

**FUNDAÇÃO ARMANDO ALVARES PENTEADO**

**FACULDADE DE ECONOMIA**

**O DESENVOLVIMENTO DA BOLSA DE VALORES**

**DE SÃO PAULO A PARTIR DOS ANOS 1990**

**PAOLA MINATEL DE MELLO**

Monografia de Conclusão do Curso apresentada à Faculdade de Economia para obtenção do título de graduação em *Ciências Econômicas*, sob a orientação do Prof. Paulo Renato do Santos.

São Paulo, 2008

DE MELLO, Paola Minatel. O DESENVOLVIMENTO DA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO A PARTIR DOS ANOS 1990, São Paulo, FAAP, 2008, 43p. (Monografia Apresentada ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Economia da Fundação Armando Álvares Penteado)  
Palavras-Chave: Bolsa de Valores, BOVESPA, Brasil - Mercado de Capitais, Bovespa Holding S.A., Abertura de Capital.

## **RESUMO**

Esta monografia analisa a evolução da BOVESPA a partir dos anos 1990, culminando em sua abertura de capital e, em seguida, na sua fusão com a Bolsa de Mercadorias e Futuros, BM&F formando a BM&F BOVESPA. A análise apóia-se em uma introdução ao Mercado de Capitais brasileiro a partir da estruturação das principais instituições e leis que regem este mercado. Em seguida é analisada a evolução da BOVESPA no que tange sua estrutura e suas operações, chegando-se a sua nova concepção, de sociedade anônima de capital aberto representando a terceira maior Bolsa de Valores do mundo.

São estudadas as motivações que levam as empresas abrir a seu capital, bem como o caso específico da BOVESPA e, finalmente, são traçadas algumas das possíveis tendências para o Mercado de Capitais brasileiro através da BOVESPA.

## SUMÁRIO

**Lista de Figuras**

**Lista de Gráficos**

**Lista de Tabelas**

**Lista de Siglas**

**Resumo**

<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>1</b>
<b>1. INTRODUÇÃO AO MERCADO DE CAPITAIS</b>	<b>3</b>
1.1 Contextualização do Mercado de Capitais no Mercado Financeiro	3
1.2 Origem e Histórico do Mercado de Capitais no Brasil	4
<b>2. ESTRUTURA DA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO E SUAS OPERAÇÕES</b>	<b>10</b>
2.1 Organização Societária da BOVESPA	10
2.2 Relacionamento com as Sociedades Corretoras	12
2.3 Evolução das Operações na BOVESPA	13
2.4 Programas de Expansão da BOVESPA	20
<b>3. EVOLUÇÃO DAS OPERAÇÕES NA BOVESPA A PARTIR DOS ANOS 1990</b>	<b>22</b>
3.1 Volume Financeiro e número de negócios	22
3.2 Busca de Empresas Brasileiras pelo Mercado de Capitais	26
3.3 O amadurecimento do mercado: Governança Corporativa	26
<b>4. EVOLUÇÃO DA BOVESPA</b>	<b>29</b>
4.1 Por que as Empresas Buscam a Abertura de Capital?	31
4.2 As motivações da BOVESPA para Abertura de Capital	35
4.3 Tendências para o Mercado de Capitais através da BOVESPA	37
<b>CONCLUSÃO</b>	<b>39</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b>	<b>41</b>

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – O Mercado Financeiro	3
Figura 2 - A <i>Corbeille</i> , Balcão Central de Negociações – Anos 40	6
Figura 3 - Pregão no Início dos Anos 70	7
Figura 4 – Organograma societário da BOVESPA pré abertura de capital	10
Figura 5 – Organograma societário da BOVESPA pós abertura de capital	11
Figura 6 – Razões que motivam as empresas a abrir seu capital	33

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Emissões Primárias Domésticas	18
Gráfico 2 – Número Médio Diário de Negócios Liquidados – CBLC	23
Gráfico 3 – Valor Médio Diário de Negócios Liquidados – CBLC	23
Gráfico 4 – Média Diária - Volume Financeiro x Volume de Negócios	24
Gráfico 5 – Evolução da Capitalização de Mercado (R\$ bilhões)	25
Gráfico 6 – Evolução do Ibovespa (Pontos Mensal)	25
Gráfico 7 – Emissão Primária de Ações (R\$ bilhões)	26
Gráfico 8 – Importância do Mercado de Ações na Economia	36

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Sociedades Anônimas Abertas no Brasil	8
Tabela 2 – Modalidades de Operações na BOVESPA Holding S.A.	13
Tabela 3 – Formas Possíveis de Debêntures no Mercado Brasileiro	18
Tabela 4 – Investimentos Externos no País – Investidores Não Residentes	23
Tabela 5 - Evolução do Volume Negociado, Capitalização de Mercado e Captação de Recursos pelos Emissores	36

## LISTA DE SIGLAS

BDR – *Brazilian Depositary Receipt*

BM&F – Bolsa de Mercadorias e Futuros

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

CEPAC – Certificado Potencial Adicional de Construção

CMN – Conselho Monetário Nacional

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

CBLC – Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia

ETF – *Exchanged Traded Funds*

FIDIC – Fundos de Direitos Creditórios

PIB – Produto Interno Bruto

PND – Plano Nacional de Desestatização

SUMOC- Superintendência da Moeda e do Crédito

## INTRODUÇÃO

A idéia de estudar o desenvolvimento da BOVESPA, atualmente o principal centro financeiro da América Latina, surgiu a partir do ganho de importância que o Mercado de Capitais assumiu, recentemente, no Brasil e no mundo.

Inicialmente entendido apenas como um mercado especulativo, o Mercado de Capitais passa a ser visto como uma modalidade de financiamento para as operações das empresas brasileiras e, ainda que de forma tímida, como uma alternativa de poupança para uma crescente parcela da população brasileira, motivada pelos consecutivos recordes de valorização do IBOVESPA, principal indicador de desempenho do mercado acionário brasileiro.

O Mercado de Capitais denota o amadurecimento da economia de um país, pois para que possa operar, depende de estabilidade e, acima de tudo, de perspectivas positivas para o longo prazo — uma vez que este está a serviço das empresas como modalidade de captação de recursos de longo prazo.

No Brasil, após inúmeras tentativas de estabilização, a estabilidade econômica foi alcançada com o Plano Real, e, a partir dos anos 1990 o país alcançou o controle da inflação e iniciou seu processo de inserção na economia mundial.

A abertura comercial, bem como o processo das privatizações, com seus prós e contras, facilitou o acesso do capital estrangeiro ao país, o que apesar da volatilidade, teve e continua tendo grande importância para o amadurecimento do mercado local.

Este trabalho volta-se para o desenvolvimento da atual BOVESPA, a partir dos anos 1990, pois é a partir desta data que se intensificam consideravelmente os volumes transacionados.

Inicialmente, o Mercado de Capitais é introduzido e conceituado dentro do Mercado Financeiro. Toda a estruturação do Sistema Financeiro Nacional é contextualizada bem como a estruturação da legislação, especialmente a partir dos anos 1960 com a Lei de Modernização do Mercado de Capitais, e criação das instituições regentes do Mercado de Capitais Brasileiro, como por exemplo, a Comissão de Valores Mobiliários, instituição responsável pela regulação do Mercado de Valores Mobiliários.

A evolução da estrutura da BOVESPA ao longo do tempo foi analisada desde 1890, ano no qual foi criada a Bolsa Livre em São Paulo, embrião que se tornou atualmente um dos principais centros financeiros mundiais. É estudado também o relacionamento da Bolsa com

as sociedades corretoras, que são os intermediários deste mercado. Através desta monografia poderá ser observado o ganho de importância do Mercado de Capitais no Brasil ao longo do tempo com a evolução de suas operações bem como com a criação de programas de expansão da Bolsa para atingir novos públicos no país.

O foco deste trabalho permanece no período a partir dos anos 1990, baseado no incremento do volume financeiro negociado no mercado local e no aumento do número de empresas que passam a buscar o Mercado de Capitais como fonte de captação de recursos para financiamento de suas atividades a evolução das operações da BOVESPA. Também são analisadas práticas de governança corporativa superiores, e os segmentos de listagem diferenciados criados pela Bolsa no Brasil.

Em 2007, a Bolsa de Valores de São Paulo torna-se a BOVESPA Holding S.A., empresa com ações listadas e negociadas em seu próprio mercado. No ano seguinte, a BOVESPA funde-se com a Bolsa de Mercadorias e Futuros, BM&F, conquistando o posto de terceira maior Bolsa de Valores do mundo.

Os caminhos adotados pela BOVESPA refletem uma tendência mundial das Bolsas de Valores. No entanto, como a abertura de capital da BOVESPA bem como sua consolidação são fenômenos recentes, tentou-se comparar casos de outras bolsas pelo mundo logo após sua abertura de capital e movimentos de consolidação, mostrando possíveis tendências para o desenvolvimento do Mercado de Capitais.

Trata-se de um tema extremamente atual, especialmente com a recente evolução da economia brasileira para grau de investimento pelas agências de classificação de risco Standard & Poor's e Fitch Ratings, em maio de 2008, o que deverá intensificar a entrada de capitais estrangeiros no país.

Esta monografia de conclusão de curso tem como principal objetivo entender o amadurecimento do Mercado de Capitais brasileiro através da evolução antiga Bolsa Livre fundada por Emilio Pestana em 1890 no centro de São Paulo à atual BM&F BOVESPA, Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuro, importante centro financeiro mundial, e tentar definir as possíveis tendências que este mercado pode seguir para atender cada vez mais a sua razão de ser, a de financiar o desenvolvimento das empresas brasileiras.

## CAPÍTULO 1

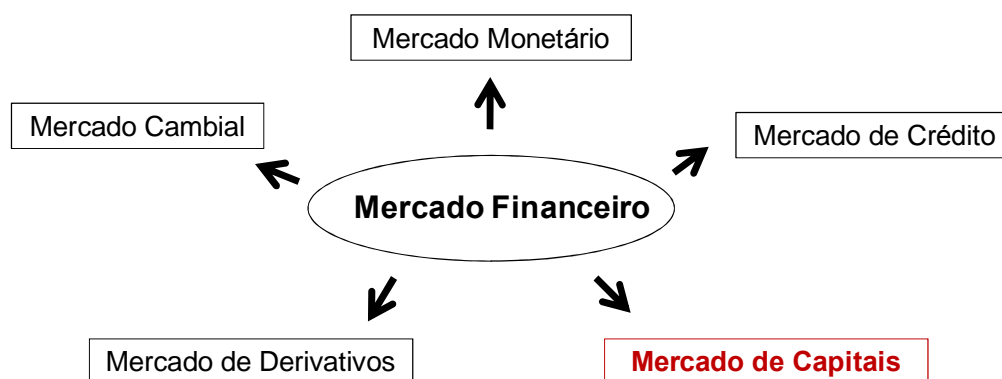
### INTRODUÇÃO AO MERCADO DE CAPITALIS

#### 1.1 Contextualização do Mercado de Capitais no Mercado Financeiro

Como idéia preliminar, pode-se dizer que o Mercado Financeiro tem, em sua essência, a função primordial de realizar intermediações entre agentes poupadores, ou seja, agentes superavitários e agentes investidores, ou agentes deficitários. Desta maneira é possível otimizar a utilização dos recursos, canalizando aqueles dos que não os necessitam para os que o demandam, cobrando um prêmio pela intermediação, hoje conhecido como *spread*<sup>1</sup>.

Para entender melhor o Mercado Financeiro podemos dividi-lo em: (i) Mercado Monetário, (ii) Mercado de Crédito, (iii) Mercado Cambial, (iv) Mercado de Derivativos e (v) Mercado Capitais, foco de nosso estudo, conforme exemplifica a figura a seguir.

Figura 1 – O Mercado Financeiro



Fonte: Por autora.

O Mercado de Capitais visa atender o investimento no setor produtivo da economia e possibilita a captação de volumes financeiros bem superiores a outras modalidades como aquelas obtidas no mercado de crédito, por exemplo.

Através da oferta pública de valores mobiliários as empresas captam recursos para investir em suas operações. Desta maneira, logo percebemos que este mercado reflete fortemente a confiança do público nas empresas nacionais, à medida que estes agentes passam a comprar valores mobiliários destas empresas apostando em sua valorização.

<sup>1</sup> “(...) *Spread* é a diferença entre o preço (custo) do dinheiro captado (comprado, tomado) e o preço (receita) do dinheiro aplicado (vendido, doado), como, por exemplo, na forma de empréstimo”. (FORTUNA, 2007, p.168).

No Brasil, o Mercado de Capitais passou por muitas transformações para chegar à sua configuração atual, especialmente na década de 1960, período no qual muitas leis referentes a este mercado foram aprovadas e instituições a ele vinculadas foram criadas ou reestruturadas.

A Bolsa de Valores em São Paulo, atualmente chamada de BOVESPA Holding S.A. terá sua trajetória analisada nas páginas seguintes, especialmente no que tange ao período a partir de 1990.

## **1.2 Origem e Histórico do Mercado de Capitais no Brasil**

Conforme Yasbek (2007), o Mercado de Capitais no Brasil foi estruturado em 1964, com a promulgação da Lei nº4.595/1964. No entanto, muito antes desta data já se observavam operações de um Mercado de Capitais não regulamentado, que era já parte da realidade brasileira.

Neste caso, é interessante analisar as raízes do Mercado de Financeiro no Brasil e aprofundar o estudo do Mercado de Capitais que, de acordo com alguns autores, teve início na realidade, em 1808, com a chegada da família real portuguesa ao Brasil, dado que neste mesmo ano foi criado o primeiro banco comercial, o Banco do Brasil e a primeira seguradora nacional.

Já neste período, apesar de não regulamentado formalmente, já era conhecido o conceito de sociedade por ação, sendo que muitos dos portugueses receberam “ações”, ou seja, cotas de instituições brasileiras como recompensa por sua vinda ao Brasil, para dedicar-se a um novo desafio no Novo Mundo. A constituição do Banco do Brasil em 12 de outubro de 1808 pelo Príncipe D. João já retratava esta realidade, conforme Beluzzo (2007).

(...) O alvará previa que o banco teria como pressupostos “promover a indústria nacional e combinar capitais isolados, estimular o desenvolvimento a partir da interiorização do crédito”. Seu capital deveria ser constituído por 1.200 ações de um conto de réis cada uma, a serem subscritas em lançamento público por grandes negociantes ou pessoas abastadas. Isso, no entanto, demorou nove anos para ser concluído, em razão das dificuldades de se encontrar investidores interessados.

Em 1883 observa-se um segundo esforço de criação do segundo Banco do Brasil, no entanto esta não foi uma tentativa bem sucedida, dado que não houve interessados suficientes para participar no capital desta nova instituição, com o nascimento da sociedade por ações, ou

seja, um conceito extremamente atual de teste sensibilidade da demanda do mercado por determinados tipos de papéis, hoje conhecidos como *bookbuilding*<sup>2</sup>.

Em 1843 começam a ser regulamentadas as atividades das Bolsas de Valores e das Sociedades Corretoras. Alguns anos mais tarde, com a promulgação da República, e já em 1850, com a edição do Código Comercial, a situação começou a mudar. Este Código Comercial possuía dois artigos voltados às questões bancárias e, o que denota o início de uma regulação do mercado financeiro, pois, com um período economicamente mais favorável ao país, determinadas instituições já começam a se fazer necessárias para disciplinar o Mercado Financeiro à época.

Alguns anos mais tarde, em 1888, o Brasil conhece uma crise de excesso liquidez conhecida como “encilhamento”. Naquela época, foram definidas algumas regras segundo as quais diversas instituições financeiras poderiam emitir títulos, o que gerou excessiva especulação, e em seguida, uma crise.

O governo respondeu àquela situação, em um primeiro momento, acabando com a faculdade de emissão dos bancos e recolhendo a moeda em circulação. Muitos autores identificam, aí, os primeiros sintomas da generalizada desconfiança em relação à emissão de títulos financeiros e a movimentos especulativos, uma constante na história brasileira. (YASBEK, 2007, p.257).

Como resposta a esta crise, o governo começa a estruturar instrumentos para intervir no Mercado Financeiro e são criadas algumas instituições com esta função.

Em 23 de agosto de 1890 foi criada a Bolsa Livre por Emilio Pestana, o embrião do que conhecemos hoje como Bolsa de Valores de São Paulo, que mais tarde será o ponto base da unificação das Bolsas de Valores do país, tornando-se o maior centro financeiro da América Latina.

No período entre guerras, nasce no país uma cultura de nacionalização, o que criará as bases para a estruturação do Sistema Financeiro Nacional em 1964.

Em 1934 a Bolsa Livre passa a operar no Pátio do Colégio em São Paulo e passa a ser denominada Bolsa Oficial de Valores de São Paulo. Neste local havia um grande balcão, e os corretores ficavam ali reunidos para as negociações. Um diretor do pregão, que era o responsável por organizar as negociações chamava cada empresa e definia o tempo no qual as negociações poderiam ocorrer.

---

<sup>2</sup> *Bookbuilding* – Processo que possibilita a adequação do preço de venda dos valores mobiliários, em uma oferta pública, à demanda de mercado, através de um intervalo de preço que delimita as ordens de compra dos investidores. (DICIONÁRIO DE FINANÇAS, 2008).



Figura 2 - A *Corbeille*, Balcão Central de Negociações – Anos 40  
Fonte: Bolsa de Valores de São Paulo 10 Anos. BDA, 1999.

Em 1945, foi criada a SUMOC, a Superintendência da Moeda e do Crédito, que tinha as funções básicas de um Banco Central. Esta instituição juntamente com o Tesouro Nacional e com o Banco do Brasil, constituíam o sistema financeiro nacional da época.

Com a promulgação da Lei nº4.595/1964, em 1964, define-se a estrutura do Sistema Financeiro Nacional, que é basicamente a mesma estrutura que vigora no sistema até a atualidade. Foram criados o Banco Central do Brasil, que evoluiu a partir da SUMOC e o Conselho Monetário Nacional.

Em 20 de outubro de 1966, através da resolução nº39, o Conselho Monetário Nacional, CMN, define o regulamento que disciplina o funcionamento das Bolsas de Valores no Brasil, e é neste momento que são definidas as características principais das Bolsas de Valores. Estas deveriam ser associações civis, sem finalidades lucrativas, devendo zelar por um ambiente organizado para as negociações de valores mobiliários, prezando a liquidez e a transparência da informação.

A partir da referida resolução, os proprietários das Bolsas de Valores passaram a ser as sociedades corretoras que possuíam títulos patrimoniais desta Associação sem fins lucrativos, o que representou uma grande mudança na estrutura das bolsas.

Até 1964, as Bolsas de Valores eram constituídas sob a forma de Câmara Sindical, que agregava os Corretores Oficiais de Fundos Públicos (pessoas físicas que detinham exclusividade em caráter vitalício para intermediar as operações realizadas em Bolsas e operações de câmbio e metais preciosos). (ANDREZZO, 2007, p.74)

As Sociedades Corretoras, além de serem as proprietárias da Bolsa de Valores, eram os únicos intermediários do Mercado de Capitais, ou seja, através de seus operadores de pregão viva voz, pessoas responsáveis por executar as ordens de compra ou venda de ativos no ambiente de negociações da Bolsa, viabilizavam as operações demandadas por seus clientes.

A partir deste arcabouço legal o sistema financeiro pôde desenvolver-se e, em especial, o Mercado de Capitais, que neste momento tinha um papel crucial, o de financiar as empresas nacionais para que estas pudessem investir em sua produção e tornarem se competitivas frente ao mercado internacional.

No ano de 1967, a Bolsa Oficial de Valores de São Paulo passa a ser denominada Bolsa de Valores de São Paulo. Esta instituição assume uma independência administrativa, financeira e patrimonial em função da nova regulação do Mercado de Capitais.



Figura 3 - Pregão no Início dos Anos 70  
Fonte: Bolsa de Valores de São Paulo 10 Anos. BDA, 1999.

Conforme comenta BOVESPA 2000, neste período, como a economia brasileira encontrava-se relativamente fechada, e por isso as empresas nacionais não necessitavam de muitos investimentos, de forma que conseguiam financiarem-se com lucros retidos ou, em alguns casos, com fontes de crédito tais como o BNDES, e, portanto, apesar de já haver uma estrutura de mercado estabelecida, num primeiro momento este mercado não se desenvolveu.

Com a promulgação da Lei nº4.728/1965, conhecida como a “lei de modernização do Mercado de Capitais” surge uma separação entre o Mercado Bancário do Mercado de Capitais

e, desta maneira, tenta-se desvincular o financiamento das empresas nacionais das fontes de crédito bancário e fomentar a busca das empresas nacionais por recursos através do Mercado de Capitais. Esta lei visava à definição de padrões segundo os quais o mercado e seus participantes pudessem operar, com mais segurança, organização e credibilidade. Para tanto, foram criadas algumas instituições que se mostravam necessárias, e, reestruturadas e fortalecidas, aquelas que já atuavam antes da referida Lei. Do ponto de vista das empresas, o governo concedeu estímulos para que essas empresas acessassem o Mercado de Capitais.

Após as reformas mencionadas observamos um aquecimento no mercado acionário, dado que estas trouxeram um pouco mais de segurança para o investidor. Nas tabelas abaixo podemos verificar o aumento no número de sociedades anônimas de capital aberto em função dos incentivos concedidos pelo governo à abertura de capital das empresas brasileiras:

Tabela 1 – Sociedades Anônimas Abertas no Brasil

<b>Ano</b>	<b>Total</b>
1968	289
1969	296
1970	400
1971	493

Fonte: ANDREZZO (2007)

Yasbek (2007) comenta a resposta às medidas tomadas pelo governo neste sentido

Os esforços do governo para o estímulo do Mercado de Capitais foram além, com a criação de incentivos fiscais à abertura de capital das empresas e o início do processo de elaboração de um novo regime para a macro empresa nacional, ou seja, para as sociedades por ações que optassem por captar recursos pertencentes ao grande público, abrindo seu capital.

Os estímulos concedidos pelo governo às empresas nacionais foram eficazes e trouxeram um crescimento vertiginoso para o Mercado de Capitais, até então tímido, quando os volumes negociados vinham crescendo consistentemente do final da década de 1960 ao início da década de 1970.

Esses incentivos resultaram em aumento significativo do número de companhias com ações registradas e negociadas nas principais bolsas de valores. Além disso, o volume de negócios com ações nas principais bolsas de valores do país subiu de CR\$416 milhões em 1968 (equivalentes a aproximadamente R\$70,6 milhões em valores atuais, para CR\$2,46 bilhões em 1969 (equivalentes a aproximadamente R\$352 milhões em valores atuais) e CR\$4,5 bilhões em 1970 (equivalentes aproximadamente R\$545 milhões em valores atuais). (ANDREZZO, 2007, p.83)

Em 1972, a Bolsa de Valores de São Paulo dá um passo a frente e informatiza o seu pregão, conhecido com pregão automatizado. Por meio deste sistema as informações são disponibilizadas em tempo real às sociedades corretoras através de terminais de computador interligados.

Todo este estímulo exigiu a criação de uma instituição mais especializada para regular este mercado e então foi criada uma autarquia, a Comissão de Valores Mobiliários - CVM, através da Lei nº 6.385/1976<sup>3</sup>. Esta instituição tem como finalidade regular o mercado de valores mobiliários, que segundo o Art. 2º desta Lei são: I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais; VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Em 2000, de forma a criar um Mercado de Capitais mais sólido, as nove Bolsas de Valores existentes no país unificam-se na Bolsa de Valores de São Paulo. Primeiramente, neste mesmo ano foram integradas as Bolsas do Rio de Janeiro, de Minas Gerais - Espírito Santo - Brasília, do Extremo Sul, de Santos, da Bahia – Sergipe - Alagoas, de Pernambuco e da Paraíba. Alguns anos mais tarde foram integrados a Bolsa do Paraná, em 2005, e em 2006, a Bolsa Regional, finalizando a integração.

A Bolsa de Valores de São Paulo, conhecida como BOVESPA passa a centralizar todas as operações do mercado acionário brasileiro e tem como uma de suas principais funções desenvolver e amadurecer este mercado.

---

<sup>3</sup> A Lei nº 6.385/1976 cria a Comissão de Valores Mobiliários e disciplina o Mercado de Capitais brasileiro.

## CAPÍTULO 2

### ESTRUTURA DA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO E SUAS OPERAÇÕES

#### 2.1 Organização Societária da BOVESPA

Atualmente a BOVESPA está presente em seis estados brasileiros através de suas unidades, são estas: Curitiba no estado do Paraná, Fortaleza no estado do Ceará, Porto Alegre no estado do Rio Grande do Sul, Recife no estado do Pernambuco, Rio de Janeiro no estado do Rio de Janeiro e São Paulo no estado de São Paulo.

Até 2007, ano em que a Bolsa de Valores de São Paulo tornou-se uma sociedade anônima, estava organizada como uma Associação sem fins lucrativos, estruturada conforme exemplifica a figura número 4:

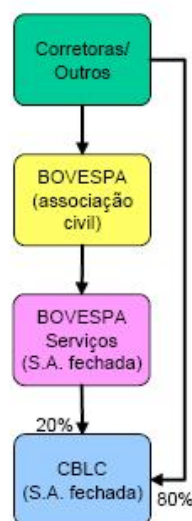


Figura 4 – Organograma societário da BOVESPA pré abertura de capital  
 Fonte: Prospecto Definitivo de Oferta Pública Inicial de Distribuição Secundária de Ações Ordinárias de Emissão da BOVESPA Holding S.A.(2007)

A BOVESPA era uma Associação civil sem fins lucrativos, cujos proprietários eram as sociedades corretoras, conforme estudado no capítulo 1. Esta Associação tinha como finalidade organizar o mercado de valores mobiliários, que desde 2000, com a unificação das bolsas, foi centralizado em São Paulo.

Havia também duas empresas operacionais, voltadas para a prestação de serviços a BOVESPA Serviços, responsável por prestar serviços às demais entidades e a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia, CBLC, responsável pela custódia dos valores mobiliários, compensação, liquidação e gestão de risco das operações realizadas na BOVESPA.

Com o processo de abertura de capital, em agosto de 2007, a BOVESPA passa por uma reorganização societária e deixa de ser propriedade das sociedades corretoras, passando a ser uma empresa com ações em mercado, passíveis de negociação e denominada BOVESPA Holding S.A..

Sendo sociedade anônima, fez-se necessária uma nova estrutura que atendesse as exigências da regulação do Mercado de Capitais brasileiro, inclusive uma estrutura adequada aos altos padrões de governança corporativa que a BOVESPA adotou ao listar seus papéis no Novo Mercado<sup>4</sup>. A figura número 5 exibe a nova estrutura da BOVESPA Holding S.A.:

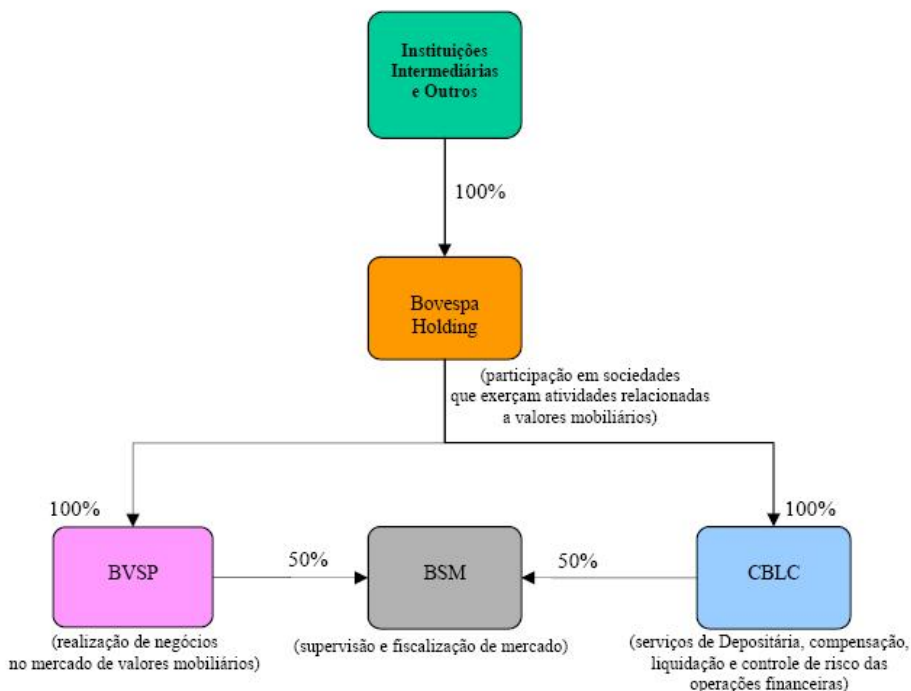


Figura 5 – Organograma societário da BOVESPA pós abertura de capital

Fonte: Prospecto Definitivo de Oferta Pública Inicial de Distribuição Secundária de Ações Ordinárias de Emissão da BOVESPA Holding S.A.(2007).

<sup>4</sup> Novo Mercado - Segmento de listagem no qual as empresas adotam práticas de Governança Corporativa superiores. Os segmentos de listagem serão detalhados no Capítulo 3.

O processo de abertura de capital da Bovespa através do qual as Sociedades Corretoras deixaram de ser as proprietárias da Bolsa e o controle desta instituição passa a ser dos acionistas de mercado, ficou conhecido com Desmutualização<sup>5</sup>. A reorganização societária ocasionou as alterações listadas a seguir extraídas do Prospecto Definitivo de Oferta Pública Inicial de Distribuição Secundária de Ações Ordinárias de Emissão da BOVESPA Holding S.A.(2007):

- Entrega da participação societária da BOVESPA Serviços na CBLC para a BOVESPA, em razão da redução do capital da BOVESPA Serviços com devolução aos acionistas;
- Cisão parcial da BOVESPA, seguida de incorporação das parcelas cindidas na BOVESPA Holding e na BVSP;
- Incorporação pela BOVESPA Holding, sociedade criada com o fim de concentrar as participações societárias na BVSP e na CBLC, das ações da BVSP e CBLC, tornando-se, assim, controladora integral de ambas as sociedades; e
- Constituição da BSM, associação sem fins lucrativos, criada com objetivo de analisar, supervisionar e fiscalizar o mercado de forma independente, além de ser a responsável pela administração do MRP, cujo patrimônio foi constituído através de contribuições iguais de suas associadas BVSP e CBLC.

## **2.2 Relacionamento com as Sociedades Corretoras**

As sociedades corretoras são os intermediários que podem negociar valores mobiliários. As operações com valores mobiliários realizadas na Bolsa de Valores são efetivadas através de ordens de compra e de venda dadas pela corretora, em seu próprio nome ou em nome de seus clientes.

Além de executar as ordens de seus clientes as corretoras podem prestar serviços a seus clientes para criar diferenciais, tais como indicações de investimentos, relatórios de acompanhamento do mercado, assessoramento em operações de câmbio, ou até mesmo

---

<sup>5</sup> Desmutualização: refere-se ao ato de desfazer uma associação mutualista. Na prática, tendência mundial visando à abertura do capital das bolsas de valores, de futuros e de mercadorias. A desmutualização da Bolsa de Valores de São Paulo e para a Bolsa de Mercadorias e Futuros foi processada mediante a transformação dos títulos patrimoniais das sociedades corretoras em ações. Com a desmutualização, as sociedades corretoras têm liberdade para negociar suas ações (ou adquirir mais ações, se for o caso). (DICIONÁRIO DE FINANÇAS, 2008).

assessoria a empresas que querem emitir valores mobiliários ou que já possuam valores mobiliários emitidos.

### 2.3 Evolução das Operações na BOVESPA

No ambiente de negociações de uma Bolsa de Valores as operações podem dar-se através de diversas modalidades de ativos. No Brasil, desde a constituição do Mercado de Capitais constituição, as modalidades de operações disponíveis foram ganhando sofisticação. Inicialmente, havia apenas negociações no Mercado à Vista e algumas operações no Mercado a Termo e Futuro, realizadas em menor intensidade.

Atualmente a BOVESPA possui um leque muito mais amplo de operações estruturadas, abrangendo operações no Mercado de Renda Variável e no Mercado de Renda Fixa, como pode ser observado na tabela número dois, que demonstra a evolução da BOVESPA, como hoje se verifica.

Tabela 2 – Modalidades de Operações na BOVESPA Holding S.A.

<b>Renda Variável</b> (Mercado de Balcão e Bolsa)	<b>Renda Fixa</b> (Mercado de Balcão e Bolsa)
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Ações, <i>units</i> e direitos</li> <li>✓ Opções</li> <li>✓ Termo</li> <li>✓ Fundos Imobiliários</li> <li>✓ <i>Warrants</i></li> <li>✓ <i>Exchange Traded Funds</i> (ETF's)</li> <li>✓ <i>Brazilian Depositary</i> (BDRs)</li> <li>✓ Certificado Potencial Adicional de Construção (Cepac)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Debêntures</li> <li>✓ Notas Promissórias</li> <li>✓ Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDIC)</li> <li>✓ Fundos de Investimento em Cotas de FIDIC</li> <li>✓ Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI)</li> </ul>

Fonte: Relatório Anual de 2006 da BOVESPA Holding S.A.

As operações que iremos detalhar podem dar-se no Mercado de Bolsa ou no Mercado de Balcão, que segundo definições da BOVESPA<sup>6</sup>(2008):

O Mercado de Bolsa é um segmento de negociação de ativos administrado pela BVSP, com regras específicas, onde os negócios e os participantes diretos são supervisionados pela Bolsa de Valores de São Paulo-BVSP.

O Mercado de Balcão Organizado é um segmento de negociação de ativos administrado pela BVSP, em que há a presença da entidade auto-reguladora

<sup>6</sup> BOVESPA. 2008. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso em: 05 mai. 2008.

exercendo a supervisão dos negócios. Entretanto, os parâmetros de negociação e as regras de listagem são menos exigentes do que os do Mercado de Bolsa.

### *Operações de Renda Variável*

Podem ser negociadas em Bolsa ou em mercado de balcão as ações de empresas. “Uma ação representa a menor parcela do capital social de uma sociedade por ações”, de acordo com Fortuna (2007). Desta maneira o acionista é o dono de uma parcela do capital social de uma empresa e pode negociá-las através de algumas modalidades, sendo que a maneira mais comum de fazê-lo é por meio do Mercado à Vista. Neste mercado as operações são realizadas através da Bolsa de Valores cruzando ordens de compra e venda de mesmo tamanho, com transações imediatas.

Para transações realizadas no Mercado à Vista a liquidação física ocorre no segundo dia útil após a concretização da operação, ou seja, cruzamento entre uma ordem de compra e uma ordem de venda com condições similares, respeitando os termos solicitados por cada uma das partes, ou melhor, e a liquidação financeira dar-se-á em três dias úteis.

Operações com ações também podem ser realizadas no Mercado a Termo, no qual as operações são contratadas num determinado momento, e o seu preço é definido, como no Mercado a Vista, no entanto, sua liquidação será realizada em data acordada pelas partes no futuro. Este tipo de operação necessita de uma garantia que consiste em um depósito junto à Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia. Hull (1998) detalha:

Uma das partes do contrato a termo assume uma *posição comprada* e concorda em comprar o ativo objeto na data especificada pelo preço preestabelecido. A contraparte assume uma *posição vendida* e concorda em vender o ativo na mesma data pelo mesmo preço. Referir-nos-emos ao preço especificado num contrato a termo como *preço de entrega*, que é escolhido no momento em que o contrato é realizado, de modo que seu valor para ambas as partes seja zero. Isso significa que não há custos para assumir nem a posição comprada nem a posição vendida.

No Mercado de Renda Variável da BOVESPA também são negociados direitos de compra ou venda de ações, índices, moedas, títulos de dívida, commodities, entre outros ativos, perfazendo o Mercado de Opções. Conforme esclarece a publicação da BOVESPA: Como Atuar no Mercado de Opções (2000):

Uma opção de compra confere ao seu titular o direito de comprar as ações-objeto, ao preço de exercício, obedecidas as condições estabelecidas pela BOVESPA. O lançador de uma opção de compra é uma pessoa que, por intermédio de seu corretor, vende uma opção de compra no pregão, assumindo assim, perante a Bolsa, a obrigação de vender as ações objeto a que se refere a opção, após o recebimento de uma comunicação de que sua posição foi exercida. Ele pagará a totalidade das ações objeto mediante o pagamento do preço de exercício.

Uma opção de venda dá direito ao seu titular de vender as ações-objeto, ao preço de exercício, obedecidas as condições estabelecidas pela BOVESPA. Além disso, o titular pode, a qualquer tempo, negociar seu direito de venda em mercado, por meio da realização de uma operação de natureza oposta.

O lançador que, por intermédio de seu corretor, vende uma opção de venda no pregão, assume perante a Bolsa a obrigação de comprar as ações-objeto, caso sua posição seja designada para o atendimento de uma operação de exercício. Nesse caso, ele pagará o preço de exercício, recebendo as ações objeto.

Hull (1998) alerta que...

Devemos enfatizar que uma opção dá a seu titular o direito de fazer algo, mas sem obrigá-lo a fazê-lo. Esta é a característica que distingue as opções dos contratos futuros e a termo, sob os quais o detentor é obrigado a comprar ou vender o ativo objeto. Embora não haja custo para realizar um contrato a termo ou futuro, o mesmo não vale para um contrato de opções.

Em 2001, a BOVESPA, seguindo uma tendência das bolsas pelo mundo, e implementou o Mercado Futuro de Ações no Brasil. Através deste mercado o investidor pode comprar ou vender ações listadas na BOVESPA a um preço acordado no presente com liquidação em data futura, previamente acordada, similarmente aos contratos futuros de commodities, moedas e índices negociados na Bolsa de Mercadorias e Futuros.

Existem também operações mais sofisticadas, resultantes de combinações de operações nos Mercados Futuro e Mercado a Termo, como, por exemplo, o *swap*<sup>7</sup> que consiste, conforme a tradução do termo, em uma troca. Podem ser realizados *swaps* de moeda, taxa de juros, de índice entre outros. É uma típica operação de *hedge*<sup>8</sup>.

Os *swaps* são em geral oferecidos por instituições financeiras. Para eliminar o risco da taxa de câmbio ou de taxa de juro, o ideal para uma instituição financeira é realizar contratos de *swap* com as duas partes ao mesmo tempo. Na prática, as instituições financeiras funcionam como câmara de *swaps*, o que significa que elas realizam um contrato de *swap* com uma parte e, então, fazem *hedge* de seu risco em base diária, até encontrarem uma parte que deseje assumir a posição oposta. (HULL, 1998, p.146)

Cotas de Fundos de Investimento Imobiliário, conhecidos como FII, também são negociados na BOVESPA. Estes são compostos no mínimo em 75% (setenta e cinco por cento) por imóveis, que podem ser comerciais, residenciais, rurais ou urbanos, construídos ou em construção.

Uma modalidade menos conhecida que pode ser realizada na BOVESPA é a negociação de *Warrants*. Trata-se de um instrumento mais sofisticado de negociação que é basicamente um título de direito de compra ou venda de determinado ativo a um preço

<sup>7</sup> *Swap* é a troca de um valor mobiliário por outro com o propósito de melhorar o rendimento, mudar os vencimentos ou mudar o risco de crédito. (DICIONÁRIO DE FINANÇAS, 2008).

<sup>8</sup> O *Hedge* é uma estratégia pela qual investidores com intenções definidas procuram cobrir-se do risco de variações de preços desvantajosas para seus propósitos. (Idem, ibidem).

definido e com um prazo de validade, é parte do Mercado de Derivativos, conforme aborda a Publicação da BOVESPA de Opções não-padronizadas *Warrants* (1999):

Warrant, conforme definido na Instrução CVM nº 223, de nov/94, é um título que representa uma opção de compra não padronizada. Cada emissão de Warrant refere-se à opção de compra de um ativo subjacente e pode ter condições específicas. Por exemplo, quando esse ativo for uma debênture, a Warrant terá o seu valor referenciado nas características específicas desta debênture, como prazo de validade, periodicidade de pagamento de remuneração, indicador financeiro usado para cálculo dessa remuneração etc. Além disso, para cada Warrant é especificada uma determinada data de emissão e de vencimento, previsão de proteção ou não (de ajuste) quando houver a distribuição de proventos por parte de seu ativo subjacente, tipo de exercício etc. Essa diversidade faz com que seja necessário um documento para cada emissão de Warrant. Esse documento contém todos os termos associados a uma Warrant e é denominado de “Contrato de Emissão de Opções Não-Padronizadas (Contrato de Emissão de Warrants).

Os *Exchange Traded Funds*, ETF's, também classificados no Mercado de Renda Variável, são fundos de investimentos em índice, uma nova modalidade na BOVESPA, já eram conhecidos em outros mercados desde a década de 1990. Segundo Henri Eduard S. Kistler, Gerente de Relações Internacionais da CVM, em entrevista à Revista BOVESPA de Julho/Setembro de 2004.

“Na realidade, eles [os ETF's] unem as vantagens de um fundo de investimento e de uma ação individual. São constituídos sob a forma de fundos de investimento, onde é possível aplicar e resgatar a qualquer tempo, como em um fundo constituído como condomínio aberto, desde que, no entanto, tal integralização e resgate seja feito com os ativos que compõem a carteira teórica do índice subjacente.”

As cotas dos ETF's são negociadas na BOVESPA sendo que o primeiro fundo de índice negociado no Brasil foi o PIBB, Papéis de Índice Brasil BOVESPA, referenciado nos papéis que compõem o IBrX-50.

Ainda em relação à mesma entrevista, Kistler comenta os benefícios dos ETF's, “Para o pequeno e médio investidor, a principal vantagem é poder comprar ou vender o índice de mercado diretamente, da mesma forma que faz com as ações, individualmente. Isso possibilita a exposição - a diversificação teórica máxima de mercado - sem que seja necessário incorrer nos diversos custos de operação que o investidor incorreria caso decidisse comprar todas as ações que compõem o índice de mercado em questão.”

Na BOVESPA também são negociados *Brazilian Depositary Receipts*, BDRs, que segundo o artigo 1º da instrução CVM nº 332 de quatro de abril de 2000 são:

I. Certificado de depósito de valores mobiliários - BDRs - o certificado representativo de valores mobiliários de emissão de companhia aberta, ou assemelhada, com sede no exterior e emitidos por instituição depositária no Brasil;

Através dos BDRs os investidores brasileiros podem diversificar seus riscos investindo em empresas estrangeiras pelo do mercado local, desta maneira eliminando o risco cambial e sem a necessidade de manter uma conta no exterior.

Recentemente começaram a ser negociados na BOVESPA os CEPACs, Certificados de Potencial Adicional de Construção. Estes são certificados que dão o direito de construir além dos limites estabelecidos pela lei de zoneamento urbano em determinadas regiões adquiridos por construtoras e incorporadores que desejam maximizar a utilização de seus recursos em determinados projetos. Estes certificados constituem-se em uma forma de captação de recursos para a prefeitura, vinculados financiamento de obras públicas.

Para a negociação dos títulos de renda fixa a BOVESPA criou o BOVESPA FIX e o SOMA FIX. O primeiro trata-se de um sistema eletrônico para negociações e o segundo é um mercado de balcão organizado. Segundo BOVESPA (2008):<sup>9</sup>

No BOVESPA FIX, os títulos de renda fixa estão disponíveis em “rodas” de acordo com suas características, tanto de negociação quanto de liquidação. Além disso, as debêntures padronizadas são negociadas em segmento especial com a presença de Formadores de Mercado para fomentar a liquidez desses títulos.

Administrado pela BOVESPA, o SOMA FIX permite a seus participantes registrarem eletronicamente os negócios fechados em mercado de balcão. O registro de negócios é particularmente importante na transferência de ativos de fundos geridos por um mesmo administrador de recursos. No SOMA FIX, os registros estão sujeitos a regras específicas. Os registros dos negócios e as ofertas colocadas na roda de negociação são disseminados para o mercado em tempo real.

### *Operações de Renda Fixa*

No Mercado de Renda Fixa são negociadas Debêntures, Notas Promissórias, Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios, Fundos de Investimentos em Cotas de FIDIC e Certificados de Recebíveis Imobiliários. Estas modalidades serão detalhadas a seguir.

Segundo o Guia de Debêntures atualizado pela BOVESPA (2006):

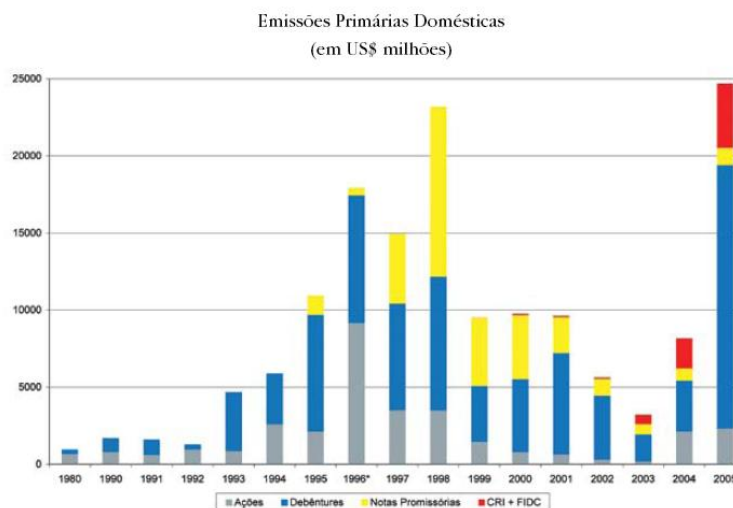
As debêntures são valores mobiliários de emissão de companhias abertas, nominativos, negociáveis, de médio/longo prazo; e os debenturistas tornam-se credores da companhia emissora. Rendem juros, fixos ou variáveis, sendo todas as características definidas na escritura de emissão. As características das debêntures podem ser periodicamente repactuadas, renegociadas entre os debenturistas e o emissor.

---

<sup>9</sup> BOVESPA. 2008. Disponível em: < <http://www.bovespa.com.br/rendafixa/>>. Acesso em: 05 mai. 2008.

Conforme observamos no gráfico número 1, a seguir, as emissões de debêntures foram muito voláteis no país. Houve diversas mudanças na regulamentação deste mercado desde sua origem, que remonta a época do Império com a Lei n.º 3.150 e o Decreto n.º 8.821, de 1882. O maior impacto veio das diversas tentativas de implementação de planos macroeconômicos de estabilização no Brasil, o que trouxe instabilidade política e incerteza, afetando diretamente este mercado. Foi apenas com o Plano Real que as debêntures difundiram se tornando se um importante instrumento de captação de recursos para as empresas brasileiras.

Gráfico 1 – Emissões Primárias Domésticas



Fonte: CVM.

(\*) Em 1996, foi excluída a operação de capitalização do Banco do Brasil, por parte do Tesouro.

A tabela número 3 extraída do Guia de Debêntures atualizado pela BOVESPA (2006) exemplifica as diversas formas possíveis de debêntures no mercado brasileiro:

Tabela 3 – Formas Possíveis de Debêntures no Mercado Brasileiro

Quanto à...	As debêntures podem ser...
Forma	<p><b>Nominativas:</b> quando forem representadas por certificados emitidos em nome do titular e registrados em livro próprio mantido pela emissora. A transferência de titularidade é efetuada por endosso em preto, substituindo-se posteriormente o certificado. Atualmente, todas as debêntures são nominativas, ou seja, estão em nome de seus titulares, visto que as debêntures ao portador foram oficialmente extintas pela Lei n.º 9.457/97.</p> <p><b>Escriturais:</b> quando não possuem certificados representativos, sendo mantidas em nome do titular em conta de depósito em instituição financeira depositária designada pela emissora. Essa é a forma mais utilizada.</p>
Classe/Tipo	<p><b>Conversíveis em Ações:</b> quando, além de serem resgatáveis em moeda, puderem ser convertidas em ações de emissão da empresa, nas condições estabelecidas pela escritura de emissão.</p> <p><b>Não Conversíveis ou Simples:</b> quando não puderem ser convertidas em ações, ou seja,</p>

	<p>resgatáveis exclusivamente em moeda nacional.</p> <p><b>Permutáveis:</b> quando puderem ser transformadas em ações de emissão de outra companhia que não a emissora dos papéis(1), ou ainda, apesar de raro, em outros tipos de bens, tais como títulos de crédito.</p>
Espécie/Garantia (2)	<p><b>Garantia Real (3):</b> quando são garantidas por bens (imóveis ou móveis) dados em hipoteca (4), penhor (5) ou anticrese (6) pela companhia emissora, por empresas de seu conglomerado ou por terceiros.</p> <p><b>Garantia Flutuante (7):</b> quando possuem um privilégio geral sobre o ativo da empresa, o que não impede, entretanto, a negociação dos bens que compõem esse ativo. As debêntures com garantia flutuante possuem preferência de pagamento sobre debêntures de emissões anteriores e sobre outros créditos especiais ou com garantias reais, firmados anteriormente à emissão.</p> <p><b>Quirografárias (sem preferência) (8):</b> debêntures que não possuem as vantagens dos dois tipos anteriores. Assim, os debenturistas, em caso de falência, equiparam-se aos demais credores quirografários (não privilegiados) da empresa.</p> <p><b>Subordinadas (9):</b> quando não possuem garantia, o que significa que, em caso de liquidação da companhia emissora, os debenturistas têm preferência apenas sobre os acionistas.</p>
Remuneração e Atualização Monetária (10)	<p><b>Taxa de Juros Pré-Fixada; TR ou TJLP(11); TBF(12); Taxas de Juros Flutuantes (13); Índice de Preço + Taxa de Juros Fixa(14); Taxa Cambial + Taxa de Juros Fixa; Coeficiente de Correção de Títulos da Dívida Pública + Taxa de Juros Fixa; Participação nos Lucros(15)</b></p>
Vencimento	<p><b>Definido:</b> quando tiverem o vencimento definido na escritura de emissão.</p> <p><b>Indeterminado (debênture perpétua):</b> quando não tiverem vencimento determinado. Nesse caso, o vencimento é condicionado apenas a eventos especiais expressos na escritura da emissão ou nos casos de inadimplência do pagamento de juros e dissolução da companhia. A empresa também pode prever casos de resgate parcial ou total das debêntures, situações em que podem ser pagos prêmios.</p>

## Notas:

(1) Na maioria das vezes, a companhia emissora das ações objeto da permuta é empresa integrante do mesmo conglomerado da companhia emissora das debêntures.

(2) Além de possuírem as garantias citadas no quadro, as debêntures podem ter garantias adicionais, constantes da escritura de emissão. A garantia fidejussória geralmente é representada por uma fiança conferida por pessoas físicas ou jurídicas (compreendendo geralmente acionistas ou sociedades do mesmo grupo da emissora). A escritura de emissão também pode prever *covenants*, que são compromissos contratuais que complementam a garantia das debêntures. Podem incluir cláusulas que limitam a ação da companhia emissora relativamente a endividamentos, seguros, controle acionário da empresa etc. O fiel cumprimento dos *covenants* é fiscalizado pelo agente fiduciário (ver item 4.3.5).

(3) O volume de emissão de debêntures com garantia real é limitado pela regulamentação até 80% do valor dos bens gravados da empresa, quando o valor da emissão ultrapassar o do capital social.

(4) A hipoteca representa um direito real de garantia sobre bens imóveis (incluindo navios e aeronaves).

(5) O penhor é um direito real de garantia sobre bens móveis entregues pela emissora ou por terceiros, para assegurar o cumprimento de uma obrigação.

(6) A anticrese é também um direito real de garantia pelo qual o credor recebe os rendimentos de um imóvel, possuindo, durante o período que se estender até o cumprimento da obrigação, os poderes de proprietário para fins de arrendamento ou locação do imóvel.

(7) O volume de emissão das debêntures com garantia flutuante é limitado até 70% do valor contábil do ativo da emissora, líquido das dívidas garantidas por direitos reais, quando o valor da emissão ultrapassar o do capital social.

(8) As emissões de debêntures quirografárias não podem ter valor maior que o do capital social da companhia.

(9) No caso das debêntures subordinadas, não existem limites máximos para a emissão.

(10) A emissão de debêntures com previsão de mais de uma base de remuneração ou correção é admitida somente para efeito de substituição da base pactuada, na hipótese de extinção desta.

(11) No caso das debêntures serem remuneradas pela TR (Taxa Referencial) ou TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo), o prazo mínimo para vencimento ou periodicidade de repactuação é de um mês.

(12) Apenas as sociedades de leasing e as companhias hipotecárias podem emitir debêntures remuneradas pela TBF (Taxa Básica Financeira); nesse caso, o prazo mínimo para vencimento ou periodicidade de repactuação é de dois meses.

(13) As taxas flutuantes utilizadas em debêntures devem ser regularmente calculadas e de conhecimento público, devendo ser baseadas em operações contratadas a taxas prefixadas, com prazo não inferior ao período de reajuste estipulado contratualmente. O prazo mínimo de vencimento é de 180 dias e as taxas deverão ser reajustadas em períodos fixos.

(14) O índice de preços deve ter série regularmente calculada e ser de conhecimento público. A periodicidade de aplicação da cláusula de atualização não pode ser inferior a um ano, e o pagamento do valor correspondente à correção somente pode ocorrer por ocasião do vencimento ou da repactuação das debêntures. Além disso, o pagamento de juros e a amortização realizados em períodos inferiores a um ano devem ter como base de cálculo o valor nominal das debêntures, sem considerar a atualização monetária de período inferior a um ano.

(15) As debêntures podem remunerar os investidores por meio de participação nos lucros, agregando características de renda variável ao papel. Quando a debênture possuir exclusivamente essa forma de remuneração, não haverá prazo mínimo para o vencimento ou periodicidade de repactuação.

Fonte: Guia de Debêntures (BOVESPA, 2006, p.11).

Também no segmento de renda fixa, as notas promissórias, conhecida como *commercial paper*, são títulos de renda fixa, de curto prazo e sem garantia, emitidos por empresas e sociedades anônimas para captar recursos de capital de giro a uma taxa mais atrativa do que aquelas fornecidas pelos bancos. O prazo da emissão pode variar de acordo com o tipo de empresa. Para sociedades anônimas de capital fechado, o prazo máximo é de 180 dias e, para as de capital aberto, 360 dias.

Esta modalidade de captação data da década de 1960 no Brasil, mas já era largamente utilizada nos Estados Unidos há muitos anos antes.

Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, FIDC's, assim como a própria expressão aponta, são fundos compostos em sua maioria por direitos creditórios<sup>10</sup>. Esta é uma modalidade relativamente recente de captação de recursos para empresas através do Mercado de Capitais. Suas cotas são negociadas através dos sistemas BOVESPA Fix e Soma Fix.

Os Certificados de Recebíveis Imobiliários, conhecidos como CRI, criados pela lei A Lei 9.514/97, são títulos de renda fixa que possuem como lastro créditos imobiliários, ou seja, os fluxos de pagamentos futuros obtidos através de imóveis adquiridos ou de aluguéis. Estes títulos são emitidos por sociedades securitizadoras.

## 2.4 Programas de Expansão da BOVESPA

Consistente com a evolução institucional da BOVESPA e, através do aumento do leque de modalidades de operações disponíveis ou da sofisticação das operações existentes, a

---

<sup>10</sup> Direitos Creditórios - Segundo parágrafo I do artigo 2º, da instrução CVM Nº 356, de 17 de dezembro de 2001, são direitos creditórios: os direitos e títulos representativos destes direitos, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, bem como em outros ativos financeiros e modalidades de investimento admitidos nos termos desta instrução.

BOVESPA vem buscando expandir sua atuação, para isso desenvolveu diversos programas a expansão de seu público e a difusão de conhecimentos do Mercado de Capitais.

Para essa iniciativa a BOVESPA, através de palestras e unidades móveis, vem atingindo os mais variados públicos trazendo informações e esclarecimentos quanto ao Mercado de Capitais brasileiro. Segundo dados da BOVESPA, até abril de 2008, 475.916 pessoas haviam sido atendidas pelas diversas iniciativas do projeto BOVESPA VAI ATÉ VOCÊ.

O projeto BOVESPA VAI ATÉ VOCÊ é uma iniciativa da Bolsa de Valores de São Paulo para popularizar os conceitos do mercado de ações, mostrando que esse investimento está ao alcance de todos. Com uma linguagem simples e objetiva, o BOVESPA VAI ATÉ VOCÊ explica como funciona o mercado, qual é o papel de uma bolsa de valores e das corretoras e o mais importante: como as pessoas podem participar do mercado e se tornar sócias das principais empresas brasileiras.

Estruturadas sob esse projeto, as ações pela popularização do mercado acumulam uma série de realizações, que vêm sendo postas em prática com mais intensidade desde 2002, levando essas informações a diversos setores da sociedade. São trabalhadores, profissionais liberais, estudantes, comerciantes, entre outros, para os quais a BOVESPA tem desenvolvido programas específicos, tais como BOVESPA VAI À FÁBRICA, BOVESPA VAI AO CLUBE, BOVESPA VAI À UNIVERSIDADE, BOVESPA VAI À ACADEMIA, BOVESPA VAI AO SHOPPING e participações em feiras e congressos.<sup>11</sup>

Um dos desdobramentos do BOVESPA VAI ATÉ VOCÊ é o programa Mulheres em Ação, iniciado em 2003, que visa trazer conhecimentos do Mercado de Capitais às mulheres brasileiras, aproximando-as da BOVESPA e despertando o seu interesse pelo mercado de ações como aplicação financeira de longo prazo.

Este programa já realizou palestras no Brasil e exterior, sempre realizadas por mulheres, sendo estas personalidades do mercado e sempre com o intuito de levar informações do mercado ao público feminino.

---

<sup>11</sup> BOVESPA. 2008. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/InstSites/bvespavaiatevoce>>. Acesso em: 23 abr. 2008.

## **CAPÍTULO 3**

### **EVOLUÇÃO DAS OPERAÇÕES NA BOVESPA A PARTIR DOS ANOS 1990**

#### **3.1 Evolução do volume financeiro negociado na BOVESPA**

Com o amadurecimento do Mercado de Capitais brasileiro através da estruturação da legislação regulatória e sofisticação das modalidades de operações disponíveis no mercado da BOVESPA, os volumes financeiros negociados na BOVESPA intensificaram-se. O número de empresas que vem buscando a Bolsa de Valores como fonte de captação de recursos para financiar suas operações. No entanto o Brasil, ainda é uma economia emergente e, portanto, sujeita aos solavancos das economias mais maduras e crises internacionais, que, em determinados momentos, impactaram significativamente o Mercado de Capitais brasileiro, como observaremos neste capítulo.

No início dos anos 1990, o Mercado de Capitais brasileiro considerado à época, vivenciou uma expansão. Um dos fatores que impulsionou seu movimento foi o Programa Nacional de Desestatização, PND, desenvolvido no governo do Presidente Fernando Collor de Mello, mas que viria tomar formas mais consistentes com Itamar Franco e no governo seguinte, com o então presidente Fernando Henrique Cardoso.

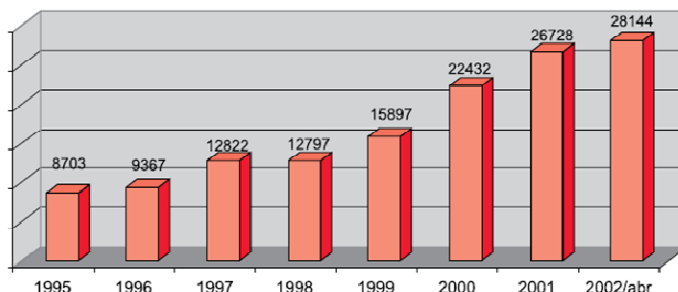
Nos Governos Fernando Collor e Itamar Franco (1990-94) foram privatizadas 33 empresas federais (as empresas estaduais só entrariam no programa posteriormente). Os principais setores foram o de siderurgia, petroquímica e fertilizantes, e o total de receitas obtido foi de US\$8,6 bilhões, com transferência para o setor privado de US\$3,3 bilhões em dívidas. (CASTRO in: Economia Brasileira Contemporânea, 2005, p. 146)

Juntamente com o PND, foi implementado no país um processo de abertura comercial, que foi fundamental porque a grande maioria das empresas vendidas foi adquirida por capital estrangeiro. Embora não tenha havido mudanças regulatórias no Mercado de Capitais brasileiro, percebe-se que o volume financeiro negociado, bem como a capitalização bursátil aumentaram expressivamente neste período.

No final dos anos 1990, a situação começa a reverter, com o colapso do mercado asiático, que teve reflexos no mundo todo, trazendo um cenário de instabilidades, especialmente nas economias dos Mercados emergentes.

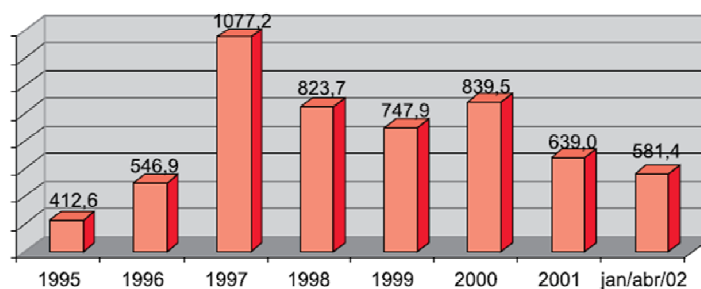
Os dados da CBLC mostram que apesar do aumento no número médio de negócios, o valor médio dos negócios liquidados decresce significativamente após 1997, período da crise asiática:

Gráfico 2 – Número Médio Diário de Negócios Liquidados - CBLC



Fonte: CBLC

Gráfico 3 – Valor Médio Diário de Negócios Liquidados - CBLC



Fonte: CBLC

O fluxo de investimentos externos, ou seja, de investidores estrangeiros residentes no exterior destinando recursos ao Brasil, sempre foi muito volátil e a tabela número 4 mostra a variação do saldo dos valores ingressados e retornados ao país de origem e observamos um pico em 1993, período das privatizações, e até mesmo saldos negativos em 1998 e 2000, como consequência da incerteza em torno da crise cambial. Em 1997, há a maior saída de recursos observada no período analisado, como reflexo da crise dos mercados asiáticos mencionada anteriormente.

Tabela 4 – Investimentos Externos no País – Investidores Não Residentes

Período	Ingresso	Retorno	Saldo	US\$ milhões
1991	482,40	96,10	386,30	
1992	2.966,82	1.652,44	1.314,38	
1993	14.614,09	9.136,46	5.477,63	
1994	20.532,41	16.778,24	3.754,17	
1995	22.026,62	21.498,34	528,28	

1996	22.935,63	19.341,88	3.593,75
1997	32.191,92	30.576,78	1.615,14
1998	21.886,73	24.349,01	-2.462,28
1999	12.396,09	11.296,03	1.100,06
2000	10.831,26	12.665,86	-1.834,59
2001	9.347,61	10.076,41	-728,80
2002/Fev	843,93	686,16	157,77
Total (1991/2002 Fev.)	171.055,52	158.153,71	12.901,80

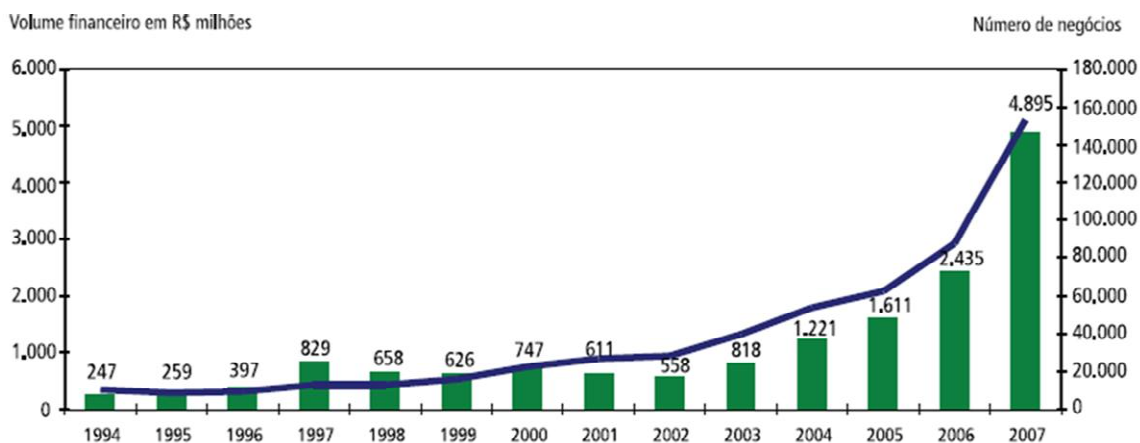
Fonte: Comissão de Valores Mobiliários

### A Publicação da BOVESPA, O Mercado de Capitais Brasileiro Frente aos Desafios Impostos pelas Negociações Internacionais em Serviços Financeiros, (2004) sintetiza:

Enfim, a expansão do mercado acionário brasileiro nos anos 90 não esteve associada à captação de novos recursos pelas empresas, mas à estabilização, à entrada de capitais estrangeiros e, acima de tudo, à privatização. Inclusive, para aproveitar a onda ascendente do mercado secundário de ações, houve a entrada de algumas distribuidoras e corretoras de valores mobiliários estrangeiras no mercado doméstico. Após as crises financeiras e cambiais dos países asiáticos, da Rússia e a desvalorização da moeda brasileira, ocorreu uma redução dos volumes de capital direcionados aos mercados emergentes. A contração dos recursos estrangeiros deve ser agregada a relativa paralisia do processo de privatização (a última grande privatização brasileira ocorreu em 1998, no setor de telecomunicações) e a baixa taxa de crescimento econômico, que não gerou um aumento expressivo na demanda das empresas para financiar novos empreendimentos. Tudo isso somado desencadeou a retração do mercado e o fechamento do capital de inúmeras empresas.

Analisando o volume financeiro negociado e o número de negócios, a partir dos anos 1990, percebe-se um expressivo crescimento no Mercado de Capitais brasileiro, os dados a seguir são da BOVESPA e, após 2000, com a unificação das Bolsas, os dados refletem todas as negociações realizadas no Brasil.

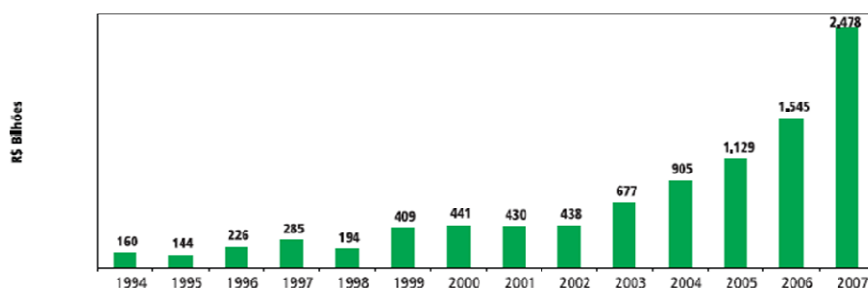
Gráfico 4 –Média Diária - Volume Financeiro x Volume de Negócios



Fonte: BOVESPA

A capitalização do mercado das empresas brasileiras vem crescendo, especialmente de 2006 para 2007 quando o crescimento foi da ordem de 60% aproximadamente, conforme pode-se observar no gráfico número 5. Este crescimento reflete uma conjunção de fatores tais como o incremento no número de empresas listadas e a bom desempenho médio das ações brasileiras, no ano de 2007 e que pode ser observada no gráfico número 6 que mostra a evolução do IBOVESPA.

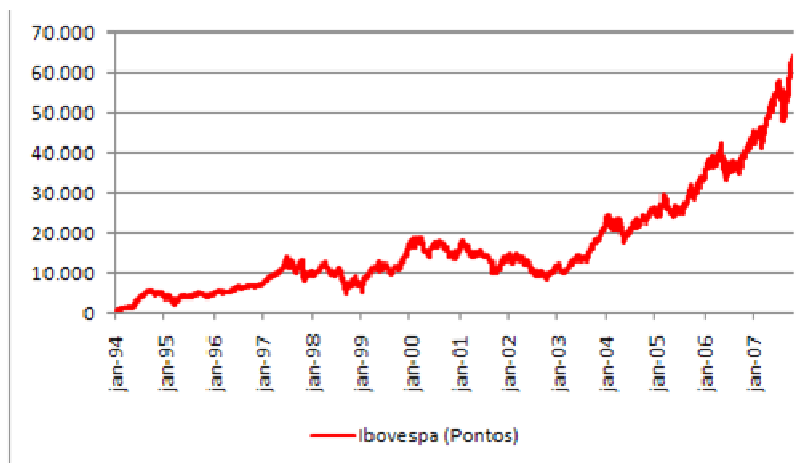
Gráfico 5 – Evolução da Capitalização de Mercado (R\$ bilhões)



Fonte: BOVESPA

O IBOVESPA é um excelente indicador do Mercado de Capitais brasileiro, porque traz o desempenho médio das cotações de uma carteira teórica composta pelas ações mais líquidas listadas na BOVESPA. Este índice foi criado pela BOVESPA em 1968 com a finalidade de retratar o comportamento dos principais papéis negociados no mercado. No gráfico número 6 podemos analisar sua evolução desde sua criação, em 1994, que bem demonstra a valorização das ações das empresas brasileiras.

Gráfico 6 – Evolução do IBOVESPA (Pontos Mensais)



Fonte: Bolsa de Valores de São Paulo

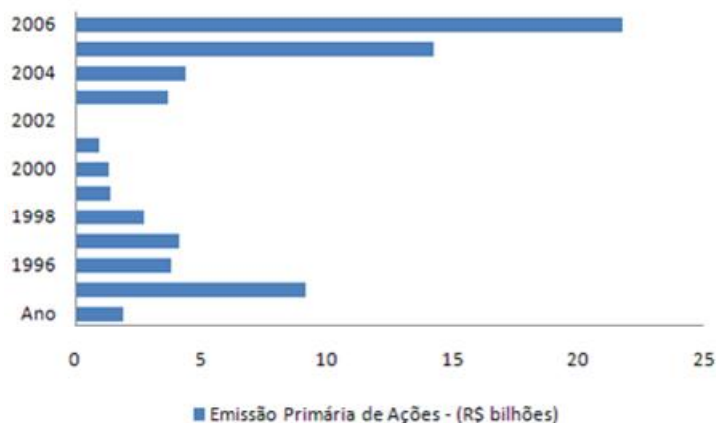
### 3.2 A busca de empresas brasileiras pelo Mercado de Capitais

Um mercado de ações pujante e dinâmico torna-se atrativo para as empresas que estão buscando captar recursos através da emissão pública de valores mobiliários. A publicação da BOVESPA (2000) comenta:

Do lado das empresas o novo paradigma produtivo impõe a necessidade de elevação de suas bases de capital. A abertura as expõe a um mundo muito mais competitivo, no qual as necessidades de investimento são muito maiores e recorrentes. Além das necessidades de investimento impostas pelo novo paradigma, a estabilização e a retomada do crescimento da economia em geral também contribuem para a expansão das empresas que, sem os velhos mecanismos de financiamento, ficam mais receptíveis à abertura de capital. Com o fim da inflação, menores margens e o fim do crédito público subsidiado, as empresas brasileiras são obrigadas a procurar novas formas de obtenção de financiamento em valores atuais.

Assim as empresas passaram a buscar o Mercado de Capitais como fonte de captação de recursos no Brasil. Esta mudança é observada na evolução do número de emissões primárias de ações, exibido na tabela abaixo:

Gráfico 7 – Emissão Primária de Ações (R\$ bilhões)



Fonte: Comissão de Valores Mobiliários

### 3.3 Uma fase do amadurecimento do mercado: Governança Corporativa

A maior busca de empresas brasileiras pelo Mercado de Capitais tem diversos pontos positivos, um deles é a Governança Corporativa. Empresas listadas passam a ter um compromisso com seus acionistas e devem operar dentro de todas as leis nacionais, ou seja, há um processo implícito de formalização da economia.

Com empresas mais transparentes e éticas cria-se um ciclo virtuoso dado que, desta maneira, investidores pessoas físicas passam a destinar parte de suas poupanças para o Mercado de Renda Variável, desta forma aumentando a demanda por estes papéis e, por sua vez, facilitando a volta destas empresas ao mercado quando também abrem o caminho para novas empresas listarem suas ações na Bolsa de Valores.

Para os investidores institucionais internacionais o aprimoramento das práticas de governança também é muito positivo, especialmente para investidores norte-americanos que, em seu mercado, observam o rigor da lei Sarbannes-Oxley, implementada logo após grandes escândalos contábeis, e que trouxe muito mais credibilidade para as informações prestadas pelas empresas a seus acionistas. Desta maneira, os investidores institucionais internacionais apreciam práticas de governança corporativa superiores e sentem-se mais confortáveis com a tomada de decisão com base nas informações prestadas por empresas listada no Programa Novo Mercado, por exemplo, para o caso brasileiro.

De forma a preservar elevados princípios de governança corporativa já disseminadas em alguns outros países, a BOVESPA resolveu criar três segmentos especiais de listagem que classificam as empresas segundo padrões de excelência governança corporativa adotados voluntariamente: Nível 1, Nível 2 e o Novo Mercado.

Para aderir a qualquer um dos níveis a empresa deverá assinar o Contrato de Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa, através do qual a empresa se compromete a manter padrões de transparência, divulgando determinadas informações nas periodicidades pré-estabelecidas e também aceita atender determinadas exigências definidas para o cada nível de listagem.

No Nível I as empresas terão algumas obrigações como: divulgar as informações trimestrais (ITR) nos primeiros três trimestres do ano e as demonstrações financeiras padronizadas, anualmente, (DFP), divulgar as informações anuais (IAN), realizar anualmente uma reunião pública para seus analistas e investidores, divulgar ao início de cada ano o calendário anual atualizado, e divulgar negociações realizadas pelos acionistas controladores da companhia.

No Nível II, além dos compromissos definidos no Nível I a empresa deverá assumir um compromisso societário e, caso possua ações preferenciais, esta deverá proporcionar direito de voto para as ações desta classe em determinadas situações definidas no Contrato de Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2, divulgar suas informações financeiras em algum padrão contábil internacional, sendo este o IFRS ou US GAAP, manutenção do mínimo de 25% (vinte e cinco por cento) de suas ações em circulação, restrição de negociação pelo período de seis meses para os controladores em períodos pós

ofertas públicas de ações da companhia e adoção da câmara de arbitragem do mercado para solução de controvérsias.

Para listagens no Novo Mercado, além das regras exigidas para as empresas listadas no Nível II, a empresa deverá cumprir exigências tais como: emitir apenas ações ordinárias, possuir Conselho de Administração com no mínimo cinco membros; no caso de alienação de participação por parte de um acionista controlador, o comprador deverá oferecer as mesmas condições aos demais acionistas minoritários, *tag along*<sup>12</sup>, a empresa não pode possuir partes beneficiárias e deverá ser divulgada uma lista dos contratos realizados pela empresa com partes relacionadas.

A diferença entre o nível de Governança do Novo Mercado e outro segmentos de listagem, segundo publicação da BOVESPA de 2006, é que “Embora tenham fundamentos semelhantes, o Novo Mercado é direcionado principalmente à listagem de empresas que venham a abrir capital, enquanto os Níveis Diferenciados, Nível 1 e Nível 2, são direcionados para empresas que já possuem ações negociadas na BOVESPA.”

---

<sup>12</sup> *Tag Along* é o direito de alienação de ações conferido a acionistas minoritários, em caso de alienação de ações realizada pelos controladores da companhia. (DICIONÁRIO DE FINANÇAS, 2008).

## CAPÍTULO 4

### EVOLUÇÃO DA BOVESPA A PARTIR DOS ANOS 1990

Conforme demonstrado no primeiro capítulo, em decorrência da evolução do Mercado de Capitais, a BOVESPA sofreu diversas alterações em sua estrutura ao longo dos anos. Grande parte destas alterações foi motivada por influência da regulação do Mercado de Capitais.

A BOVESPA surgiu em 1890, com a Bolsa Livre, transformou-se em Associação sem fins lucrativos nos anos 1960 e, nos anos 1990, investe em tecnologia e adota um sistema eletrônico no qual conecta as corretoras-membros através de um sistema de negociação eletrônica com terminais remotos, que irá evoluir para o Mega Bolsa em 1997, avançando com o sistema eletrônico usado pela *Euronext Market Solutions*<sup>13</sup>. Em 1999, conectou os investidores pessoas físicas através do *Home Broker*.

Em 2000, com a unificação das bolsas, a Bolsa de Valores de São Paulo passou a ser o único ambiente de negociação de renda variável no país conectado a todas as sociedades corretoras de valores brasileiras.

No ano de 2005, foram terminadas as operações de pregão viva voz que eram realizadas simultaneamente com o sistema eletrônico, implementado nos anos 1990, de forma que o mercado passou a ser totalmente eletrônico.

Em 2007, houve uma grande mudança na estrutura da Bolsa de Valores de São Paulo, quando esta deixou de ser uma Associação sem fins lucrativos e passou a ser uma sociedade anônima e ter também seus papéis listados em seu mercado.

Conforme mencionado no segundo capítulo, ao tornar-se uma sociedade anônima sua estrutura societária foi alterada para atender as exigências da regulação do Mercado de Capitais brasileiro e também ajustada de forma a atender altos padrões de governança corporativa, dado que esta escolheu listar seus papéis no Novo Mercado. O organograma abaixo exhibe a nova estrutura da BOVESPA Holding S.A.:

---

<sup>13</sup> *Euronext Market Solutions* - Empresa de fornecimento de serviços tecnológicos para o Mercado de Capitais.

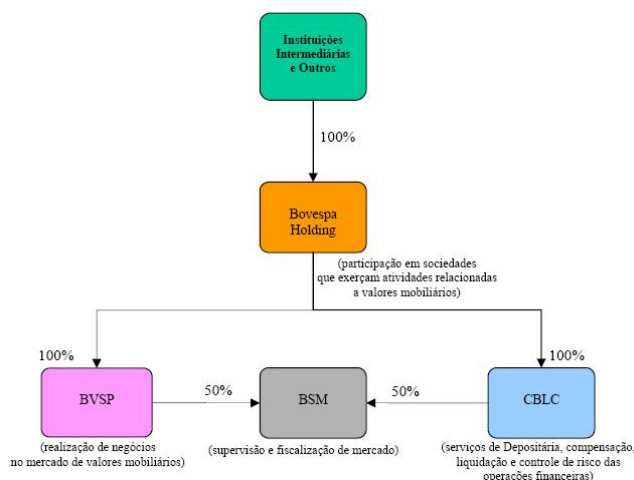


Figura 4 – Organograma societário da BOVESPA pós abertura de capital

Fonte: Prospecto Definitivo de Oferta Pública Inicial de Distribuição Secundária de Ações Ordinárias de Emissão da BOVESPA Holding S.A.(2007).

Atualmente denominada BOVESPA Holding S.A., assim como qualquer outra empresa listada, passa a ter um compromisso com seus acionistas e para assegurar a rentabilidade esperada por seus investidores definiu uma estratégia para atingir as metas de seu negócio, conforme definido em seu prospecto Prospecto Definitivo de Oferta Pública Inicial de Distribuição Secundária de Ações Ordinárias de Emissão da BOVESPA Holding S.A.(2007).

- Ampliar o número de emissores nacionais e estrangeiros, e estimular a listagem de novas companhias;
- Ampliar o número de investidores individuais e estrangeiros.
- Buscar a diversificação de suas receitas.
- Ampliar sua atuação no território nacional.
- Racionalizar os custos e maximizar a sua alavancagem operacional.
- Investir continuamente em pessoal e tecnologia.

Agora uma empresa com acionistas, foi necessária a criação de um departamento de Relações com Investidores, conforme exigência da Comissão de Valores Imobiliários, que é responsável por centralizar dados da empresa e fornecê-las ao mercado.

Em maio de 2008, em Assembléia Geral Extraordinária foi aprovada a integração das atividades da BOVESPA Holding S.A. e da Bolsa de Mercadorias e Futuros, BM&F, através da criação de uma nova entidade chamada, provisoriamente, de Nova Bolsa.

Segundo o fato relevante divulgado pela BOVESPA Holding S.A. em 25 de março de 2008, comentando a integração “A Nova Bolsa será uma companhia aberta, registrada na Comissão de Valores Mobiliários, e cujas ações serão negociadas no Novo Mercado. Serão procedidas operações de reorganização societária que resultarão na emissão de ações ordinárias da Nova Bolsa para os acionistas da BM&F e da BOVESPA Holding, na proporção de 50% para cada Companhia. Adicionalmente, os acionistas da BOVESPA Holding receberão pagamento de R\$1,24 bilhão.”

Com a nova estrutura, denominada BM&F BOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, tornou-se a terceira maior bolsa do mundo e a maior da América Latina. A integração traz mais eficiência para o Mercado de Capitais brasileiro e posiciona o país estrategicamente para o amadurecimento.

A integração traz ganhos de escala e uma estrutura mais eficiente. Trata-se de uma tendência mundial das Bolsas de Valores, o que reduz o custo por transação e pode ser um vetor de fomento de liquidez.

Associado ao grau de investimento concedido ao Brasil em maio de 2008, pelas agências de classificação de risco Standard & Poors e Fitch Ratings, o Mercado de Capitais brasileiro através de sua nova configuração está estrategicamente posicionado para assumir cada vez mais relevância no Mercado das Bolsas mundial, especialmente em relação aos demais mercados classificados como emergentes. A BM&F BOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, e já no momento de sua criação é a terceira maior bolsa do mundo.

#### **4.1 Por que as Empresas Buscam a Abertura de Capital?**

São diversas as razões que motivam uma empresa a abrir seu capital. Abrir o capital quer dizer que a empresa terá valores mobiliários de sua emissão negociados pelo público. A principal motivação é a captação de recursos para financiamento das operações da empresa. A Publicação da BOVESPA – Como e Por que Tornar-se uma Companhia Aberta (2006) lista algumas modalidades de financiamento as quais as empresas poderiam recorrer:

**a) Recursos gerados pelo negócio**

Uma delas é a utilização dos recursos gerados pelo próprio negócio. Entretanto, essa alternativa restringe os projetos da empresa ao montante de recursos que ela é capaz de gerar, o que pode levar ao desperdício de oportunidades e à limitação das perspectivas de crescimento.

**b) Capital de terceiros**

Outra possibilidade é recorrer ao capital de terceiros, por meio de dívida. Além da forma mais tradicional de dívida, empréstimos bancários, duas opções a serem consideradas são a emissão de títulos de renda fixa (debêntures ou notas promissórias) e a securitização de recebíveis (FIDCs - Fundos de Investimento em Direitos Creditórios). Tanto as debêntures e as notas promissórias quanto os FIDCs podem ser negociados na própria BOVESPA. Embora, às vezes, seja interessante se financiar por meio de dívida, nem sempre essa oportunidade está disponível e é adequada às necessidades da empresa. Muitos projetos de investimento sofrem com a ausência de fontes de crédito de longo prazo, que seria o perfil mais compatível com sua maturação. Adicionalmente, a utilização de capital de terceiros tem limites claros. Quando usado em excesso, aumenta a vulnerabilidade da empresa aos humores da economia e a expõe a um maior nível de risco. Como consequência, o custo do financiamento eleva-se exponencialmente, podendo, em alguns casos, levar à inviabilização do próprio negócio.

**c) Abertura de capital**

Uma terceira alternativa é, justamente, o financiamento por meio da emissão de ações, ou seja, do aumento do capital próprio e admissão de novos sócios. É uma fonte de recursos que não possui limitação. Enquanto a empresa tiver projetos viáveis e rentáveis, os investidores terão interesse em financiá-los.

Se a abertura de capital for a opção escolhida, além da captação de recursos de longo prazo em um montante muitas vezes superior ao que seria obtido através do reinvestimento de lucros retidos ou através da utilização de capital de terceiros, a empresa que se torna uma sociedade anônima de capital aberto sofre diversas mudanças em sua estrutura.

Para abrir seu capital é necessário um processo de *underwriting*<sup>14</sup>, que será comentado a seguir, que possui um alto custo e após a obtenção do registro de companhia aberta, esta deverá seguir as normas editadas pela Comissão de Valores Mobiliários bem como atender às exigências de seu segmento de listagem caso seus valores mobiliários sejam negociados em bolsa. Por outro lado a empresa de capital aberto está em vantagem em relação às empresas de capital fechado e essas vantagens são muitas vezes as razões que motivam as empresas a abrir seu capital, conforme exemplifica a figura a seguir.

---

<sup>14</sup> *Underwriting* é o processo de colocação de subscrição pública de ações através do intermédio de instituição financeira escolhida pela empresa. (DICIONÁRIO DE FINANÇAS, 2008).



Figura 6 – Razões que motivam as empresas a abrir seu capital  
 Fonte: NETO 2000, Abertura do Capital de Empresas no Brasil (pág.40)

NETO 2000 (p. 40-41), lista algumas das motivações que levam uma empresa a buscar a abertura de capital:

**Captação de Recursos para Investimento:** Se bem estruturado o processo de abertura de capital, e em sendo uma empresa listada o canal de captação de recursos através do mercado de capitais fica estabelecido facilitando futuras captações por parte da empresa.

As ações de empresas de capital aberto tornam-se meio de pagamento para futuras aquisições que a empresa deseje realizar. Desta maneira a empresa não precisa ter um dispêndio de caixa e pode adquirir novas empresas pagando com suas próprias ações.

**Imagem Institucional:** Se cumpridas todas as exigências do processo, após a abertura de capital há uma grande melhora imagem da empresa perante seus diversos públicos, tais como fornecedores, clientes, credores, instituições governamentais, acionistas. A listagem traz consigo questões de transparência de credibilidade para o dia a dia da empresa, seja pelo cumprimento das leis da CVM, seja pela divulgação de informações requeridas pela BOVESPA, e também por ter seus números auditados por um Auditor externo e independente.

A empresa ao abrir seu capital e ter suas ações negociadas em bolsa passa a ter muito mais visibilidade, seja via exposição de mídia, ou através das análises dos bancos de investimentos e das sociedades corretoras que dão recomendações de investimentos aos seus clientes.

**Novo Relacionamento com Funcionários:** A abertura de capital traz para empresa um compromisso de resultado para com seus acionistas e desta maneira uma estratégia comum no mercado para alinhar os interesses dos funcionários, administradores e acionistas é torná-los também sócios da empresa. Muito comum entre as empresas de capital aberto são os planos de opções, também conhecidos por *Stock Option Plan*<sup>15</sup>. Através destes planos os funcionários poderão receber ações da empresa onde trabalham ou opções de compra destas ações.

**Profissionalização:** Nas empresas de capital aberto a cultura empresarial está sempre voltada para o resultado, o que faz com que os postos de trabalho sejam ocupados por pessoas experientes e qualificadas para seu cargo, capazes de entregar suas metas dentro dos prazos estabelecidos pela companhia.

**Liquidez Patrimonial:** Com a negociação das ações da empresa em mercado, especialmente se estas forem negociadas em bolsa, há um aumento da liquidez das ações, o que traz um número maior e mais diversificado de investidores para a empresa.

**Arranjos Societários:** A oferta pública de ações faz com que a empresa tenha sua base de investidores diversificada e neste momento é possível estruturar a saída de antigos sócios ou mudanças no controle da companhia.

**Reestruturação de Passivos:** Os recursos advindos da oferta pública de ações podem ser usados para melhor adequar a estrutura de capital da empresa, , por exemplo, eliminando dívidas caras ou com prazos incompatíveis ao ciclo do negócio, melhorando a rentabilidade de seus projetos.

**Referencial de Avaliação:** O preço das ações das empresas listadas em bolsa, ou seja, a cotação de suas ações passa a servir de referência para os investidores da desempenho da empresa. É também possível mensurar o impacto de decisões da empresa na cotação de suas ações bem como sua vulnerabilidade a fatores externos.

Os fatores negativos na decisão da abertura de capital são os custos envolvidos na estruturação da operação e mudanças na empresa pós operação para adequar-se às exigências legais que recaem sobre as sociedades anônimas de capital aberto.

Comentando sobre os custos da operação de abertura de capital Publicação da BOVESPA – Como e Por Que Tornar-se uma Companhia Aberta (2006) comenta:

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

---

<sup>15</sup> *Stock Option Plan* - Plano de opções de ações geralmente concedido executivos de empresas como forma de remuneração.

preparação da documentação, publicações legais, confecção do prospecto, comissão do intermediário financeiro e processo de marketing da distribuição, além do tempo do pessoal interno envolvido na operação.

Após o processo de abertura de capital a empresa deverá adotar uma nova postura, pois esta passa a ter um compromisso com seus acionistas. Após a listagem da empresa os investidores e analistas dos bancos e sociedade corretoras demandarão informações da empresa e do mercado que embasará sua tomada de decisão de investir ou não na empresa, o que exigirá da companhia uma equipe de Relações com Investidores dedicada a este atendimento.

#### **4.2 As motivações da BOVESPA pela Abertura de Capital**

A abertura de capital da BOVESPA, sendo apenas secundária, ou seja, a partir da oferta de ações de titularidade dos acionistas vendedores, que eram as sociedades corretoras, portanto, não trouxe capital para seu caixa. Percebe-se que sua abertura de capital foi motivada por uma tendência do setor das bolsas de valores, que segundo o Prospecto Definitivo de Oferta Pública Inicial de Distribuição Secundária da BOVESPA Holding S.A. (2007), compreende:

“(i) a transformação das bolsas em sociedades desmutualizadas com fins lucrativos; (ii) a listagem das suas ações em seus respectivos mercados; (iii) o redirecionamento dos modelos de negócios para abranger novos mercados, segmentos e atividades correlatas à negociação de valores mobiliários; e (iv) um evidente processo de consolidação internacional.”

As Bolsas de Valores vêm ganhando muita importância nas principais economias pelo mundo e no período entre 2002 e 2006 o volume transacionado, segundo informações da *World Federation of Exchanges*, mais do que dobrou. A capitalização de mercado dos emissores também cresceu substancialmente, passando de quase US\$ 23 trilhões para cerca de US\$ 54 trilhões, num período de apenas cinco anos.

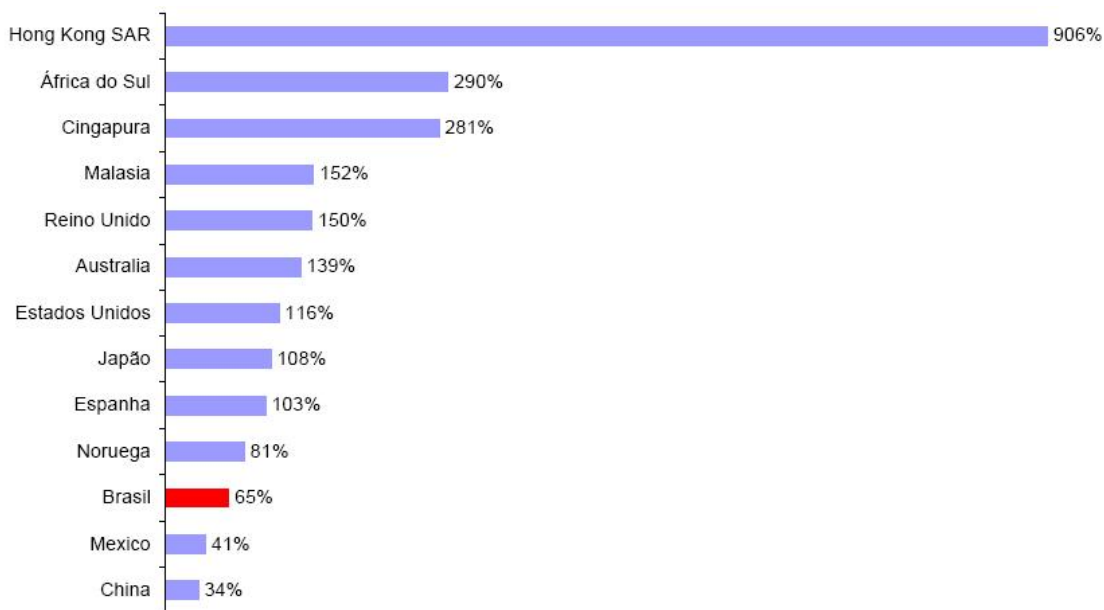
Tabela 5 - Evolução do Volume Negociado, Capitalização de Mercado e Captação de Recursos pelos Emissores

	2002	2003	2004	2005	2006
Volume Negociado (acumulado no período).....	33.117	33.329	41.930	50.957	69.832
Capitalização de Mercado (dados de final de período).....	22.834	31.202	39.395	45.671	54.532
Captação de recursos por emissores (acumulado no período).....	262	374,2	522,4	343,6	680,7

Fonte : World Federation of Exchanges in: Prospecto Definitivo de Oferta Pública Inicial de Distribuição Secundária da BOVESPA Holding S.A., 2007

O gráfico número oito mostra a relação da capitalização de mercado das empresas listadas em cada país sobre o seu respectivo PIB, produto interno bruto, o que nos mostra que o Mercado de Capitais brasileiro ainda possui muito espaço para desenvolver-se, uma vez que está consideravelmente distante dos padrões de mercados mais maduros como o norte americano e britânico e também de mercados emergentes como os asiáticos.

Gráfico 8 – Importância do Mercado de Ações na Economia



Fonte : World Federation of Exchanges e Fundo Monetário Internacional in: Prospecto Definitivo de Oferta Pública Inicial de Distribuição Secundária da BOVESPA Holding S.A., 2007

Em busca do desenvolvimento do mercado local a BOVESPA, tornando-se uma empresa independente passa a buscar a rentabilidade desejada por seus acionistas através do aumento de sua inserção na economia brasileira, dado que seu resultado financeiro está diretamente atrelado ao volume financeiro transacionado em seu mercado.

### 4.3 Tendências para o Mercado de Capitais através da BOVESPA

A BOVESPA, seja em sua abertura de capital, seja através da consolidação com a BM&F, está sendo guiada por tendências do mercado das Bolsas de Valores pelo mundo.

As transformações recentes nos mercados mudaram a visão de que as bolsas de valores envolvem-se apenas na listagem de empresas, no ambiente de negociações, e em negócios complementares de acordo com as especificidades de seu mercado. Estas transformações sugerem que nos próximos cinco anos três modelos de negócio distintos vão surgir na indústria das bolsas: as bolsas globais, as bolsas regionais e as bolsas diversificadas. Mais do que uma hierarquia de bolsas, esta nova estrutura será um elo entre cada arquivamento em uma economia distinta, fomentando o número de especialistas. As bolsas que não se enquadrarem neste padrão poderão observar o desaquecimento de seus mercados em face da crescente competição internacional. (IFSE, 1999, p.1, tradução nossa).

A desmutualização é o primeiro passo, sendo uma empresa que visa o lucro, a busca por eficiência passa a ser uma realidade para as bolsas que se tornam sociedades anônimas. Há uma grande mudança de mentalidade. A BOVESPA, por exemplo, tinha como função primordial manter um ambiente de negociações estáveis, atualmente é uma empresa de capital aberto e, portanto, além de sua função inicial está constantemente buscando melhorias que tragam ganhos de escala, buscando novas modalidades de operações que possam ser desenvolvidas ou então que já sejam usadas e outros mercados, mas ainda não aplicadas no Brasil, e, além disso, tem agora acionistas interessados em sua lucratividade e na conseqüente valorização de suas ações.

Os fluxos financeiros de investidores institucionais internacionais não têm fronteiras, passam de um país para outros buscando as melhores oportunidades de retorno para seus investimentos. Por isso o movimento de consolidação das Bolsas de Valores vem intensificando-se pelo mundo. Mercados integrados trazem grandes economias de escala, o que é muito benéfico para os investidores, pois reduz o custo das operações, e fomenta a liquidez, ou seja, se o custo por operação cai o investidor pode star disposto a fazer mais operações no mesmo íterim. Neste cenário, o papel da tecnologia é fundamental, pois é a única maneira de conectar diversos mercados, localizados a quilômetros de distancia, em tempo real.

Em 2008, a BOVESPA Holding S.A. funde-se com a Bolsa de Mercadorias e Futuros, a BM&F, criando assim a terceira maior do mundo e a maior da América Latina, a BM&F BOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, claramente em linha com as tendências apontadas pelo estudo da *INTERNATIONAL FEDERATION OF STOCK EXCHANGES*. Observamos um movimento de consolidação de forma a dar escala, para a

nova bolsa brasileira, e projeção mundial, por ser a terceira maior bolsa do mundo, projeção regional, por ser a maior bolsa da América Latina, e, simultaneamente, diversificação, com a ampliação do leque de modalidades de operações, uma vez que, foram centralizadas em um único mercado uma vasta gama de ativos e variações de operações possíveis no mercado brasileiro.

Desta maneira, o Brasil, mesmo ainda considerado um Mercado Emergente é um importante centro financeiro mundial de grande atratividade para investidores institucionais de toda parte, o que é muito positivo para as empresas brasileiras, que podem captar recursos de longo prazo, a um custo atrativo, no mercado local para investir em suas atividades.

## CONCLUSÃO

Esta monografia de conclusão de curso teve como principal objetivo o estudo do desenvolvimento do Mercado de Capitais brasileiro, através da BOVESPA com foco no período a partir dos anos 1990.

Para entender os caminhos adotados pela BOVESPA, atualmente denominada BM&F BOVESPA, foi necessário o estudo da concepção do Mercado de Capitais no Brasil, passando pela estruturação do arcabouço legal que o rege, bem como pela criação das instituições relacionadas a este mercado.

Muitas foram às mudanças enfrentadas pela BOVESPA, ao longo de sua história. Desde sua criação em 1890, como Bolsa Livre em São Paulo, por Emílio Pestana, esta assumiu diversas denominações ao longo dos anos, transformando-se em associação sem fins lucrativos em 1964, e em 2007, se transforma em uma sociedade anônima de capital aberto com ações listadas em seu próprio mercado, a Bovespa Holding S.A..

O papel da BOVESPA tornou-se cada vez mais relevante na economia brasileira, mas foi a partir da promulgação da Lei de Modernização do Mercado de Capitais na década de 1960 que o Mercado de Capitais brasileiro começou a tomar forma. Após a referida lei, algumas empresas brasileiras começaram a optar pela captação de recursos através da bolsa de valores pela emissão de valores mobiliários, ao invés dos tradicionais financiamentos bancários.

É a partir da década de 1960, com a estruturação das leis que regem o Mercado de Capitais que se dá com maior intensidade o acesso de empresas brasileiras à Bolsa, e imediatamente foram percebidos os inúmeros benefícios que as empresas listadas podem trazer para uma economia, a começar pela implícita formalização, que traz consigo o processo de abertura de capital, e, também pela adoção de práticas superiores de governança, exigidas pelos acionistas.

Os acionistas estão buscando rentabilidade para suas aplicações, e cobram das empresas de capital aberto transparência e presteza na divulgação de informações, pois será com base nestes dados que os investidores tomarão suas decisões de investimento.

Ao longo deste estudo, além da grande importância que a Bolsa de Valores possui na economia brasileira, percebeu-se que a BOVESPA sempre esteve muito alinhada às tendências observadas nas principais bolsas de valores mundiais.

Atualmente verifica-se um movimento de consolidação das bolsas mundiais. A BOVESPA veio preparando-se para este momento há algum tempo, através do investimento em tecnologia, única maneira de integrar bolsas em diferentes regiões, e, em seguida abriu seu capital, processo conhecido como desmutualização, conforme realizado por outras bolsas pelo mundo.

Em maio de 2008 a BOVESPA fundiu-se com a BM&F, Bolsa de Mercadorias e Futuros, tornando-se a terceira maior bolsa do mundo, constituindo assim um ambiente mais eficiente e concentrando uma variedade maior de operações. A consolidação faz com que o Brasil assegure um papel relevante no Mercado de Capitais mundial, o que coloca as empresas brasileiras numa posição privilegiada, pois estas terão importante fonte de captação de recursos para suas atividades, que é em sua essência, a razão de ser do Mercado de Capitais.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDREZO, Andrea Fernandes. Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais. São Paulo: Atlas. 2007.

ASSAF NETO, Alexandre. Mercado financeiro. São Paulo: Atlas. 2005.

BARROS, José Roberto Mendonça de; SCHEINKMAN, José Alexandre; CANTIDIANO, Luiz Leonardo; GOLDENSTEIN, Lúcia; SILVA, Tereza Maria Fernandez Dias da & CARVALHO, Antonio Gledson (2000) Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro. São Paulo: BOVESPA (Estudos para o desenvolvimento do mercado de capitais).

BOECHAT Filho, Dalton; MELO, Enilce Leite & CARVALHO, Fernando José Cardim de (2001). O novo perfil do sistema financeiro. Rio de Janeiro: Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto (Relatório Econômico).

BOVESPA. Dicionário de Finanças. 2008. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso em: 23 mar. 2008.

\_\_\_\_\_. Desafio e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro. São Paulo, 2000.

\_\_\_\_\_. Novo Mercado. São Paulo, 2006.

\_\_\_\_\_. Nível I de Governança Corporativa. São Paulo, 2006.

\_\_\_\_\_. Nível II de Governança Corporativa. São Paulo, 2006.

\_\_\_\_\_. Guia de Debêntures. São Paulo, 2005.

\_\_\_\_\_. Opções de Compra não Padronizadas - Warrants. São Paulo, 1999.

\_\_\_\_\_. Como e Por Que Tornar-se uma Companhia Aberta. São Paulo, 2006.

FORTUNA, Eduardo. Mercado financeiro: produtos e serviços. Rio de Janeiro: Qualitymark. 1997.

CARVALHO, Antonio Gledson de. Ascensão e declínio do Mercado de Capitais no Brasil. IPE/USP Texto para discussão 6/2000

CASAGRANDE Neto, Humberto; SOUZA, Lucy A. & ROSSI, Maria Cecília (2000) Abertura do capital de empresas no Brasil: um enfoque prático. São Paulo: Editora Atlas e BOVESPA (3a. Edição Revista e Atualizada).

CAVALCANTE, Francisco. Mercado de Capitais O que é, Como Funciona. São Paulo: Campus, 2005.

COSTA, Roberto Teixeira da. Mercado de Capitais - Uma Trajetoria de 50 Anos. São Paulo: IMESP, 2005.

FREITAS, M. Cristina Penido de (1999) "Abertura do sistema financeiro brasileiro ao capital estrangeiro", in: FREITAS, Maria Cristina Penido de (Org.) Abertura do sistema financeiro brasileiro nos anos 90. São Paulo: Edições Fundap e Fapesp/Brasília: IPEA/Seplan, 1999, p. 101-173.

HULL, John C. Opções, Futuros e Outros Derivativos. São Paulo: BM&F, 1998.

IMF (2002b) "Emerging equity markets". Global financial stability report: a quarterly report on market development and issues. Washington, D.C.: International Monetary Fund, June.

INTERNATIONAL FEDERATION OF STOCK EXCHANGES. Three Business Models for the Stock Exchange Industry. Nova York, 1999

NETO, Humberto Casagrande. Abertura do Capital de Empresas no Brasil. São Paulo: Atlas, 2000.

PAGANO, M., F. Panetta e L. Zingales. Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. NBER working paper 5367, 1995.

PRATES, Daniela Magalhães (1999) "Investimento de portfólio no mercado financeiro doméstico", in: FREITAS, Maria Cristina Penido de (Org.) Abertura do sistema financeiro brasileiro nos anos 90. São Paulo: Edições Fundap e Fapesp/Brasília: IPEA/Seplan, 1999, p. 17-60.

ROCCA, Carlos Antonio. Carvalho. Mercado de Capitais e o Financiamento das Empresas Abertas. FIPE/ABRASCA, 1999.

\_\_\_\_\_. Mercado de Capitais, agenda de reformas e ajuste fiscal. São Paulo: Campus, 2005.

\_\_\_\_\_. (2001) Soluções para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Rio de Janeiro: Editora José Olympio e São Paulo: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (Estudos Ibmec, no. 1).

SANTOS, Tharcisio Bierrenbach de Souza. A Evolução do mercado financeiro brasileiro – 1984 -2004. In: Revista de Economia e Relações Internacionais. São Paulo: FEC-FAAP, 2007. Vol. 5, n.10, P. 115-134.

SILVA, Sérgio Luiz de Cerqueira (2001) Limites ao crescimento do mercado de ações no Brasil. São Paulo: BOVESPA (mimeo).

SOUZA, Lucy A. (1998) O mercado de capitais brasileiro no período 1987-1997. Campinas: Instituto de Economia/Unicamp (Tese de Doutorado).

XAVIER, A.N. Investimento estrangeiro em carteira é capital de boa qualidade. Boletim da SORBET, ano III, nº39, 2006.

YAZBEK, Otavio. Regulação no Mercado Financeiro e de Capitais. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.