

ÁREA TEMÁTICA: Finanças

**ABERTURA DE CAPITAL E REALIZAÇÃO DE INVESTIMENTOS NO BRASIL:
UMA ANÁLISE DO PERÍODO 2004 A 2007**

AUTORES

GUILHERME BLANSKI KÜSTER

Universidade Estadual de Londrina
guilhermeblanski@yahoo.com.br

LEIDE ALBERGONI

Universidade Positivo
lalbergoni@yahoo.com.br

RESUMO

Na teoria econômica, o mercado de capitais é considerado fundamental ao financiamento produtivo de longo prazo (*funding*) e ao crescimento econômico. No Brasil historicamente esse mercado não teve um papel significativo no financiamento das empresas, dadas as limitações ao seu crescimento. No entanto, o aquecimento recente do mercado de capitais no Brasil levanta a necessidade de se analisar se os recursos captados contribuíram para a realização de investimentos produtivos ou se foram utilizados para outros fins, como alongamento do perfil de endividamento, reestruturação, capital de giro, entre outros. A proposta deste artigo é analisar as aberturas de capital realizadas no período de 2004 a 2007 para identificar a destinação planejada dos recursos captados. A análise é realizada para as empresas não financeiras que realizaram oferta primária e a hipótese que permeia a pesquisa é a de que os recursos captados por essas empresas foram usados predominantemente para a realização de investimentos produtivos. A pesquisa tem caráter exploratório e se baseia em dados secundários divulgados pela CVM e Bovespa.

Palavras-chave: mercado de capitais; estrutura de capital; abertura de capital; Brasil.

ABSTRACT

The capital market is considered as fundamental to finance production in long term (*funding*) and to economic growth. Traditionally in Brazil this market never played a significant role in financing companies, due to the existing limitations to its growth. Nevertheless, the recent acceleration in Brazilian capital market brings the necessity to analyze whether the captured resources contributed into the realization of productive investments, or were allocated to other ends, such as extension of debt profile, restructuring, working capital, and others. This article intent to analyze the IPO's (Initial Public Offering) occurred between 2004 and 2007, in order to identify the planned allocation to the raised funds. The analysis is performed to the non-

financial companies which made primary offer and the hypothesis of the research is that the resources captured by these companies were mainly used to perform productive investments. The research is exploratory and is based on secondary data published by CVM and Bovespa.

Key-words: capital market; capital structure; IPO (Initial Public Offering); Brazil.

INTRODUÇÃO

Devido às características específicas da obtenção de recursos via mercado de capitais, diversos autores têm discutido a importância do estabelecimento de um forte e estruturado mercado de ações e outras formas de captação de recursos, com argumentos sobre os impactos positivos destas medidas para a economia.

Historicamente no Brasil o mercado de capitais nunca predominou como fonte principal de financiamento aos investimentos, devido a fatores como a característica familiar da maioria das empresas nacionais, a regulação tardia no setor, a presença mais significativa de fontes de financiamento da produção via empréstimos estatais, dentre outros. Não obstante, em períodos mais recentes tem-se observado um considerável fortalecimento deste mercado, em especial no período de 2004 a 2007, quando o número de abertura de capitais foi recorde. Sendo assim, a pergunta que se coloca como problema de pesquisa é: qual a contribuição dos recursos captados em aberturas de capital para a realização de investimentos produtivos?

Dentro desse contexto, o presente artigo tem o objetivo de analisar esta recente tendência de crescimento do mercado de capitais brasileiro e identificar a utilização dos recursos captados em abertura de capital para a realização de investimentos produtivos. Almeja-se identificar, por meio de uma análise pontual de empresas de capital aberto, se os recursos captados em abertura de capital foram usados para investimentos produtivos ou não.

Delimita-se a análise para o período de 2004 a 2007, pois foram os anos com maiores quantidades de abertura de capital e intensa negociação no mercado de capitais. A hipótese que permeia esse trabalho é a de que a maior parte dos recursos captados via abertura de capital foram usados para a realização de investimentos de expansão nas empresas.

O trabalho se divide em 5 partes, além de introdução e conclusão: primeiro faz-se uma revisão bibliográfica sobre as alternativas de investimentos empresariais; em seguida discute-se a estrutura de capital no Brasil; na terceira seção faz-se uma descrição do desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil a partir de 2000; na quarta seção apresenta-se a metodologia utilizada na pesquisa para, na seção 5, analisar os dados coletados em fontes secundárias.

1 ABERTURA DE CAPITAL COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMENTO

Ao avaliar suas possibilidades de financiamento, as empresas deparam-se com a análise da Estrutura de Capital, que é a composição de endividamento e capital próprio utilizado para o financiamento. Em relação a esse tema, existem duas principais abordagens da chamada “Teoria da Estrutura de Capital”: a abordagem tradicional, defensora da estrutura ótima de capital e a abordagem Modigliani-Miller, indiferente quanto à estrutura do capital existente na empresa.

Na abordagem tradicional o custo total de capital da empresa é dividido em custo do capital acionário e custo da dívida. A análise paira sobre a variação do custo total de acordo com mudanças na composição do capital. Inicialmente, a maior alavancagem financeira reduz o custo total de capital da empresa. Porém, sabendo que quanto maior o risco de insolvência maior o retorno pago aos acionistas, o custo total de capital das empresas passa a se elevar

com a crescente proporção de endividamento. A partir disto, a abordagem tradicional defende uma estrutura ótima de capital, que proporciona maior valor à empresa (FAMÁ; GRAVA, 2000).

A visão de que a estrutura de capital da empresa não interfere em seu valor ou custo de capital tomou força com o teorema de Modigliani-Miller (1958), o qual afirma que o valor de uma firma financiada somente por capital próprio possui o mesmo valor de uma firma alavancada. Para esse modelo, os autores se baseiam nas seguintes suposições: 1) presença de concorrência perfeita no mercado de capitais; 2) graus de risco equivalentes entre as empresas; 3) perfeita informação disponível aos agentes no mercado financeiro; e 4) ausência de impostos sobre os lucros (ALDRIGHI, 2006).

A conclusão para esse teorema, no âmbito macroeconômico, implica que para o crescimento econômico de um país pouco importa se o seu financiamento é baseado no mercado de capitais, crédito bancário ou endividamento externo, quando a hipótese de mercados eficientes é respeitada (CASTRO, 2008).

Como crítica e visão alternativa à tradicional da estrutura ótima de capital e ao teorema de Modigliani-Miller, há a abordagem histórico-institucional, que explica que não há uma estrutura financeira ideal, atemporal e aplicável a todos os países, mas que cada configuração dos mercados financeiros em seu peculiar local e tempo possui seu grau de eficácia. As estruturas financeiras são de difícil comparação entre os países e por isso a eficácia deve ser medida pela sua capacidade em fomentar o crescimento e desenvolvimento econômico em seu local (CASTRO, 2008).

Outra visão crítica foi a vasta análise feita ao longo dos anos por Stiglitz, o qual concluiu de seus estudos empíricos que a aplicação do teorema e a consequente visão de neutralidade da política financeira da empresa sobre seu valor

... depende de condições muito restritivas, entre as quais caberiam destacar: a probabilidade nula de falência, igual acesso dos investidores a informações sobre os retornos da empresa, a neutralidade da política financeira das empresas sobre os incentivos e a propensão ao risco de seus diretores, e expectativas sobre o valor da empresa independentes da política financeira (ALDRIGHI, 2006, p.7).

De forma semelhante a Stiglitz, o trabalho de Myers e Majluf¹ (1984 apud BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2004) aborda a assimetria de informações como existente no mercado de forma a influenciar as decisões de investimento das empresas, havendo preferência pelas empresas em se manter uma reserva de capacidade de endividamento, evitando-se uma sinalização negativa ao mercado (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2004).

A partir desta observação é que Myers² (1984 apud BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2004) introduziu a teoria de *pecking order*, a qual explica que as empresas seguem uma hierarquia de opções preferenciais para o financiamento dos investimentos, sendo que na maioria das vezes as empresas priorizam o autofinanciamento, seguido do

¹ MYERS, S.C.; MAJLUF, N.S. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do not Have. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam: North Holland, v.13, Jul.1984.

² MYERS, S.C. The Capital Structure Puzzle. **Journal of Finance**, Chicago: American Finance Association, v.39, n.3, Jul.1984.

endividamento ou financiamento via crédito e, em último lugar, a opção por emissão de ações.

Independentemente da concordância da teoria *Pecking Order*, ainda no tema “Estrutura de Capital” é importante entender os fatores que levam uma empresa a abrir capital.

A decisão de abrir capital ocorre quando a estrutura ótima de capital adotada pela empresa passa a demandar recursos além dos disponíveis internamente. De acordo com Casagrande Neto (2000), a composição da estrutura de capital é definida pela ponderação de fatores como:

- custo e disponibilidade de capital próprio e de terceiros;
- grau de risco aceito pelo empresário;
- importância dos investimentos planejados;
- índices comparativos setoriais

A abertura deve levar em conta a análise tanto destes fatores técnicos - como os custos, análises de viabilidade, taxas de retorno do investimento – quanto dos subjetivos, tais como aceitação de novos acionistas, disposição para prestação de contas e incorrência de riscos. Assim, na visão de Casagrande Neto (2000) as principais razões para a abertura de capital seriam:

- a) captação de recursos para investimentos: abertura de um canal permanente para obtenção de recursos;
- b) reestruturação de passivos: forma de reposição de passivos através dos recursos obtidos via mercado no lugar de passivos de perfil inadequado;
- c) aprimoramento da imagem institucional: conquista de maior credibilidade para com seus *stakeholders* e maior poder de negociação no mercado;
- d) criação de liquidez patrimonial: maior mobilidade de negociação do patrimônio dos acionistas assim como crescimento de investidores potenciais;
- e) reestruturação societária: capacidade de fazer arranjos societários como processos sucessórios mais facilmente, através de novas emissões de ações;
- f) profissionalização da empresa: alteração na cultura da administração, por haver a necessidade de transparência na relações com investidores
- g) mudança no relacionamento com funcionários: maior participação dos funcionários na empresa quando estes passam a obter ações da mesma.

Em contrapartida às vantagens já mencionadas, surgem novas obrigações e custos relativos às companhias abertas. Torna-se obrigatória a divulgação de informações econômico-financeiras, passa a existir uma auditoria externa e requer-se o estabelecimento de um setor de Relações com Investidores (RI). Também deve ser constituído um Conselho de Administração e Conselho Fiscal, além de se cobrar profissionalismo do corpo dirigente da empresa e transparência junto aos investidores, bem como os adicionais custos legais e administrativos e a necessidade de distribuição de resultados aos novos acionistas (CASAGRANDE NETO, 2000).

2 ESTRUTURA DE CAPITAL NO BRASIL

A estrutura legal e institucional do mercado de capitais brasileiro delineou-se a partir de 1965 na reforma do mercado de capitais, que, de acordo com Macarini (2008, p. 154) “buscou atacar aquele conjunto de problemas (...) e criar um sistema de distribuição de valores mobiliários, composto de corretoras e distribuidoras (com atuação no ‘varejo’) e dos bancos de investimento (dotados da atribuição de agentes ‘atacadistas’ do mercado)”.

Embora logo após esta regulamentação do mercado de capitais o movimento no mercado acionário tenha experimentado uma significativa expansão – com seu auge em 1971 quando houve a criação de uma grande bolha especulativa – o padrão de financiamento das empresas brasileiras continuou voltado ao autofinanciamento e ao crédito estatal. Esta tendência pode ser explicada devido ao porte reduzido da maioria das empresas brasileiras e do caráter familiar das mesmas. (MACARINI, 2008).

Alguns estudos empíricos já foram realizados sobre a estrutura de capital no Brasil. Brito, Corrar e Batistella (2004) analisaram uma amostra de empresas, abrangendo o período de 1998 a 2002, e concluíram que o endividamento médio das empresas brasileiras é de 52,8%, com dívidas de curto prazo na proporção de 30,2% e de longo prazo em 22,6%. Evidenciou-se a tendência de restrição de recursos de longo prazo no país. Neste trabalho, porém, não se verificou uma tendência ao comportamento explicado pela teoria de *pecking order*.

Schnorrenberger (2004) estudou a influência da estrutura de controle acionário nas decisões de estrutura de capital das empresas brasileiras listadas na Bovespa de 1995 a 2000 e concluiu que as empresas de maior concentração acionária têm tendência a se endividarem menos e a evitarem riscos. Observou também que as empresas que retêm maiores lucros utilizam em maior proporção recursos próprios para a realização de investimentos. Estes resultados mostram a tendência à manutenção do controle acionário nas empresas de maior concentração acionária.

O estudo das estruturas de capital apresentadas no Brasil ainda é campo fértil para pesquisa, devido ao caráter dinâmico do mercado e às possíveis alterações no padrão de financiamento ao longo do tempo. Diversas pesquisas já foram realizadas sobre o assunto e, de maneira geral, observa-se que o financiamento via mercado de capitais ainda perde para o endividamento e para o autofinanciamento, tendo, portanto, muito espaço ainda a ser conquistado na participação da estrutura de capital. Para isso, muitas barreiras estruturais particulares ao país ainda precisam ser superadas.

3 O MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL NA DÉCADA DE 2000

Desde sua institucionalização, o mercado de capitais brasileiro desempenhou um papel limitado no financiamento empresarial e de pouca relevância no contexto mundial. Mesmo após a abertura comercial e financeira na década de 1990, que possibilitou aumento da presença dos investidores internacionais, o mercado de capitais brasileiro passou por um período de sucessivas perdas em virtude de movimentos recessivos externos diversos, e encolheu consideravelmente. Medidas governamentais de tributação das aplicações de capital também reforçaram este movimento negativo (BOVESPA, 2004).

A partir da década de 2000 a Bovespa e outras entidades estabeleceram um Plano Diretor do Mercado de Capitais, no qual foram lançadas diretrizes englobando a política macroeconômica, ações voltadas para empresas, investidores, agentes de mercado, regulação

e divulgação do mercado de capitais, divididas em grupos de ação no intuito de desenvolver o mercado de capitais, dentre os quais destacam-se:

- substituição do governo pelos bancos, bolsas de valores e demais agentes do mercado de capitais na mobilização e alocação de recursos na economia;
- redução do custo de capital e da taxa de juros por meio do ajuste fiscal de longo prazo do setor público e diminuição da vulnerabilidade externa;
- promoção do acesso ao mercado de capitais por um número maior de empresas não financeiras, da agricultura, indústria, comércio e serviços;
- regulação que preserve a credibilidade e promova o desenvolvimento de instituições, mercados e produtos.

Algumas medidas do plano foram cumpridas e contribuíram para o crescimento recente do mercado de capitais, como a mudança nas normas de governança corporativa, redução de tributação sobre rendimentos no mercado de capitais, regulamentação para fundos de *venture capital* e *private equity*, alterações na lei de falência e recuperação judicial empresarial, além de estímulo ao aumento dos investimentos estrangeiros no país (IBMEC, 2008).

A partir de 2004, como resultado das primeiras ações mas também acompanhando a trajetória dos mercados internacionais, o mercado de capitais brasileiro apresentou um crescimento significativo, mostrando indicadores de um fortalecimento do setor. O bom desempenho é visto em dados como no crescimento significativo do volume de negócios realizados, no desempenho do Índice Bovespa, no nível de capitalização das empresas e outros indicadores.

O número de empresas listadas em bolsa apresentou crescimento significativo, passando de 381 empresas em 2005 para 448 em 2007. O índice Ibovespa passou dos 11.268 pontos ao final de 2002 para 63.886 pontos em 2007, um crescimento de 466,97%. Entre 2004 e 2007 a maioria dos demais índices da BM&FBOVESPA cresceu anualmente, com destaque para o IBRX-50 e o IGC – Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (BOVESPA, 2008).

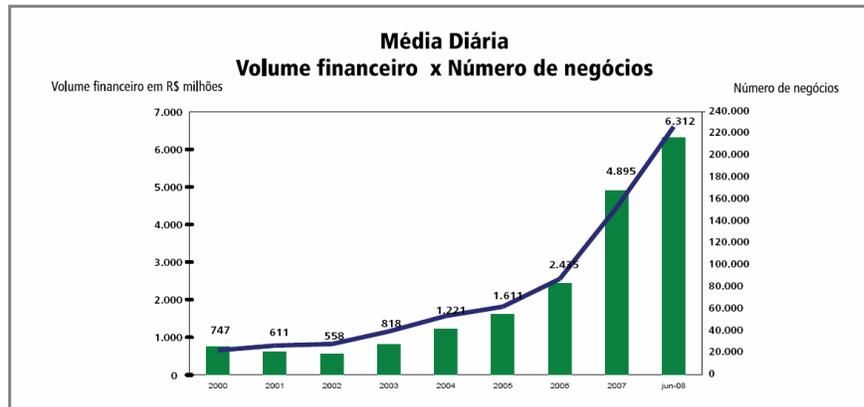
O volume médio diário negociado cresceu de R\$ 746,7 milhões em 2000 para R\$ 4,895 bilhões no fim de 2007, mantendo a trajetória ascendente ao longo de 2008 até o mês de maio, no qual o volume médio diário chegou a R\$ 7,035 bilhões.

Houve também um grande fluxo de capital estrangeiro para as bolsas brasileiras na negociação direta de ações na Bovespa e em aquisições realizadas nas ofertas públicas de ações (IPOs). De acordo com dados da Bovespa, a participação dos investidores estrangeiros no volume financeiro total negociado passou de 29,1% em janeiro de 2002 para 37,98% em dezembro de 2007. Em termos absolutos, o ingresso de capital estrangeiro aumentou de R\$ 5.437.221.590 em janeiro de 2002 para R\$ 75.474.364.828 em dezembro de 2007, evidenciando a grande expansão do mercado no período.

Embora o fluxo de capital estrangeiro indique o crescimento do mercado, é importante analisar o volume financeiro total e o número de negócios efetuados na Bovespa, apresentados no gráfico 1:

GRÁFICO 1 - BOVESPA: VOLUME FINANCEIRO X NÚMERO DE NEGÓCIOS (2000-

2008)



FONTE: Bovespa (2008)

O conjunto de informações recentes do mercado de capitais brasileiro mostra que a atividade econômica do setor tem crescido consideravelmente nos últimos anos. Esta expansão torna apropriado analisar a relação entre o crescimento recente do mercado e os investimentos efetivamente realizados na economia, devido à importância dada pela teoria econômica a um mercado de capitais desenvolvido para um maior nível de investimentos.

4 METODOLOGIA

A pesquisa é de caráter exploratório baseada em dados secundários. Os dados foram obtidos nas seções referentes ao desempenho do mercado de capitais disponíveis no site da Bovespa, e dos prospectos de abertura de capital das empresas selecionadas registrados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A princípio, o universo de análise no período analisado se constituía em 106 empresas que abriram o capital no período de 2004 a 2007. No entanto, para maior homogeneidade de características e utilização dos recursos, o universo foi delimitado a partir dos seguintes critérios:

- foram excluídas empresas do segmento de listagem *Brazilian Depositary Receipts* (BDR), referente a empresas estrangeiras que ofertam valores mobiliários no mercado nacional;
- foram selecionadas apenas as empresas cuja natureza da oferta era primária. O objetivo era excluir da análise recursos destinados à remuneração dos sócios e avaliar apenas os canalizados diretamente para as empresas.
- por fim, excluiu-se as empresas classificadas como “Instituições Financeiras” com o objetivo de manter somente as empresas cujos recursos teriam a possibilidade de ser empregados exclusivamente no âmbito produtivo.

A aplicação do filtro totalizou 25 empresas, todas elas do segmento Novo Mercado. Como a definição de uma amostragem probabilística incluiria quase todas as empresas, decidiu-se utilizar a população para melhorar o nível de confiança da pesquisa. A listagem de empresas consta na Tabela 2 da próxima seção.

A análise foi realizada individualmente por empresa e os dados mais relevantes foram agregados para a elaboração de gráficos e tabelas com o objetivo de comparar o

comportamento das empresas para verificação de um possível padrão na proporção de realização de investimentos em relação ao capital adquirido.

A pesquisa se limita a fazer uma análise de caráter subjetivo dos dados levantados. O objetivo é a observação qualitativa da relação entre a captação de recursos de terceiros pelas empresas e verificar a existência de uma correspondência em realização de investimentos produtivos.

5 ANÁLISE DOS DADOS

Ao se analisar o total de aberturas de capital na Bovespa no período de 2004 a 2007, verifica-se que 71% das empresas optaram pelo segmento de listagem Novo Mercado, indicando a tendência de adesão a altos níveis de governança corporativa pelas novas empresas participantes do mercado acionário. A análise dos dados de acordo com a natureza da oferta permite a construção da Tabela 1:

TABELA 1 - DADOS DE ABERTURA POR NATUREZA DA OFERTA (2004-2007)

Natureza da oferta	Empresas	%	Volume (R\$ milhões)	%	Número de investidores	%
Mista	63	59,43%	R\$ 43.646,00	53,91%	598676	48,75%
Primária	33	31,13%	R\$ 19.885,00	24,56%	249847	20,34%
Secundária	10	9,43%	R\$ 17.430,00	21,53%	379621	30,91%
TOTAL	106	100,00%	R\$ 80.961,00	100,00%	1228144	100,00%

FONTE: Bovespa (2008)

Percebe-se que as aberturas de natureza primária foram realizadas por 31,13% das empresas, mas o volume de recursos captados representa apenas 24,6% do total, indicando que a maior parte dos recursos transacionados nestes IPOs teria baixo potencial de destinação para investimentos produtivos adicionais.

Para analisar a destinação dos recursos das empresas foco da análise (ofertas primárias) a pesquisa se baseou na análise dos prospectos definitivos de distribuição pública de ações de cada empresa, extraindo-se os dados: nome da empresa; data do prospecto definitivo; valor total da oferta; valor total da oferta descontadas as diversas comissões; valor líquido deduzidos os demais custos da oferta; capital social antes da abertura e informações dos planos para destinação dos recursos.

A tabela abaixo apresenta os dados de abertura, bem como a relação entre a captação efetiva e o capital social antes do IPO.

TABELA 2 - OFERTA INICIAL X VOLUME CAPTADO X CAPITAL SOCIAL ANTES DO IPO

EMPRESA	VALOR DA OFERTA INICIAL (R\$ milhões)	VOLUME EFETIVAMENTE CAPTADO (R\$ milhões)	CAPTADO/ OFERTA INICIAL (%)	CAPITAL SOCIAL ANTES DO IPO (R\$ milhões)	CAPTAÇÃO EFETIVA/ CAPITAL SOCIAL (%)
MPX Energia S.A.	R\$ 1.916,36	R\$2.035,00	106,19	R\$10,58	19.233,63
MMX Mineração e Metálicos S.A.	R\$ 1.029,01	R\$1.119,00	108,75	R\$23,62	4.737,58
GVT (Holding) S.A.	R\$ 936,00	R\$1.076,00	114,96	R\$1.220,71	88,15
Invest Tur – Cia. Bras. Des. Imob. Tur.	R\$ 840,00	R\$945,00	112,50	R\$0,10	935.643,56
Cosan S.A. Indústria e Comércio	R\$ 770,23	R\$886,00	115,03	R\$300,00	295,33
Copasa - Cia Saneamento Minas Gerais	R\$ 723,08	R\$813,00	112,44	R\$1.818,78	44,70
INPAR S.A.	R\$ 661,50	R\$756,00	114,29	R\$29,92	2.527,14
Açúcar Guarani S.A.	R\$ 665,76	R\$666,00	100,04	R\$344,99	193,05
Br Malls Participações S.A.	R\$ 605,28	R\$657,00	108,55	R\$517,72	126,90
Construtora Tenda S.A.	R\$ 603,00	R\$603,00	100,00	R\$89,70	672,24
Brasilagro - Cia. Bras. Propr. Agrícolas	R\$ 518,40	R\$583,00	112,46	R\$1,02	56.933,59
Iguatemi Emp. Shopping Centers S.A.	R\$ 477,11	R\$549,00	115,07	R\$216,00	254,17
Ez Tec Empreend. Participações S.A.	R\$ 471,43	R\$542,00	114,97	R\$181,92	297,93

Marisa S.A.	R\$ 440,00	R\$506,00	115,00	R\$44,63	1.133,65
Cia. Providência Indústria e Comércio	R\$ 468,75	R\$469,00	100,05	R\$419,77	111,73
Even Construtora e Incorporadora S.A.	R\$ 400,00	R\$460,00	115,00	R\$99,67	461,54
Rodobens Negócios Imobiliários S.A.	R\$ 390,00	R\$449,00	115,13	R\$63,94	702,24
JHSF Participações S.A.	R\$ 376,00	R\$432,00	114,89	R\$69,33	623,07
BR Ecodiesel Ind. Com. Bioc. Óleos Veg.SA.	R\$ 378,93	R\$379,00	100,02	R\$10,02	3.780,62
Trisul S.A.	R\$ 318,84	R\$330,00	103,50	R\$107,69	306,45
CR2 Empreendimentos Imobiliários S.A.	R\$ 307,58	R\$308,00	100,14	R\$61,86	497,92
General Shopping Brasil S.A.	R\$ 273,00	R\$287,00	105,13	R\$31,08	923,28
Helbor Empreendimentos S.A.	R\$ 232,46	R\$252,00	108,41	R\$89,11	282,80
Abyara Planejamento Imobiliário S.A.	R\$ 163,75	R\$164,00	100,15	R\$1,30	12.615,38
Renar Maçãs S.A.	R\$ 16,00	R\$16,00	100,00	R\$26,40	60,61
TOTAL	R\$ 13.982,47	R\$ 15.282,00	109,29	R\$ 5.779,87	264,40
MÉDIA	R\$ 559,30	R\$ 611,28	108,51	R\$ 231,19	264,40

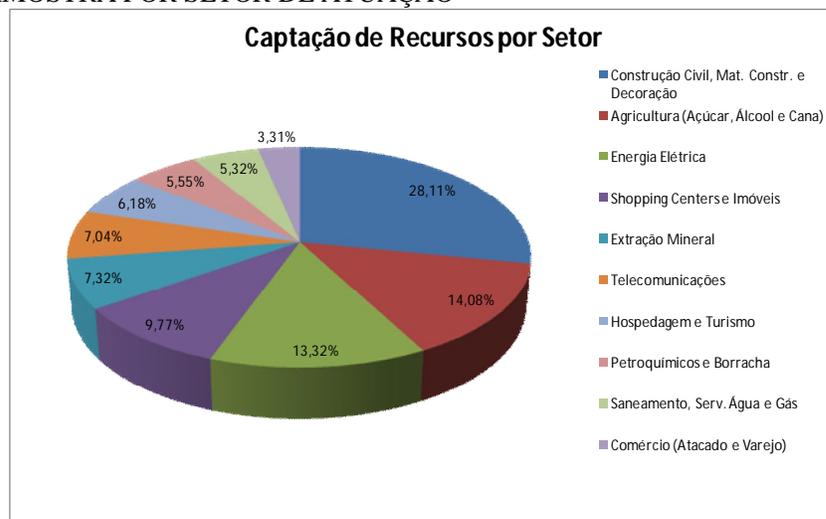
FONTE: Adaptado de CVM (2008)

Do volume total das ações adquiridas nos IPOs da amostra não houve grande concentração dos recursos, tendo as 3 maiores empresas captado 27,68%, enquanto que as 10 menores empresas obtiveram 20,13% do volume total. O total de recursos brutos ofertados inicialmente pelas 25 empresas da amostra foi de R\$13.982.465.091,09, porém o total efetivamente captado foi 9,29% maior, sendo de R\$15.282.000.000,00, devido à possibilidade de emissão de ações adicionais na proporção de até 15% do total das ações inicialmente ofertadas. Observou-se que todas empresas da amostra tiveram suas ações absorvidas pelo mercado integralmente ou acima do valor ofertado inicial, fato explicado pela adesão de 24 das 25 empresas ao regime de colocação de garantia firme.

O grau de diluição da composição societária das empresas após a abertura foi comparado pela proporção do valor da oferta em relação ao capital social antes do IPO, e observou-se que das 25 empresas, 22 realizaram ofertas primárias em valores acima do capital social prévio à abertura, mostrando a tendência à considerável diluição da composição societária a partir da abertura de capital.

O gráfico 2 apresenta a distribuição de recursos de acordo com o setor de atividade econômica.

GRÁFICO 2 - RECURSOS EFETIVAMENTE CAPTADOS PELAS EMPRESAS DA AMOSTRA POR SETOR DE ATUAÇÃO



FONTE: Adaptado de CVM (2008)

O setor de construção civil, composto por 10 empresas, representou 28,11% do total, seguido das 4 empresas do setor agrícola. Outros setores expressivos são o energético, representado pela MPX Energia S.A. e o setor de administração e participação em *shoppings*

centers e imóveis, contendo 3 empresas e correspondendo a 9,77% do total de recursos captados.

Quanto à destinação dos recursos, foram divididas as informações existentes nos prospectos nas 5 categorias a seguir:

- a) alongamento do perfil de endividamento ou redução de passivo;
- b) capital de giro ou financiamento a clientes;
- c) investimentos produtivos (implantação de projetos, investimentos em imobilizado, infraestrutura);
- d) investimento ou aquisição de participações societárias;
- e) reestruturação, modernização e recuperação empresarial.

Na primeira categoria foram classificadas destinações para redução de recursos de terceiros, financiamento de aquisições feitas, assim como pagamento de obrigações com sócios, havendo valores para 13 empresas da amostra e os valores identificados representavam 11,36% do total.

Na classificação “capital de giro ou financiamento a clientes” foram listadas 16 empresas, sendo que destas, 3 não explicitaram valores exatos a serem empregados (MMX Mineração e Metálicos S.A., MPX Energia S.A. e INPAR S.A.). Os volumes identificados mostram que o valor destinado a esse fim representa 6,98% do total levantado.

A classificação de “investimentos produtivos” abrange investimentos em capacidade instalada, projetos como de incorporação e construção, expansão de redes de venda, aquisição de terrenos e equipamentos, entre outros. A proporção de recursos em relação ao total foi de 40,10%, englobando todas empresas da amostra, conforme mostra a seguinte tabela:

TABELA 3 - DESTINAÇÃO DOS RECURSOS - “INVESTIMENTOS PRODUTIVOS”

EMPRESA	VALOR DA OFERTA	%	VALOR APROXIMADO
Renar Maçãs S.A.	R\$ 16.000.000,00	17,33%	R\$ 2.773.333,33
Cia. Providência Indústria e Comércio	R\$ 468.750.000,00	25,00%	R\$ 117.187.500,00
Br Malls Participações S.A.	R\$ 605.278.845,00	30,00%	R\$ 181.583.653,50
Trisul S.A.	R\$ 318.835.000,00	35,00%	R\$ 111.592.250,00
Brasil Ecodiesel Ind. Com. Biocomb. Óleos Vegetais S.A.	R\$ 378.932.220,00	37,00%	R\$ 140.204.921,40
Ez Tec Empreendimentos e Participações S.A.	R\$ 471.431.147,00	37,50%	R\$ 176.786.680,13
Açúcar Guarani S.A.	R\$ 665.758.062,00	40,00%	R\$ 266.303.224,80
General Shopping Brasil S.A.	R\$ 273.000.000,00	40,00%	R\$ 109.200.000,00
Marisa S.A.	R\$ 440.000.000,00	41,00%	R\$ 180.400.000,00
Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A.	R\$ 477.110.820,00	45,00%	R\$ 214.699.869,00
GVT (Holding) S.A.	R\$ 936.000.000,00	46,65%	R\$ 436.644.000,00
Helbor Empreendimentos S.A.	R\$ 232.458.919,00	73,00%	R\$ 169.695.010,87
Rodobens Negócios Imobiliários S.A.	R\$ 390.000.000,00	80,00%	R\$ 312.000.000,00
Abyara Planejamento Imobiliário S.A.	R\$ 163.750.000,00	80,53%	R\$ 131.867.875,00
Construtora Tenda S.A.	R\$ 603.000.000,00	82,00%	R\$ 494.460.000,00
Even Construtora e Incorporadora S.A.	R\$ 400.000.003,50	85,00%	R\$ 340.000.002,98
Invest Tur - Cia. Bras. Des. Imobiliário Turístico	R\$ 840.000.000,00	88,60%	R\$ 744.240.000,00
Copasa - Cia. de Saneamento de Minas Gerais	R\$ 723.076.928,50	90,00%	R\$ 650.769.235,65
CR2 Empreendimentos Imobiliários S.A.	R\$ 307.575.000,00	100,00%	R\$ 307.575.000,00
Brasilagro - Cia. Brasileira de Propriedades Agrícolas	R\$ 518.400.000,00	100,00%	R\$ 518.400.000,00
JHSF Participações S.A.	R\$ 376.000.000,00	< 38,20%	< R\$ 143.632.000,00
INPAR S.A.	R\$ 661.500.000,00	< 80%	< R\$ 529.200.000,00
Cosan S.A. Indústria e Comércio	R\$ 770.232.480,00	< 88,19%	< R\$ 679.268.024,11
MMX Mineração e Metálicos S.A.	R\$ 1.029.010.850,00	N/A	N/A
MPX Energia S.A.	R\$ 1.916.364.816,09	N/A	N/A
Sub-total - excluindo JHSF, INPAR, COSAN, MMX e MPX.	R\$ 9.229.356.945,00	60,75%	R\$ 5.606.382.556,65

FONTE: Adaptado de CVM (2008)

As empresas excluídas da soma captaram volumes significativos em relação à amostra, correspondendo a 33,99% dos R\$ 13.982.465.091,09 totais da amostra.

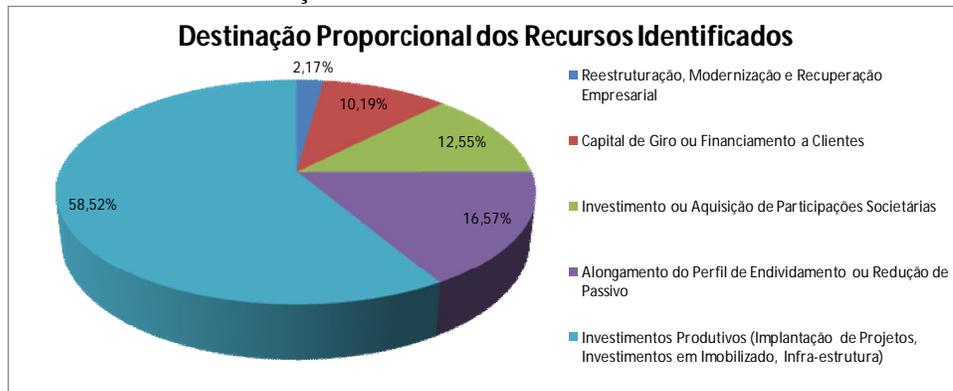
No quarto critério foram listadas destinações de recursos a compras de instalações de propriedade de terceiros, incorporação de empreendimentos, aquisição de maiores participações em companhias e aquisição de empresas em setores complementares, com participação de 7 empresas da amostra. Dos recursos identificados, o volume destinado a esse fim representa 8,6%.

A última classificação se refere a investimentos em melhorias em sistemas produtivos, estruturação de novas cadeias de matérias-primas, logística, tecnologia da informação, pesquisa e desenvolvimento, modernização dos pontos de venda, dentre outros, destinação apresentada somente em 3 das empresas. O volume destinado a investimentos nessa rubrica representa 1,49% do total ofertado.

Considerável parte dos recursos totais não pode ser identificada em valores monetários nas classificações lançadas. Como representam 31,48% da oferta inicial total das empresas, a não identificação desses recursos compromete a precisão da análise da destinação por parte das empresas.

Contudo, uma análise parcial da tendência de destinação dos recursos da amostra pode ser feita ao excluirmos os recursos com destinação não identificada, configurando-se então as proporções conforme o gráfico 3:

GRÁFICO 3 – DESTINAÇÃO PROPORCIONAL DOS RECURSOS IDENTIFICADOS



FONTE: Adaptado de CVM (2008)

O emprego de recursos em aquisições de participações societárias caracteriza somente inversões financeiras e possui significativa participação em conjunto com o uso para capital de giro. Já a classificação de “reestruturação, modernização e recuperação empresarial” apresenta proporção baixa devido a sua especificidade.

Apesar de representarem a maioria, a proporção de uso dos recursos em novos investimentos está abaixo do que se esperava. A utilização de recursos para alongamento do perfil de endividamento evidencia a característica das empresas brasileiras de maior obtenção de recursos via crédito ou dívida de curto prazo, e isto explica o emprego de recursos pelas empresas que abrem capital para reduzir seu custo da dívida.

CONCLUSÕES

Entre 2004 e 2007 houve um movimento significativo de abertura de capital, com destaque para novas listagens no segmento “Novo Mercado” e para as ofertas mistas de capital. A natureza de oferta primária, de relevância para a análise de destinação de recursos na realização de investimentos, foi uma opção menos usada pelas empresas, sendo que o volume captado nessa natureza de oferta correspondeu a 24,6% dos recursos totais no período analisado.

Embora algumas aberturas tenham sido recordes no mercado, a concentração do volume total captado foi pequena em relação a empresas. A análise setorial, no entanto, mostra uma concentração considerável de absorção dos recursos analisados para os setores econômicos da construção civil, agricultura, energia elétrica e no segmento de *shopping centers*. A concentração maior no primeiro setor é coerente com dados gerais do setor, que indicaram grande expansão do mercado da construção civil.

Constatou-se a necessidade de maior padronização nas informações prestadas pelas companhias em seus prospectos, principalmente no que tange à apresentação de valores quantitativos na destinação de recursos. Este fator é nítido nos dados da pesquisa, pois não foi possível analisar a destinação de aproximadamente 31,48% dos recursos ofertados inicialmente, já que os prospectos não identificavam a destinação.

Não obstante, dos recursos identificados nos prospectos para as destinações elencadas, observou-se que 58,52% do volume captado tinham como destinação planejada a realização de investimentos produtivos. Embora corresponda à maior parte dos recursos captados, tal proporção parece estar aquém do esperado por estar em discordância com a expectativa advinda da teoria econômica, a qual infere que a predominante maioria dos recursos captados no mercado de capitais seria empregada na realização de investimentos produtivos. Ao proceder desta maneira, o mercado de capitais estaria cumprindo seu papel primordial de *funding* ou financiamento dos investimentos empresariais de longo prazo.

Ressalta-se, porém, o tamanho limitado da amostra frente à dimensão total do mercado de capitais brasileiro, que apresenta diferentes naturezas de oferta, segmentos de listagem de ações e mercados além do acionário, como por exemplo o de debêntures. Esta pesquisa analisou somente um corte específico do mercado acionário, composto pelas ações primárias, de empresas não-financeiras, excluindo-se o segmento BDR. Uma análise de escopo maior, abrangendo outros tipos de produtos, poderia trazer resultados mais conclusivos e concretos quanto à importância do mercado de capitais brasileiro em seu papel de financiador dos investimentos privados e também públicos.

REFERÊNCIAS

ALDRIGHI, D. M. Uma avaliação das contribuições de Stiglitz à teoria dos mercados financeiros. **Revista de Economia Política**, Rio de Janeiro, v.26, n.1, p.135-57, jan./mar. 2006. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rep/v26n1/a08v26n1.pdf>>. Acesso em: 23 jan. 2009.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO – BOVESPA. **Plano diretor do mercado de capitais 2005**. São Paulo, Dez. 2004. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/PlanoDiretor2005.pdf>>. Acesso em: 16 mar. 2009.

_____. **Informações gerais sobre a BOVESPA e o mercado de capitais: dados & notas**. São Paulo, abr./jun. 2008. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/DadosNotas.pdf>>. Acesso em: 16 mar. 2009.

_____. **Mercado diário**: sala de imprensa. São Paulo, 2009. Disponível em: <http://mrm.comunique-se.com.br/arq/86/arq_86_5848.xls>. Acesso em: 16 mar. 2009.

BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 4., 2004, São Paulo. **Anais eletrônicos...** São Paulo: USP, 2004. Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos42004/282.pdf>>. Acesso em: 23 jan. 2009.

CASAGRANDE NETO, H. **Abertura do capital de empresas no Brasil: um enfoque prático**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2000.

CASTRO, L. B. Financiamento e crescimento econômico. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.14, n.29, jun. 2008. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/revista/rev2909.pdf>>. Acesso em: 26 nov. 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Prospectos definitivos (empresas selecionadas)**. São Paulo: CVM, 2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 10 abr. 2009.

DIAS, E. M. **Decisões de financiamento de empresas brasileiras de capital aberto maduras: testando *pecking order***. 2007. 64p. Dissertação (Mestrado Profissionalizante em Economia) – IBMEC-RJ, Rio de Janeiro, 2007. Disponível em: <http://www.ibmecrj.br/sub/RJ/files/dissert_mestrado/ECO/ECO_edesondias_ago.pdf>. Acesso em: 23 jan. 2009.

FAMÁ, R.; GRAVA, J. W. Teorias de estrutura de capital: as discussões persistem. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v.1, n.11, p.27-36, 1º trimestre 2000. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/cad-pesq/arquivos/C11-ART04.pdf>>. Acesso em: 23 jan. 2009.

INSTITUTO BRASILEIRO DE MERCADO DE CAPITAIS – IBMEC. **Plano diretor 2002**: atualização da execução até março de 2008. Rio de Janeiro, mar. 2008. Disponível em: <http://www.ibmec.org.br/pub/pdmc2002_a200803.pdf>. Acesso em: 15 mar. 2009.

MACARINI, J. P. Um aspecto da política econômica do "milagre brasileiro": a política de mercado de capitais e a bolha especulativa 1969-1971. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v.38, n.1, p.151-172, jan./mar. 2008. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ee/v38n1/07.pdf>>. Acesso em: 20 jan. 2009.

SCHNORRENBARGER, A. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v.58, n.1, jan./mar. 2004. Disponível em: <http://volpi.ea.ufrgs.br/teses_e_dissertacoes/td/000515.pdf>. Acesso em: 20 jan. 2009.