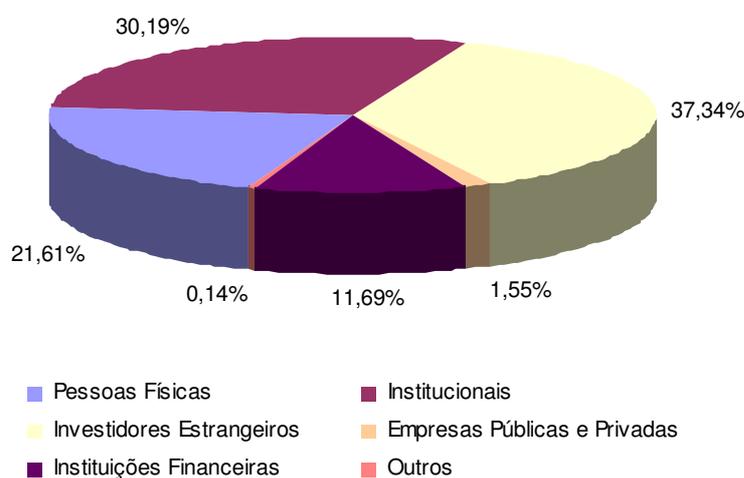
Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CVM (2008).

2.1.5.4 Participação dos investidores

A participação dos investidores no mercado de capitais de um país é considerada um bom “termômetro” para avaliar o seu estágio de desenvolvimento. Isso porque num mercado de capitais dinâmico e maduro, a participação dos mais diversos tipos de investidores é diluída, enquanto que a alta concentração do investimento em apenas um ou dois tipos de investidor denota que ocorre privilégio nas informações, não havendo estímulo para os outros investidores ingressarem no mercado de capitais, já que os grandes investidores terão vantagens consideráveis na hora de realizar as compras e vendas das ações. Essa concentração faz com que não haja boa liquidez para as ações das empresas, pois a demanda pelas ações não é tão grande quanto se fosse realizada por diversos tipos de investidores.

Conforme se observa na Figura 5, a maior parte das ofertas (37,34%) em 2007 ficou com estrangeiros, enquanto os investidores institucionais (companhias seguradoras, fundos de pensão e de seguridade, fundos mútuos) detiveram 30,19%, pessoas físicas 21,61% e as instituições financeiras 11,69%.

Figura 5: Participação dos Investidores na Bovespa (2007)



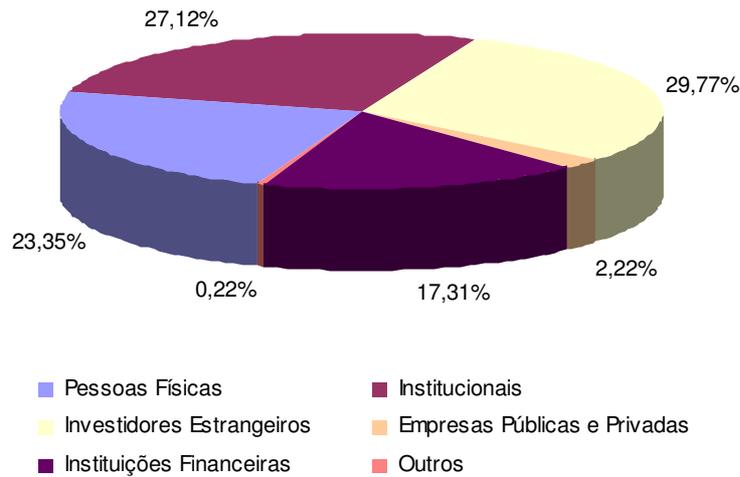
Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CVM (2008).

Como resultado da participação dos investidores no mercado de capitais no ano de 2007, pode-se avaliar que há uma grande concentração de investidores estrangeiros, pois estes participam de quase 40% dos investimentos.

Referente a participação dos investidores, há na no mercado de capitais brasileiro um movimento inverso do que o esperado, e do que demonstrado nas situações anteriores, pois,

conforme se verifica na Figura 6, houve uma concentração do investimento de 2004 a 2007. Enquanto que em 2004 tinha-se 29,77% de investimentos estrangeiros, em 2007 essa concentração aumentou para 37,34%; e no caso das pessoas físicas, onde se esperava aumento do número de investidores, houve redução de 23,25% para 21,61%.

Figura 6: Participação dos Investidores na Bovespa (2004)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CVM (2008).

CAPITULO 3 - ABERTURA DE CAPITAL

Este capítulo tem por finalidade apresentar as razões para as empresas realizarem a abertura do seu capital, os passos necessários para a abertura, os prazos previstos, e principalmente os custos advindos. Para tanto, serão discutidos os conceitos mais importantes, as vantagens e desvantagens, e um resumo da documentação necessária para a abertura do capital⁷.

Segundo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), uma companhia aberta é aquela detentora do direito de negociar seus valores mobiliários de forma pública, ou seja, apenas as sociedades anônimas têm o direito de negociar seus títulos em bolsa de valores ou mercado de balcão. A abertura de capital pode ocorrer das duas formas apresentadas a seguir:

- Mercado primário: neste tipo de lançamento os valores mobiliários são colocados no mercado pela primeira vez no mercado, e todo o capital obtido vai para a empresa;
- Mercado secundário: é uma distribuição na qual há colocação pública de títulos já existentes, até então detidos por acionistas ou pela empresa. No caso deste tipo de distribuição, os valores mobiliários apenas trocam de dono, não havendo qualquer entrada de capital para a empresa.

Portanto, o lançamento primário de ações ocorre por iniciativa da empresa, geralmente objetivando um novo investimento, reforço do capital de giro, ou saneamento financeiro da firma. Na distribuição secundária o objetivo não é o mesmo, já que não há entrada de caixa com a redistribuição das ações para novos acionistas, mas apenas alteração da propriedade 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 pelos mecanismos do mercado de balcão.

⁷ Um detalhamento maior da documentação necessária para a abertura do capital pode ser visto nos ANEXOS 2 e 3.

De acordo com Assaf Neto:

A principal vantagem da abertura de capital para uma sociedade é o prazo indeterminado dos recursos levantados, não apresentando esses valores prazos fixos para resgate. [...] A abertura de capital pode também permitir arranjos societários para a solução de conflitos internos de controle acionário determinados, por exemplo, pela saída de um acionista com participação expressiva no capital, ou problemas sucessórios bastante comuns em empresas familiares (ASSAF NETO, 2005).

No entanto, para abertura de capital são necessárias algumas etapas e regras a serem seguidas. Existem vantagens, desvantagens e obstáculos a serem ultrapassados. Trata-se de um processo complexo. Para uma empresa obter êxito em sua abertura de capital dependerá do relacionamento que ela possui com seus investidores e com o mercado, sempre tomando cuidado com a manutenção da liquidez de suas ações na Bolsa de Valores.

3.1 Razões para a Abertura de Capital

Após uma empresa abrir seu capital, ela adquire uma série de direitos que lhe auxiliam no financiamento da empresa para obter uma maior capitalização. A CVM destaca os seguintes direitos das companhias abertas:

- 1) Ter os valores mobiliários de sua emissão negociados publicamente em bolsas de valores ou mercado de balcão, organizado ou não.
- 2) Captar recursos através do lançamento público de valores mobiliários.
- 3) Obter, junto à CVM, o registro de seus programas de lançamento de recibos de depósito (DR's) negociáveis no exterior, para captação de recursos em mercados estrangeiros.

Entretanto, de acordo com Napolitano, a maior razão mesmo para a empresa abrir seu capital é o custo do dinheiro:

O maior atrativo do mercado de capitais ainda é o custo do dinheiro. Hoje, o juro médio de um empréstimo bancário para a empresa que fatura cerca de 300 milhões de reais no Brasil gira em torno de 30% ao ano. O lançamento de ações – mesmo considerando-se o custo de emissão, o pagamento de auditorias para examinar balanços e a manutenção de uma área de relações com investidores – fica bem mais a baixo disso (NAPOLITANO, 2006, p. 114).

3.1.1 Vantagens da Abertura de Capital

Segundo A abertura de capital proporciona à empresa diversas vantagens, tais como: captação de recursos financeiros para investimentos ou reestruturação de passivos; melhora da sua imagem institucional; maior profissionalização; aumento da liquidez patrimonial; e uma reestruturação societária.

A CVM (2008), lista uma série de vantagens para a abertura do capital da empresa.

1. AMPLIAÇÃO DA BASE DE CAPTAÇÃO DE RECURSOS FINANCEIROS E DE SEU POTENCIAL DE CRESCIMENTO.

Acesso ao mercado de capitais do País, para captação de recursos destinados ao financiamento de projetos, expansão, mudança de escala ou diversificação de seus negócios, ou mesmo à reestruturação de seus passivos financeiros.

A captação de recursos através do lançamento de valores mobiliários é uma alternativa aos financiamentos bancários, viabilizando o acesso a investidores potenciais, não só no Brasil, como no exterior, tendo em vista a possibilidade de captação de recursos externos, através de processos de lançamento de recibos de depósito negociáveis nos mercados de capitais de outros países, com aprovação da CVM e do Banco Central.

2. MAIOR FLEXIBILIDADE ESTRATÉGICA - LIQUIDEZ PATRIMONIAL

Margem para administração de sua estrutura de capital, balanceando as relações entre capital acionário e de terceiros, e, conseqüentemente, seu risco empresarial.

Os acionistas controladores aumentam a liquidez do seu patrimônio, através da oportunidade de negociação de sua participação na empresa, que tende a se valorizar ao longo do tempo pela diversificação de compradores, sobretudo investidores institucionais, nacionais ou estrangeiros.

3. IMAGEM INSTITUCIONAL - MAIOR EXPOSIÇÃO AO MERCADO

A transparência e confiabilidade exigidas nas suas informações básicas facilitam os negócios, atraindo o consumidor final, gerando maior presença e prestígio no mercado.

Uma companhia aberta tende a ter um diferencial competitivo e melhoria de imagem institucional. Quando recorre ao endividamento bancário, por exemplo, seu custo financeiro é normalmente inferior ao de uma companhia fechada.

4. RESTRUTURAÇÃO SOCIETÁRIA

Soluções para problemas relativos à estratégia empresarial, partilhas de heranças e processos sucessórios podem ser equacionados através de uma abertura de capital, orientado por especialistas em questões societárias que estão aptos a apresentar inúmeras alternativas, de acordo com os parâmetros desejados de independência gerencial e eficiência fiscal.

Por outro lado, o status de companhia aberta tende a facilitar as associações internacionais.

5. GESTÃO PROFISSIONAL

A abertura de capital leva à aceleração da profissionalização da companhia. Inicialmente, esse processo é consequência das disposições legais, dada a eleição de conselheiros representantes dos novos acionistas e a exigência da figura do Diretor de Relações com Investidores (DRI).

Uma administração profissionalizada é um dos pontos que mais interessa ao investidor, dada a necessidade de treinamento profissional dos ocupantes de cargos de direção.

6. RELACIONAMENTO COM FUNCIONÁRIOS

A abertura do capital de uma empresa pode ser feita também para seus funcionários, procedimento esse muito utilizado no mercado internacional e que começou a surgir no mercado brasileiro, sobretudo no Programa Nacional de Desestatização.

3.1.2 Desvantagens da Abertura de Capital

Como qualquer operação, a abertura de capital também possui suas desvantagens. Dentre elas pode-se citar: custos; evidenciação (transparência); necessidade de debater a estratégia; distribuição de resultados aos novos acionistas.

A falta de proteção ao acionista minoritário também é colocada como uma preocupação, pois a possibilidade de expropriação do acionista minoritário pelo acionista majoritário leva os acionistas a depreciarem o preço das ações, aumentando o retorno exigido e inibindo novas emissões. Entretanto, 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.

Os custos indiretos que advém da abertura são outros entraves colocados por Alves (2006). No Brasil, são representadas pelas comissões das distribuições primárias, despesas fixas com contratação de auditoria externa, atendimento ao acionista, publicações legais, taxas de registro na CVM e na bolsa de valores, entre outros.

A necessidade de divulgação de informações aos investidores é outro ponto colocado na literatura como uma desvantagem da abertura, pois se supõe que a divulgação de dados da empresa pode causar desequilíbrio na concorrência, possibilitando vantagens aos concorrentes de capital fechado. Cordeiro Filho (1981) apud Alves (2006) reforça este pensamento quando comenta que 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).

Entretanto, Rodrigues (1999) apud Alves (2006) questiona até que ponto as empresas abertas perdem confidencialidade, já que informações realmente confidenciais (como estratégias da empresa para aumentar sua competitividade) não necessitam ser divulgadas. O que ocorre de fato é que o padrão de informação expõe as empresas a uma maior vigilância por parte das autoridades fiscais, reduzindo a possibilidade de evasão fiscal.

Outra desvantagem é a necessidade de debater a estratégia da empresa com os novos acionistas. Argumenta-se que as questões legais a que as empresas são submetidas ao abrir o capital reduzem a flexibilidade operacional e administrativa. Alves (2006) ilustra de forma muito precisa ao mencionar que 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.

Por fim o pagamento de dividendos também é colocado como obstáculo à abertura, uma vez que a obrigatoriedade de distribuição de dividendos mínimos de empresas de capital aberto em momentos de crescimento ou de dificuldade pode representar um fator desencorajador para a abertura (ALVES, 2006).

Apesar das diversas desvantagens expostas até aqui, espera-se que estas tenham uma tendência a se diluir em função das vantagens agregadas.

3.2 Processo de Abertura do Capital

A abertura de capital de uma empresa é uma alternativa a outras formas de captação de recursos, como os empréstimos, por exemplo, pois estes são muito mais onerosos. Além disso, as empresas passam a ter maior acesso a capital, maior liquidez patrimonial para os empreendedores, além de melhorar sua imagem institucional e fortalecer o relacionamento com seu público consumidor. Deste modo, a companhia abre um leque de opções para investidores potenciais, não somente no Brasil como também no exterior.

A legislação define como companhia aberta àquela que pode ter os seus valores mobiliários, tais como ações, debêntures e notas promissórias, negociados de forma pública, por exemplo, na bolsa de valores.

Do ponto de vista formal, o processo de abertura de capital consiste apenas no pedido de registro da companhia perante a CVM, no entanto, no dia-a-dia essa expressão significa a soma do registro da companhia aberta na CVM, mais o registro da primeira oferta de ações ao público, a chamada Oferta Pública Inicial (também conhecida como IPO - Initial Public Offering).

Para abertura de capital são necessárias várias etapas e regras a serem cumpridas pelas empresas. Segundo a CVM, antes de tudo deve-se analisar a conveniência, as vantagens e os custos, além de verificar se a empresa está engajada neste objetivo, pois a estrutura irá modificar-se completamente, na maioria dos casos.

Antes de a empresa abrir seu capital ela deve primeiramente tornar-se uma Sociedade Anônima, ou seja, dividir o seu capital em ações. Essa transformação deve ser aprovada pelos sócios em assembléia geral ou por escritura pública, e constar no estatuto social da empresa. A razão social da empresa sofrerá alteração, passando a conter o termo “Companhia” ou “Sociedade Anônima – S/A”. As Sociedades Anônimas estão regulamentadas pela Lei nº 6.404/76, conhecida como a “Lei das Sociedades Anônimas”. Deve ser criado um conselho de

administração. Após tornar-se uma Sociedade Anônima, uma série de procedimentos devem ser feitos para que a empresa efetivamente possa negociar suas ações.

De acordo com a BOVESPA (2006), para a abertura de capital a empresa deve passar por algumas etapas antes do processo de decisão, destacando-se as seguintes:

1. Conveniência - a empresa deve verificar quando da abertura de capital, os benefícios que irá adquirir, os custos que terá no processo, e se esta possui um perfil adequado;
2. Escolher o Intermediário financeiro - Faz-se necessária a contratação de uma instituição financeira, considerando-se esta etapa de grande relevância para o sucesso e para o custo financeiro da operação;
3. Documentação e reforma estatutária - a empresa precisa solicitar registro de companhia aberta, de distribuição pública e de listagem na Bovespa, e para isso devem se seguir regulamentos específicos da Bovespa e da CVM.

A Bovespa (2005, p. 6), traça especificamente os seguintes passos para a abertura do capital de uma empresa:

- Análise Preliminar;
- Contratação de auditoria externa independente⁸;
- Contratação de um intermediário financeiro para coordenar o processo (coordenador-líder ou underwriter);
- Contratação de escritório de advocacia para adaptação de estatutos e outros documentos legais;
- Convocação de Assembléia Geral Extraordinária (AGE), publicação da Ata da AGE e do Aviso ao Mercado;
- Obtenção de registro de companhia aberta na CVM para negociação dos valores mobiliários de sua emissão em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado;
- Obtenção de registro da companhia em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado;

⁸ Segundo a CVM, Auditores independentes são empresas ou pessoas físicas especializadas no exame dos registros contábeis e demonstrações financeiras de empresas quanto à coerência e consistência destas informações, bem como no que diz respeito ao atendimento aos princípios de contabilidade geralmente aceitos, às normas e procedimentos contábeis, devendo emitir parecer a respeito. No caso de atuação junto a companhias abertas, devem estes ter registro específico na CVM, conforme dispõem a Lei nº 6.385, de 07/12/76, e a Instrução CVM nº 216, de 02/06/94.

- Obtenção do registro de emissão pública de ações na CVM;
- Elaboração do prospecto de emissão;
- Apresentações aos potenciais investidores (road show);
- Recebimento de pedidos de reserva de ações pelos investidores;
- Publicação de anúncio de início de distribuição, que formaliza a efetiva colocação de ações junto aos investidores;
- Colocação dos títulos junto aos investidores e posterior liquidação financeira;
- Publicação de anúncio de encerramento de distribuição.

Tomada a decisão de abrir o capital, a empresa deve procurar um intermediário financeiro (corretora de valores, banco de investimento ou distribuidora) que atuará como coordenadora da operação. Segundo a Bovespa:

É o intermediário que vai orientar a empresa, em todo o processo, nas questões relacionadas ao marketing da oferta. (...) O intermediário contratado também ajudará na definição das características e do tamanho da oferta, além de auxiliar na avaliação da empresa e na estimativa do preço considerado atrativo para os investidores adquirirem as ações. (BOVESPA, 2006, p. 10).

Posterior a escolha do intermediário financeiro, deve-se preparar a documentação e a reforma estatutária. Vistos todos os procedimentos prévios, o primeiro procedimento formal é entrar com um pedido de registro de companhia na CVM, já que este é o órgão regulador e fiscalizador do mercado de capitais brasileiro. Posteriormente, ou até no mesmo momento, deve-se solicitar a CVM autorização para realizar uma venda de ações ao público, tecnicamente conhecida como distribuição pública de ações. Por ser a primeira colocação pública de títulos da companhia, é chamada de Oferta Pública Inicial, em português, ou IPO (sigla em inglês para Initial Public Offering). Normalmente utiliza-se a expressão “abertura de capital” para significar o processo conjunto de registro de companhia aberta e sua primeira venda de ações ao público. Simultaneamente à entrada dos pedidos na CVM, a empresa também pode solicitar a listagem na Bovespa. Somente as empresas que obtêm esse registro podem ter suas ações negociadas na Bolsa.

A mesma documentação que será entregue na CVM será entregue também na Bovespa. A CVM terá 30 dias para analisar a documentação, com a possibilidade de interromper esse prazo para a solicitação de esclarecimentos ou complementação de informações e documentos. Observamos, portanto, que a agilidade do processo depende da empresa em fornecer as informações completas.

3.3 Custos para a Abertura de Capital

Os gastos com o processo de abertura de capital variam muito de empresa para empresa. Normalmente, envolvem despesas com 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.

É possível, também, que seja necessário contratar uma empresa de consultoria para auxiliar na definição do plano de abertura de capital, na organização interna da empresa, e na avaliação preliminar da companhia. Adicionalmente, pode ser o caso de contar com uma consultoria jurídica especializada, que orientará a empresa a respeito dos procedimentos legais.

Portanto, o montante de despesas vai depender da complexidade da empresa e do seu grau atual de organização. Uma determinada companhia pode ter um gasto adicional muito menor que outras, caso a documentação e as informações a serem prestadas já estejam organizadas e adaptadas, ou caso disponha de um departamento jurídico próprio capacitado.

Conforme orienta Vieira e Oliveira (2007, p. 7), para Casagrande Neto et al. (2000, p. 116), os custos com a abertura de capital podem ser de diferentes naturezas, possuir várias etapas e dividir-se em quatro grupos:

- Custos legais e institucionais - referentes a pagamentos de taxas, anuidades, serviços e outras exigências legais;
- Custos de publicação e marketing - referentes à divulgação da operação de abertura junto aos futuros e aos atuais acionistas, custo este que inclui também a confecção do prospecto;
- Custos de intermediação financeira - referentes a gastos com os serviços prestados pelos intermediários financeiros, com garantias e distribuição;
- Custos internos da empresa - referentes à estruturação interna de pessoal para montagem e acompanhamento do processo de abertura.

Segundo a CVM, destacam-se os custos:

- Manutenção de um Departamento de Acionistas;

- Manutenção de um Departamento de Relações com Investidores, que poderá incorporar o Departamento de Acionistas. Este setor incumbir-se-á de centralizar todas as informações internas a serem fornecidas ao mercado, integrando e sistematizando esse conjunto de informações;
- Contratação de empresa especializada em emissão de ações escriturais, custódia de debêntures, serviços de planejamento e de corretagem, e underwriting;
- Taxas da CVM e das Bolsas de Valores;
- Contratação de serviços de auditores independentes mais abrangentes que aqueles exigidos para as demais companhias; e
- Divulgação de informação sistemática ao mercado sobre as atividades da empresa.

Para dar início ao processo, é cobrada uma taxa de registro de emissão na CVM, instituída pela Lei nº 7.940/89, em função do valor e do tipo da operação pretendida, e limitada a 100.000 UFIR por registro.

Os valores das alíquotas por tipo de operação são mencionados a seguir:

- Emissão Pública de Ações 0,30%
- Emissão Pública de Debêntures 0,30%
- Emissão Pública de Bônus de Subscrição 0,16%
- Distribuição Secundária 0,64%
- Oferta Pública de Compra, Venda e Permuta 0,64%
- Emissão Pública de Nota Promissória 0,10%

O estudo de cada componente destes custos, assim como a forma que eles irão impactar na empresas, é o objeto de estudo dos capítulos seguintes. Fez-se aqui uma explanação do mercado de capitais brasileiro, assim como sobre as empresas de capital aberto e o que é necessário para que uma empresa possa realizar sua oferta inicial de ações.

CAPÍTULO 4 – CAPTAÇÃO DE RECURSOS VIA MERCADO DE CAPITAIS

As empresas, constantemente, deparam-se com questões relativas ao financiamento de seus investimentos, ou com a reestruturação de seus passivos financeiros. A abertura de capital é uma alternativa ao invés dos financiamentos bancários, pois estes normalmente são muito onerosos e tem uma série de exigências, que por vezes fica difícil de a empresa se enquadrar. Com o mercado de capitais, apesar de também haver exigências, a companhia abre um leque de opções para investidores potenciais, não somente no Brasil como também no exterior. Desta forma, a abertura de capital proporciona menores custos de captação de recursos; além de facilitar à empresa o acesso a outras fontes de financiamento do mercado de capitais.

No mercado de capitais, a captação de recursos é feita através dos valores mobiliários, que de acordo com a Lei nº 6.385, são:

- 1º. As ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição;
- 2º. Os certificados de depósito de valores mobiliários; e
- 3º. Outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional.

A CVM ainda enquadra como valores mobiliários:

- As opções e contratos futuros referenciados em valores mobiliários;
- As quotas de fundos de investimento imobiliário;
- Os certificados de investimento em empreendimentos audiovisuais.

De acordo com Roca (2005) apud Graciosa (2007, p. 36), os bancos (representados principalmente pelo BNDES) e o mercado de capitais são as principais fontes de recursos domésticos para as empresas. Lopes e Rossetti (1998, p.465) apud Graciosa (2007, p.36) mostraram que o mercado acionário brasileiro, nos anos 90, movimentava recursos ainda pouco expressivos quando comparados ao total da poupança financeira bruta interna.

Entretanto, verifica-se na Tabela 2 que a partir de 2004 as emissões primárias das companhias começaram a ser retomadas no mercado brasileiro, fato que sugere que o mercado de capitais ficou mais atraente para as empresas que desejavam financiar seus projetos de crescimento.

Tabela 2: Quantidade e valor das distribuições primárias na Bovespa

ANO	Nº DE REGISTROS	VALOR (R\$)
1998	20	4.112.097.451,52
1999	10	2.749.447.694,80
2000	6	1.410.167.960,40
2001	6	1.353.299.000,00
2002	4	1.050.442.564,05
2003	2	229.999.999,96
2004	9	4.522.552.764,89
2005	13	4.559.643.361,71
2006	29	14.212.632.881,23
2007	59	33.200.705.420,02

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CVM (2008).

O mercado de capitais, conforme visto, oferece uma série de formas para a captação de recursos. A proposta deste capítulo é justamente a análise destes instrumentos de captação, além das tradicionais linhas de crédito do Sistema Financeiro Nacional – SFN.

4.1 Instrumentos de captação de recursos via mercado de capitais

A abertura plena do capital normalmente se dá através do lançamento de ações junto ao público, dado o volume de negócios resultante e as transformações por que passa a companhia. As razões que levam uma empresa a considerar a abertura de seu capital são determinantes na escolha do tipo de valor mobiliário a ser emitido, do tipo de lançamento a ser feito e do tipo de investidor mais apropriado aos seus objetivos.

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

4.1.1 Ações

A principal negociação que ocorre nas bolsas de valores é a compra e venda de ações. As ações são títulos de renda variável, emitidos por sociedades anônimas, que representam uma parcela do capital social de uma determinada empresa. Podem-se verificar diversos conceitos para a “ação”, contudo, todos convergindo para o direito do proprietário da ação à parte da empresa.

Segundo Sandroni (1999, p. 9), “ação é um documento que indica ser seu possuidor o proprietário de certa fração de determinada empresa”.

Conforme Assaf Neto (2000, p. 78), as ações constituem a menor parcela do capital social de uma empresa. Quem possui ações detém efetivamente uma parte da empresa e, por isso, recebe parte proporcionalmente dos lucros, os chamados dividendos ou juros sobre o capital próprio.

As ações são conversíveis em dinheiro, a qualquer tempo, pela negociação em bolsas de valores ou no mercado de balcão, e são consideradas por isso o ativo com maior liquidez do mercado de capitais.

Há diferentes tipos de ações, e o que as diferenciam são os direitos e poderes que elas conferem a seus detentores. No Brasil, a Lei das Sociedades por Ações permite que as empresas emitam dois tipos de ações:

- Ordinárias (ON): proporcionam participação nos resultados da empresa, e asseguram o direito de voto nas assembleias de acionistas da empresa;
- Preferenciais (PN): que oferecem preferência no recebimento de resultados (dividendos) ou no reembolso do capital em caso de liquidação da companhia. Entretanto, as ações preferenciais não concedem o direito de voto, ou o restringem.

Conforme Casagrande Neto et al. (2000, p. 49), as ações ordinárias dão direito a voto ao acionista, ou seja, permitem o controle da empresa, proporcionalmente à quantidade de ações que se detém. A ação ordinária dá o direito ao acionista de participar dos resultados da companhia, e também de opinar nas decisões da empresa e sobre a destinação dos resultados

da companhia. Assaf Neto (2000, p. 79) complementa que, com relação aos dividendos, a distribuição aos acionistas normalmente é feita em função do dividendo obrigatório previsto em lei, ou por um acordo com percentual previsto no estatuto da companhia, se maior que o mínimo legal.

Referente às ações preferenciais, Casagrande Neto et al. (2000, p. 49) coloca que estas são as ações que não possuem direito ao voto, apenas participando do seu resultado. Para compensar o fato de não dar direito ao voto, a ação preferencial normalmente oferece alguma vantagem. As ações preferenciais têm direito a um recebimento de dividendos (ou juros sobre o capital próprio) de no mínimo 10% superior ao das ações ordinárias, exceto nos casos de ações com dividendos fixos ou mínimos. Possui também a prioridade na distribuição dos resultados da companhia. Os acionistas das ações preferenciais devem receber seus dividendos declarados antes que os lucros sejam distribuídos aos acionistas comuns.

Cabe à empresa optar pela emissão que melhor atende às suas necessidades e expectativas, entretanto, conforme a nova Lei das S.A nº.10.303 de 31 de outubro de 2001, “o número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total de ações emitidas.”

As ações têm duas formas de distribuição. O mercado primário, que é aquele em que são efetuados distribuições públicas de novas ações, com aporte de recursos à companhia. Para Gitman (1997, p. 33) apud Vieira e Oliveira (2007, p.4) “este é o único mercado no qual o emissor – as sociedades anônimas ou o governo – é diretamente envolvido na transação que recebe os benefícios dessa emissão – ou seja, a empresa recebe pela venda de títulos”.

Após a distribuição pública inicial das ações no mercado primário, estas passam a ser negociadas no mercado secundário, que compreende mercados de balcão, organizados ou não, e bolsas de valores. Gitman (1997, p.33) apud Vieira e Oliveira (2007, p.4), faz uma comparação entre os mercados primários e secundários colocando que: “O mercado primário é aquele no qual os ‘novos’ títulos são vendidos; o mercado secundário pode ser visto como um mercado de títulos ‘usados’ ou possuídos anteriormente”.

Conforme se verifica na Tabela 3, o volume de ofertas primárias de ações registradas na CVM no ano de 2007 foi de mais de 33 bilhões de reais. Isso representa a importância que os lançamentos primários de ações tiveram no financiamento das empresas nacionais.

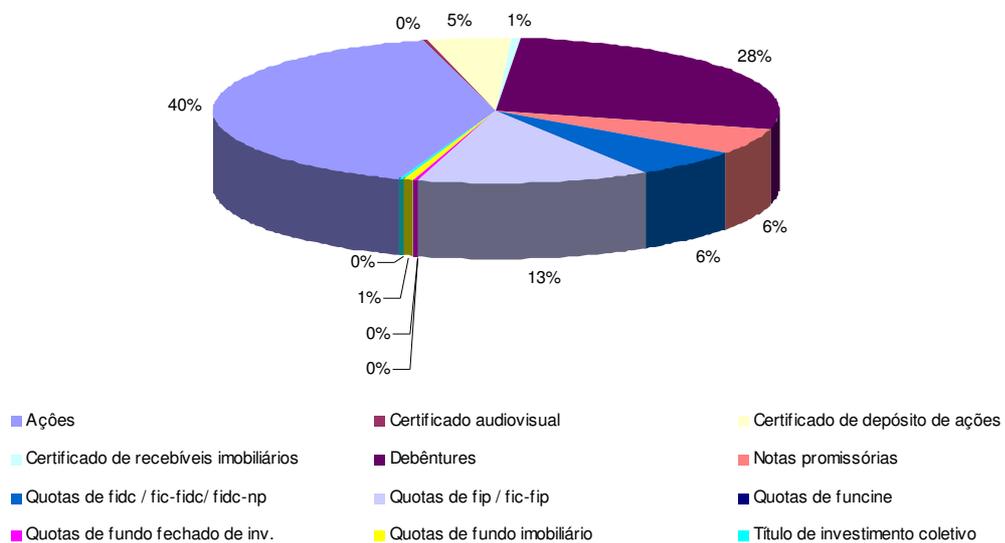
Tabela 3: Ofertas primárias registradas na CVM – 2007

Tipos de Oferta	Ofertas Primárias	Participação (%)
Ações	R\$ 33.200.705.420,02	25,29%
Certificado audiovisual	R\$ 164.640.611,77	0,13%
Certificado de depósito de ações	R\$ 6.636.741.903,30	5,05%
Certificado de recebíveis imobiliários	R\$ 868.298.374,16	0,66%
Debêntures	R\$ 46.533.786.496,75	35,44%
Notas promissórias	R\$ 9.725.500.000,00	7,41%
Quotas de fidc / fic-fidc/ fidc-np	R\$ 9.961.555.677,83	7,59%
Quotas de fip / fic-fip	R\$ 22.263.933.714,60	16,96%
Quotas de funcine	R\$ 80.000.000,00	0,06%
Quotas de fundo fechado de inv.	R\$ 250.000.000,00	0,19%
Quotas de fundo imobiliário	R\$ 979.366.960,00	0,75%
Título de investimento coletivo	R\$ 640.140.300,00	0,49%
Total:	R\$ 131.304.669.458,43	100,00%

Fonte: CVM

As ações são, portanto, consideradas um dos instrumentos mais efetivos na captação de recursos via mercado de capitais. Sua importância pode ser observada também na Figura 7, onde verifica-se que no ano de 2007, 40% dos lançamentos foram feitos através das ações.

Figura 7: Ofertas primárias e secundárias registradas na CVM (2007)



Fonte: CVM

4.1.2 Debêntures

As debêntures são títulos representativos de dívida de médio e longo prazos, contraída pela companhia junto ao debenturista, com prazo determinado ou indeterminado. Sandroni classifica as debêntures como:

[...] um título mobiliário que garante ao comprador uma renda fixa, ao contrário das ações, cuja renda é variável. O portador de uma debênture é um credor da empresa que a emitiu, ao contrário do acionista, que é um dos proprietários dela. As debêntures têm como garantia todo o patrimônio da empresa. Debêntures conversíveis são aquelas que podem ser convertidas em ações, segundo condições estabelecidas previamente (SANDRONI, 1999, p. 156).

Conforme se verifica na Tabela 3, as debêntures foram o instrumento de captação que mais direcionou recursos às empresas no ano de 2007, num montante de R\$ 46.533.786.496,75, uma representatividade de aproximadamente 35% do total de captações.

As debêntures são classificadas em simples e conversíveis. As debêntures simples não podem ser convertidas em ações de emissão da empresa, e as conversíveis podem ser convertidas em ações, proporcionando eventuais lucros no momento da conversão. As debêntures também rendem juros, prêmios, entre outras vantagens definidas em escritura. Apesar de serem títulos de longo prazo, as taxas das debêntures 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 de informações sobre as debêntures se comparado às negociações de ações.

4.1.3 Notas Promissórias (Commercial Papers)

Segundo Sandroni (1999, p. 426), a nota promissória é um instrumento de crédito representado por uma promessa incondicional por escrito entre dois agentes, assinada por aquele que se compromete a pagar em determinada data uma soma determinada de dinheiro o primeiro, ou ao portador da nota promissória. 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. As companhias fechadas também têm a possibilidade de lançá-las, respeitadas algumas condições e regulamentações da CVM.

São associadas as *commercial papers*, expressão em inglês que segundo Sandroni (1999) são títulos que servem para a realização de empréstimos entre empresas mediadas por um banco. Isto é, são títulos de crédito emitidos por uma empresa, representativos de sua dívida perante o credor, utilizados para a captação de recursos.

Segundo Sandroni coloca ainda que as notas promissórias, ou *commercial papers*, são utilizadas no Brasil para superar os obstáculos impostos pelas autoridades monetárias à concessão de crédito pelos bancos ao setor privado da economia, ou seja, são uma saída aos obstáculos ao crédito.

Conforme Tabela 3, (p. 50), em 2007 representaram cerca de 7,41% do total de ofertas primárias registradas na CVM.

4.2 Outras formas de captação de recursos

Além do mercado de capitais, que vem sendo cada vez mais utilizado como opção de financiamento para as empresas expandirem seu capital, existem as tradicionais linhas de crédito do Sistema Financeiro Nacional que também destinam recursos as empresas, possibilitando assim um financiamento à sua expansão.

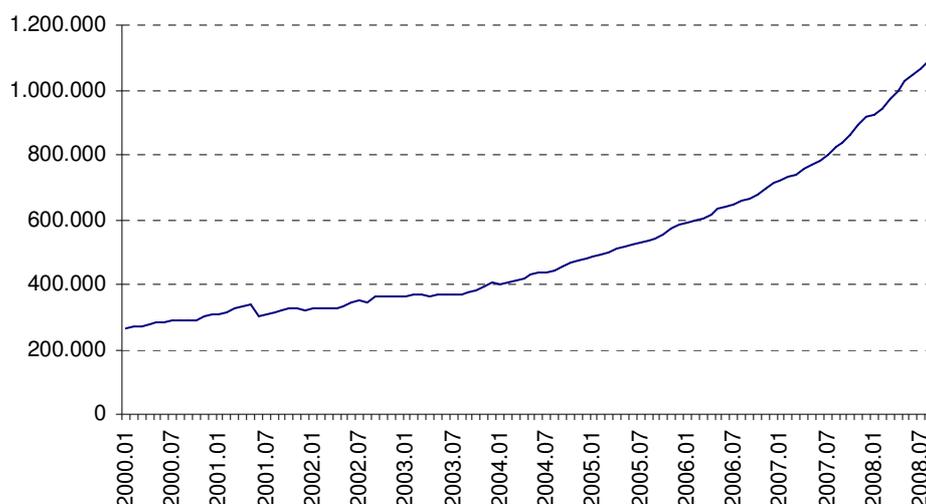
4.2.1 Crédito no SFN

O Sistema Financeiro Nacional é formado por um subsistema de intermediação, também denominado de operativo, que é composto de instituições (bancárias e não-bancárias) que atuam nas operações de intermediação financeira. (Assaf Neto, 2001)

Por sua vez, as instituições financeiras bancárias englobam os bancos comerciais, bancos múltiplos e caixas econômicas. Relativo a oferta de crédito, os bancos comerciais são os que mais participam dos desembolsos às empresas, através das mais diversas formas de financiamento.

Apesar de os bancos comerciais normalmente operarem com altas taxas de juros, verifica-se na Figura 8 que os desembolsos feitos pelo sistema financeiro ao setor privado vêm aumentando com o passar dos anos. A alta liquidez internacional e a grande quantidade de crédito disponível no Brasil justificam este aumento de crédito por parte do sistema financeiro, visto que devido a elevada oferta de crédito, os juros se encontraram em patamares menos elevados.

Figura 8: Operações de crédito do sistema financeiro ao setor privado - em R\$ (milhões)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IPEADATA (2008)

As operações de crédito do sistema financeiro ao setor privado representam ainda a grande maioria da geração de recursos para as empresas se financiarem. No final de 2007, o SFN direcionava cerca de R\$ 1.200 bilhões (Figura 8), enquanto que o mercado de capitais direcionou cerca de R\$ 90 bilhões (ver Tabela 3) para as empresas, através dos lançamentos primários de ações, debêntures e notas promissórias.

4.2.1 Financiamento do BNDES

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES é uma empresa pública vinculada ao Ministério do Planejamento, que se constitui como principal instrumento de execução de políticas públicas de financiamento do Governo Federal, de médio e longo prazo.

O principal objetivo do BNDES é fomentar as empresas consideradas de interesse ao desenvolvimento do país, por meio de diversas linhas de crédito voltadas para os setores industrial e social (Assaf Neto, 2001).

As linhas de financiamento são das mais diversas, entretanto sempre voltadas para a promoção do desenvolvimento das empresas nacionais, conforme pode ser observado a seguir:

Quadro 1: Linhas de financiamento do BNDES

Linhas de Financiamento	Objetivo
Apoio à Exportação	Financiar a exportação de bens e serviços através de instituições financeiras credenciadas.
BNDES Automático	Financiar, por intermédio de instituições financeiras credenciadas, a realização de projetos de investimentos cujo valor do financiamento seja de até R\$ 10 milhões, no período de 12 meses, respeitado esse limite também por beneficiária. Serão apoiados projetos que visem a implantação, ampliação, recuperação e modernização de empresas, incluindo obras civis, montagens e instalações; aquisição de equipamentos novos, de fabricação nacional, credenciados pelo BNDES; capital de giro associado ao projeto; entre outros itens.
Cartão BNDES	Crédito rotativo, pré-aprovado, de até R\$ 250 mil, para aquisição de produtos credenciados no BNDES, através do Portal de Operações do Cartão BNDES.
Credenciamento Equipamentos	Financiamento da comercialização das máquinas e dos equipamentos credenciados.
Financiamento a Empreendimentos - FINEM	Financiamentos de valor superior a R\$ 10 milhões (*) para a realização de projetos de investimentos, visando a implantação, expansão da capacidade produtiva e modernização de empresas, incluída a aquisição de máquinas e equipamentos novos, de fabricação nacional, credenciados pelo BNDES, bem como a importação de maquinários novos, sem similar nacional e capital de giro associado, operados diretamente com o BNDES ou através das instituições financeiras credenciadas.
FINAME Máquinas e Equipamentos	Financiamentos, através de instituições financeiras credenciadas, para a produção e a comercialização de máquinas e equipamentos novos, de fabricação nacional, credenciados no BNDES.
Subscrição de Valores Mobiliários	O BNDES pode participar, como subscritor de valores mobiliários, em empresas de capital aberto, em emissão pública ou privada ou em empresas que, no curto ou médio prazo, possam ingressar no mercado de capitais, em emissão privada

Fonte: Elaboração própria a partir do BNDES (2008)

Os desembolsos do BNDES são feitos de forma direta, ou através da rede de agentes financeiros credenciados (atuação indireta). Sendo assim, o custo dos recursos disponibilizados pelo BNDES normalmente é composto conforme Quadro 2:

Quadro 2: formação do custo dos recursos disponibilizados pelo BNDES

Atuação do BNDES	Descrição da operação	Formação do Custo
Direto	Operação realizada diretamente com o BNDES ou através de mandatário (necessária a apresentação de Carta-consulta)	Custo Financeiro + Remuneração do BNDES + Taxa de Risco de Crédito
Indireto	Operação realizada através de instituição financeira credenciada, podendo ser: <ul style="list-style-type: none"> ▪ i automático; ▪ ii não-automático (necessária a apresentação de Carta-consulta); ▪ iii Cartão BNDES 	Custo Financeiro + Remuneração do BNDES + Taxa de Intermediação Financeira + Remuneração da Instituição Financeira Credenciada

Fonte: Elaboração própria a partir do BNDES (2008)

Portanto, a empresa que demandar recursos do BNDES deverá primeiramente identificar, de acordo com as suas necessidades, qual das linhas de financiamento oferecidas pelo BNDES irá melhor lhe convir.

Na Tabela 4, verifica-se o montante dos recursos disponibilizados pelo BNDES desde 1998 até 2007. Note-se que em 2007, o BNDES disponibilizou o montante de R\$ 64.891,8 milhões em recursos para as empresas. Diante disso, verifica-se que o mercado de capitais representou no referido ano uma opção mais procurada pelas empresas do que o financiamento pelo BNDES, pois as empresas que abriram seu capital se financiaram com cerca de R\$ 90 bilhões (ver Tabela 3, p.50), através dos lançamentos primários de ações, debêntures e notas promissórias.

Tabela 4: Desembolso Anual do Sistema BNDES - Modalidade/Produto em R\$ (milhões)

Discriminação	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
MODALIDADE DIRETA	11.089,4	9.150,2	10.995,3	11.816,4	21.981,9	15.324,1	17.775,7	22.081,0	22.122,5	26.910,9
. FINEM	7.115,1	5.122,6	5.521,7	6.825,4	13.355,3	7.982,9	11.438,9	13.281,7	14.571,2	22.028,5
. MERCADO DE CAPITAIS	2.435,9	1.595,5	1.981,6	989,6	806,8	970,1	613,2	2.047,2	3.403,5	3.498,1
. APLICAÇÃO NÃO REEMBOLSÁVEL	24,6	50,2	86,0	52,4	74,5	70,7	48,8	60,0	88,1	62,5
. BNDES-EXIM	1.513,8	2.381,8	3.406,0	3.949,0	7.745,2	6.300,3	5.652,0	6.692,1	4.059,7	1.321,7
. PRESTAÇÃO DE GARANTIA	-	-	-	-	-	-	22,8	-	-	-
MODALIDADE INDIRETA	7.901,5	8.901,3	12.050,5	13.400,1	15.437,4	18.209,5	22.058,2	24.899,2	29.195,5	37.980,9
. FINEM	865,1	3.164,2	4.015,2	3.705,2	1.607,1	1.252,7	1.666,8	1.885,3	2.700,8	5.111,6
. APLICAÇÃO NÃO REEMBOLSÁVEL	0,2	0,3	0,2	-	-	-	-	-	-	-
. FINAME	3.299,3	1.676,4	2.498,0	3.303,5	4.019,6	5.332,8	6.620,6	9.329,0	10.767,2	17.030,8
. FINAME AGRÍCOLA	409,3	739,9	1.359,7	1.848,1	3.009,5	2.871,9	4.570,4	2.185,0	1.483,0	2.071,3
. FINAME LEASING	128,1	75,1	89,5	200,0	286,2	383,0	253,8	471,3	636,9	1.446,0
. CARTÃO BNDES	-	-	-	-	-	1,2	12,1	71,7	225,2	509,2
. BNDES-EXIM	895,1	1.453,4	2.327,5	2.065,1	4.044,1	5.603,1	5.464,0	7.303,4	9.792,7	6.734,7
. BNDES AUTOMÁTICO	2.304,4	1.792,1	1.760,4	2.278,3	2.470,8	2.764,9	3.470,4	3.653,7	3.589,7	5.077,3
TOTAL	18.990,9	18.051,5	23.045,8	25.216,5	37.419,3	33.533,6	39.833,9	46.980,2	51.318,0	64.891,8

Fonte: BNDES

CAPÍTULO 5 - COMPARAÇÃO ENTRE OS CUSTOS E OS RETORNOS OBTIDOS

Há uma série de fatores a serem considerados para a decisão sobre a abertura de capital. Nesse contexto, um fator que é apontado como inibidor para a tomada dessa decisão são os chamados custos relativos à abertura de capital. Diante de todo o contexto apresentado até então, irá se partir agora para uma análise dos custos de abertura de capital de uma amostra de empresas, frente aos valores recebidos por estas com as distribuições primárias de ações. Objetiva-se com isso, saber se cabe ao empreendedor um estudo sobre a viabilidade econômico-financeira da abertura, ou se a diferença entre custo e captação é suficientemente grande, de forma a permiti-lo pautar a decisão em fatores não financeiros, como a possível evidenciação da empresa, ou a nova forma de relacionamento da empresa junto ao mercado, por exemplo.

5.1 Análise dos custos médios de abertura de capital

Do ponto de vista formal, o processo de abertura de capital requer apenas o pedido de registro da companhia perante a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Contudo, nesta análise a expressão significa o processo conjunto de registro de companhia aberta e registro de sua primeira oferta de ações ao público (Oferta Pública Inicial ou IPO – Initial Public Offering). Serão, portanto, analisados os custos da preparação da distribuição de ações, e da efetiva distribuição das ações. Diante disso, tem-se uma estimativa dos custos envolvidos em uma operação de abertura de capital com emissão pública de ações.

Diversas são as naturezas dos custos gerados pela abertura do capital. Alguns custos têm relação com o valor da distribuição de ações, outros variam de acordo com o tamanho da empresa e com a quantidade de procedimentos necessários para a abertura do capital, além de alguns dependerem exclusivamente do preço de mercado dos serviços contratados.

Para a realização da análise dos custos de mercado, como por exemplo, serviços legais, auditoria, publicações e marketing, foi utilizado como parâmetro estudo elaborado pelo consultor Nelson Andrade e publicado pela Bovespa. Neste estudo foram consultados todos os agentes envolvidos em transações desta natureza, tais como bancos de investimento, empresas

de auditoria independente, escritórios de advocacia especializados em Direito Societário, empresas especializadas em serviços de publicações, e empresas de consultoria. É importante observar que os custos levantados no estudo mencionado são aproximados, e refletem as condições de mercado vigentes no último trimestre do ano de 2004, período no qual as empresas que foram estudadas realizaram a abertura de seu capital.

Portanto, o levantamento dos custos de abertura de capital foi feito mediante análise de quatro empresas que abriram seu capital no ano de 2004, conforme se verifica no Quadro 3:

Quadro 3: Relação de empresas que abriram seu capital com distribuição primária de ações - 2004

Empresa	Segmento de Listagem	Data de Adesão	Receita Operacional Líquida no ano de 2003*
CPFL Energia	Novo Mercado	29/09/2004	R\$ 6.057,00
Diagnósticos da América S.A. – DASA	Novo Mercado	19/11/2004	R\$ 363,60
GOL Linhas Aéreas Inteligentes S.A.	Nível 2	24/06/2004	R\$ 1.400,60
Porto Seguro S.A.	Novo Mercado	22/11/2004	R\$ 397,10

*(em milhões de reais)

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Bovespa e CVM (2008).

Para análise dos custos que dependem do tamanho da empresa, considerou-se como empresa de pequeno porte aquela que apresenta uma receita operacional líquida de até R\$ 200 milhões por ano. As empresas consideradas como de médio porte são aquelas de receitas anuais entre R\$ 201 e R\$ 500 milhões, e as de grande porte as que possuem receitas superiores a R\$ 500 milhões por ano. Nota-se no Quadro 3, que das empresas analisadas, duas são de médio porte, e duas de grande porte.

5.1.1 Comissões de Underwriting

As comissões de Underwriting são comissões que os intermediários financeiros cobram pelo serviço prestado à empresa que deseja abrir seu capital. Estes custos variam em função do valor da operação, das condições do mercado, do regime de colocação (garantia firme, melhores esforços, estruturação, garantia de subscrição), entre outros fatores.

Estas comissões são negociadas com os intermediários financeiros na fase inicial da operação, que ocorre normalmente entre quatro e seis meses antes da aprovação do registro da emissão por parte da CVM.

5.1.2 Serviços Legais

Os serviços legais referem-se a honorários praticados por escritórios especializados em Direito Societário, e envolvem normalmente os seguintes itens:

- *Due diligence* legal;
- Elaboração do Estatuto Social, se a empresa for uma sociedade por quotas de responsabilidade limitada;
- Adaptação dos Estatutos Sociais, no caso de sociedade anônima de capital fechado;
- Adequações societárias prévias, tais como participações em subsidiárias, incorporações, fusões, criação de empresa holding, etc;
- Assessoramento na documentação encaminhada à CVM e à Bolsa de Valores, tanto para registro de companhia aberta, como para registro de distribuição pública de ações;
- Assessoria e exame dos contratos com o intermediário financeiro;
- Participação na elaboração e revisão do prospecto de emissão.

Normalmente a operação de emissão pública de ações, desde o início dos trabalhos, requer uma carga de trabalho dos advogados de aproximadamente quatro a seis meses, podendo variar muito de acordo com o porte da empresa, com a complexidade da operação, e com o grau de organização interna da empresa que irá abrir seu capital.

Os custos apresentados pelo estudo do consultor Nelson Andrade referem-se a uma estimativa dos honorários praticados por alguns dos maiores escritórios especializados em Direito Societário.

Segundo Andrade (2004), diante da situação da companhia ser fechada e existir a necessidade de todo um trabalho prévio de ajustes societários e legais, em geral os custos legais situavam-se em 2004 na faixa de R\$ 250 a R\$ 300 mil para os advogados da empresa emissora e de R\$100 a R\$ 150 mil para os advogados da instituição coordenadora. Importante mencionar que é a empresa emissora quem arca com todos os custos. Além dos honorários, as empresas emissoras são responsáveis pelas principais despesas dos advogados, como viagens, hospedagem, transporte e refeições.

Na hipótese de uma emissão pública de ações que também envolva uma oferta internacional, os honorários dos advogados brasileiros oscilavam em torno de R\$ 400 mil

caso trabalhem para a emissora, e entre R\$ 250 e R\$ 300 mil caso sejam advogados da instituição coordenadora doméstica. Em caso de uma oferta internacional, há também a necessidade de contratação de escritório internacional de advocacia. Neste caso, os honorários custavam em torno R\$ 1.700 mil.

5.1.3 Auditoria Independente

Os custos de auditoria independente apresentados a seguir referem-se aos praticados por algumas das maiores empresas do setor.

5.1.3.1 Preparação Inicial – Auditoria de Demonstrações Financeiras de acordo com os padrões contábeis brasileiros

Os custos de auditoria também variam muito de empresa para empresa, dependendo da complexidade do trabalho, da natureza de suas atividades, do número de empresas subsidiárias, entre outros fatores.

No caso de uma empresa limitada que esteja em processo de conversão para sociedade anônima de capital aberto, quando há contratação de uma empresa de auditoria independente, é feito o enquadramento das práticas contábeis a serem utilizadas pela empresa, e também a implantação de diversos controles internos, já que passará a publicar suas demonstrações financeiras baseadas na Lei N° 6.404/76. O tempo necessário à auditoria gira em torno de quatro e seis meses, dependendo do grau de organização interna da empresa a ser auditada.

Não há diferença de custos em se tratando de empresa limitada ou sociedade anônima de capital fechado. Os custos de auditoria variam normalmente em função do porte da empresa e da complexidade do trabalho, estando em 2004 nos valores aproximados a seguir:

- Pequena empresa: entre R\$ 150 e R\$ 300 mil
- Média empresa: entre R\$ 250 e R\$ 450 mil
- Grande empresa: entre R\$ 450 e R\$ 1.500 mil

5.1.3.2 Implantação/Conversão de Demonstrações Financeiras em Padrão Internacional

Os serviços de auditoria de demonstrações financeiras em padrão internacional, tais como US GAAP ou IFRS, tanto na implantação, quanto na manutenção, podem ser de duas naturezas:

1. Fins locais (Novo Mercado e Nível 2 de Governança Corporativa, por exemplo);
2. Fins internacionais (registro na SEC, por exemplo).

Os procedimentos de auditoria são os mesmos. Entretanto, se a empresa realizar uma colocação de ações no exterior que exija registro na SEC, por exemplo, haverá uma carga horária maior para revisão das demonstrações financeiras, além do envolvimento adicional de, no mínimo, um sócio e de um gerente da equipe internacional de auditoria. Nesta situação, os custos serão, em média, cerca de 50% maiores do que nos serviços de auditoria de demonstrações financeiras em padrão internacional para fins locais.

Os custos a seguir referem-se aos serviços de auditoria em padrão internacional para fins locais, por porte:

- Pequena empresa: entre R\$ 150 e R\$ 300 mil
- Média empresa: entre R\$ 250 e R\$ 500 mil
- Grande empresa: entre R\$ 500 e R\$ 1.500 mil.

5.1.3.3 Emissão de Cartas de Conforto (*Comfort Letters*)

Nas distribuições primárias de ações pode haver necessidade da emissão de Cartas de Conforto por parte dos auditores independentes. Trata-se de um comprometimento do auditor perante a instituição financeira coordenadora, de que os valores e dados apresentados no prospecto de emissão realmente foram revisados e devidamente auditados. Perante a CVM, a instituição coordenadora é responsável pelas informações constantes do prospecto de emissão, e por isso os underwriters solicitam aos auditores independentes esta Carta de Conforto.

Trata-se de um trabalho remunerado à parte dos serviços normais de auditoria. Para as emissões domésticas, o custo situa-se entre R\$ 30 e R\$ 50 mil. Para as emissões internacionais, o custo situa-se entre R\$ 100 mil e R\$ 150 mil.

5.1.4 - Publicações

Em geral, as emissoras e instituições financeiras intermediárias recorrem a agências especializadas em serviços de publicações de documentos exigidos para emissão pública de ações, pois estas já têm a visão de como proceder para estes casos. Estas empresas são responsáveis tanto pela diagramação e montagem, quanto pela negociação com os veículos de comunicação.

Os custos de publicação são compostos por Edital de Convocação de AGE, Atas de Assembléia/RCA, Aviso ao Mercado, Anúncio de Início de Distribuição, e Anúncio de Encerramento de Distribuição. Estes custos independem do tamanho da empresa.

Segundo Andrade (2004) os custos médios de publicação em outubro de 2004 eram os seguintes:

Quadro 4: Custo das principais publicações

	Média Principais Jornais Caderno Nacional
Convocação AGE	R\$ 7.771,00
Ata AGE/RCA	R\$ 25.905,00
Aviso ao Mercado	R\$ 11.817,00
Anúncio Início	R\$ 61.448,00
Encerramento	R\$ 15.756,00
Total	R\$ 122.697,00

Fonte: Publicação Bovespa (2004)

5.1.5 - Registro da Emissão na CVM

Em todas as emissões públicas de ações, há obrigatoriedade de recolhimento da taxa de registro de emissão na CVM, instituída pela Lei Nº 7.940/89 – Tabela “D”, calculada em função do valor e do tipo de operação pretendida. Para emissão pública de ações a alíquota é de 0,30% sobre o valor da emissão. Para distribuição secundária, a alíquota é de 0,64% sobre o valor da emissão. Em ambos os casos, a taxa é limitada ao valor de R\$ 82.870,00 por registro.

5.1.6 - Marketing da Operação

Os custos de marketing referem-se à propaganda da emissão pública de ações. Estão associados normalmente a prospectos de emissão, apresentações aos investidores (*road shows*), apresentações nas Associações dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (Apimecs), apresentações em hotéis, apresentações individuais, e *road shows* no exterior. Segundo Andrade (2004), estes custos estimados em 2004 giravam em torno de R\$ 75.000,00.

De acordo com o artigo 38 da Instrução CVM Nº 400, de 29/12/2003, “prospecto é o documento elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição de que trata esta Instrução, e que contém informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento.”

Referente ao marketing da operação, o prospecto é a única despesa obrigatória em todas as distribuições públicas de ações, sejam elas primárias ou secundárias. Entretanto, considera-se que os outros investimentos também são importantes para o bom desempenho da distribuição pública de ações.

5.1.7 Possíveis custos adicionais

Possíveis gastos adicionais podem surgir decorrentes de uma oferta pública de ações bem divulgada. Estes gastos normalmente se referem a despesas de viagens, encontros individuais, traduções de documentos e materiais de divulgação, materiais de apresentação, e brindes. Segundo Andrade (2004), estes custos giravam no ano de 2004 em torno de R\$ 145.000,00.

5.2 Análise dos retornos obtidos com lançamentos primários no ano de 2004

A Tabela 5 mostra uma síntese das aberturas de capital ocorridas no ano de 2004, em que houve lançamento primário de ações. Desta síntese, verifica-se que as empresas de grande porte (CPFL e GOL) têm quantidades de ações bem mais elevadas do que as empresas de médio porte (DASA e Porto Seguro).

Tabela 5: Aberturas de capital com lançamento primário de ações – 2004 (valores em R\$)

Discriminação	CPFL	DASA	GOL	PORTO SEGURO
Distribuição primária (nº de ações)	39.579.729	5.484.187	18.750.000	4.256.279
Distribuição secundária (nº de ações)	7.915.950	13.532.512	14.300.000	13.243.301
Distribuição global (nº de ações)	47.495.679	19.016.699	33.050.000	17.499.580
Oferta doméstica	18.998.271	11.972.606	9.254.000	17.499.580
Oferta internacional	28.497.408	7.044.093	23.796.000	0
Preço de oferta das ações	R\$ 17,22	R\$ 20,00	R\$ 26,57	R\$ 18,75
Valor Arrecadado ¹	R\$ 681.562.933,38	R\$ 109.683.740,00	R\$ 498.187.500,00	R\$ 79.805.231,25
Custo de Underwriting	R\$ 27.310.013,01	R\$ 4.935.768,30	R\$ 24.937.500,00	R\$ 2.681.455,77
Serviços Legais - Nacional	R\$ 675.000,00	R\$ 675.000,00	R\$ 675.000,00	R\$ 400.000,00
Serviços Legais – Internacional	R\$ 1.700.000,00	R\$ 1.700.000,00	R\$ 1.700.000,00	R\$ 0,00
Primeira Auditoria – Padrão Brasileiro	R\$ 975.000,00	R\$ 350.000,00	R\$ 975.000,00	R\$ 350.000,00
Auditoria – Padrão Internacional	R\$ 1.000.000,00	R\$ 375.000,00	R\$ 1.000.000,00	R\$ 375.000,00
Auditoria – Comfort Letters	R\$ 125.000,00	R\$ 125.000,00	R\$ 125.000,00	R\$ 40.000,00
Publicações da Emissão	R\$ 122.697,00	R\$ 122.697,00	R\$ 122.697,00	R\$ 122.697,00
Taxa de Registro CVM	R\$ 82.700,00	R\$ 82.700,00	R\$ 82.700,00	R\$ 82.700,00
Marketing da Operação	R\$ 75.000,00	R\$ 75.000,00	R\$ 75.000,00	R\$ 75.000,00
Possíveis gastos adicionais	R\$ 145.000,00	R\$ 145.000,00	R\$ 145.000,00	R\$ 145.000,00
Custos totais	R\$ 32.210.580,01	R\$ 8.586.335,30	R\$ 29.838.067,00	R\$ 4.272.022,77
% Valor Arrecadado	4,73%	7,83%	5,99%	5,35%
Saldo	R\$ 649.352.353,37	R\$ 101.097.404,70	R\$ 468.349.433,00	R\$ 75.533.208,48

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da pesquisa realizada pelo consultor Nelson Andrade (2004), e dos prospectos de distribuição pública de ações das empresas listadas na tabela.

¹ Valor Arrecadado = Distribuição primária (nº de ações) X Preço de oferta das ações

Verifica-se que as empresas de grande porte realizam oferta internacional de suas ações consideravelmente maior que a oferta nacional, fato que nas empresas de médio porte não ocorre, sendo que a empresa Porto Seguro sequer realizou oferta internacional. Outro ponto a se destacar é referente aos serviços prestados para a oferta internacional ser muito mais elevado do que no caso da oferta doméstica. No caso dos serviços legais, por exemplo, enquanto que uma oferta doméstica tem um custo em torno de R\$ 675.000,00, quando a oferta é realizada no exterior, o valor do custo sobre consideravelmente, passando para R\$ 1.700.000,00.

Observa-se também que apesar de ocorrerem diversos custos na ocasião da abertura do capital, o custo mais representativo são as comissões de underwriting. No caso das empresas de médio porte, este custo representa mais de 50% do custo total, e no caso das empresas de grande porte, essa participação sobe para quase 80% dos custos totais. Dessa análise, pode-se constatar que o maior custo da abertura está relacionado ao volume de oferta que a empresa deseja fazer, sendo que a maior parte dos custos totais, no caso as comissões de underwriting, serão pagos de acordo com o retorno que as empresas tiverem com o lançamento primário das suas ações. Portanto, as empresas só terão grandes custos, se houver grande captação de capital.

Apesar de se verificar elevados custos para a abertura do capital, nota-se que os retornos obtidos com os lançamentos primários superam muito os custos. No estudo realizado sobre as empresas que abriram seu capital com distribuição pública de ações no ano de 2004, os custos totais ficaram em torno de 5 a 10% do total arrecadado com o lançamento das ações. O custo para a abertura do capital das grandes empresas gira em torno de 32 milhões de reais, enquanto que as empresas de médio porte tem um custo médio de aproximadamente 6,5 milhões de reais. Trata-se de um alto custo se for levado em conta que normalmente a empresa deve dispor deste montante já inicialmente. Entretanto, se este custo for comparado com a média de captações, poderá se constatar que os retornos são muito maiores.

Referente a outras formas de captação de recursos, verifica-se que no caso do BNDES, por exemplo, o custo é bem mais alto que no caso do financiamento via mercado de capitais. Nas operações diretas de financiamento do BNDES, o custo financeiro inclui um ou mais dos seguintes índices:

- Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP
- Encargos da Cesta de Moedas;
- Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, acrescido de encargos.

Segundo o BNDES, a taxa de juros de longo prazo foi de 9,75% a.a. em 2004, enquanto que os encargos da cesta de moedas foram de 7,11% a.a. no mesmo ano. Supondo que ao invés das empresas se financiarem através do mercado de capitais, fossem fazê-lo via BNDES, teriam que pagar o saldo devedor a uma taxa próxima de 17% a.a., enquanto que no caso do financiamento via mercado de capitais, as empresas sequer têm que pagar o montante captado, mas apenas cerca de 5 a 10% do total arrecadado, que se referem ao custo de abertura do capital.

Com os juros do crédito bancário ocorrem da mesma forma. Segundo o Banco Central do Brasil, os juros do crédito bancário em dezembro de 2004, nas operações de crédito com recursos livres para pessoa jurídica, eram de 31% a.a. Portanto as empresas que fossem financiar o mesmo montante que captaram com a distribuição pública de ações, teriam que pagá-lo a uma taxa anual de 31%, ou seja, um custo muito mais alto que o financiamento via mercado de capitais.

Deste resultado, pode-se julgar viável financeiramente a abertura de capital da empresa, devendo sempre os empresários observar também toda a mudança estrutural que a empresa sofrerá. Os números mostram que a captação de recursos para as empresas via mercado de capitais é uma boa opção de financiamento.

CAPÍTULO 6 – CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho fez uma análise para verificar se o capital obtido com a primeira distribuição pública de ações supera os custos financeiros que as empresas têm para abrir seu capital. Observa-se que no Brasil o mercado de capitais vem cada vez mais sendo utilizado pelas empresas como uma alternativa para financiar sua expansão. Os altos custos de crédito são os principais entraves para as empresas obterem financiamento, e uma alternativa viável para estas empresas surge através da abertura do capital.

Entretanto, o mercado de capitais nem sempre teve uma boa estrutura que proporcionasse um financiamento seguro para as empresas. Para que isso fosse possível, uma série de medidas foram tomadas no sentido de melhorar sua a estrutura, desde a criação de novas formas de captação, até o surgimento de órgãos regulamentadores e fiscalizadores.

Hoje a estrutura do mercado de capitais brasileiro é bastante sólida, com os volumes negociados e números de investidores crescendo ano a ano, e com grande participação no financiamento das empresas. O sistema financeiro ainda é a opção mais utilizada para financiamento das empresas, entretanto o mercado de capitais já superou os desembolsos direcionados pelo BNDES para financiamento às empresas.

A abertura do capital tem certas restrições, pois demanda gastos para abrir o capital, leva as empresas a uma maior evidenciação, cria a necessidade de os empresários terem que debater suas estratégias com os novos acionistas, e obriga a distribuição de resultados aos novos acionistas, independente de a empresa obter resultados positivos. Entretanto, quando comparados aos benefícios, as desvantagens são superadas. São colocados como benefícios a ampliação da base de captação de recursos financeiros e de seu potencial de crescimento, maior liquidez patrimonial, imagem institucional mais consolidada, além de uma melhor gestão administrativa.

Resta saber se a parte financeira também é viável, pois certamente a questão financeira é das mais importantes. Diante da pesquisa amostral realizada junto a quatro empresas brasileiras no ano de 2004, verificou-se que a distribuição pública inicial de ações, realizada quando uma empresa abre seu capital, supera muito os custos advindos com a abertura. Os custos na média representaram entre 5% e 8% do valor dos lançamentos, fato que ratifica os grandes benefícios que as empresas têm quando decidem se financiar através da abertura de capital.

Quando comparado com outras formas de financiamento como, por exemplo, o BNDES ou o crédito bancário, os benefícios do financiamento via mercado de capitais ficam ainda mais evidenciados. Enquanto que no BNDES e no caso do crédito bancário se tem que pagar o montante do capital financiado, mais cerca de 17% a.a. e 31% a.a. respectivamente, no financiamento via mercado de capitais não se paga o valor integral das captações, mas apenas um percentual, influenciado principalmente pelo valor captado, pois as comissões pagas com os lançamentos representam de 50 a 80% dos custos totais de abertura.

Diante da alta viabilidade financeira verificada no financiamento de empresas via mercado de capitais, resta às empresas, portanto, verificarem sua disposição de se adequarem a uma nova organização empresarial, que é exigida para que estas possam desfrutar dos benefícios advindos com a abertura do capital da empresa. Julga-se que o financiamento via mercado de capitais é uma grande fonte de recursos para as empresas, de suma importância para que estas possam se desenvolver frente a um mercado cada vez mais competitivo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALVES, Marcella Koeler. **Abertura de capital no Brasil: O estudo de caso da Natura Cosméticos S.A.**. Rio de Janeiro: PUC, Departamento de Administração, 2006. Disponível em: <<http://www.cipedya.com/web/FileDetails.aspx?IDFile=161610>>. Acesso em: 18/06/08.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Economia Bancária e Crédito**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 07/11/08.

BOVESPA. **A Importância Econômica das Bolsas**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 18/06/08.

BOVESPA. **Bolsa de Valores de São Paulo e o Mercado de Capitais Brasileiro**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 18/06/08.

BOVESPA. **Como e Por que Tornar-se uma Cia Aberta**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 18/06/08.

BOVESPA. **Custo da Abertura de Capital e Manutenção da Cia. Aberta**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 18/06/08.

BOVESPA. **Mercado de Capitais**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 18/06/08.

CAVALCANTE FILHO, Francisco da Silva; MISUMI, Jorge Yoshio. **Mercado de capitais: O que é, como funciona**. 6. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

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

CORDEIRO FILHO, A. **Manual de Abertura das Companhias**. Rio de Janeiro: Codimec/Abrasca, 1981.

CVM. **Legislação e Regulamentação**. Leis. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 18/06/08.

CVM. **Portal do Investidor**. Acadêmico. História do Mercado de Capitais do Brasil. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 18/06/08.

CVM - **Publicações e Artigos** - Abertura de Capital de Empresas - Disponível em: <www.cvm.gov.br/port/public/publ/publ_200.asp>. Acesso em: 18/06/08.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GRACIOSA, Robson. **A Evolução do Mercado de Ações Brasileiro - 2000 a 2007**. 2007, 66 páginas. Ciências Econômicas. Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis.

LIMA, Samuel Pantoja; SCHUCH, Helio Ademar. **Informação e mercado de capitais, na era da economia virtual**. Florianópolis, 1999. Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Tecnológico.

SANDRONI, Paulo. **Novíssimo Dicionário de Economia**. 5a. edição. São Paulo: Best Seller, 2000

VIEIRA, Ana Claudia Matheus; OLIVEIRA, Edson Ferreira. **Abertura de capital das empresas no Brasil: o estudo de caso da Natura Cosméticos S.A.**. São Paulo: UNIFIEO, 2007. Disponível em: <>. Acesso em: 18/06/08.

ANEXOS

Anexo 1: Emissões primárias e secundárias no período 2000 a 2007

Quadro 5: Emissões primárias e secundárias de ações - 2000 a 2007

ANO	TIPO DE EMISSÃO	NOME DA EMISSORA
2000	Primária	DTC DIRECT TO COMPANY SA
2000	Primária	BCO BRADESCO SA
2000	Primária	IDEIASNET SA
2000	Primária	EMBRAER EMP BRAS AERON SA
2000	Primária	DURATEX SA
2000	Primária	IKPC INDS KLABIN PAPEL CEL SA
2000	Secundária	LIGHT SERVS DE ELETRICIDADE SA
2000	Secundária	ELETROPAULO
2000	Secundária	BIOBRÁS S/A
2000	Secundária	BCO DO ESTADO DE SÃO PAULO S.A. - BANESPA
2000	Secundária	LIGHT SERV DE ELETRICIDADE SA
2000	Secundária	VOTORANTIN CELULOSE E PAPEL S/A
2000	Secundária	ALPHAPART PARTICIPAÇÕES SA
2000	Secundária	CIA. BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO
2000	Secundária	EMBRAER EMPRESA BRASILEIRA DE AERONÁUTICA S.A.
2000	Secundária	BAHIA SUL CELULOSE S/A
2000	Secundária	PETROBRÁS - PETRÓLEO BRASILEIRO S.A
2000	Secundária	CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO
2000	Secundária	ELETROBRÁS-CENTRAIS ELÉTRICAS BRASILEIRAS
2000	Secundária	CIA ENERGETICA RIO GRANDE DO NORTE - COSERN
2001	Primária	BRADESPAR SA
2001	Primária	BANCO BRADESCO SA
2001	Primária	DISTRIBUIDORA DE PETROLEO DA BAHIA SA - PETROBAHIA
2001	Primária	MEHIR HOLDINGS SA
2001	Primária	FAZENDAS REUNIDAS BOI GORDO S/A
2001	Primária	NOVAMARLIM APTICIPAÇÕES SA
2001	Secundária	CENTRAIS ELÉTRICAS BRASILEIRAS S.A - ELETROBRÁS
2001	Secundária	PILCOMAYO PART. S.A. E PATÍ DO ALFERES PART. S.A.
2001	Secundária	EMBRAER-EMPRESA BRASILEIRA DE AERONÁUTICA S.A.
2001	Secundária	PETROBRÁS - PETRÓLEO BRASILEIRO S/A
2001	Secundária	ELETROPAULO METROPOLITANA ELET. DE S. PAULO S/A
2001	Secundária	CENTRAIS ELÉTRICAS BRASILEIRAS S.A - ELETROBRÁS

2001	Secundária	VARIG PARTICIPAÇÕES EM SERVIÇOS COMPLEMENTARES S/A
2002	Primária	CCR CIA DE CONCESSÕES RODOVIARIAS
2002	Primária	NET SERVIÇOS DE COMUNICAÇÃO S/A
2002	Primária	MARCOPOLO SA
2002	Primária	EPI LIFE EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES S/A
2002	Secundária	CIA VALE DO RIO DOCE
2002	Secundária	CIA SANEAMENTO BÁSICO DO ESTADO DE SP - SABESP
2003	Primária	ROSSI RESIDENCIAL SA
2003	Primária	COMPANHIA SUZANO DE PAPEL E CELULOSE
2003	Secundária	COMPANHIA SIDERÚRGICA NACIONAL- CSN
2003	Secundária	COMPANHIA DE TECIDOS DO NORTE DE MINAS - COTEMINAS
2003	Secundária	PARANAPANEMA SA
2003	Secundária	ANDRADE GUTIERREZ CONCESSÕES SA
2003	Secundária	COMPANHIA SUZANO DE PAPEL E CELULOSE
2003	Secundária	VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL S.A.
2004	Primária	COMPANHIA DE CONCESSÕES RODOVIÁRIAS
2004	Primária	ALL - AMÉRICA LATINA LOGISTICA S.A.
2004	Primária	GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A.
2004	Primária	BRASKEM S.A.
2004	Primária	CPFL ENERGIA S.A.
2004	Primária	DIAGNÓSTICOS DA AMÉRICA S/A - DASA
2004	Primária	PORTO SEGURO S.A.
2004	Primária	BRADSPAR S/A
2004	Primária	SUZANO PETROQUIMICA S.A.
2004	Secundária	NATURA COSMÉTICOS S.A.
2004	Secundária	ALL - AMÉRICA LATINA LOGISTICA S.A.
2004	Secundária	GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A.
2004	Secundária	WEG SA
2004	Secundária	CPFL ENERGIA S.A.
2004	Secundária	GRENDENE SA
2004	Secundária	CIA DE SANEAMENTO BÁSICO DO ESTADO DE SÃO PAULO
2004	Secundária	DIAGNÓSTICOS DA AMÉRICA S/A - DASA
2004	Secundária	PORTO SEGURO S.A.
2004	Secundária	METALÚRGICA GERDAU SA
2004	Secundária	GERDAU SA
2004	Secundária	SUZANO PETROQUIMICA S.A.
2005	Primária	RENAR MAÇAS SA
2005	Primária	SUBMARINO S/A
2005	Primária	ULTRAPAR PARTICIPAÇÕES SA
2005	Primária	GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES SA
2005	Primária	TAM S.A.
2005	Primária	LOJAS RENNEN SA
2005	Primária	EDP ENERGIAS DO BRASIL S/A

2005	Primária	OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S/A
2005	Primária	BRAZIL REALTY SA EMPRS E PARTS
2005	Primária	LA FONTE PARTICIPPRIMÁRIA S/A
2005	Primária	COSAN SA INDUSTRIA E COMERCIO
2005	Primária	CESP - COMPANHIA ENERGÉTICA DE SÃO PAULO
2005	Primária	UNIVERSO ONLINE S.A.
2005	Secundária	SUBMARINO S/A
2005	Secundária	ULTRAPAR PARTICIPAÇÕES SA
2005	Secundária	GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES SA
2005	Secundária	LOCALIZA RENT A CAR S/A
2005	Secundária	TAM S.A.
2005	Secundária	AES TIETÊ SA
2005	Secundária	LOJAS RENNER SA
2005	Secundária	EDP ENERGIAS DO BRASIL S/A
2005	Secundária	OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S/A
2005	Secundária	BRADESPAR S.A.
2005	Secundária	BRAZIL REALTY SA EMPRS E PARTS
2005	Secundária	BANCO NOSSA CAIXA S.A.
2005	Secundária	GURARARAPES CONFECÇÕES S/A
2005	Secundária	TRACTEBEL ENERGIA S.A.
2005	Secundária	UNIVERSO ONLINE S.A.
2006	Primária	EMPRESA DE INVESTIMENTOS EM ENERGIAS RENOVAVEIS
2006	Primária	COMPANHIA DE SANEAMENTO DE MINAS GERAIS
2006	Primária	VIVAX SA
2006	Primária	ROSSI RESIDENCIAL S.A.
2006	Primária	GAFISA S.A.
2006	Primária	COMPANY S.A.
2006	Primária	TOTVS S.A.
2006	Primária	TAM S.A.
2006	Primária	DIAGNOSTICOS DA AMERICA SA
2006	Primária	EQUATORIAL ENERGIA SA
2006	Primária	DURATEX S.A.
2006	Primária	SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES
2006	Primária	SUBMARINO S.A.
2006	Primária	LOCALIZA RENT A CAR S.A.
2006	Primária	RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPAÇÕES
2006	Primária	BRASILAGRO CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS
2006	Primária	CSU CARDSYSTEM S.A
2006	Primária	LUPATECH
2006	Primária	GP INVESTMENTS, LTD
2006	Primária	DATASUL S.A.
2006	Primária	CYRELA BRAZIL REALTY S.A. EMPREENDIMENTOS E PART.
2006	Primária	MMX MINERAÇÃO E METÁLICOS S.A.

2006	Primária	ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIÁRIO S/A
2006	Primária	CESP - COMPANHIA ENERGÉTICA DE SÃO PAULO
2006	Primária	MEDIAL SAÚDE S/A
2006	Primária	KLABIN SEGALL S.A.
2006	Primária	SANTOS-BRASIL S.A.
2006	Primária	BRASCAN RESIDENTIAL PROPERTIES S/A
2006	Primária	PROFARMA DISTRIB. DE PRODUTOS FARMACÊUTICOS S/A
2006	Primária	TERNA PARTICIPAÇÕES S/A
2006	Primária	PERDIGAO SA
2006	Primária	BRASIL ECODIESEL IND. BIOCUMB. S/A
2006	Primária	ODONTOPREV S.A.
2006	Primária	POSITIVO INFORMÁTICA S.A.
2006	Primária	SÃO CARLOS EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES S.A.
2006	Secundária	IOCHPE-MAXION
2006	Secundária	ROSSI RESIDENCIAL S.A.
2006	Secundária	GAFISA S.A.
2006	Secundária	COMPANY S.A.
2006	Secundária	TOTVS S.A.
2006	Secundária	TAM S.A.
2006	Secundária	DIAGNOSTICOS DA AMERICA SA
2006	Secundária	DURATEX S.A.
2006	Secundária	SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES
2006	Secundária	SUBMARINO S.A.
2006	Secundária	LOCALIZA RENT A CAR S.A.
2006	Secundária	AMERICAN BANKNOTE S.A.
2006	Secundária	RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPAÇÕES
2006	Secundária	CSU CARDSYSTEM S.A
2006	Secundária	LUPATECH
2006	Secundária	DATASUL S.A.
2006	Secundária	PORTO SEGURO S.A
2006	Secundária	BANCO DO BRASIL S.A.
2006	Secundária	CYRELA BRAZIL REALTY S.A. EMPREENDIMENTOS E PART.
2006	Secundária	MEDIAL SAÚDE S/A
2006	Secundária	ELETROPAULO M. ELETRICIDADE DE SÃO PAULO S.A.
2006	Secundária	KLABIN SEGALL S.A.
2006	Secundária	M. DIAS BRANCO S.A. IND. E COM. DE ALIMENTOS
2006	Secundária	BRASCAN RESIDENTIAL PROPERTIES S/A
2006	Secundária	PROFARMA DISTRIB. DE PRODUTOS FARMACÊUTICOS S/A
2006	Secundária	BRASIL ECODIESEL IND. BIOCUMB. S/A
2006	Secundária	ODONTOPREV S.A.
2006	Secundária	POSITIVO INFORMÁTICA S.A.
2006	Secundária	SÃO CARLOS EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES S.A.
2006	Secundária	LPS BRASIL CONSULTORIA DE IMÓVEIS

2007	Primária	PDG REALTY S/A EMPREENDIMENTO E PARTICIPAÇÕES
2007	Primária	RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS SA
2007	Primária	CAMARGO CORREA DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO S.A.
2007	Primária	TECNISA S.A.
2007	Primária	IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S/A
2007	Primária	SÃO MARTINHO S.A.
2007	Primária	GVT HOLDING S/A
2007	Primária	ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPAÇÕES S.A.
2007	Primária	GAFISA S.A.
2007	Primária	JBS S.A.
2007	Primária	BANCO PINE S.A.
2007	Primária	EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S/A
2007	Primária	BR MALLS PARTICIPAÇÕES S.A.
2007	Primária	JHSF PARTICIPAÇÕES SA
2007	Primária	FERTILIZANTES HERINGER S/A
2007	Primária	METALFRIO SOLUTIONS S.A.
2007	Primária	INDÚSTRIAS ROMI S.A.
2007	Primária	BEMATECH INDÚSTRIA E COMÉRCIO DE EQUIP. ELETR. S.A
2007	Primária	CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S/A
2007	Primária	AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A.
2007	Primária	BANCO SOFISA
2007	Primária	WILSON SONS LIMITED
2007	Primária	CREMER S.A.
2007	Primária	TARPON INVESTIMET GROUP LTD
2007	Primária	INPAR S/A
2007	Primária	PARANA BANCO S.A.
2007	Primária	SLC AGRÍCOLA S/A
2007	Primária	LOG-IN LOGÍSTICA INTERMODAL S.A.
2007	Primária	EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES S/A
2007	Primária	BANCO CRUZEIRO DO SUL S.A.
2007	Primária	MARFRIG FRIGORÍFICOS E COMÉRCIO DE ALIMENTOS S/A
2007	Primária	BANCO DAYCOVAL S.A.
2007	Primária	TEGMA GESTÃO LOGÍSTICA S/A
2007	Primária	DROGASIL S/A
2007	Primária	BANCO INDUSVAL S.A.
2007	Primária	REDECARD S/A
2007	Primária	CIA BRASILEIRA DE DESENVOLV IMOB TURISTICO
2007	Primária	MINERVA S/A
2007	Primária	BANCO PATAGONIA SA
2007	Primária	MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S/A
2007	Primária	CIA HERING
2007	Primária	TRIUNFO PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS S/A
2007	Primária	KROTON EDUCACIONAL S.A.

2007	Primária	AÇUCAR GUARANI S/A
2007	Primária	BANCO ABC BRASIL S.A.
2007	Primária	BANCO DO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.
2007	Primária	SPRINGS GLOBAL PARTICIPAÇÕES S.A.
2007	Primária	MULTIPLAN EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S/A
2007	Primária	COMPANHIA PROVIDÊNCIA INDÚSTRIA E COMÉRCIO
2007	Primária	GENERAL SHOPPING BRASIL SA
2007	Primária	ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S/A
2007	Primária	COSAN LIMITED
2007	Primária	SATPEL INDUSTRIAL S/A
2007	Primária	SUL AMERICA S/A
2007	Primária	BANCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.
2007	Primária	TRISUL S.A.
2007	Primária	CONSTRUTORA TENDA S/A
2007	Primária	SEB - SISTEMA EDUCACIONAL BRASILEIRO S/A
2007	Primária	BR MALLS PARTICIPAÇÕES S.A.
2007	Primária	MARISA SA
2007	Primária	PDG REALTY SA EMPREENDIMENTOS E PARTS
2007	Primária	AGRENCO LIMITED
2007	Primária	HELBOR EMPREENDIMENTOS S/A
2007	Primária	AMIL PARTICIPAÇÕES S/A
2007	Primária	BRASIL BROKERS PARTICIPAÇÕES S.A.
2007	Primária	LAEP INVESTMENTS LTD
2007	Primária	BANCO PANAMERICANO SA
2007	Primária	MPX ENERGIA SA
2007	Primária	PERDIGAO SA
2007	Primária	TEMPO PARTICIPAÇÕES S/A
2007	Secundária	PDG REALTY S/A EMPREENDIMENTO E PARTICIPAÇÕES
2007	Secundária	CAMARGO CORREA DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO S.A.
2007	Secundária	TECNISA S.A.
2007	Secundária	EMBRAER - EMPRESA BRASILEIRA DE AERONÁUTICA S.A.
2007	Secundária	SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.
2007	Secundária	SÃO MARTINHO S.A.
2007	Secundária	GAFISA S.A.
2007	Secundária	JBS S.A.
2007	Secundária	BANCO PINE S.A.
2007	Secundária	FERTILIZANTES HERINGER S/A
2007	Secundária	METALFRIO SOLUTIONS S.A.
2007	Secundária	INDÚSTRIAS ROMI S.A.
2007	Secundária	BEMATECH INDÚSTRIA E COMÉRCIO DE EQUIP. ELETR. S.A
2007	Secundária	AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A.
2007	Secundária	USIMINAS
2007	Secundária	BANCO SOFISA

2007	Secundária	CREMER S.A.
2007	Secundária	SLC AGRÍCOLA S/A
2007	Secundária	LOG-IN LOGÍSTICA INTERMODAL S.A.
2007	Secundária	BANCO CRUZEIRO DO SUL S.A.
2007	Secundária	MARFRIG FRIGORÍFICOS E COMÉRCIO DE ALIMENTOS S/A
2007	Secundária	BANCO DAYCOVAL S.A.
2007	Secundária	TEGMA GESTÃO LOGÍSTICA S/A
2007	Secundária	DROGASIL S/A
2007	Secundária	BANCO INDUSVAL S.A.
2007	Secundária	REDECARD S/A
2007	Secundária	MINERVA S/A
2007	Secundária	MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S/A
2007	Secundária	CIA HERING
2007	Secundária	TRIUNFO PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS S/A
2007	Secundária	BANCO ABC BRASIL S.A.
2007	Secundária	BANCO DO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.
2007	Secundária	SPRINGS GLOBAL PARTICIPAÇÕES S.A.
2007	Secundária	MULTIPLAN EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S/A
2007	Secundária	COMPANHIA PROVIDÊNCIA INDÚSTRIA E COMÉRCIO
2007	Secundária	SATPEL INDUSTRIAL S/A
2007	Secundária	BANCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.
2007	Secundária	TRISUL S.A.
2007	Secundária	BOVESPA HOLDING S.A.
2007	Secundária	AMIL PARTICIPAÇÕES S/A
2007	Secundária	BRASIL BROKERS PARTICIPAÇÕES S.A.
2007	Secundária	BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS - BM&F S.A.
2007	Secundária	BANCO DO BRASIL S/A
2007	Secundária	TEMPO PARTICIPAÇÕES S/A

Fonte: CVM

Anexo 2: Documentação necessária para registro de companhia

De acordo com o art. 7º da Instrução CVM nº 202/93 e a Instrução CVM nº 245/97, o processo de pedido de registro de companhia deve ser instruído com os seguintes documentos:

- 1º. Ata da reunião do Conselho de Administração ou da Assembléia Geral que houver designado o Diretor de Relações com Investidores e autorizado a abertura do capital da Empresa;
- 2º. Requerimento, assinado pelo Diretor de Relações com Investidores, contendo informações sobre:
 - Principais características da distribuição de valores mobiliários, ou dispersão acionária da companhia, indicando a forma pela qual suas ações foram distribuídas no mercado, anexando lista nominal dos atuais acionistas e respectivas quantidades de ações possuídas;
 - Descrição geral da companhia, suas atividades, tecnologia, mercados, produtos principais;
- 3º. Art 5º - O Inciso III do Art 7º da Instrução CVM n 202, de 06 de dezembro de 1993, passa a vigorar com a seguinte redação:

"III - quando se tratar de pedido de registro para negociação em Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão Organizado, declaração da entidade informando do deferimento do pedido de admissão à negociação do valor mobiliário da companhia, condicionado apenas à obtenção do registro na CVM; "
- 4º. . Exemplar do Estatuto Social da Companhia;
- 5º. Demonstrações Financeiras e Notas Explicativas previstas no art. 176 da Lei nº 6.404/76, referentes aos três últimos exercícios sociais, indicando os jornais e as datas em que foram publicadas (caso a empresa tenha menos de três anos de operação como sociedade anônima ou companhia, este fato deve ser relatado na documentação correspondente). No caso de empresas que objetivam a negociação de seus ativos em Mercado de Balcão Organizado, devem estas apresentar as demonstrações dos dois últimos exercícios.
- 6º. Relatório da Administração referente ao último exercício social, elaborado de acordo com o art. nº. 133 da Lei nº 6.404/76 e com o Parecer de Orientação CVM nº 15, de 28.12.87;
- 7º. Parecer de Auditor Independente relativo às demonstrações financeiras do último exercício social;
- 8º. Atas de todas as assembléias gerais de acionistas realizadas nos doze meses que antecederem ao pedido de registro;

- 9º. Fac-símile dos certificados de todos os tipos de valores mobiliários emitidos pela companhia, ou, se for o caso, cópia do contrato mantido com instituição financeira para a execução de serviço de controle de ações escriturais;
- 10º. Estudo de viabilidade econômico-financeira do projeto, quando se tratar de companhia em fase pré-operacional;
- 11º. Formulário de Informações Anuais (IAN); (arts. 22 e 23 da Inst. CVM nº 202), impresso em duas vias;
- 12º. Formulário de Informações Trimestrais (ITR), para todos os trimestres já transcorridos no exercício social em curso, desde que transcorridos mais de quarenta e cinco dias do encerramento de cada trimestre, acompanhado de Relatório sobre Revisão Especial, emitido por auditor independente, impresso em duas vias;
- 13º. Formulário de Demonstrações Financeiras Padronizadas - DFP, impresso em duas vias;
- 14º. Apresentação de projeções do desempenho econômico-financeiro da empresa (opcional).

- **Atualização do registro**

A partir da concessão do registro, a empresa fica obrigada a efetuar sua atualização através da apresentação sistemática - 1) das demonstrações financeiras, 2) das informações anuais e 3) das informações trimestrais, também, deverá comunicar prontamente à CVM quaisquer informações relevantes a respeito dos seus negócios, nos termos dos artigos 13 a 17 da Instrução CVM Nº 202/93.

Anexo 3 - Documentação necessária para registro da emissão na CVM

O pedido de registro na CVM deverá ser instruído com os seguintes documentos:

- 1°. Atas da Assembléia Geral e da reunião do Conselho de Administração que deliberaram sobre a emissão, informando a data e os jornais de suas publicações, com cópia dos anúncios de suas convocações;
- 2°. Requerimento a CVM, assinado pelo Diretor de Relações com Investidores, descrevendo as principais características da operação;
- 3°. Lista das instituições financeiras participantes do consórcio de distribuição;
- 4°. Contrato de distribuição assinado com a instituição coordenadora;
- 5°. Contrato de subdistribuição;
- 6°. Justificativa do preço de emissão;
- 7°. Informação sobre o destino dos recursos. Dependendo do volume de recursos a serem captados, a critério da CVM, poderá ser solicitada a análise de viabilidade do projeto no qual os recursos serão aplicados;
- 8°. Escritura pública de emissão das debêntures, registrada em cartório de registro de imóveis da sede da empresa, indicando o agente fiduciário e a declaração de não impedimento do mesmo;
- 9°. Escritura pública de constituição de garantia imobiliária, registrada em cartório de registro de imóveis da cidade de localização do imóvel dado em garantia, se for o caso;
- 10°. Três vias do prospecto da distribuição, indicando a quantidade a ser impressa e os locais onde estarão disponíveis;
- 11°. Minuta dos anúncios de início e encerramento da distribuição;
- 12°. Autorização da CETIP, no caso da negociação das debêntures no Sistema Nacional de Debêntures;
- 13°. Modelo de certificado/cautela (debêntures);
- 14°. Contrato com a instituição financeira responsável pelo controle das ações escriturais se for o caso;
- 15°. Cópia do boletim de subscrição.