

## **OFERTAS PÚBLICAS DE AÇÕES E A CRISE FINANCEIRA DE 2008**

**JOSÉ EDUARDO MARTINS LEONI**

USP - Universidade de São Paulo

jose.leoni@usp.br

**EDUARDO AUGUSTO DO ROSÁRIO CONTANI**

USP - Universidade de São Paulo

contani@usp.br

**FABIANA LOPES DA SILVA**

PUC-SP

fabianalopes@usp.br

**DANIEL REED BERGMANN**

UNINOVE – Universidade Nove de Julho

daniel.rb@me.com

## OFERTAS PÚBLICAS DE AÇÕES E A CRISE FINANCEIRA DE 2008

**Área temática:** Finanças

### Resumo

O mercado de ações brasileiro teve substancial aumento nas ofertas públicas de ações a partir de 2004. Até 2007, período pré-crise financeira de 2008, foram 152 ofertas públicas de ações, sendo 106 IPOs (Ofertas Públicas Iniciais ou *Initial Public Offerings*) e 46 subsequentes à oferta inicial (*follow-ons*). A partir de dados secundários das ofertas públicas de ações realizadas no Brasil, objetivou-se verificar a existência de diferenças significativas nas ofertas públicas de ações no Brasil realizadas entre 2004 e 2012, para o período pré (2004 a 2007) e pós-crise (2009 a 2012), com base nos testes de *Mann-Whitney*. Em seguida, comparou-se o volume de ofertas públicas de ações e de desembolso do BNDES, ambos em relação ao PIB. Empregou-se um teste de hipótese de médias e realizou-se estatística descritiva dos dados. Houve diferença significativa entre os períodos pré-crise e pós-crise para a participação de estrangeiros nas emissões, ocorrendo sua redução após a crise. O volume de ofertas não teve diferença significativa entre os períodos. Os desembolsos do BNDES foram maiores que as ofertas públicas de ações em todos os anos da amostra, à exceção de 2007, porém ambas estratégias de financiamento representaram menos de 4,4% do PIB anual, em média.

**Palavras-chave:** ofertas públicas de ações, ofertas públicas iniciais, crise financeira.

### Abstract

The Brazilian stock market had substantial increase in public offerings since 2004. From 2004 to 2007, considered pre financial crisis period, there were 152 public offerings, with 106 Initial Public Offerings (IPOs) and 46 follow-ons. From secondary data base, we aimed to verify the existence of significant differences in public offerings in Brazil between 2004 and 2012 for the pre (2004-2007) and post-crisis (2009-2012), using Mann-Whitney tests. Then we compared the volume of public offerings and disbursements of BNDES, both in relation to GDP. We applied a hypothesis test and performed descriptive statistics. We found significant difference between the pre and post-crisis periods for foreign participation in offerings. Their share reduced after crisis. The volume of deals was not significantly different between the two periods. BNDES disbursements were higher than the public offerings in each year of the sample, except for 2007, but both financing strategies represent less than 4.4% of annual GDP on average.

**Keywords:** public offerings, IPOs, financial crisis.

## 1. INTRODUÇÃO

As ofertas públicas de ações tornaram-se uma alternativa para as empresas financiarem suas atividades junto ao mercado de capitais, com a emissão de novas ações para aumento do capital social e a subsequente entrada de recursos e novos sócios nas companhias. Esse tipo de oferta é definida como de natureza primária.

Outra importância das ofertas públicas de ações é permitir que os donos de uma empresa façam a alienação das participações diretamente para outros acionistas, ou seja, sem afetar o caixa da firma. Nesse caso, a oferta é definida como secundária. Quando uma oferta possui uma parcela primária e uma parcela secundária, ela é classificada como oferta mista.

O mercado de ações brasileiro começou a ter substancial aumento nas ofertas públicas de ações a partir de 2004, impulsionado pelo desenvolvimento dos segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA. Pode-se destacar entre esses segmentos o Novo Mercado, que possui regras de Governança Corporativa bastante avançadas em relação a legislação vigente à época.

No período pré-crise financeira de 2008, mais precisamente de 2004 a 2007, foram 152 ofertas públicas de ações, sendo 106 IPOs (Ofertas Públicas Iniciais, do inglês *Initial Public Offerings*) e outras 46 subsequentes à oferta inicial (denominadas de *follow-ons*). O volume total de ofertas foi de R\$123,3 bilhões no período, segundo dados da BM&FBOVESPA.

No período da crise financeira, que eclodiu em 2008 e teve reflexos até meados de 2009, dez empresas brasileiras abriram seu capital. Apenas para ressaltar, de 2007 até maio de 2009, 72 empresas deixaram de realizar ofertas públicas, sendo 47 de ações, 14 de certificado de depósito de ações (CDA – inclui BDRs e Units) e 11 de debêntures. Desde então, o aquecimento das ofertas públicas iniciais aumentou gradualmente e boa parte das empresas retomou a realização dessas ofertas.

A crise financeira afetou de forma significativa as ofertas públicas de ações ao redor do mundo, tendo também impactado as emissões de ações na bolsa de valores brasileira. De 2009 a 2012, 80 companhias realizaram ofertas públicas de ações, representando uma queda de quase 50% em relação ao período de quatro anos anterior à crise.

Neste artigo é realizada uma análise temporal e quantitativa de dados secundários de todas as ofertas públicas de ações realizadas no Brasil. Seu objetivo principal é verificar se há diferenças significativas nas ofertas públicas de ações no Brasil realizadas entre 2004 e 2012, para o período pré (2004 a 2007) e pós-crise (2009 a 2012). Como metodologia, foi empregado o teste de hipótese de médias e realizada estatística descritiva dos dados. Como objetivo secundário, foi comparada a proporção de ofertas públicas de ações em relação ao PIB e os desembolsos do BNDES em relação ao PIB, para verificar duas formas de financiamento das empresas no país e como se comportam ao longo do tempo.

O presente artigo está dividido em cinco seções, incluindo esta introdução. A segunda seção apresenta as definições operacionais e é seguida pela revisão bibliográfica, a análise dos resultados encontrados e, na última seção, é apresentada a conclusão da pesquisa.

## 2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

A crise financeira de 2008 afetou as ofertas públicas de ações no Brasil. Para estudar esses efeitos, realizamos uma revisão na literatura na presente seção, dividida em três subseções. A primeira detalha as características das ofertas públicas de ações no Brasil, indicando os trabalhos que ressaltam os principais motivos para a realização de IPOs. Em

seguida, é feita revisão da literatura referente à Governança Corporativa. A contextualização da crise financeira de 2008 é feita na terceira subseção.

## **2.1. Ofertas públicas de ações**

A Instrução CVM n.º 400/03, dispõe sobre as Ofertas Públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário. As ofertas públicas de ações são também chamadas de distribuição pública de ações, e definidas pelo artigo 19 da Lei 6.385/76, replicado abaixo por seus sinônimos distribuição pública ou emissão pública.

“§ 3º - Caracterizam a emissão pública:

I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público;

II - a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores;

III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação.” (Lei 6.385/76)

Dentre os aspectos legais que regulam as Ofertas Públicas de ações, destacam-se a Lei das Sociedades por Ação (Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976) e suas principais alterações. Para uma companhia de capital fechado tornar-se uma companhia aberta e utilizar o mercado de capitais, ela necessita seguir a Instrução CVM n.º 480/09, que dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários (bolsa ou balcão organizado).

Após a criação do Plano Real, surgem boas condições para que as empresas utilizem o financiamento com Ofertas Públicas de ações. A partir de 2004, com o ressurgimento dos IPOs no Brasil, houve grande interesse da mídia, de empresas e de investidores pelo assunto. Apesar disso, ainda persiste uma dúvida sobre a diferença entre Abertura de Capital, Oferta Pública e IPO. Antes de fazer um IPO, a empresa necessita tornar-se uma companhia aberta perante a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Sendo assim, ela está autorizada a realizar uma oferta pública na Bolsa de Valores. A oferta pública de ações realizada pela primeira vez é o IPO.

Nos últimos anos, tornou-se comum a solicitação simultânea à CVM do pedido de registro de companhia aberta e de registro da oferta e a BM&FBOVESPA de autorização para a realização de distribuição pública de ações.

Segundo Kim e Weisbach (2005), há IPOs que vendem exclusivamente novas ações (Ofertas Primárias), outros que vendem exclusivamente ações de acionistas vendedores (Oferta Secundária) e um terceiro tipo que combina as duas (Oferta Mista). Comparando-se o tipo de oferta, é possível determinar a motivação da companhia para abrir o capital. Ele concluiu que Ofertas Primárias estão associadas com uma maior demanda por capital.

Baseado em Brau, Ryan e DeGraw (2006), o Quadro 1 sintetiza os diversos autores e teorias para explicar por que elas abrem o capital. Basicamente são duas: do ciclo de vida e da janela de mercado.

**Quadro 1 - Explicação sobre por que as companhias fazem IPO**

<b>Teorias do ciclo de vida</b>	<b>Autores</b>
IPO facilita uma estrutura ótima de capital	Modigliani e Miller (1963); Scott (1976)
IPO facilita a alienação de uma companhia	Zingales (1995)
IPO permite uma dispersão de propriedade ótima	Chemmanur e Fulghieri (1999)
IPO cria maior liquidez para companhias	Mello e Parsons (2000).
IPO proporciona vantagens na reputação	Maksimovic e Pichler (2001)
<b>Teorias da janela de mercado</b>	<b>Autores</b>
Companhias postergam a emissão de ações se elas sabem que estão subavaliadas	Lucas e McDonald (1990)
Companhias evitam o IPO quando poucas empresas estão emitindo ações	Choe, Masulis e Nanda (1995)
IPOs são mais frequentes após avaliação pública	Ritter e Welsh (2002)

Fonte: Adaptado de Freitas, Savoia e Montini (2007).

Brau, Ryan e DeGraw (2006) afirmam que entre os motivos pelos quais as companhias não abrem o capital estão o custo da abertura, principalmente as comissões pagas aos *underwriters* (bancos escrituradores), e o custo indireto da perda da confidencialidade de suas informações.

No Brasil, parte desse estudo foi replicado por Steffen e Zanini (2012), cujos resultados também demonstraram que os executivos no Brasil confirmam tanto as duas teorias (ciclo de vida e *Market Timing*). Sobre a teoria da janela de mercado, no Brasil os executivos a confirmaram, pois o mercado aquecido influenciou a decisão do IPO. Além disso, ao contrário dos resultados nos Estados Unidos, a publicidade das informações da empresa não foram consideradas como desvantagem do IPO pelos executivos financeiros brasileiros.

Kim *apud* Mikkelson *et al.* (1997) documentou que os IPOs nos Estados Unidos são geralmente acompanhados por um grande crescimento nos ativos. Embora não exista, em Mikkelson (1997), uma relação entre o crescimento da companhia e o aumento de capital devido a um IPO, sua análise sugere que as companhias utilizam ofertas públicas de ações para financiarem seu crescimento.

Kim e Weisbach (2005) analisaram 16.958 IPOs de 38 países entre 1990 e 2003. Seus resultados sugerem que Ofertas Primárias são correlacionadas com uma série de fatores associados com a demanda por capital. Sugere-se que as empresas ao redor do mundo de fato usam o mercado de ações para captação de recursos para investimentos. Em sua análise, do volume captado em IPOs, 79% foi em ofertas primárias, então conclui-se que o aumento de capital é um importante motivo para a decisão de abrir o capital.

Além disso, Loughran, Ritter e Rydqvist (1994) encontraram correlação positiva entre o nível do mercado de ações ajustado pela inflação e o volume dos IPOs em 14 de 15 países estudados. Esse dado foi interpretado por eles como uma evidência de que as empresas de capital fechado têm certa capacidade de realizar suas ofertas de ações em períodos que possuem múltiplos de mercado mais altos, corroborando com a teoria da janela de mercado citada anteriormente.

## **2.2. Governança Corporativa**

Segundo o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas, conselho de administração, diretoria, auditores independentes e conselho fiscal. Os princípios básicos que norteiam esta prática são: (i) transparência; (ii) equidade; (iii) prestação de contas (*accountability*); e (iv) responsabilidade corporativa (IBGC, 2004).

Os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa foram implantados, em dezembro de 2000, pela então Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA (atual BM&FBOVESPA). O Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 são segmentos especiais de listagem desenvolvidos com o objetivo de reduzir a distância entre a regulamentação existente e a necessidade de proteção dos investidores. Além disso, em 2005 a Bolsa criou o BOVESPA Mais, segmento de acesso do Mercado de Balcão Organizado administrado pela BM&FBOVESPA, sendo que em 2008, o primeiro IPO neste segmento captou R\$ 20,7 milhões com uma Oferta primária.

As empresas listadas no Nível 1 de Governança Corporativa assumem compromissos de transparência adicionais a legislação; no entanto, suas regras foram incorporadas pela Nova Lei das Sociedades por Ação (n.º 11.638/07), entre elas a publicação de demonstrações financeiras em padrão internacional (*IFRS – International Financial Report Standards*). No Nível 2, a novidade foi a inclusão de regras societárias, que proporcionem equidade de direitos entre os acionistas. No Novo Mercado, as empresas devem possuir e emitir exclusivamente ações ordinárias, que proporciona a todos os acionistas o direito de voto.

Desde sua implementação, a maior parte dos IPOs ocorreu no Novo Mercado, sugerindo que ele foi um dos responsáveis pela retomada das Ofertas Públicas no Brasil. De 2004 a 2008, 78 das 110 (ou 71%) Ofertas Públicas Iniciais ocorreram nesse segmento. O ano de 2008 encerrou com 160 empresas listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

## **2.3. Crise financeira de 2008**

Segundo Borça Junior e Torres Filho (2008), desde agosto de 2007, com o início da crise imobiliária no segmento subprime nos EUA, houve um aumento da aversão ao risco no mercado financeiro internacional, com a concomitante deterioração das condições de crédito em escala global.

Essa crise agravou-se no segundo semestre de 2008, com o pedido de concordata na Corte de Falências de Nova York do quarto maior banco de investimento norte-americano, Lehman Brothers, em 15 de setembro daquele ano. Isso causou redução do número e volume de ofertas públicas de ações ao redor do mundo em decorrência da menor liquidez dos mercados e da maior aversão ao risco por parte dos investidores. No Brasil, os efeitos também foram sentidos, pois muitas empresas tiveram suas ofertas indeferidas ou desistiram da mesma.

Para Borça Junior e Torres Filho (2008), a decisão dos reguladores americanos de não fornecerem apoio financeiro ao Lehman Brothers agravou significativamente a crise, gerando pânico nos mercados de ações ao redor de mundo. Mesmo bancos e empresas saudáveis financeiramente enfrentaram dificuldades para obter recursos e crédito de curto prazo.

Como exemplo de consequências da crise no Brasil, Jara, Moreno e Tovar (2009) citam que algumas empresas aumentaram a sua exposição em moeda estrangeira, por meio de derivativos, apostando contra a depreciação do Real. Um mês após a falência do Lehman

Brothers, o Real desvalorizou mais de 30% em relação ao Dólar norte-americano, que resultou em grandes perdas para grandes empresas do Brasil, estimadas em mais de US\$ 25 bilhões.

### 3. METODOLOGIA

A tipologia da pesquisa adotada se baseia predominantemente em uma abordagem empírico-analítica, com análise de dados de todas as ofertas públicas realizadas no Brasil entre 2004 e 2012.

Com vistas a atender ao objetivo proposto no presente artigo, que busca verificar se há diferenças significativas nas ofertas públicas de ações no Brasil antes e pós crise, foram selecionadas todas emissões de ações (IPO e Follow-on) entre 2004 a 2012, considerando-se o ano de 2008 como ponto central. Os dados secundários possuem como fonte as informações disponíveis no website da BM&FBOVESPA e CVM.

Assim, segregou-se a amostra em dois grupos: antes da crise (2004 a 2007) e depois da crise (2009 a 2012), totalizando quatro anos antes e quatro anos depois da crise como período comparativo de análise. A fim de permitir a comparabilidade do volume ofertado ano a ano, os dados foram deflacionados.

As variáveis utilizadas no estudo foram:

- Oferta pública de ações: número de ofertas, volume total de emissões (em R\$), percentual de participação no PIB;
- Desembolsos do BNDES: volume (em milhões de R\$) e percentual de participação no PIB;
- PIB anual;
- Percentual de participação dos estrangeiros nas emissões.

A quantidade de ofertas públicas realizadas entre 2004 a 2012 e consideradas na amostra é apresentada na Tabela 1.

**Tabela 1 – Número de ofertas públicas no Brasil (2004 a 2012)**

Ano	Número de ofertas públicas
2004	15
2005	19
2006	42
2007	76
2008	12
2009	24
2010	22
2011	22
2012	12
Pré-crise	152
Pós-crise	80

Fonte: CVM e BM&FBOVESPA

Como a análise consiste na comparação entre os valores médios das variáveis selecionadas nos quatro anos pré e pós-crise, aplicou-se o teste de *Mann-Whitney*. Trata-se de um teste não paramétrico destinado a verificar se duas amostras independentes provem de

populações com médias iguais, em nível de significância pré-estabelecido (FÁVERO *et al.*, 2009). O referido teste consiste na atribuição de postos às observações, como se estas fizessem parte de uma única amostra. Se a hipótese nula for verdadeira, então os postos baixos, médios e altos estariam distribuídos equilibradamente entre as duas amostras. As hipóteses testadas foram:

$$H_0: \mu_{pré-crise} = \mu_{pós-crise}$$

$$H_1: \mu_{pré-crise} \neq \mu_{pós-crise}$$

O teste de *Mann-Whitney* foi aplicado para as variáveis: (i) volume de ofertas públicas (em milhões de R\$) e (ii) percentual de participação de estrangeiros na emissão.

#### 4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção, inicialmente são comparados alguns fatores que influenciaram a colocação no exterior e um comparativo com o mercado internacional. Em seguida é realizada a análise descritiva e comparativa dos dados de volume e participação de estrangeiros nas ofertas públicas de ações no Brasil.

##### 4.1. Colocação no exterior e comparativo internacional

As empresas brasileiras que fizeram IPO recentemente realizaram esforços de colocação das ações nos Estados Unidos da América, exclusivamente junto a investidores institucionais qualificados, residentes e domiciliados nos Estados Unidos, em conformidade com o disposto na Regra 144A (*Rule 144 A*) editada ao amparo do *Securities Act* de 1933. Para os investidores nos demais países, exceto os Estados Unidos e o Brasil, os esforços de colocação são definidos de acordo com a legislação vigente no país de domicílio de cada investidor e em conformidade com os procedimentos previstos no Regulamento S (*Regulation S*), editado pela *Securities and Exchange Commission* (SEC), a CVM dos Estados Unidos, em conformidade com os mecanismos de investimento previstos na Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN), CVM e na Lei n.º 4.131/62.

Tal esforço de venda no exterior é importante para as companhias, pois os investidores estrangeiros são responsáveis, em média, pela compra de 60% das ações emitidas em Ofertas Públicas no Brasil, seja em IPOs seja em follow-ons. Esse é um dos fatores que denota evolução do mercado de capitais brasileiro, uma vez que as empresas conseguem captar investidores sem a listagem em bolsas de outros países.

Segundo dados da Federação Mundial de Bolsas (*World Federation Of Exchanges - WFE*), o Brasil é líder absoluto na América Latina em captações por meio de ações. Em 2008, ano da criação da BM&FBOVESPA com a fusão das bolsas de ações e de derivativos do Brasil, o país figurou na sexta posição em volume de ofertas de ações, atrás apenas da NYSE Euronext, London Stock Exchange, Hong Kong Exchanges and Clearing Limited, Australian Securities Exchange, Bolsas y Mercados Españoles, o que colocou a BM&FBOVESPA em posição de destaque no financiamento de companhias em relação a outras bolsas do mundo. Cabe ressaltar que a WFE não possui histórico anterior a 2008 para a nova bolsa brasileira.

Com o agravamento da crise iniciada nos Estados Unidos, o fluxo de capitais que entrava no Brasil via ofertas públicas praticamente cessou, uma vez que a participação de investidores estrangeiros em ofertas públicas era superior ao volume colocado no mercado doméstico.



## 4.2. Análise descritiva e comparativa

Além do financiamento das empresas por meio de emissão de ações, as companhias podem recorrer a outras formas de financiamento. O Quadro 2 resume as principais fontes de captação de recursos utilizados pelas companhias em seu financiamento externo.

**Quadro 2 – Resumo das Formas de Financiamento Externo**

Forma	Tipo	Descrição	Principal uso de recursos
Capital ( <i>Equity</i> )	-Ações - BDRs / Units	Títulos representativos da fração do capital social de uma empresa ou lastrados em ações das companhias.	Investimentos.
Dívida ( <i>Debt</i> )	-Debêntures -Nota Promissória	Títulos de dívida de médio e curto prazo, respectivamente.	Financiamento do capital de giro.
Securitização	-CRI -FIDC	Títulos representativos de crédito (recebíveis imobiliários e direitos creditórios, respectivamente).	Adiantamento de recursos.
Órgãos Públicos	-BNDES -FINEP	Órgãos governamentais como objetivo de apoiar empreendimentos que contribuam para o desenvolvimento do país.	Investimento e capital de giro.
Mercado Externo	-ADRs - <i>Bonds / Notes</i>	Certificado de depósito de ações negociados nos EUA (ADR) e título de dívida de longo ( <i>Bonds</i> ) e médio prazo ( <i>Notes</i> ).	Variado.
Capital de Risco	- <i>Private Equity</i> - <i>Venture Capital</i>	Aquisição de participação em empresas com alto potencial de crescimento.	Variado.

Fonte: Elaborado pelos autores

A Tabela 2 compara as captações registradas pela CVM e o Produto Interno Bruto do país. Pode-se notar que o volume de Ofertas Públicas de Ações/CDAs sempre foi inferior ao volume de desembolsos do BNDES, com exceção do ano de 2007, o que demonstra a existência de grande liquidez no mercado de capitais pré-crise.

**Tabela 2 – Ofertas Públicas de Valores Mobiliários e Desembolsos do BNDES em Relação ao Produto Interno Bruto**

Ano	Ofertas públicas de ações <sup>1</sup>			Desembolsos do BNDES		PIB Anual (R\$ MM)
	Número	Volume (R\$ MM)	Part. PIB (%)	Volume (R\$ MM)	Part. PIB (%)	
2004	15	8.805	0,5%	39.834	2,1%	1.941.498
2005	19	13.936	0,6%	46.980	2,2%	2.147.239
2006	42	30.436	1,3%	51.318	2,2%	2.369.484
2007	76	70.113	2,6%	64.892	2,4%	2.661.344
2008	12	34.255	1,1%	90.878	3,0%	3.032.203
2009	24	45.983	1,4%	136.356	4,2%	3.239.404
2010 <sup>2</sup>	22	69.394	1,8%	168.423	4,5%	3.770.085
2011	22	17.990	0,4%	138.873	3,4%	4.143.013
2012	12	13.240	0,3%	155.992	3,5%	4.402.537
Média		33.795	1,1%	99.283	3,2%	3.078.534
Pré-crise	152	30.823	1,4%	50.756	2,2%	2.279.891
Pós-crise	80	36.652	0,9%	149.911	3,9%	3.888.760

<sup>1</sup> Inclui certificado de depósito de ações (units e BDRs). <sup>2</sup> Exclui a parcela adquirida pelo governo brasileiro na oferta da Petrobras por meio da cessão onerosa de barris (R\$79,8 bilhões).

Fonte: BM&FBOVESPA, BNDES e IBGE.

A participação das Ofertas Públicas de Ações/CDAs é pequena em relação ao PIB. Tal fato é parcialmente explicado pela grande participação percentual do BNDES no financiamento das empresas listadas, que muitas vezes deixam de captar via oferta pública.

O número de ofertas públicas nos quatro anos pré-crise foi 90% superior ao do período pós-crise. Aplicando-se o teste de hipótese para a variável participação de estrangeiros, verifica-se que houve diferença significativa entre os períodos. O teste mostra que a participação dos estrangeiros diminuiu após a crise com nível de significância de 5% (Tabela 3). Portanto, há evidências para se rejeitar a hipótese nula do teste ( $p\text{-value} = 0,000$ ).

**Tabela 3 – Estatística Descritiva da variável participação de estrangeiros**

	<b>Quantidade</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>	<b>Média</b>	<b>Desvio-padrão</b>
Pré_Crise	152	0,00%	97,99%	68,2979%	15,53515%
Pós_Crise	80	1,64%	90,84%	59,1160%	19,25167%

Aplicando-se o teste de hipótese para a variável volume (em R\$) de cada oferta pública de ação, verifica-se que não houve diferença significativa entre os períodos (Tabela 4). Desta forma, há evidências que levam a não rejeição da hipótese nula, uma vez que o nível de significância observado do teste é maior que 5% ( $p\text{-value} = 0,905$ ).

**Tabela 4 – Estatística Descritiva da variável volume das ofertas públicas de ações (IPOs e follow-ons)**

	<b>Quantidade</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>	<b>Média</b>	<b>Desvio-padrão</b>
Pré_Crise	152	14.916.061	5.726.151.924	756.525.544	760.888.361
Pós_Crise	80	125.678.020	89.180.398.406	2.122.380.283	9.988.238.089

## 5. CONCLUSÃO

O presente artigo teve como objetivo verificar se existiam diferenças significativas nas ofertas públicas de ações no Brasil realizadas entre 2004 e 2012, para o período pré (2004 a 2007) e pós-crise (2009 a 2012). Empregou-se o teste de hipótese de médias e estatística descritiva dos dados. Também foi realizada a comparação das ofertas com os desembolsos do BNDES, de maneira a verificar o comportamento das empresas no financiamento de suas atividades.

Foram mostrados os aspectos legais da emissão de ações no Brasil, bem como as motivações para companhias realizarem novas emissões; dados das Ofertas Públicas e IPOs recentes e principais destinações de recursos. O trabalho abordou também as outras formas de financiamento encontradas pelas empresas além do financiamento via giro da atividade. Mostrou-se que o BNDES continua sendo uma importante forma de captação de recursos pelas empresas, o que, de certa forma, prejudica o mercado de emissões primárias de valores mobiliários.

Os segmentos especiais de Governança Corporativa consolidaram-se nos últimos cinco anos e tiveram papel fundamental nas Ofertas Públicas de ações recentes. A maior parte das empresas aderiu voluntariamente ao Novo Mercado, o mais rígido segmento de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA.

O número de ofertas públicas nos quatro anos pré-crise foi 90% superior ao do período pós-crise. Foi verificada diferença significativa entre os períodos pré-crise e pós-crise para a participação de estrangeiros nas emissões. Houve redução após a crise. Com relação ao volume das ofertas, a partir do teste de hipótese não foi encontrada diferença significativa entre os períodos.

Nota-se ainda um movimento de consolidação do mercado de capitais brasileiro. O ano de 2007 mostrou um recorde em emissões primárias de ações e o ano de 2008 colocou o país em quarto maior emissor global de novas ações. Contudo, o mercado de ofertas de ações no Brasil ainda é relativamente pequeno em relação ao PIB. Além disso, houve redução da participação de investidores estrangeiros após a crise.

As aberturas de capital são utilizadas não só para rebalancear os passivos e permitirem aos acionistas a liquidação de suas posições com Ofertas Secundárias. Seu benefício real é financiar os investimentos e o capital de giro das empresas listadas em Bolsa de Valores.

Com o trabalho, mostrou-se a evolução das Ofertas Públicas Primárias de ações no mercado de capitais, assim como sua importância para o financiamento presente e futuro das empresas brasileiras. Além de ser uma alternativa de financiamento, a captação de recursos com Ofertas Públicas Primárias de ações pode ser um importante canal para o desenvolvimento de empresas e do país.

## REFERÊNCIAS

- BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **Desembolso anual do Sistema BNDES por porte da empresa.** Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/>>. Acesso em mai. 2013.
- BM&FBOVESPA. **Ofertas Públicas e IPOs.** Disponível em: <<http://bmfbovespa.comuniquese.com.br/list.aspx?idCanal=A21hwVksq41tvr7LFRtbZw==>>. Acesso em: mai. 2013.
- BORÇA JUNIOR, G. R.; TORRES FILHO, E. T. **Analisando a crise do subprime.** Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V. 15, N. 30, P. 129-159, dez. 2008. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev3005.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev3005.pdf)>. Acesso em: mai. 2013.
- BRASIL. Lei nº 4.131, de 3 de setembro de 1962. Disciplina a aplicação do capital estrangeiro e as remessas de valores para o exterior e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L4131.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4131.htm)>. Acesso em mai. 2013.
- \_\_\_\_\_. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm)>. Acesso em mai. 2013.
- \_\_\_\_\_. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm)>. Acesso em mai. 2013.
- BRAU, J. C.; DeGRAW, I.; RYAN, P. A. **Initial Public Offerings: CFO Perceptions Rationale for Going Public, Perception Stationarity, and After-Market Returns.** The Financial Review. v. 41, p. 483–511, out. 2006.
- CHEMMANUR, T. J.; FULGHIERI, P. **A Theory of the Going-Public Decision.** Review of Financial Studies. v.12, p. 249-279. Disponível em: <<https://www2.bc.edu/~chemmanu/paper/public.pdf>>. Acesso em: mai. 2013.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=\inst\inst400.htm>>. Acesso em mai. 2013.
- \_\_\_\_\_. Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de

- valores mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=\\inst\inst480.htm>. Acesso em mai. 2013.
- \_\_\_\_\_. Ofertas Públicas de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso em mai. 2013.
- FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L.. **Análise de Dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA - Sistema de Contas Nacionais Referência 2000 (IBGE/SCN 2000 Anual) - PIB - R\$ (milhões). Disponível em: [www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br). Acesso em mai. 2013.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2010. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/Download.aspx?Ref=Codigos&CodCodigo=47>. Acesso em: mai. 2013.
- JARA, Alejandro; MORENO, Ramon; TOVAR, Camilo E. **The global crisis and Latin America: Financial impact and policy responses**. BIS Quarterly Review, Jun. 2009. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1513216>. Acesso em: mai. 2013.
- KIM, W.; WEISBACH, M. S. **Do firms go public to raise capital?** National Bureau of Economic Research. Working Paper 11197. Cambridge, 2005. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w11197.pdf>. Acesso em: mai. 2013.
- LOUGHRAN, T; RITTER, J. R.; RYDQVIST, K. **Initial Public Offerings: International insights**. Pacific-Basin Finance Journal. Elsevier Science, v. 2, p. 165-199, 1994.
- RITTER, J.R. e WELCH, I. **A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations**. The Journal of Finance. v. LVII, nº 4, ago. 2002. Disponível em: <http://leeds-faculty.colorado.edu/bhagat/IPO-review.pdf> >. Acesso em: mai. 2013.
- SAVOIA, Jose Roberto Ferreira; FREITAS, Abner de Pinho Nogueira; MONTINI, Alessandra de Ávila. **The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings: The Brazilian Experience**. Latin American Business Review (Binghamton), v. 8, p. 97-114, 2007.
- STEFFEN, H. C. ZANINI, F. A. M.; **Abertura de Capital no Brasil: Percepções de Executivos Financeiros**. Revista Contabilidade & Finanças [online]: São Paulo, 2012. v. 23, n. 59, p. 102-115. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/rcf/v23n59/v23n59a03.pdf>. Acesso em mai. 2013.
- UNITED STATES CONGRESS. **Securities Act of 1933**. Disponível em: <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>. Acesso em mai. 2013.
- WORLD FEDERATION OF EXCHANGES – WFE. **Investment flows - Capital raised by shares issues**. Disponível em: <http://www.world-exchanges.org/statistics>. Acesso em mai. 2013.