

## O PAPEL DOS PROCESSOS DE ABERTURA DE CAPITAL (IPO) DAS EMPRESAS BRASILEIRAS NA BOVESPA COMO FONTE DE FINANCIAMENTO: um estudo sobre os procedimentos e custos envolvidos no processo

**Alequexandre Galvez de Andrade, Sylvio Fernando Veiga, Edson Aparecida de Araújo Querido Oliveira, Vilma da Silva Santos, Paulo César Ribeiro Quinteiros**

Universidade de Taubaté – UNITAU, Programa de Pós-graduação em Gestão e Desenvolvimento Regional – Rua Visconde do Rio Branco, 210. Centro – 12020-040 – Taubaté – SP – Brasil.

[aandrade@grupobrasil.com](mailto:aandrade@grupobrasil.com); [sveiga@bundyrefrigeration.com](mailto:sveiga@bundyrefrigeration.com); [edson@unitau.br](mailto:edson@unitau.br); [vilma70@gmail.com](mailto:vilma70@gmail.com); [quinteiros@gmail.com](mailto:quinteiros@gmail.com).

**Resumo** – No atual cenário econômico mundial, o acirramento da concorrência entre as empresas impõe como condições à continuidade das organizações a busca pelos ganhos de produtividade, pela inovação dos produtos e dos processos e pela expansão para novos mercados. Essas necessidades implicam a busca por recursos financeiros para viabilizar esses projetos, os quais podem ser obtidos por meio de fontes internas, como lucros retidos, aporte de capital dos sócios ou de novos sócios, ou de fontes externas de capital, como bancos ou agências de financiamento. Atualmente, uma alternativa que tem sido utilizada por um crescente número de organizações brasileiras é a abertura do capital da empresa nas bolsas de valores. Tal processo é usualmente referido como IPO (do inglês *Initial Public Offering*) e significa a emissão inicial de ações livremente negociadas em uma bolsa de valores. Neste artigo serão apresentados os resultados de uma pesquisa bibliográfica e documental sobre os procedimentos, despesas e comissões de colocação, advogados e auditorias envolvidos nos processos de abertura de capital de empresas brasileiras na Bolsa de Valores de São Paulo.

**Palavras-chave:** Mercado Financeiro, Fontes de Financiamento, IPO

**Área do Conhecimento:** Ciências Sociais Aplicadas

### Introdução

O objetivo de uma empresa, sob a perspectiva de seus proprietários, é a criação de valor para seus acionistas. Assim sendo, uma organização necessita, continuamente, aprimorar seus produtos e processos visando ampliar suas operações, bem como os mercados alcançados. Entretanto, o processo de agregação de valor para os proprietários de uma organização depende da eficiência dos gestores quanto a utilização dos recursos disponíveis (FONSECA, 2006).

É importante salientar que a busca pela geração de riqueza, por parte das empresas, prescinde da existência de fontes de financiamento para os novos projetos, ou seja, para que a empresa faça investimento é necessária a apropriação de recurso. O recurso prove de fontes interna e externa; a fonte interna é formada principalmente pela formação de lucro e redução do giro do contas a receber, a fonte externa provem do capital de terceiros (fornecedores, governo, funcionários), e também do capital próprio (acionistas) (PINHEIRO, 2007).

Existem muitas teorias sobre a estrutura ideal de capital; segundo Gitman (1997), o recurso de terceiro utilizado tem prazo certo de vencimento, portanto se a empresa não realiza lucro

operacional é penalizada. No caso do capital próprio este risco é dividido com o acionista.

O “IPO” (*Initial Public Offering*) permite a utilização de recurso próprio para investimento; adquirido através de valor advindo de acionista novo. Esse é recurso de longo prazo e por prazo indeterminado, para isso a empresa precisa abrir e disponibilizar suas informações com objetivo que o novo investidor; seu futuro acionista esteja convicto de deter informação suficiente para uma boa tomada de decisão. Por isso antes da empresa efetuar esta abertura de capital é necessário se expor no mercado, divulgar as demonstrações financeiras e apresentar o Diretor de Relação com Investidor, isto permite que o investidor tenha maior conhecimento a respeito da empresa com antecedência. (BOVESPA, 2009).

O IPO, lançamento de ações; pressupõe a abertura de capital da empresa para novo investimento; e é necessário cumprir com procedimentos como; contratação de instituição líder, auditoria, consultoria e advogado. Todavia, a empresa remunera estas instituições através de comissões ou despesas fixas no caso da instituição líder. Mesmo após a abertura de capital, as instituições continuam a existir; pois a abertura cria novas exigências para a empresa, por isso é uma obrigação sob a ótica empresarial avaliar tanto as despesas da operação como os custos

pós-operação. (LIMA, 2006). Entretanto, segundo Bovespa (2009), essas despesas adicionais são compensadas pela melhoria do desempenho da empresa; neste aspecto há uma relação entre quantidade de informação e eficiência da empresa, ou seja, quanto mais informação melhor será o desempenho esperado. A considerar essa afirmação essas despesas adicionais serão compensadas pela melhoria ocasionada pelo aumento da informação.

Este Trabalho faz uma análise documental, obtida através da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) para identificar os custos envolvidos nas operações de IPO, durante o ano de 2008.

### Metodologia

O presente trabalho de pesquisa tem caráter descritivo-exploratório. Trata-se de uma pesquisa bibliográfica e documental, tendo sido desenvolvido a partir da análise qualitativa de dados obtidos em documentos de acesso público.

### Resultados e Discussão

No mercado financeiro existem dois pilares, investimento e poupança; entende-se como poupança a parte da renda não consumida; a utilização desse recurso representa investimento (LIMA, 2006).

Segundo Fonseca (2006) no setor privado a decisão de investir, é tomada com base na avaliação favorável da rentabilidade. Observa-se que as variáveis exógenas estão presentes nesta decisão, dessa forma o crescimento econômico favorece a rentabilidade, enquanto a estagnação prejudica; de certa forma é uma bola de neve, pois se o país não cresce a empresa não investe, e se a empresa não investe ocorre a estagnação. Neste cenário a falta de investimento prejudica a economia.

Para Lima (2006) é possível dividir os agentes econômicos em poupador que possui recurso em excesso e o tomador que necessita de recurso. Enquanto o primeiro está preocupado em aplicar o seu recurso, o segundo está preocupado em como obter esse recurso de forma que torne viável o investimento.

Segundo a Cavalcanti (2005) a unidade tomadora (deficitária) paga um prêmio para a unidade superavitária; esse prêmio pode ser juros, ou participação nos lucros. A comunhão entre essas duas unidades ensejam o surgimento de diversos mercados.

Estes mercados dividem-se em segmentos, denominados de monetário, crédito, câmbio e capitais, estes segmentos se distinguem pelo seu prazo, entre curtíssimo, curto, médio e longo prazo, cada qual tem um fim específico, conforme apresentado na Tabela 1

Tabela 1 – Tipos de Mercados

Segmentos	Prazos	Fim	Tipos de Intermediação
Monetário	Curtíssimo, curto	Controle de liquidez monetária da economia, suprimentos momentâneos de caixa	Bancário e não bancário
Crédito	Curto, médio	Financiamento do consumo e capital de giro das empresas	Bancário e não bancário
Câmbio	À vista, curto	Concessão de valores, em moedas estrangeiras e nacional	Bancário e auxiliar (corretoras)
Capitais	Médio e longo prazo	Financiamento de investimentos, de giro e especiais (habitação)	Não bancário

Fonte: Cavalcanti (2005)

O mercado monetário funciona como sistema meio, não interfere diretamente no cotidiano, seu papel é assegurar a liquidez da economia.

No mercado de crédito, o banco atua como intermediador financeiro e realiza uma ponte entre poupador e tomador; a Tabela 1 apresenta o fluxo de recurso de curto prazo, nesse mercado a instituição financeira é remunerada pelo *spread* (diferença entre a taxa de remuneração do poupador e a taxa cobrada do tomador). A instituição financeira é responsável por facilitar a negociação entre tomador e poupador, isso facilita sobremaneira a negociação e guarda o sigilo das partes, já que tomador e poupador não se conhecem.

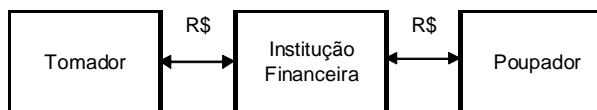


Figura 1 – Mercado de Crédito. Fonte: Lima 2006

O mercado de câmbio, “funciona para comprar, vender ou arbitrar determinada moeda” (CAVALCANTI, 2005 p. 17). Nem todo o mercado tem liquidez por isso deve ter status de conversível, as moedas mais negociadas são: Dólar dos EUA, Euro, Iene, Franco da Suíça e Libra Esterlina.

No mercado de capitais um conjunto de instituições, negocia através de instrumento adequado e determinado; valor mobiliário, ação, debênture e nota promissória (PINHEIRO, 2007).

O mercado de capitais é, portanto, um sistema de distribuição de valores mobiliários, cuja finalidade é proporcionar liquidez aos títulos emitidos pelas empresas e viabilizar seu processo de capitalização. São elementos constitutivos deste mercado as bolsas de valores, as sociedades corretoras e as demais instituições financeiras autorizadas pelos órgãos reguladores (BOVESPA, 2008).

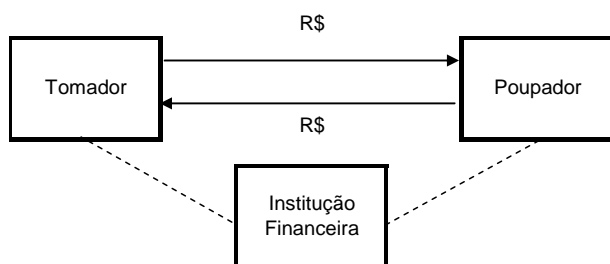


Figura 2 – Mercado de Capitais. Fonte Lima (2006)

Retomando a empresa como tomadora de financiamento, o mercado de capitais admite sócio chamado de investidor, e esse investidor está disposto a assumir risco, mas quer ser tratado como parceiro; para isso é necessário que haja qualidade de comunicação por parte da empresa. (BOVESPA, 2009).

A empresa é considerada companhia aberta ou fechada em função da negociação de suas ações em bolsa, e ações representa a menor parcela do capital social de uma empresa podendo ser divididas em ordinárias, com direito a voto e preferenciais com direito a preferência na distribuição dos lucros. Cavalcanti (2005).

No cenário globalizado com alta tecnologia, a empresa busca alternativa de recurso para investir e continuar a gerar riqueza. Esse investimento pode ser em ativo fixo (máquinas, equipamentos, patentes), para isso depende de fonte de recurso proveniente de fontes interna ou externa, essas fontes também são utilizadas para novos negócios, melhorar capital de giro, reduzir passivo além de outros meios. (CAVALCANTI, 2005) e (BOVESPA, 2009).

O principal motivo para que a empresa abra seu capital é a aquisição de participação acionária na implantação de novos projetos, e o investidor avalia a empresa pela capacidade da empresa e do projeto de agregar valor as ações. (BOVESPA, 2009).

A empresa busca alternativa para melhor obtenção desse recurso, proveniente de fontes de terceiro ou de capital próprio, quanto ao tempo considera curto e longo prazo. A estrutura ideal depende do segmento de atuação da empresa e de aspectos macroeconômicos. Brito (2003), usa o estudo composto de 110 companhias de capital aberto não financeiras, identificou que as empresas nacionais são mais alavancadas no curto prazo comparadas as empresas públicas e internacionais.

Para Moreira (2000), a busca da estrutura de capital ideal não esta relevantemente relacionada se as fontes são de terceiros ou própria, mas sim ao desenvolvimento dos serviços financeiros do

país. Já para Perolbelli (2003), as escolhas sobre a estrutura de capital é determinada por fatores próprios da empresa.

Empresa lucrativa tem menor motivação para acessar o mercado de capitais, empresa em crescimento nos mercados não consolidados é potencial usuária do mercado de capitais; isso ocorre por conta de investimento necessário para novos projetos. Outro aspecto a considerar é que em média a empresa maior se utiliza de capital de longo prazo, e a empresa menor utiliza linhas de crédito de curto prazo. (PEROBELLI, 2003).

Alguns fatores podem estar associados a maior procura por parte da grande empresa por empréstimo de longo prazo, possuindo maior estrutura para suportar custos com a colocação e manutenção de condição de companhia aberta e profissionais qualificados, conseguem manter as informações necessárias ao mercado para atender a demanda do investidor. Segundo Bovespa (2009), a manutenção de capital é menos representativa na grande empresa conforme pesquisa representada por 126 companhias de capital aberto:

Tabela 2 – Pesquisa BOVESPA

Porte da Companhia	% da Amostra	Companhias	Custo de Manutenção condição companhia aberta ao ano sobre capital empregado
Grande	68%	126	0,10%
Médio	18%	34	0,30%
Pequeno	14%	25	0,50%

Fonte Bovespa (2009)

Leal (2003), através de seu estudo, confirma a falta de acesso ao mercado de capitais e de crédito, e o elevado custo de capital no Brasil; as razões incluem governança corporativa e custo de emissão. Essa dificuldade é explicada em parte pela própria estrutura de capital no Brasil, com ações sem direito a voto e estruturas indiretas de controle.

Como toda decisão de investimento é preciso que a empresa avalie o custo benefício na abertura de capital “IPO’s” e se ela tem perfil de companhia aberta, a isso podemos denominar de análise preliminar (BOVESPA, 2009 e CAVALCANTI, 2005).

Nesta fase, é necessário efetuar a análise de custo versus benefício, avaliando inclusive se a empresa tem estrutura adequada e esta disposta a dispor suas informações ao mercado, pois exige-se total transparência para com o investidor após a análise de conveniência

Segundo Lima (2006), as principais vantagens e desvantagens são, estão descritas na Tabela 3, umas serão mais significativas que outras,

dependerão muito do que a empresa esta buscando como objetivo para a abertura.

Tabela 3 – Vantagens e desvantagens

Vantagens
▪ Capital de giro, capital fixo, pagamento de empréstimos
▪ Fusões e aquisições
▪ Alargamento bancário, maior barganha com bancos
▪ Melhores condições de concorrência
▪ Maior exposição da companhia
Desvantagens
▪ Maior responsabilidade dos administradores
▪ Pressão por parte do mercado para manutenção taxas de crescimento
▪ Maior informação à disposição da concorrência
▪ Maior exposição da companhia

Fonte: Lima (2006)

Para que a empresa lance suas ações no mercado é necessário passar por algumas etapas, segundo (BOVESPA, 2009):

- Contratar auditoria externa independente.
- Contratar um intermediário financeiro para coordenar o processo (coordenador-líder ou *underwriter*). O intermediário é responsável, pela: modelagem da operação (avaliação da viabilidade da distribuição), solicitar do registro de distribuição devidamente instruída, formar o consórcio de distribuição, realizar a diligência (*due diligence*) sobre as informações da emissora que serão utilizadas na elaboração do prospecto de emissão, coordenar os procedimentos de registro na CVM, estruturar e determinar o período adequado (*timing*) da oferta, processo de formação de preço, organizar as apresentações ao mercado (*road show*) e conceber o plano de distribuição da emissão.
- Contratar escritório de advocacia para adaptar os estatutos e outros documentos legais.
- Convocar Assembléia Geral Extraordinária (AGE), publicar a Ata da AGE e do Aviso ao Mercado.
- Obter registro de companhia aberta na CVM para negociação dos valores mobiliários de sua emissão em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado.
- Obter registro da companhia em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado.
- Obter registro de emissão pública de ações na CVM.
- Elaborar o prospecto de emissão.
- Apresentar aos potenciais investidores (*road show*).

- Receber os pedidos de reserva de ações pelos investidores.
- Publicar anúncio de início de distribuição, que formaliza a efetiva colocação de ações junto aos investidores.
- Colocar os títulos junto aos investidores e posterior liquidação financeira.
- Publicar anúncio de encerramento de distribuição.
- Formar Pool de distribuição (CAVALCANTI, 2005).

É recomendado que a empresa inicie o contato com o mercado antes mesmo de iniciar o processo de abertura, esta comunicação facilita o processo, porque permite que os investidores tenham maior conhecimento da empresa. A empresa que possui melhor informação é valorizada pelos investidores, tendo em vista que esta informação reduz o risco para ele. No entanto o investidor preocupa-se em acompanhar, fiscalizar e participar das decisões da empresa. (BOVESPA, 2009). Entretanto a decisão do investidor em investir ou não em ações esta acompanhada por uma série de análises, tais como a situação econômica do país, liquidez das ações, Governança corporativa, dentre outros.

No momento da elaboração do prospecto, todos os potenciais fatores de risco relacionados a companhia em si, seus negócios e o setor da economia em que ela atua ou pretende atuar devem ser detalhados, para o conhecimento do investidor. Além disso, a descrição dos fatores de risco deve ser feita sem mitigação, isso é, sem inclusão de fatos, informações ou expressões que possam representar uma diminuição ou abrandamento do risco que se pretende apresentar ao mercado.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC):

*“Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade”.*

A BOVESPA implantou o novo mercado, onde somente pode participar as empresas que estão comprometidas com:

- Emitir apenas ações ordinárias com direito a voto.
- Conceder a todos os acionistas o direito de *tag along*, ou seja, que numa eventual venda

de controle acionário da companhia, o comprador comprometa-se a fazer uma oferta para comprar as ações de todos os outros acionistas nas mesmas condições ofertadas ao vendedor de controle.

- Aderir obrigatoriamente à arbitragem para solução de conflitos societários.
- Realizar, pelo menos, uma reunião pública anual com todos interessados em discutir o desempenho e as perspectivas da empresa com os executivos.
- Em distribuições públicas de ações, esforçar-se para alcançar uma boa dispersão.
- Ter um mínimo de 20% de membros independentes no conselho de administração.

Essas práticas consideradas ideais evidenciam regulamentação para a empresa, e melhoram a visibilidade perante o investidor e descentralização da propriedade em função das ações da empresa ter capacidade de gerar direito a voto, com maior valorização (BOVESPA, 2009). Para Leal (2003), o valor da empresa cresce na medida em que reduz os controles indiretos e aumenta a participação dos controladores nas ações sem direito a voto.

O preço da emissão é também fase importantíssima do processo de abertura de capital significa a coleta de intenções que viabiliza a fixação de um valor de mercado. É nessa fase que a instituição financeira participante da oferta ajusta o preço da ação conforme a proporção entre oferta e a demanda. Antes da adoção desse procedimento, a fixação do preço por ação se dava apenas a partir de critérios que não consideravam valores de mercado, tais como a perspectiva de rentabilidade da empresa emissora e o valor do patrimônio líquido da ação. Afinal, companhias prestes a abrir seu capital não tinham ainda valor de mercado segundo Cintra (2007).

A realização de IPOs ocorre com a liberação e oficialização da IPO de acordo e na CVM e lançamento das ações na BOVESPA. Uma empresa pode também abrir seu capital sem a venda das ações.

Diversos custos existem na abertura de capital da empresa, esses custos estão relacionados com comissões, auditorias, consultorias; e além desses é relacionado à manutenção da qualidade da informação ao acionista, para atender a demanda por melhores informações e práticas contábil. As comissões representam até 5% do valor da emissão, e o histórico tem evidenciado que quanto maior for à empresa menor serão os custos. A Figura 3 demonstra a participação dos tipos de comissões em relação ao total de comissões; observa-se que a principal está relacionada a colocação e coordenação que totalizam 63% (39%

comissão de colocação mais 24% de comissão de coordenação).

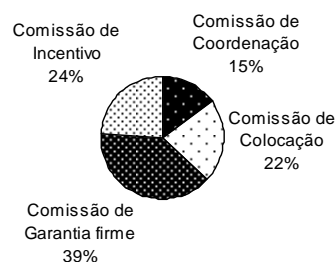


Figura 3 – Tipos de Comissões. Fonte CVM

Outras despesas com o processo de IPO como auditoria, consultoria, advogado tem caráter fixo, portanto a medida em que cresce o volume de colocação elas decrescem. Dessa forma a tendência esperada é decrescente quanto maior for o volume de ações negociadas.

Considerando todas as despesas consolidadas em porcentagem essas são mais representativas para a empresa menor comparada a maior, devido ao menor volume de colocação. Empresa média e maior o total das despesas permanecem estáveis em cerca de 7%. Conforme Leal (2003) a comissão de *underwriting* (lançamento de IPO *Initial Public Offering*) ou novas ações em mais de 90% das empresas observadas que abriram seu capital nos EUA, estão na faixa de US\$ 20 e US\$ 80 milhões de dólares equivale a 7%.

Em síntese, é importante ressaltar que uma questão a ser amplamente estudada pelas empresas é até que ponto a abertura de capital de uma empresa representa retorno significativo comparado com outras fontes de financiamentos de seus projetos, e se existe um valor mínimo de lançamento para que se obtenha retorno.

### Considerações Finais

Os resultados apresentados neste artigo mostraram que os processos de abertura de capital podem dar as organizações maior flexibilidade financeira, pois implica financiamento por meio de dívidas de longo prazo ou por prazo indeterminado. Segundo Gitman (1997), o capital de terceiros tem prazo de vencimento certo, o que independe do lucro operacional da empresa, já o capital próprio por não ter prazo de vencimento determinado, compartilha dos lucros e prejuízos.

Para a empresa se lançar como capital aberto, é necessário o registro de lançamento dessas ações iniciais, denominado IPO (*Initial Public Offering*), na CVM (Comissão de Valores Mobiliários) e Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo), que é o órgão fiscalizador dessas

companhias, para isso existem uma série de instruções que obrigatoriamente devem ser seguidas, objetivando a transparência para com o investidor, pois para tomada de decisão precisa de informação que permita um melhor conhecimento da empresa. (BOVESPA, 2009).

Os custos de IPO (*Initial Public Offering*), está relacionado principalmente ao volume da emissão, variando entre 4% e 7%, esse acréscimo ou decréscimo esta relacionado principalmente com a garantia firme e outras despesas, que é representada por custos com auditoria, consultoria, advogado, taxas e outras mais.

Certamente haverá momentos de maior ou menor volume de IPOs (*Initial Public Offering*), mas a hipótese de abrir o capital será sempre uma alternativa de financiamento dos investimentos da empresa. Nos dois últimos anos um grande número de empresas brasileiras dos mais diversos portes, e atuantes em diferentes setores, optou por captar recursos através de ofertas públicas de ações e propiciaram às empresas emissoras o acesso a recursos que foram utilizados para o financiamento de projetos de expansão.

No ponto de vista do investidor, esse não recebe nenhuma garantia de que a companhia ofertante vai prosperar, ou seja, de que suas ações vão se valorizar. O sucesso de determinado negócio empresarial, bem como a cotação de ações no mercado, depende de uma série de fatores e circunstâncias. Não há como assegurar resultados futuros.

Para os próximos trabalhos sugere-se a análise do resultado proporcionado pela cultura criada para se adequar as normas da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) e atender o investidor.

#### Referências

-BRITO, R.D.; LIMA, M.R. **A Escolha da Estrutura de Capital sob Fraça Garantia Legal: O Caso do Brasil**. RBE, Rio de Janeiro, v. 59, n 2, p. 177-208, junho 2005.

- BOVESPA. Pesquisa no sítio da Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em [HTTP://www.bovespa.com.br/pdf/guiaaber.pdf](http://www.bovespa.com.br/pdf/guiaaber.pdf). Acesso em 09/08/2010.

- BOVESPA. Pesquisa no sítio da Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Pdf/merccap.pdf>>. Acesso em: 29 maio 2008

- CAVALCANTI, F. **Mercado de Capitais: o que é, como funciona**. 6° Ed. Rio de Janeiro: Elieser, 2005.

- CINTRA, A.F.A; **IPO em Foco**. Suplemento IPO em Foco, TozziniFreire Advogados, São Paulo, Veiculado pela Capital Aberto entre julho 2006 e junho 2007.

- GITMAN, L.J. **Princípios de Administração Financeira**. 7° Ed. São Paulo: Harbra, 1997.

- LEAL, R.P.C.; SAITO, R. **Finanças Corporativas no Brasil**. Revista de Administração de Empresas, São Paulo, v. 2, n. 2, dezembro 2003.

- MOREIRA, M.M.; PUGA, F.P. **Como a Industria Financia o seu Crescimento. Uma Análise do Brasil Pós-Real**. Revista de Administração Contemporânea, São Paulo, V. 5, edição especial, outubro 2000.

- PINHEIRO, J.L. **Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas**. 4°Ed. São Paulo: Atlas, 2007.

- PEROBELLI, F.F.C.; FAMÁ, R. **Fatores Determinates da Estrutura de Capital para Empresas Latino-Americanas**. Revista de Administração Contemporânea, São Paulo, v. 7, n. 1, p. 09-35, março 2003.

- \_\_\_\_\_; SILVA, A.L.C. **Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brasil**. Revista Brasileira de Finanças, v. 3, n. 1-18, 2005.