

**JOSÉ CARLOS MUSSI MAESTRELLI**

**MERCADO DE CAPITAIS COMO FONTE DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS  
BRASILEIRAS**

Artigo apresentado à disciplina Trabalho de Fim de  
Curso como requisito parcial à conclusão do curso  
de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais  
Aplicadas, Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. José Guilherme Silva Vieira

CURITIBA  
2009


## TERMO DE APROVAÇÃO

**JOSÉ CARLOS MUSSI MAESTRELLI**

### MERCADO DE CAPITAIS COMO FONTE DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

Monografia aprovada como requisito parcial para a conclusão do curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

Orientador:   
Prof. Dr. José Guilherme Silva Vieira  
Departamento de Economia, UFPR

  
Profª. Dra. Iara Vigo de Lima  
Departamento de Economia, UFPR

  
Prof. Adilson Antonio Volpi  
Departamento de Economia, UFPR

Curitiba, 09 de dezembro de 2009.

# MERCADO DE CAPITAIS COMO FONTE DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS<sup>1</sup>

MAESTRELLI, José Carlos Mussi<sup>2</sup>

## **Resumo**

O presente artigo tem como objetivo analisar os motivos pelos quais empresas brasileiras não utilizam a abertura de capital como fonte de financiamento, dando ênfase ao mercado acionário. Dentre os motivos abordados serão analisados os custos de abertura do capital, baixo nível de poupança e as empresas familiares. Expõe também a importância do mercado de capitais, sobretudo do mercado acionário, para as empresas que fazem o seu uso como fonte de captação de recursos. Mostra a evolução do mercado através do Novo Mercado e do crescente aumento dos IPO's. Utiliza como embasamento teórico autores como Karl Marx e John Maynard Keynes.

Palavras-chave: Mercado de Capitais. Fonte de Financiamento. Abertura do Capital.

## ***Abstract***

*This article aims to analyze the reasons for Brazilian companies do not use the IPO as a source of funding, with an emphasis on the stock market. Among the reasons discussed Will consider the costs of opening the capital, low savings and family businesses. It also exposes the importance of capital markets, especially the stock market, for companies that make their use as a source of fundraising. Shows the evolution of the markt through the New Market and the growing number of IPO's. Use as theoretical authors as Karl Marx and John Maynard Keynes.*

---

<sup>1</sup> Artigo apresentado como requisito parcial para a conclusão do curso de Ciências Econômicas da UFPR.

<sup>2</sup> Acadêmico do curso de Ciências Econômicas, UFPR. E-mail: [alemaomaestrelli@gmail.com](mailto:alemaomaestrelli@gmail.com)

## 1 INTRODUÇÃO

O presente trabalho pretende investigar os motivos que levaram ao recente interesse das empresas pelo mercado de capitais como fonte de financiamento, bem como os entraves que se apresentam ao longo dos últimos anos para o crescimento deste mercado.

É um consenso, em todo o mundo, a necessidade de crescimento econômico já que este nos proporciona uma série de vantagens, como maior número de empregos, mais renda, aumenta o consumo, melhora o bem-estar da população e uma maior arrecadação. Porém para crescer é necessário investimento, tanto do setor público como do setor privado, e que estes sejam direcionados para alternativas com maiores retornos.

As empresas dispõem de diversas fontes de financiamento, formas estas que podem ser internas ou externas. A fonte mais simples e comum é o autofinanciamento, no qual empresas geram internamente os recursos necessários para o seu desenvolvimento, investindo apenas o que eles mesmos poupam. Outra forma de financiamento é através de subsídios do governo, o qual direciona recursos da sociedade oriundos de tributos e impostos para os investimentos. Essas duas, além de serem limitadas, não são as melhores formas de financiamento para as empresas.

Dentre as fontes externas se destacam os empréstimos de terceiros, fonte essa bastante comum, porém não é a mais adequada já que implicam numa série de entraves os quais diminuem o lucro no longo prazo; e a forma mais eficiente de captação que é via mercado de capitais.

“Mercado financeiro e de capitais é a forma mais eficiente de captar poupança e direcioná-la para as alternativas mais produtivas. Assume papel mais destacado à medida que as economias se tornam mais sofisticadas. O crescimento econômico esteve sempre ligado ao desenvolvimento dos mercados financeiros. Nas economias modernas, a atividade econômica está intimamente ligada à intermediação de recursos entre poupadores e investidores” (NOBREGA, 2000, p.12).

O mercado de capitais, dessa forma, gera um maior desenvolvimento econômico já que este tende a incentivar a inovação das empresas e dos participantes do mercado e a gerar um aumento de eficiência. Tende também a democratizar mais o capital aplicado pois empresas podem estar divididas entre pequenos e grandes investidores.

MARX (1991, p.504) já ressaltava a importância do papel do crédito para a economia capitalista dando ênfase ao desenvolvimento de sociedade por ações. “O crédito acelera as diversas fases da circulação ou da metamorfose das mercadorias e ainda da metamorfose do

capital; em conseqüência, acelera o processo de reprodução em geral (além disso, o crédito possibilita prolongar os intervalos entre dois atos, o de comprar e o de vender, servindo por isso de base para a especulação)”.

Ele salienta que o desenvolvimento das sociedades por ações é importante para a produção devido à maior concentração dos investimentos. “Expansão imensa da escala de produção e das empresas impossível de ser atingida por capitais isolados. Ao mesmo tempo, as empresas desse gênero que antes eram governamentais, se constituem por sociedades” (MARX, 1991, p.504)

“Uma vez que a propriedade aí existe na forma de ações, seu movimento e transferência tornam-se simples resultados do jogo de bolsa em que os peixes grandes são devorados pelos tubarões, e as ovelhas pelos lobos de Bolsa. No sistema de ações existe já oposição à antiga forma em que o meio social de produção se apresenta como propriedade individual; mas a mudança para a forma de ações ainda não se liberta das barreiras capitalistas, e em vez de superar a contradição entre o caráter social e o caráter privado da riqueza, limita-se a desenvolvê-la em nova configuração” (MARX, 1991, p.509).

Na Teoria Geral, KEYNES (1985, p.115 e 116) ressalta os investimentos a longo prazo, ele os considera muito importante pois combate a instabilidade da economia. “O investimento a longo prazo é aquele que melhor serve o interesse do público (...) Isso obrigaria os investidores a dirigir sua atenção apenas para as perspectivas a longo prazo”.

Para KEYNES (1985) a especulação tinha um papel ambíguo quando se tratava das Bolsas de Valores e seu papel para o desenvolvimento do país, já que esta gera bolhas e ao mesmo tempo liquidez.

“Os especuladores podem não causar dano quando são apenas num fluxo constante de empreendimento; mas a situação torna-se séria quando o empreendimento se converte em bolhas no turbilhão especulativo” (KEYNES, 1985, p. 116).

Segundo Keynes (1985, p.116 e 117) “Estas tendências são uma conseqüência quase inevitável do êxito de se terem organizado os mercados de investimentos ‘líquidos’ (...) se a liquidez do mercado financeiro às vezes dificulta um novo investimento, em compensação facilita-o com mais freqüência; isso porque o fato de cada investidor individualmente considerado ter a ilusão de que participa de um negócio ‘líquido’”. E complementa: “Á medida que um indivíduo possa empregar sua riqueza entesourando ou emprestando dinheiro, a alternativa de adquirir bens reais de capital não seria bastante atraente (...), exceto organizando mercados onde esses bens possam converter-se facilmente em dinheiro” (KEYNES, 1985, p.117).

## 2 A REALIDADE BRASILEIRA DO FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS VIA MERCADO DE CAPITAIS

O mercado de capitais no Brasil, além de ser pouco desenvolvido, vem enfrentando uma série de entraves, tanto da opinião pública quanto dos próprios governantes, pois muitos destes ainda vêem o mercado como uma forma das pessoas enriquecerem, como um jogo pesado onde há um predomínio de informações privilegiadas, porém não se dão conta do papel fundamental que este tem para as empresas e, conseqüentemente, para o desenvolvimento econômico (NOBREGA, 2000).

O baixo desenvolvimento dos mercados de capitais no Brasil se deve a alguns fatores considerados primordiais para qualquer mercado de capitais em todo o mundo.

### 2.1 POUPANÇA

A poupança, tanto individual como das empresas, é o principal meio de financiamento de um país, assim quanto maior for o nível de poupança maior será a disponibilidade das pessoas para investir.

O investimento, por sua vez, é o motor do crescimento econômico, pois é através dele que há aumento da renda. Com uma maior renda as pessoas poupam mais, que, por conseqüência, gera um aumento do investimento e assim sucessivamente.

O Brasil nunca teve elevadas taxas de poupança. Em seus melhores momentos essa taxa foi pouco superior a 20% do PIB, e, em decorrência disso, se torna mais difícil o investimento no mercado de capitais e, conseqüentemente, o financiamento das empresas.

TABELA 1 – COMPOSIÇÃO DA POUPANÇA: 1960-1998 (EM % DO PIB)

Ano	Poupança Doméstica	Poupança Externa	Poupança Total
1961/65	16,8%	-1,9%	14,9%
1966/70	18,3%	-0,7%	17,6%
1971/75	19,1%	2,0%	21,1%
1976/80	18,9%	3,5%	22,4%
1981/85	17,9%	3,0%	20,9%
1986/90	22,6%	0,3%	22,9%
1991/94	20,6%	-0,2%	20,4%
1995	19,7%	2,5%	22,2%
1996	17,9%	3,0%	20,9%
1997	17,8%	3,9%	21,7%
1998	16,9%	4,3%	21,2%

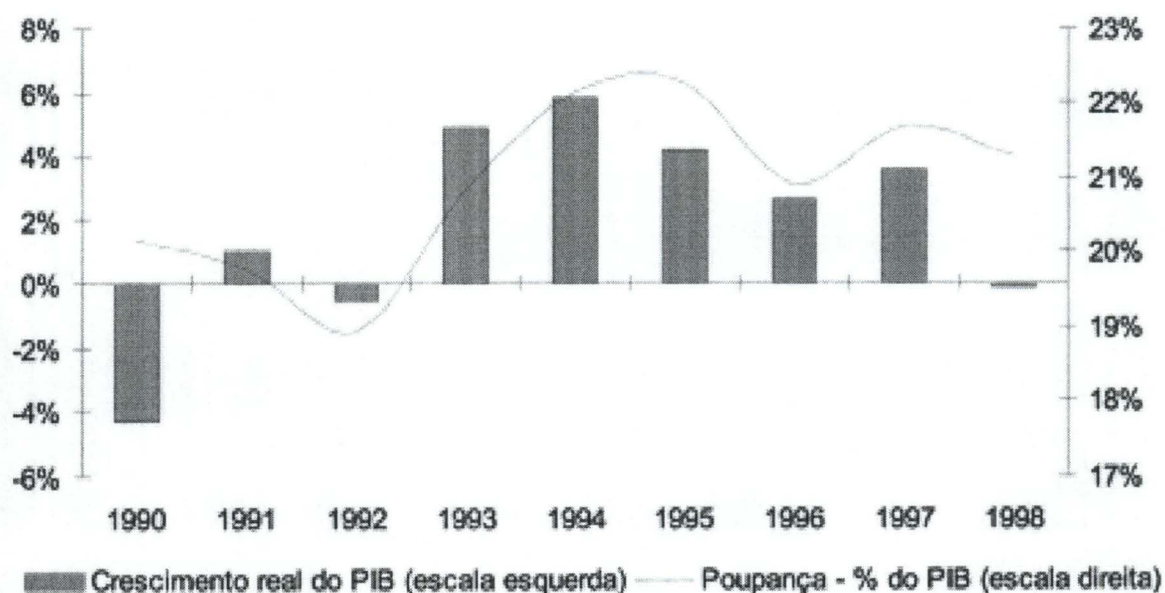
FONTES: Banco Central e IBGE.

NOTA: Extraído de NOBREGA (2000, p.16)

Muitos países asiáticos, como Cingapura e Coréia do Sul, conseguiram, nas últimas décadas, sair de uma situação de pobreza e miséria e se tornarem nações industrializadas através de suas altíssimas taxas de poupança, 35% e 46% do PIB respectivamente (NOBREGA, 2000, p.06). Essas taxas são muito superiores a brasileira, o que demonstra que o país ainda possui taxas de poupança muito baixas para conseguir desenvolver o mercado de capitais e, como esses países, sair de uma situação de pobreza para se tornar uma nação desenvolvida e rica.

Como o nível de poupança está diretamente ligado ao crescimento econômico, este acaba seguindo uma tendência da poupança nacional. O gráfico 1 mostra o crescimento da poupança e o crescimento real do PIB brasileiro no período de 1990 a 1998.

GRÁFICO 1 – POUPANÇA E CRESCIMENTO ECONÔMICO NO BRASIL



FONTE: NOBREGA (2000, p.16)

Fica perceptível, assim, que nos anos em que houve crescimento econômico, houve também um aumento da poupança agregada em relação ao PIB.

## 2.2 EMPRESAS FAMILIARES

No mundo todo ainda há um grande predomínio de empresas familiares, havendo dois tipos clássicos: aquelas que possuem administrações familiares, porém com seu capital aberto, e aquelas com os familiares detendo 100% das ações da empresa, ou seja, seu capital é fechado. Segundo INÁCIO (2009) 80% das empresas no mundo são de propriedade familiar,

e no Brasil não é diferente já que grande gama de empresários ainda resistem em se tornar empresas de companhia aberta.

Mesmo possuindo diferentes formas de financiamento e de direção, empresas familiares vivenciam um desafio comum: a sucessão.

Muitas vezes essa sucessão não é nada amistosa, já que se torna difícil a escolha do sucessor por parte do então presidente, e mais difícil ainda é, para o ‘filho do dono’, ser preterido em função da escolha de outro familiar.

Dessa forma muitas empresas optam por profissionalizar sua gestão, com o objetivo de melhor identificar suas fraquezas e potencialidades, buscando estratégias que lhe dêem maior agilidade e poder competitivo no mercado em que atuam. Essa foi a opção, por exemplo, do Grupo Pão de Açúcar que, após a passagem da segunda para a terceira geração, preferiu um administrador que não fosse da família, prevalecendo assim o desejo de perpetuidade, crescimento do negócio e evitando também a disputa pelo poder (Dalla Costa, 2003).

## **2.3 INVESTIDORES**

Um grande problema enfrentado ao longo dos anos no mercado de ações sempre foi o pequeno número de pessoas dispostas a investir nesse meio. Nunca tivemos investidores institucionais suficientes capazes de alavancar esse mercado, com investimentos pesados para ajudar a desenvolver e a financiar as empresas nacionais através do mercado de ações.

Sendo um mito para as pessoas, muito mais pela falta de informação do que por qualquer outro motivo, o mercado de ações acabava ficando em segundo plano, já que a população acabava por preferir investir em renda fixa, mesmo que essa trouxesse menores, porém certos, rendimentos do que se arriscar a ter retornos maiores e correr riscos com a renda variável.

Nota-se uma evolução no que diz respeito ao número de pessoas buscando investir na BOVESPA (Bolsa de Valores do Estado de São Paulo), porém se analisarmos os números, vamos perceber que o número de homens ainda é muito superior ao de mulheres. Percentualmente essa diferença vem caindo, já que em 2002, pouco mais de 82% dos investidores eram homens e, até outubro de 2009, esse percentual caiu para um pouco mais de 75% do total de investidores.

TABELA 2 – DISTRIBUIÇÃO DA PARTICIPAÇÃO DE HOMENS E MULHERES NO TOTAL DE INVESTIDORES PESSOA FÍSICA

Ano	Homens		Mulheres		Total
	Quantidade	%	Quantidade	%	Quantidade
2002	70.219	82,37%	15.030	17,63%	85.249
2003	69.753	81,60%	15.725	18,40%	85.478
2004	94.434	80,77%	22.480	19,23%	116.914
2005	122.220	78,76%	32.963	21,24%	155.183
2006	171.717	78,18%	47.917	21,82%	219.634
2007	344.171	75,38%	112.386	24,62%	456.557
2008	411.098	76,63%	125.385	23,37%	536.483
2009	419.020	75,39%	136.748	24,61%	555.768

FONTE: BOVESPA (2009)

NOTA: Posição Outubro/2009

É bem verdade que o número de pessoas iniciando no mercado de capitais está subindo ao longo dos anos, principalmente após 2004, porém ainda temos um pequeno percentual da população investindo nesse meio. Há um longo caminho pela frente para podermos gerar financiamentos significativos, via mercado de capitais, para as empresas.

Outro dado importante levantado junto a BOVESPA é em relação à faixa etária dos investidores e o seu investimento. Nele podemos perceber há existência de vários jovens com menos de 15 anos começando a dar seus primeiros passos. Ainda é cedo para afirmar, mas pode ser o indício de uma nova era no que diz respeito ao mercado acionário brasileiro.

TABELA 3 – FAIXA ETÁRIA DOS INVESTIDORES EM 2009

Perfil Faixa etária	Contas			%	Valor (R\$ bilhões)			%
	HOMENS	MULHERES	TOTAL		HOMENS	MULHERES	TOTAL	
Até 15 anos	1.357	845	2.202	0,40%	0,30	0,09	0,40	0,42%
De 16 a 25 anos	30.610	8.978	39.588	7,12%	0,75	0,28	1,03	1,09%
De 26 a 35 anos	123.351	37.153	160.504	28,88%	5,30	1,36	6,67	7,04%
De 36 a 45 anos	95.950	29.424	125.374	22,56%	10,66	2,33	12,99	13,73%
De 46 a 55 anos	75.950	27.134	103.084	18,55%	14,28	3,49	17,77	18,78%
De 56 a 65 anos	54.199	19.341	73.540	13,23%	18,24	4,02	22,26	23,51%
Maior de 66 anos	37.603	13.873	51.476	9,26%	25,17	8,36	33,53	35,43%
<b>TOTAL</b>	<b>419.020</b>	<b>136.748</b>	<b>555.768</b>		<b>74,71</b>	<b>19,94</b>	<b>94,65</b>	

FONTE: BOVESPA (2009)

O quadro acima também nos mostra que pessoas com idade superior a 66 anos representam apenas cerca de 9% dos investidores, porém esses são os que mais movimentam, com um total de R\$33,53 bilhões de reais, ou 35,43% do total da BOVESPA.

O maior número de investidores são aqueles com idade entre 26 e 45 anos, representando mais de 51%, porém o dinheiro aplicado destes não chega a 21% do total. Podemos entender esses dados de duas formas: pessoas não estão dispostas a correr riscos inerentes a esse tipo de investimento ou ainda estas não chegaram ao mesmo patamar financeiro, de poupança, que as pessoas com idade superior a 56 anos, as quais têm representatividade em quase 60% do capital.

Podemos fazer um paralelo entre o desenvolvimento da região e o percentual de investimento no mercado de capitais. Ao analisarmos dados de regiões do país, vamos verificar que as regiões mais desenvolvidas, como Sul e Sudeste, representam mais de 87% dos investidores e quase 90% do capital empregado.

O dado fica ainda mais alarmante quando percebemos que 6 estados brasileiros não possuem sequer 1000 investidores e, fazendo uma relação com seus indicadores econômicos, notamos que esses estados estão entre os piores .

A tabela 4 nos mostra que os estados da região Norte e Nordeste estão entre aquelas que possuem os menores números de contas abertas na BOVESPA e não é por acaso que esses mesmos estados possuem a menor porcentagem do PIB brasileiro.

TABELA 4 – CONTAS ABERTAS NOS ESTADOS BRASILEIROS EM 2009

Estado	Nº de Contas	%	Valor (R\$ Bilhões)	%	PIB (R\$ Bilhões)	%
SP	249.503	44,89%	45,62	48,20%	597,71	31,89%
RJ	90.463	16,28%	23,71	25,05%	232,07	12,38%
MG	42.194	7,59%	5,59	5,90%	171,05	9,13%
RS	39.913	7,18%	5,21	5,51%	167,11	8,92%
PR	31.206	5,61%	3,21	3,39%	119,53	6,38%
SC	19.594	3,53%	2,55	2,69%	70,70	3,77%
DF	17.515	3,15%	1,70	1,80%	48,66	2,60%
BA	12.484	2,25%	1,88	1,99%	93,54	4,99%
ES	11.733	2,11%	1,18	1,25%	33,73	1,80%
PE	7.826	1,41%	0,89	0,94%	49,81	2,66%
GO	5.898	1,06%	0,43	0,46%	42,70	2,28%
CE	5.133	0,92%	0,97	1,03%	33,02	1,76%
MS	3.113	0,56%	0,22	0,23%	20,93	1,12%
MT	3.100	0,56%	0,28	0,30%	24,40	1,30%
PA	2.566	0,46%	0,23	0,24%	34,83	1,86%
RN	2.357	0,42%	0,15	0,16%	15,87	0,85%

PB	2.319	0,42%	0,20	0,21%	15,87	0,85%
AM	1.869	0,34%	0,11	0,12%	34,15	1,82%
MA	1.676	0,30%	0,13	0,14%	15,58	0,83%
SE	1.403	0,25%	0,11	0,12%	12,95	0,69%
AL	1.210	0,22%	0,09	0,09%	11,96	0,64%
PI	816	0,15%	0,06	0,06%	8,41	0,45%
RO	753	0,14%	0,05	0,06%	9,94	0,53%
AC	263	0,05%	0,01	0,01%	3,08	0,16%
TO	469	0,08%	0,02	0,02%	4,84	0,26%
RR	211	0,04%	0,01	0,01%	2,03	0,11%
AP	181	0,03%	0,02	0,03%	3,62	0,19%
<b>TOTAL</b>	<b>555.768</b>		<b>94,65</b>		<b>1.874,46</b>	

FONTE: BOVESPA e IBGE (2009)

ELABORAÇÃO: Própria

## 2.4 FUNDOS DE INVESTIMENTOS

Os fundos de Investimentos são instrumentos de poupança coletiva, o qual é constituído pelos investimentos de investidores individuais. Grande parte dos investidores não possui tempo e, muito menos, experiência suficiente para construir e manter um portfólio de investimentos diversificados.

Além de ter um profissional capacitado à frente dos investimentos, o que se tornaria muito mais caro se o investidor fosse contratá-lo por conta própria, os fundos de investimentos oferecem uma série de vantagens, como a possibilidade de uma carteira mais diversificada sem investir muito dinheiro; o investimento em ativos, normalmente, com grande liquidez o que poderia ser convertido em dinheiro em poucos dias; rendimentos superiores a poupança e a comodidade em relação ao pagamento de impostos e tributos já que fica a cargo do administrador do fundo esse recolhimento (CARMONA, 2004).

As desvantagens em relação à aplicação em fundos estão mais ligadas às taxas de administração, aos custos de associação e a possíveis ausências de clarezas em relação aos investimentos (CARMONA, 2004).

Em decorrência das vantagens que o investimento em fundos oferecem aos investidores, vem aumentando significativamente o interesse das pessoas no mercado de capitais e muito se deve a atratividade que os fundos de investimentos proporcionam a estas pessoas. Com isso o número de pessoas que procuram essas vantagens oferecidas pelos fundos de investimentos vem crescendo a partir de 1996, conforme tabela abaixo.

TABELA 5 – EVOLUÇÃO DE CLUBES DE INVESTIMENTOS NO BRASIL DE 1996 A 2009.

<b>Período</b>	<b>Número de Clubes</b>	<b>Número de Investidores</b>	<b>Patrimônio Líquido (em R\$ Milhões)</b>
1996	154	32.373	79,79
1997	162	62.634	97,64
1998	149	67.771	101,44
1999	180	55.849	276,97
2000	379	115.087	1.269,13
2001	457	140.692	1.413,29
2002	473	139.524	1.404,92
2003	755	113.028	3.977,20
2004	1.016	107.946	5.726,20
2005	1.323	112.306	6.994,75
2006	1.631	131.969	9.646,50
2007	2.160	154.102	14.782,48
2008	2.776	148.637	8.217,15
2009*	2.865	144.049	12.316,08

FONTE: BOVESPA (2009)

NOTA: \* Posição ao final de Setembro

## 2.5 ABERTURA DE CAPITAL

“A abertura de capital consiste na emissão de valores mobiliários a serem negociados no mercado, é uma decisão relativa à forma de financiamento de uma empresa (...) uma empresa, ao abrir capital, objetiva incrementar as alternativas de captação de recursos e proporcionar liquidez patrimonial aos seus acionistas, além de buscar fortalecimento da imagem institucional e a profissionalização da gestão” (BOVESPA, 2004, p.04)

Empresas que resolvem captar recursos via mercado de capitais, encontram dois empecilhos principais para se tornarem companhias de capital aberto.

### 2.5.1 CUSTOS DE MANUTENÇÃO DE CAPITAL ABERTO

Para abrir seu capital, as empresas têm de levar em conta o custo que essa abertura acarreta, já que se trata de um custo anual para as empresas que desejam essa abertura.

Nelson Andrade, diretor da Planner Corretora de Valores, elaborou à BOVESPA (2004), um texto no qual demonstra todos os custos decorrentes dessa abertura e apresenta os seguintes dados:

TABELA 6 – CUSTO DE MANUTENÇÃO DE CAPITAL ABERTO (R\$ MIL).

	Pequenas	Médias	Grandes
Publicações	51.500	265.511	671.532
Auditoria	65.025	182.444	294.704
Auditoria US GAAP	0	113.000	256.143
Área de RI	27.000	245.678	488.143
Serviços ações escriturais	30.475	62.471	88.438
Road Shows	10.000	36.667	261.467
Anuidades	14.141	38.782	98.618
Outros	0	17.025	176.605
<b>Total</b>	<b>198.141</b>	<b>961.578</b>	<b>2.335.650</b>

Fonte: Bovespa (2009, p.31)

Para efeito do seu relatório, Andrade realizou uma pesquisa mediante envio de questionários para empresas listadas na BOVESPA em outubro de 2004. Ele considerou uma empresa de pequeno porte aquela com uma receita operacional líquida de até R\$200 milhões anuais. Empresas de médio porte são as que apresentavam receitas anuais entre R\$201 e R\$500 milhões e as de grande porte as com receitas anuais superiores a R\$500 milhões (BOVESPA, 2004).

Isso explica o fato do domínio das empresas de grande porte e bem estabelecidas no acesso ao mercado de títulos. “Salvo raríssimas exceções, desde que se iniciou esta nova fase do mercado de capitais brasileiro apenas empresas de grande porte tiveram a oportunidade de abrir o capital na bolsa de valores” (LOBO E SILVA, 2005, p.01).

## 2.5.2 ADAPTAÇÃO FISCAL

Outro grande empecilho para abertura do capital, juntamente com os custos que essa abertura acarreta, é a adaptação fiscal. Muitas empresas ainda estão com alguma situação irregular com o INSS (Instituto Nacional de Seguridade Social), CLT (Consolidação das Leis do Trabalho) ou outro órgão do governo.

Isso acaba se tornando um entrave para algumas empresas abrirem seu capital já que estas teriam que regularizar suas pendências caso queiram abrir seu capital.

“Outro ponto relevante para uma companhia pensando em abrir o capital é que suas contas terão que ser aprovadas em auditoria (...) todo faturamento da empresa deverá ser devidamente contabilizado, todos os impostos deverão ser pagos religiosamente e não poderá haver pendências trabalhistas ou jurídicas relevantes (VERÍSSIMO, 2007, p.01).

### **3 O NASCIMENTO DE UMA NOVA ERA PARA O MERCADO DE CAPITAIS**

O nascimento de uma nova era de mercado de capitais é acompanhado pelo ressurgimento brasileiro. Muitas pessoas influentes em todo o mundo afirmam que o Brasil tornou-se um país sério.

Em entrevista ao site Último Segundo (2006), Michael Reid, editor da seção das Américas da revista inglesa “The Economist”, afirma que o Brasil começa a se portar como um país sério: “começa a ser levado a sério como uma nova potência econômica e política”.

#### **3.1 BRASIL MODERNO**

O jornal britânico Financial Times montou um suplemento especial dedicado ao Brasil, no qual diz “As ambições globais do Brasil freqüentemente foram atrapalhadas no passado (...) mas a estabilidade de seu sistema bancário e de seus mercados de capitais diante da crise mundial fizeram órgãos reguladores em outros países se interessarem por suas opiniões” (ÚLTIMO SEGUNDO, 2009, p. 01).

Ainda segundo o jornal, “muitos aspectos da política monetária e fiscal brasileira têm mais em comum com os países desenvolvidos do que com os emergentes”. (ÚLTIMO SEGUNDO, 2009, p. 01).

Em outra comparação, REID (Último Segundo, 2006), aponta que o crescimento brasileiro baseia-se mais no investimento privado do que no público e que o país não está permitindo que a inflação ponha em risco a estabilidade econômica.

Isso demonstra que o país está entrando para o grupo de países sérios, de países capazes, que mantêm políticas voltadas para o desenvolvimento e crescimento econômico, para a estabilidade de preço e que possui governantes que não rompem contratos, governantes sérios os quais dão credibilidade necessária para o país se tornar uma potência no futuro próximo.

#### **3.2 MERCADO CONSUMIDOR**

Segundo estudo feito pela Ernst & Young Brasil e pela FGV Projetos, o Brasil será o 5º maior consumidor em 2030. Em 2007, o país ficou na 7ª posição, o que, segundo Fernando Garcia, da FGV Projetos, será determinado por um período de desenvolvimento sustentado (SALLES, 2008).

É esse grande mercado consumidor que colocou o país em condição favorável em relação a outros países, já que houve uma ascensão social de 19,5 milhões de brasileiros nos últimos três anos (IPEA), diminuindo os efeitos da crise internacional sobre a economia brasileira.

Ainda segundo Garcia, (SALLES, 2008, p.01) “a educação ampliada e a estabilidade de preços leva à mobilidade social. Mais pessoas sairão de classes de menores e irão para as maiores. E, com isso, consumirão mais também”.

Com esse movimento de ampliação do mercado consumidor, faz-se girar um círculo virtuoso de aumento de demanda, de produtividade e emprego. Ciclo esse necessário e super importante para o crescimento e desenvolvimento econômico do país.

### **3.3 INTERESSE DE EMPRESAS ESTRANGEIRAS**

Com a crise global, os países que apresentam possibilidades de crescimento acabam por se tornar os alvos principais das empresas, e o Brasil foi um desses países que atraíram investimentos estrangeiros.

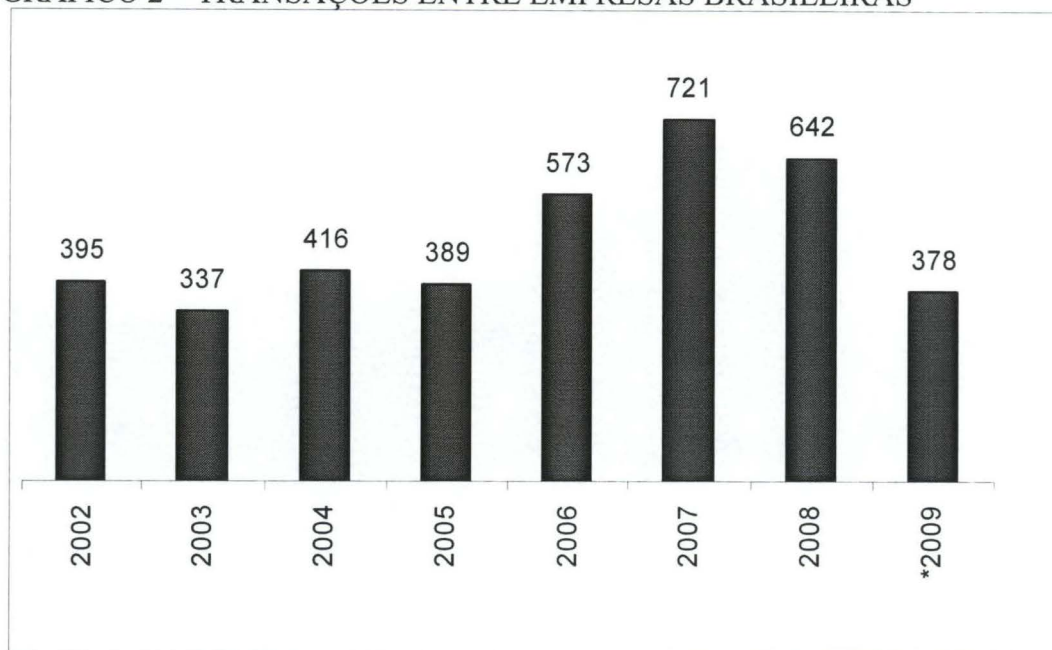
Segundo a Federação das Indústrias de São Paulo (FIESP), deve ser recebidas mais de 18 delegações estrangeiras para contatos comerciais, comparando com o mesmo intervalo do ano passado foram 8 contatos do mesmo gênero (DE VIZIA, 2009).

De acordo com o Ministério do Desenvolvimento Indústria e Comércio Exterior, de agosto de 2008 a agosto de 2009, cerca de 50 empresas de pequeno e médio porte já transferiram fábricas inteiras dos Estados Unidos, Europa e Japão para o Brasil, gerando assim investimentos no país de US\$ 60 milhões (PROTEC, 2009).

Muitas empresas acabam entrando no mercado nacional, ou aumentando seu tamanho, através de aquisições, fusões ou até mesmo pela compra de outras empresas. Em 2009 foram realizadas 378 transações envolvendo empresas nacionais e estrangeiras no país (PIERANTONI, 2009).

Percebe-se, a partir do gráfico 2, que entre 2002 e 2005 as transações ficaram na média de 385 por ano e a partir de 2006 houve um significativo crescimento, já que o número de transações entre as empresas deu um salto para 573. Isso se deve muito pela estabilidade econômica encontrada no Brasil a partir desse período.

GRÁFICO 2 – TRANSAÇÕES ENTRE EMPRESAS BRASILEIRAS



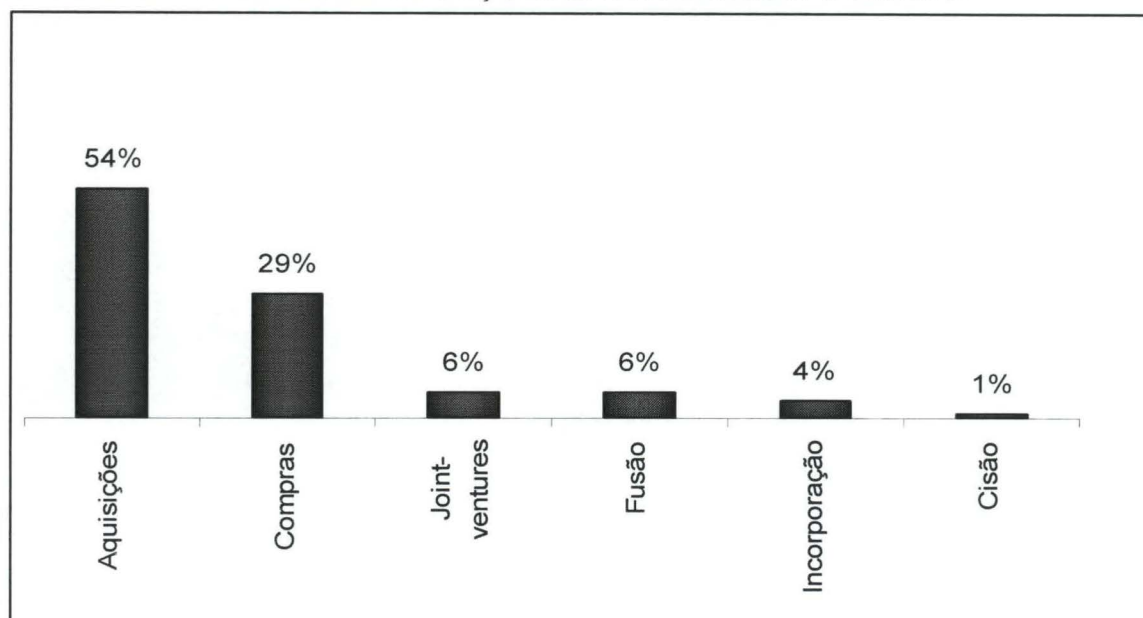
FONTE: PIERANTONI (2009, p.02)

NOTA: \*Até agosto de 2009.

O número de transações teve uma pequena queda em 2008, para 642 transações, devido à grave crise mundial decorrente desse período. Até agosto de 2009, o número de transações em empresas brasileiras é de 378, muito inferior aos 3 anos anteriores, porém mesmo faltando 4 meses para o fechamento do ano, esse número está pouco abaixo da média de 2002 a 2005, o que demonstra um crescimento das transações envolvendo empresas brasileiras nos últimos anos. Vale ressaltar que ainda muitos países, e empresas, sentem os efeitos da crise de 2008, o que justifica essa pequena queda das transações nos últimos dois anos.

O gráfico 3 nos mostra de que forma se deram essas transações entre empresas realizadas de janeiro a agosto de 2009. Percebemos que aquisições e compras representam cerca de 83% do total das transações. A diferença é que aquisições são aquelas que o comprador obtém, na transação, o controle da empresa, já na compra o controle não é transferido junto com as ações. Joint venture caracteriza-se por ser um empreendimento de dois ou mais sócios em uma nova empresa, sendo que os sócios continuam a existir com suas operações independentes; já fusão é quando duas empresas juntam suas operações, deixando de existir isoladamente, criando assim uma nova empresa. Incorporação, por sua vez, é quando uma empresa absorve as operações de outra, que deixa de existir; e, por fim, quando uma empresa é dividida, surgindo daí uma nova empresa, é a chamada cisão (PIERANTONI, 2009).

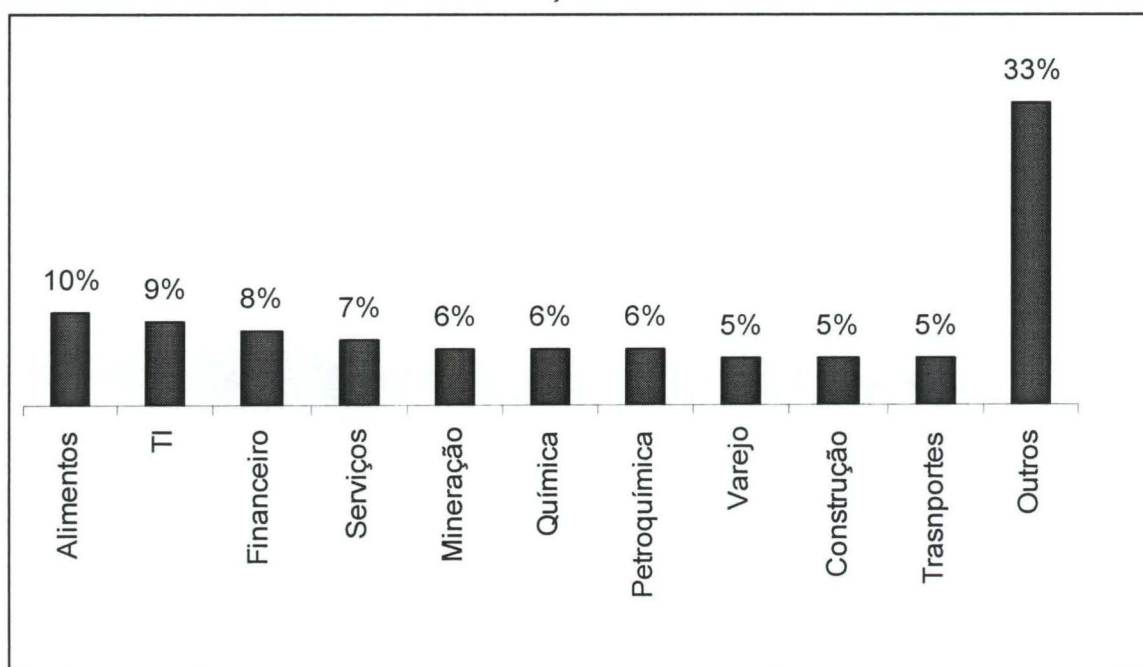
GRÁFICO 3 – TIPOS DE TRANSAÇÕES ENTRE EMPRESAS EM 2009



FONTE: PIERANTONI (2009, p.07)  
ELABORAÇÃO: Própria

O gráfico 4, por sua vez, nos mostra os setores de destaques dessas 378 transações ocorridas em 2009. Destaque para a diversidade dos setores em que essas transações ocorreram.

GRÁFICO 4 – SETORES DAS TRANSAÇÕES EM 2009



FONTE: PIERANTONI (2009, p.05)  
ELABORAÇÃO: Própria

Percebemos, através do gráfico, que a distribuição dessas transações é muito homogênea, já que os 10 setores com maiores porcentagens dessas transações se diferenciam em apenas 5% entre eles, não havendo assim nenhum setor que se sobressaísse demasiadamente em relação aos demais, fazendo com que houvesse uma maior diversidade entre as empresas negociadas.

### 3.4 CRESCIMENTO DE FIRMAS BRASILEIRAS

Está se tornando cada vez maior o número de firmas brasileiras se internacionalizando, ou seja, instalando suas atividades produtivas em outros países através de aquisição de fábricas no exterior, instalação de novas fábricas ou atuando em parceira.

Mesmo com a crise econômica mundial, o ano passado registrou um avanço das companhias brasileiras nos mercados globais, com a aquisição de empresas e subsidiárias no exterior. Das 20 maiores transnacionais brasileiras, 25,32% de suas receitas em 2008, foram geradas em operações no exterior (CORRÊA, 2009).

A Fundação Dom Cabral fez um ranking no qual classificou o nível de internacionalização de 41 empresas brasileiras com base em receitas, ativos e funcionários no exterior. O ranking é liderado pelo Gerdau que tem 63% do total de ativos e mais de 50% das vendas e funcionários no exterior.

O ramo das empresas com atividades no exterior é bem variado. Seguindo o ranking da Fundação Dom Cabral, apenas duas, das dez mais internacionalizadas, atuam no mesmo ramo, as outras oito atuam em ramos diferente.

TABELA 7 – RANKING DAS TRANSNACIONAIS BRASILEIRAS.

<b>Colocação</b>	<b>Empresa</b>	<b>Ramo</b>
1º	Gerdau	Siderurgia e Metalurgia
2º	Sabó	Autopeças
3º	Marfrig	Alimentos
4º	Vale	Mineração
5º	Metalfrio	Metal-mecânica
6º	Odebrecht	Construção
7º	Aracruz Celulose	Papel e Celulose
8º	Tigre	Material de construção
9º	Arteca	Química
10º	Suzano Papel e Celulose	Papel e Celulose

FONTE: FUNDAÇÃO DOM CABRAL

NOTA: Extraído de CORRÊA (2009, p.01)

### 3.5 A ERA DO IPO

Muitas empresas foram incentivadas a procurar mais oportunidades nas bolsas após a crise ocorrida em 2008. Dessa forma é comum ouvir no meio financeiro a sigla IPO.

O IPO (Oferta Pública Inicial) é o início das vendas de ações de companhias abertas, ou seja, é a primeira oferta de ações de uma empresa na Bolsa de Valores. É uma forma de acesso a recursos de longo-prazo, visando financiar projetos de investimentos das empresas, reestruturar o capital e promover o crescimento. Pensando nesse crescimento, empresas decidem fazer o IPO para maximizar sua captação aumentando assim seu investimento e, conseqüentemente, seu crescimento.

A chamada ‘ERA DO IPO’ surge a partir da criação do Novo Mercado de Capitais, em dezembro de 2000, o qual se deu já que o mercado acionário brasileiro enfrentava uma série de problemas que afugentavam empresas e investidores, dentre os quais se destacam a falta de transparência das empresas, a incerteza de decisões judiciais e a eficácia da execução das leis, o alto custo de manutenção das companhias abertas e a perda da confiabilidade dos dados financeiros.

Pensando em solucionar esses problemas, a BOVESPA resolve criar esse Novo Mercado Brasileiro o qual objetivava, em um ambiente mais transparente, maior liquidez ao mercado e propiciar igualdade entre os investidores. Nele há uma separação dos níveis de governança corporativa da empresa: o Nível 1 e o Nível 2.

“Esta separação garantia aos investidores das empresas listadas nos níveis mais altos de governança algumas vantagens, como câmaras de arbitragem com leis diferenciadas, maior exigência societárias e de divulgação de informações” (BOSSOLANI, 2008, p.18).

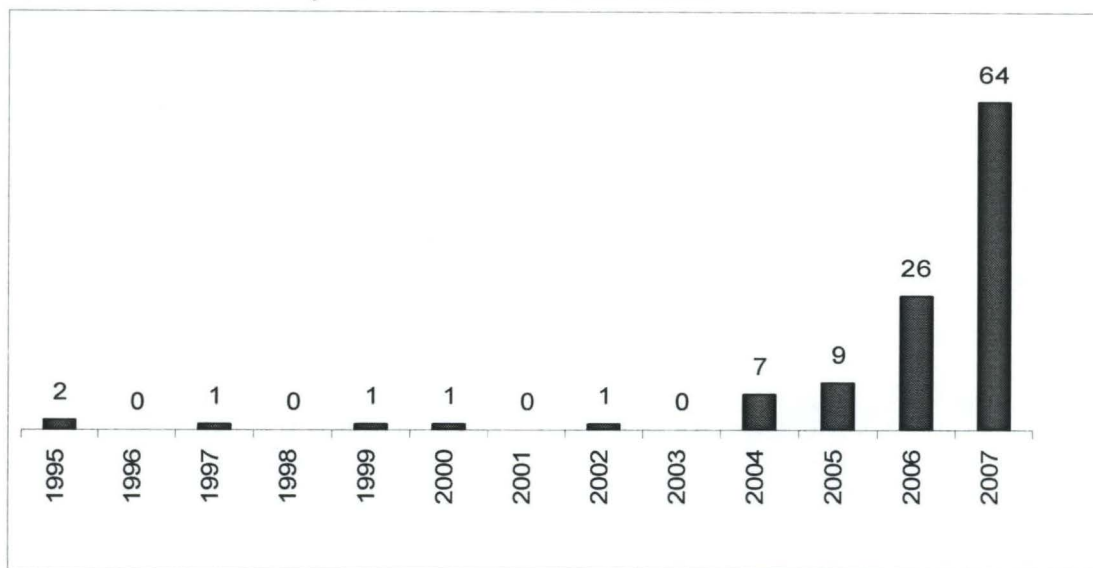
O Novo Mercado de Capitais, além de garantir essa separação, introduz inovações importantes como: extensão aos minoritários dos direitos de vendas da participação dos controladores, instauração de membros independentes no Conselho, disponibilização das informações financeiras de acordo com padrões internacionais, manutenção da circulação, de mínimo, 25% do total do capital social e composição de 100% do capital social por ações ordinárias.

A adesão das empresas ao Novo Mercado, além de fortalecer o mercado de ações, beneficia as próprias empresas e os investidores. As empresas, além de melhorar sua imagem institucional e valorizar suas ações, diminuem o custo do capital e aumentam a demanda por ações. Já para os investidores há uma redução do risco, maior precisão na precificação das

ações, maior segurança em relação aos seus direitos acionários e uma melhoria no processo de acompanhamento e fiscalização (BOVESPA, 2009)

Mesmo com essa melhoria no mercado acionário, o primeiro IPO no Novo Mercado veio somente em 2002 e o aumento da listagem dos IPO's nos anos seguintes foi decorrente ao desenvolvimento da economia e do mercado de capitais brasileiro.

GRÁFICO 5 – EVOLUÇÃO DOS IPO'S NO BRASIL.



FONTE: BOVESPA

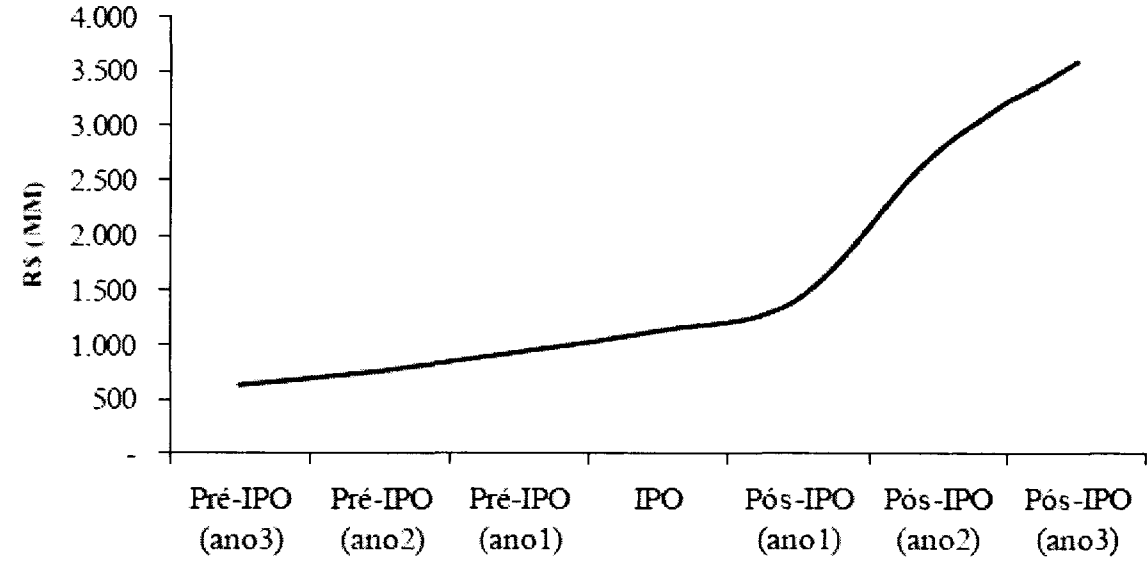
NOTA: Extraído IBGC (2008, p.10)

Como o número de IPO's foi muito baixo no período de 1995 até 2003, mais precisamente apenas 6 empresas usaram desse recurso, haviam muitas empresas dispostas a abrir seu capital nesse período, porém em decorrência do tipo de mercado da época e do momento econômico, muitas empresas resolveram esperar o momento certo para fazerem esses IPO's, gerando assim uma espécie de estoque de empresas dispostas a usar desse recurso.

Com a consolidação do Novo Mercado e com o momento econômico favorável em 2004, já que a partir desse ano passamos a ter estabilidade econômica interna e um ciclo virtuoso de crescimento mundial, essas empresas resolvem fazer seus IPO's e, em consequência disso, podemos notar uma grande e crescente procura das empresas para fazer seus IPO's a partir de 2004.

Através do gráfico 6 podemos visualizar a evolução média da receita líquida das empresas nos períodos que antecederam e sucederam os IPO's das empresas analisadas no período.

GRÁFICO 6 – MÉDIA DE RECEITA LÍQUIDA NOS PERÍODOS PRÉ-IPO, IPO E PÓS-IPO (R\$ MILHÕES).



FONTE: Bossolani (2009, p.32)

Podemos notar que a receita líquida vinha em um crescimento médio regular nos períodos que antecederam o IPO, porém, após o IPO, houve um aumento significativo já no primeiro ano e esse aumento se deu também de forma gradativa no decorrer dos anos.

Com esse aumento na receita líquida das empresas que realizaram seus IPO's, muitas empresas resolveram seguir o mesmo caminho para obter um acréscimo em suas receitas. Isso ajuda a explicar o crescente aumento das empresas querendo fazer seus IPO's no decorrer dos anos, conforme vimos no gráfico 5, já que é normal algumas empresas enfrentarem uma certa dificuldade no aumento de sua receita líquida, as quais acabam procurando o mercado de capitais para fazerem seus IPO's.

Mesmo com tamanha estabilidade e vantagens, a maioria das empresas estão com o preço abaixo do lançamento de seus IPO's, e a crise financeira é apontada como principal fator para essa disparidade do preço de abertura para o preço corrente.

Segundo FORDELONE (2009) das 93 empresas que lançaram ações, entre 2006 e 2008, 90 continuam sendo negociadas na BOVESPA e, destas, 68 estão abaixo do preço de lançamento.

Na tabela 8 conseguimos visualizar como os preços das ações sofreram variações decorrentes dos problemas enfrentados pelo mercado. A tabela nos mostra os 10 IPO's mais valorizados e desvalorizados entre 2006 e 2008.

TABELA 8 – VARIAÇÃO DOS IPO's ENTRE 2006 E 2008.

Ação Desvalorizada	Precisa se Valorizar (%)	Ação Valorizada	Ultrapassou Lançamento (%)
Agrenco	1.250,65	Totvs	150,55
Laep	1.239,29	Terna Unit	115,68
Ecodiesel	1.075,70	GVT Holding	101,66
Inpar	453,80	PDG Realty	93,01
Springs	369,13	Equatorial	70,50
CSU Cardsystem	298,23	MMX Mineração	63,91
Minerva	292,90	Hypermarcas	59,88
KlabinSegall	271,86	M. Dias Branco	56,02
Metal frio	269,20	Gafisa	31,27
Banco Patagônia	211,30	BR Malls	29,33

Fonte: Economática e BM&Fbovespa

Extraído: Fordelone (2009, p.01)

Outros fatores que podem explicar essa queda do preço das ações após o lançamento é o próprio preço de lançamento, já que nesse período o mercado estava superaquecido e havia uma grande demanda de IPO's na bolsa brasileira, e as expectativas esperadas pelo retorno destes em decorrência do histórico de ganhos fáceis nos IPO's.

## 4 CONCLUSÃO

O presente trabalho buscou analisar os motivos, que vão além da questão cultural, pelos quais o mercado de capitais brasileiro ainda é pouco desenvolvido frente seu potencial econômico e o potencial de suas empresas.

A grande maioria das empresas no país ainda são empresas familiares, as quais resistem em abrir seu capital na Bolsa de Valores, com isso acabam buscando outras formas de se financiar, formas estas pouco eficientes frente ao financiamento via mercado de capitais. Essa resistência ainda se dá, de um modo geral, pois além de ter que estar com todas as pendências normalizadas, elas teriam também que divulgar seus resultados, o que não é visto com bons olhos pela maioria.

Um grande problema enfrentado pelo mercado de capitais, talvez o maior ao lado do baixo nível de poupança, é referente ao custo de abertura e manutenção do capital aberto das empresas. Este custo acaba por afugentar empresas com potencial para essa abertura, tornando-o viável apenas para grandes empresas.

É bem verdade que estamos dando passos, mesmo que vagarosos, para uma melhoria no mercado acionário brasileiro. Esse desenvolvimento se deve muito pelo nível político que atingimos, já que através da estabilidade dos preços e de políticas sérias, conseguimos entrar no patamar dos países respeitados e responsáveis. Esse crescimento é perceptível quando olhamos os números crescentes do mercado de capitais, como de investidores e fundos de investimentos, o número de jovens investidores atuando e a opção das empresas nos processos de IPO's.

O Novo Mercado foi um passo fundamental para as empresas e investidores. Foi um processo lento, que demorou alguns anos até que as empresas resolvessem abrir seu capital e acreditar nessa nova forma de abertura, porém o número de empresas ingressando na bolsa através do IPO sobe a cada ano que passa.

Com todos os entraves que dificultam o crescimento do mercado de capitais, é imprescindível que consigamos achar um meio para reverter esse quadro a fim de expandi-lo, já que, apesar de ter melhorado, está longe de ser o ideal. O primeiro passo poderia ser uma reforma voltada para acionistas minoritários e para empresas de pequeno e médio porte.

## 5 REFERÊNCIAS

BOSSOLANI, T. **IPO e o Desempenho das Empresas**, 2009. Disponível em: <http://virtualbib.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/2647/Tharso%20Bossolani.pdf?sequence=1>. Acesso em 07 de novembro de 2009.

BOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em 21 de outubro de 2009.

\_\_\_\_\_. **Introdução Mercado de Capitais**, 2008. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/merccap.pdf>. Acesso em 21 de outubro de 2009.

\_\_\_\_\_. **Novo Mercado**, 2009. Disponível em: [http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder\\_NovoMercado.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder_NovoMercado.pdf). Acesso em 21 de outubro de 2009.

\_\_\_\_\_. **Custo de Abertura de Capital e de Manutenção da Condição de Companhia Aberta**, 2004. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/CustosSA.pdf>. Acesso em 21 de outubro de 2009.

CARMONA, C. U. M. **Fundos de Investimentos**, 2004. Disponível em: [http://www.dca.ufpe.br/nefi/fundos\\_de\\_investimentos.pdf](http://www.dca.ufpe.br/nefi/fundos_de_investimentos.pdf). Acesso em 25 de outubro de 2009.

CORRÊA, A. **Empresas brasileiras aumentam presença no exterior, diz pesquisa**, BBC Brasil, 2009. Disponível em: [http://www.bbc.co.uk/portuguese/noticias/2009/08/090803\\_transnacionais\\_ac.shtml](http://www.bbc.co.uk/portuguese/noticias/2009/08/090803_transnacionais_ac.shtml). Acesso em 20 de outubro de 2009.

DALLA COSTA, A. **Sucessão e Sucesso nas Empresas Familiares: O Caso do Grupo Pão de Açúcar**, 2003. Disponível em: [http://www.abphe.org.br/congresso2003/Textos/Abphe\\_2003\\_30.pdf](http://www.abphe.org.br/congresso2003/Textos/Abphe_2003_30.pdf). Acesso em 25 de outubro de 2009.

DE VIZIA, B. **Com crise Global, Brasil está na mira de empresas estrangeiras**, Gazeta Mercantil, 2009. Disponível em: <http://www.power.inf.br/pt/?p=6392>. Acesso em 5 de novembro de 2009.

FORDELONE, Y. **EMPRESAS NOVATAS NA BOLSA PERDEM VALOR**, 2009. Disponível em: <http://aeinvestimentos.limao.com.br/especiais/esp32578.shtm>. Acesso em 10 de novembro de 2009.

IBGC, **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa**, número 40, 2008. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em 20 de outubro de 2009.

IBGE, **Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística**. Disponível em: <http://www.ibge.gov.br>. Acesso em 20 de outubro de 2009.

INÁCIO, S. R. L. **Empresas Familiares têm Características para Sobreviver**, 2009. Disponível em: <http://www.artigonal.com/negocios-admin-artigos/as-empresas-familiares-tem-caracteristicas-para-sobreviver-1188876.html>. Acesso em 25 de outubro de 2009.

IPEA, **Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br>. Acesso em 20 de outubro de 2009.

KEYNES, J.M. **Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. 2. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

LOBO E SILVA, C. A. **Bovespa Mais: A Democratização do Mercado de Capitais**, 2005. Disponível em: [http://www.ibri.com.br/juridico/pdf/Anexo\\_5b.pdf](http://www.ibri.com.br/juridico/pdf/Anexo_5b.pdf). Acesso em 28 de outubro de 2009

MARX, K. **O Capital: Crítica da Economia Política**. Livro 3 – O Processo Global de Produção Capitalista; Vol. V. 5. ed. Rio de Janeiro: Bertrand Brasil S.A. 1991.

NOBREGA, M. et al. **O Mercado de Capitais: Sua Importância para o Desenvolvimento e os Entraves com que se defronta no Brasil**, 2000. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/relatorio2.pdf>. Acesso em 15 de outubro de 2009.

PIERANTONI, A. et al. **FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL**, 2009. Disponível em: [http://www.pwc.com/pt\\_BR/br/estudos-pesquisas/assets/fusoes-e-aquisicoes-agosto09.pdf](http://www.pwc.com/pt_BR/br/estudos-pesquisas/assets/fusoes-e-aquisicoes-agosto09.pdf). Acesso em 05 de novembro de 2009.

PROTEC, **Crise faz empresas estrangeiras transferirem produção ao Brasil**, 2009. Disponível em: <http://www.protec.org.br/noticias.asp?cod=4405>. Acesso em 05 de novembro de 2009

SALLES, Y. **Brasil será quinto maior consumidor do mundo em 2030, diz estudo**, Folha Online, 2008. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u435311.shtml>. Acesso em 02 de novembro de 2009.

ÚLTIMO SEGUNDO, **Brasil começa a se mostrar um país sério**, 2006. Disponível em: [http://ultimosegundo.ig.com.br/economia/2008/06/19/brasil\\_comeca\\_a\\_se\\_mostrar\\_um\\_pais\\_serio\\_diz\\_economist\\_1373745.html](http://ultimosegundo.ig.com.br/economia/2008/06/19/brasil_comeca_a_se_mostrar_um_pais_serio_diz_economist_1373745.html). Acesso em 28 de outubro de 2009.

ÚLTIMO SEGUNDO, **Brasil começou a ser levado a sério pelo mundo**, 2009. Disponível em: <http://ultimosegundo.ig.com.br/bbc/2009/07/07/brasil+comecou+a+ser+levado+a+serio+pelo+mundo+diz+ft+7157934.html>. Acesso em 28 de outubro de 2009.

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ. **Periódicos e artigos de periódicos**: normas para a apresentação de documentos científicos. 2. ed. Curitiba: Editora UFPR, 2007. v. 6.

VERÍSSIMO, M., **Gazeta Mercantil/Finanças & Mercados**, 2007. Disponível em: <http://cesartiburcio.wordpress.com/category/abertura-de-capital>. Acesso em 28 de outubro de 2009