

Acesso com Regras de Governança Corporativa Diferenciadas para Empresas de Pequeno e Médio porte: o “Bovespa Mais”

Denis Forte
denisfortebr@yahoo.com.br
Universidade presbiteriana mackenzie

Wilson Toshio Nakamura
wtnakamura@uol.com.br
Universidade Presbiteriana Mackenzie

João Francisco de Aguiar
jf.aguiar@uol.com.br
Universidade Presbiteriana mackenzie

RESUMO

De acordo com a *National Venture Capital Association* (NVCA) dá-se o nome de sociedade de capital de risco àquela cujos recursos financeiros são geridos profissionalmente com o objetivo de investir em ações, compartilhando o risco em empresas jovens, diferenciadas por seu rápido crescimento e com potencial para desenvolvimento em empresas de porte significativo. O capital investido em ações é uma forma importante de recursos para o desenvolvimento inicial dessas empresas. As sociedades de capital de risco visam em seus investimentos uma saída dentro de prazos que podem variar de cinco a dez anos, obtendo rentabilidades compatíveis com o nível de risco percebido das empresas em que investem. O objetivo deste artigo é descrever um mecanismo de características diferenciadas que está sendo criado pela Bovespa, o Bovespa mais. As considerações principais feitas no decorrer do artigo levantam a importância estratégica de mais um canal de negociação que busca atender a um perfil de empresas que estão vindo na nova leva de crescimento do país. Por se tratar de um canal de acesso eletrônico para empresas que aceitem se submeter às regras especiais de Governança Corporativa, ele age como fator de atração para investidores estrangeiros e nacionais que poderão compartilhar do perfil empreendedor de empresas brasileiras de porte especial, mas que ainda não possuem condições de acesso aos mercados principais.

1. INTRODUÇÃO

A formação diferenciada privilegiando mercados financeiros destacando o mercado acionário nos países anglo-saxões, tem sido verificada por vários autores.

- Hobson (1983), ao analisar o crescente relacionamento do capitalismo global e o desenvolvimento industrial, nos pós-guerra, reconheceu o desenvolvimento rápido do sistema capitalista nos EUA, ao afirmar: “...a economia financeira do capitalismo norte-americano exhibe, de forma mais dramática, tendência comum às finanças de todos os países industriais desenvolvidos”. Segundo Tavares (1983, p.XIX), a contribuição fundamental do economista John Atkinson Hobson cuja primeira edição de sua obra foi

em 1894, foi declarar que nos EUA, e não em outros países “o capitalismo moderno teria a sua sede privilegiada”.

- Para Brealey e Myers (2000, p.1001): “*em primeiro lugar finanças corporativas nos EUA e em outros países de cultura inglesa apóiam-se mais em mercados financeiros do que em bancos, ou outros intermediários, como ocorre com os demais países...*”
- Minsky (1996) observou que o capitalismo norte-americano tem-se estruturado sob um novo formato, por ele denominado “*Money Manager Capitalism*”, ou o capitalismo dos administradores de recursos, exercendo um papel de crescente influência na maioria das empresas dos EUA, na busca por obtenção de recursos a prazos mais curtos. Assim, embora fortalecidas na Inglaterra dos séculos XVI, é nos EUA que as empresas de “VC/PE” encontram o seu melhor ambiente para se desenvolver.

2. OBJETIVO

O objetivo deste artigo é explorar um dos mecanismos de desinvestimento através do mercado de ações, nas sociedades de Capital de Risco no Brasil, conhecidas como *Venture Capital* e *Private Equity (VC/PE)*. A nível internacional, estas operações têm ocorrido com sucesso nos países de cultura inglesa, especialmente nos EUA e Reino Unido, onde têm contado com suficiente oferta de capital e adequado ambiente regulatório, beneficiando de forma marcante o desenvolvimento de negócios mais dinâmicos sobretudo os de tecnologia de ponta. Fora destes países a escassez de capital e outras restrições, sobretudo as sócio-econômicas e políticas, têm impedido um melhor desenvolvimento desse tipo de negócios, razão principal desta reflexão. No Brasil esforços têm sido feitos pela Bovespa e ABVCAP para aumentar a possibilidade de sucesso deste tipo de investimento.

Dado o caráter exploratório do assunto foi adotada uma metodologia seguindo um modelo de estudo de caso. O principal foco foi nos canais especiais que foram criados pela Bovespa, como o “Novo Mercado” (100% em ações ordinárias e regras especiais de Governança Corporativa) e segmentos de negociação eletrônica como o “Soma” e o “Mais”. Estes ambientes de negócios específicos atendem as exigências de parâmetros regulatórios e de governança corporativa para empresas de portes determinados e têm proporcionado ao investidor estrangeiro e nacional, um ambiente estável de negócios.

Foram estimuladas, através destes canais de negociação revitalizados, novas empresas de VC/PE, que têm mostrado um desenvolvimento diferenciado desde os anos noventa, através de empresas investidas.

Foram analisados assim os aspectos ambientais proporcionados pelos novos mecanismos da Bovespa no acréscimo das possibilidades de investimentos de sucesso pelos agentes de mercado.

3. REFERENCIAL TEÓRICO

3.1. Evolução recente das VC/PE no mercado financeiro dos EUA

Conforme a PWC (2004), os EUA estão na liderança mundial tanto em recursos levantados como investidos por fundos de VC / PE. Vale destacar pelos números divulgados

abaixo que embora o total dos recursos captados pelos fundos se concentre praticamente nos EUA e na Europa, apenas 82% dos recursos investidos são ali centralizados, pois Austrália e Ásia vêm recebendo volumes crescentes de recursos.

- Foram levantados recursos de US\$ 211 bilhões entre 1998 a 2003 por fundos de VC/ PE, em todo o mundo, dos quais US\$ 188 bilhões nos EUA e US\$ 39 bilhões na Europa.
- Na América do Norte foram realizados cerca de 52% do total dos investimentos globais, 30% na Europa cerca de 15% na Ásia e no Pacífico ficando 2% para o Oriente Médio e África e apenas 1% na América do Sul.
- Cerca de US\$ 82 bilhões foram captados globalmente em 2003, 12% abaixo de 2002. Já o volume de investimentos cresceu significativamente sobre 2002 (33%), superando o volume de recursos captados.
- Em primeiro lugar nos investimentos vêm os EUA com US\$ 59 bilhões (+47%), seguidos por Grã-Bretanha US\$ 16 bilhões (+30%), o Japão com US\$ 7,2 bilhões (+202%), a Austrália com US\$ 2,9 bilhões (+142%) e a China com US\$ 1,7 bilhões (+376%), na nona posição dentre outros.

Nos EUA como exemplo da importância do forte desenvolvimento desta indústria a NVCA (2005), por exemplo representa cerca de 450 fundos de VC / PE e gera cerca de 10,1 milhões de empregos e US\$ 1,8 trilhões em receitas em 2003. Segundo Lerner (2005), os volumes da indústria cresceram significativamente desde 1980 quando o volume captado foi da ordem de US\$ 0,7 bilhão para US\$ 28 bilhões em 1995, atingindo um pico no ano 2000 com cerca de US\$ 180 bilhões, declinando a partir de então e estabilizando-se em fluxos anuais da ordem de 40% deste volume de recursos. Esta queda teve relação direta com o ajuste no nível de preços do mercado de ações dos EUA que atingiu um pico no ano 2000, declinou em seguida e atualmente recuperou-se, voltando ao nível anterior, em termos nominais (Yahoo Finance, 2005). Talvez o volume de recursos esteja abaixo do ano 2000 em função das expectativas de alta de juros nos EUA, pois desde o início de 2004 a taxa de juros dos títulos públicos que era próxima de 1,5% ao ano tem crescido seguidamente atingindo atualmente 4% ao ano.

3.2. Estratégias de saída: fato crucial na decisão de investir

Os mecanismos de desinvestimento, ou de saída da posição por parte dos fundos são estrategicamente fundamentais para o sucesso do negócio e, nesse aspecto, a evolução positiva da situação da economia e do mercado de ações tem um papel decisivo. A importância do mercado de ações pode ser avaliada pela situação ocorrida nos EUA, em 2002, pois nesta época o mercado de ações havia atingido o pico, Apesar da reação atual os impactos nos fluxos de recursos foram muito fortes, com grande queda na entrada de recursos nos fundos de *Venture Capital*.

Em outras palavras, mesmo que a saída não ocorra por uma oferta pública de ações, o mercado secundário de ações permite a visualização da empresa e abre caminhos para a precificação dos seus papéis, um sinal vital no caso de empresas muitas vezes pequenas e ainda inadequadas para o mercado principal, mas suficientemente atrativas para determinados investidores potenciais em fundos específicos de VC/PE..

A seguir são analisados os mecanismos de saída como a oferta pública no mercado de ações, a fusão da empresa investida, as recompras pelos controladores, ou ainda a troca por outros ativos mais líquidos.

3.3. A importância da Liquidez dos ativos para a decisão de investir

Miskin (1998) define as três principais funções da moeda como meios de pagamentos, unidade de conta e liquidez e reserva de valor e da liquidez. Ao enumerar uma série de ativos financeiros como opção de investimentos; o autor (1998 p.33), questiona: “...se esses ativos são uma reserva de valor mais desejável do que a moeda, porque as pessoas mantêm a moeda ?” respondendo a seguir que se trata da função do conceito econômico da liquidez, ou seja, à relativa facilidade e rapidez com que um ativo pode ser convertido em meio de pagamento.

A teoria da preferência pela liquidez, no tempo, por parte dos investidores, que possuem ativos líquidos, é atribuída ao economista J.R. Hicks, conforme Modigliani (1944) . Conforme Brealey e Myers (2001) segundo esta teoria para se alongar as aplicações financeiras há que se haver uma compensação, chamada de prêmio pela liquidez, que seria dado pela diferença entre as taxas de juros futuras e as taxas esperadas no mercado à vista.

Brealey e Myers (2001) destacam que o problema é que a liquidez é uma questão de grau, pois um título público de curto prazo é menos líquido do que recursos em caixa, mas tem uma alta liquidez e pode ser convertido em caixa a qualquer momento. Desta forma, no caso de investimentos de capital de risco em empresas de VC/PE, os ativos geralmente adquiridos pelos investidores são títulos de dívida conversíveis de longo prazo ou mesmo ações (preferenciais ou ordinárias) cujo grau de liquidez é substancialmente menor e cíclico, podendo variar bastante conforme a situação da empresa, as condições de mercado, a situação política e econômica, dentre outros fatores.

3.4. As estratégias de saída para dar liquidez aos investimentos

Os administradores de recursos profissionais têm buscado captar fundos de investidores com o objetivo de assegurar-lhes uma administração equilibrada, através de uma taxa de retorno adequada, minimizando o grau de risco assumido, de forma a poder dar liquidez aos seus investimentos aos níveis de preços desejados.

Para Zilder (1998, p.132), CEO da Beta Group, os recursos de capital de risco não são de longo prazo, pois a idéia dos investidores é aplicar seus recursos em uma empresa até alcançar uma dimensão e credibilidade tal que possibilite ser negociada com uma grande empresa, através de uma oferta pública inicial ou através de um mecanismo alternativo proposto pelos banqueiros de investimentos dando liquidez aos recursos inicialmente investidos.

Conforme Fried e Hisrich (1994 p.31), as expectativas de retorno de um investimento em ações têm três componentes: “os investidores geralmente asseguram seus retornos através de uma oferta pública, venda da empresa investida, ou por uma oferta de recompra por parte da empresa investida”. Embora os investidores não esperem liquidez assegurada, estes requerem a possibilidade de acionarem algum tipo de mecanismo que dê liquidez à sua posição dentro de um período de 3 a 10 anos.

Por outro lado, de acordo com Levin et ali..(2004), quando empresários profissionais decidem pela realização de um investimento em uma empresa têm por objetivo conseguir dar liquidez ao investimento ao perceberem que o capital inicialmente investido está atingindo o nível de máximo retorno desejado. Este ponto ocorre quando a curva de retornos deixa de crescer de forma geométrica, geralmente de 3 a 7 anos, após o investimento inicial. Ainda de

acordo com Levin et alii. (2004), além das alternativas de saída acima citadas, as possíveis opções de saída para o V/C são as seguintes:

- Venda do lote de ações para uma empresa maior em troca de suas ações, ou parte em ações e pagamento à vista;
- Venda dos títulos de volta para a empresa investida, por exemplo através de ações preferenciais resgatáveis, talvez por preços já programados no tempo.

As opções de liquidação do negócio, segundo Hazen (1988), são bastante semelhantes às já citadas, acrescentando ainda a possibilidade de fusão da empresa investida com outra. Existem empresas que não estão preparadas do ponto de vista da família controladora, não têm a dimensão, ou mesmo atratividade suficiente para uma oferta pública, tornando necessárias alternativas de dar liquidez ao investimento.

A estruturação original do plano de investimentos pelo VC, segundo Levin et alii (2004), se dá através da implantação de um negócio, de aquisição de ações buscando rentabilidade em certo período e tempo, via financiamentos alavancados (*leveraged buy out*), consolidação industrial ou em uma empresa com problemas financeiros, considerando desde o início, as possibilidades estratégicas de saída. Os contratos assinados por ocasião do investimento inicial, em geral, já proporcionam ao VC determinados mecanismos que lhe garantem certos direitos sobre a sua saída estratégica do negócio. Estas garantias são fundamentais para assegurar os interesses do VC, pois na ocasião da saída do negócio poderá haver pouca cooperação devido a interesses opostos por parte de acionistas controladores da empresa investida.

Vale ressaltar que esses contratos, além das cláusulas gerais, têm condições específicas que objetivam resguardar os termos negociados pelas partes no momento do desembolso, bem como assegurar o exercício dos direitos do investidor no futuro, caso haja alguma alteração na filosofia da empresa investida.

3.5. As Barreiras de saída

Ao procurar dar a importância devida à realização dos investimentos para as VC/PE, Lerner et alii. (2005) destaca o papel relevante do mercado secundário na criação de liquidez, retomando uma época ruim para a indústria pela falta de investidores na época que se sucedeu à queda dos mercados europeu e norte-americano após 1987, destacando como estes efeitos foram ruins tanto para os empreendedores, como para os investidores. O autor (op.cit.) relembra ainda o período de falta de liquidez na Europa, enquanto a recuperação já ocorria nos EUA, obrigando os fundos europeus a revender suas posições para corporações ou a reter os ativos com preços aviltados. Assim conclui o autor: *“a influência da saída no restante da indústria de VC/PE sugere ser isto um fator crítico para os fundos de investimentos e os seus investidores”*.

Wright e Robbie (1999) confirmam a posição de Lerner et alii (2005), com base nos mercados secundários europeus, lembrando que estes parecem ter falhado como provedores de recursos para investidores em ativos de mercados emergentes para estes, apesar da ênfase dada as saídas via OPA.

Lerner et alii (2005) reforça a importância da previsibilidade de saída para a estratégia dos investidores, pois um VC/PE típico é liquidado após um período médio de uma década, podendo ser estendido por mais alguns anos, assim se uma determinada empresa não tem potencial para adquirir maturidade para ir a público após este período torna mais complexa a decisão do investimento inicial.

Brooke (2000) acredita que demorará certo tempo para a Europa disponibilizar mercados secundários tão favoráveis como nos EUA, por uma certa característica local de protecionismo. O autor afirma que cerca de 2/3 dos negócios têm sido realizados com empresas compradoras porque os VC/PE tem ido adiante realizando investimentos em áreas que estrategicamente importantes para as grandes empresas.

Para Sonsini (2000) tem havido muita pressão dos investidores por liquidez e certa relutância em prorrogar as ofertas públicas. Ele coloca forte ênfase na importância do país possuir mercados de capitais fortes, líquidos, eficientes e livres, pouca interferência de poderes regulatórios, como é o caso dos EUA, para viabilizar o progresso da indústria de VC/PE.

Ao analisar a razão do interesse em venda prioritária para as maiores empresas McNally (1997) expõe os interesses de forma convergente: a) para o VC/PE a parceria com terceiros tende a adicionar valor em termos de conhecimento do mercado, tecnologia, credibilidade ao negócio, além de uma fonte forte de fundos e b) para a empresa compradora, se o VC/PE tem um bom histórico de sucesso na composição da carteira é porque provavelmente tem uma política adequada de seleção, reduzindo o seu risco de investimento

Segundo Wright e Robbie (1999), devido às restrições acima colocadas, os VC/PE têm procurado manter uma política de maior flexibilidade quanto à realização dos seus investimentos no tempo, pois estes pretendem prioritariamente negociar seus ativos com terceiros, geralmente empresas de maior porte.

Referindo-se aos mercados da Inglaterra McNally (1997) afirma que há pelo menos dois fatores que tornam pouco acessíveis os mercados de ações para a maioria das empresas investidas por VC/PE: a) os altos custos fixos envolvidos, mais os da emissão, para levantar volumes de recursos insuficientes e b) o pequeno tamanho relativo das empresas proponentes e a pouca liquidez, insuficientes para atender aos critérios de listagem.

3.6. O Mercado de ações no Brasil

O cenário colocado anteriormente ressalta o papel dos mercados secundários de ações como uma saída desejável, mas pouco viável para maioria das empresas investidas, pelas razões levantadas, dentre elas o seu porte menor e filosofia dos controladores, as exigências e custos de listagem, a baixa liquidez, dentre outros, motivo pelo qual as estatísticas têm colocado as IPO, nos EUA, em segundo plano, conforme já discutido.

Por outro lado os investidores desejam ver a possibilidade de saída via mercado, uma vez decorrido o período médio programado de expectativa para a realização dos investimentos. Dadas as conhecidas restrições econômicas estruturais dos países emergentes cabe a criação de condições de atratividade para os capitais dos Investidores institucionais. O Brasil, segundo Hausler (2004), já tem dado passos para criar um adequado fluxo de informações, pelo Banco Central, para atrair esses recursos.

Além destas restrições ressalte-se o ambiente econômico instável e os marcos regulatórios pouco favoráveis aos acionistas minoritários no Brasil, dentre estes o desequilíbrio entre ações preferenciais, sem direito a voto e ações ordinárias, devido às vantagens concedidas pela Lei 6404 de 1976.

A esse respeito vale destacar-se, segundo Bovespa (1970), que 60% da carteira teórica do Índice Bovespa, em 1970, compunha-se de empresas com ações ordinárias, em linha com os mercados de ações mais desenvolvidos do mundo. Em contraposição, devido aos efeitos

negativos da Lei 6404 de 1976, já citada, esta proporção inverteu-se a favor das ações preferenciais, desequilibrando as ações em desfavor dos acionistas minoritários.

Vale aqui um retrospecto de alguns normativos do arcabouço legal que tem dado as bases para um melhor desenvolvimento do mercado de ações no Brasil:

- nos anos setenta, o Decreto lei 1405 de 1975, permitia a formação das Sociedades de Capital Estrangeiro para fortalecer o mercado de ações;
- em 1976, a edição da lei 6404, das Sociedades por Ações, atualizada pelas leis 9457 de 1997 e 10303 de 2001;
- em 1987 o CMN editou a Resolução 1289, de 1987, regulamentando as Sociedades de Capital Estrangeiro, com vistas ao fortalecimento do mercado de ações no país e
- nos anos 90 a regulamentação pelo CMN dos chamados “Investimentos de Portfolio”, ou das Carteiras Administradas, por meio dos Anexos I, II, III e IV.

Segundo Nusdeo (2000), por meio de cada um destes anexos, foi disciplinada a constituição de veículos específicos para a captação de recursos pelo mercado de ações:

- Anexo I: Sociedade de Investimento de Capital Estrangeiro;
- Anexo II: Fundo de Capital Estrangeiro;
- Anexo III: Carteira de Investimentos de Estrangeiros;
- Anexo IV (aprimorada pela Resolução 1832 de 1991): criando canais especiais para a captação de recursos pelo mercado de ações pelos Investidores Institucionais (Fundos de Pensão, Cias Seguradoras, Fundos de Investimentos do exterior; Carteiras Próprias de Instituições Financeiras, entre outros).

É neste cenário adverso que vale ressaltar as iniciativas que vem sendo desenvolvidas no Brasil pelos agentes de mercado, as quais, se não conseguem solucionar as questões estruturais já levantadas, típicas de países emergentes, ao menos podem constituir-se em um “conjunto” de práticas alternativas, as quais, convergindo de forma planejada, como fruto de um consenso entre as autoridades públicas e o setor privado, podem constituir-se em variantes alternativas de forma a atender às expectativas dos investidores de países desenvolvidos.

Os acionistas estrangeiros passaram exigir maior equilíbrio dos direitos com os controladores, conforme assinala Mobius (2000).

A Bovespa, por seu lado, sentindo os efeitos negativos no mercado de ações com queda no número de empresas listadas desde 1996 (máximo de 550 listadas, atualmente 419), queda têm buscado tomar medidas incentivadoras para atrair novas empresas e os investidores internos externos (MB Associados, 1997 e Boletim 107 de junho de 2007).

Para recuperar a competitividade do mercado de ações nacional a Bovespa tem adotado uma série de medidas, dentre elas canais especiais de negociação de empresas com regras diferenciadas de Governança Corporativa de forma a atender às expectativas dos investidores estrangeiros. Essas medidas da Bovespa e autoridades econômicas têm propiciado a criação de mecanismos tais que têm possibilitado um fluxo crescente de recursos externos, via carteiras administradas, ao mercado de capitais, sendo inclusive importantes para a criação de empresas de VC/PE no Brasil..

Dentre os canais criados destaca-se o programa do Novo Mercado, a partir do qual foi lançado no final de 2005 o “Bovespa Mais” dentro do mercado de balcão organizado – abrange as negociações de balcão que são realizadas dentro de certas regras pré-estabelecidas.

4. ESTUDO DE CASO: “O BOVESPA MAIS”

Foi discutido no tópico anterior, que a decisão de realizar investimentos em empresas de “*Venture Capital*” tem como objetivo a sua rentabilidade diferenciada, algo que apenas faz sentido para o investidor quando o capital é realizado, após um certo período de tempo.

O Capítulo I mostrou que o principal mecanismo de saída para o investidor é uma das várias modalidades de M&A, deixando a oferta pública no mercado de ações como uma alternativa. De acordo com Santana (2005, p.15) o “Bovespa Mais” é “*um passo, no caminho natural rumo ao Novo Mercado*”.

O objetivo deste artigo é realizar uma análise do programa de negociação eletrônica desenvolvido pela Bovespa, denominado “*Bovespa Mais*”, com regras próximas ao “Novo Mercado”, como forma de acesso para as empresas desenvolvidas através de fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil. Assim, será mostrado que a aceitação favorável do programa “Novo Mercado” permitirá o lançamento do Bovespa Mais, sendo esperado que este novo segmento venha produzir frutos no futuro, para empresas especiais do mercado de balcão organizado, de forma proporcional ao sucesso do Novo Mercado para o mercado principal da Bovespa.

4.1. A abertura econômica: os primórdios do “Novo Mercado”

As práticas de Governança Corporativa, que já haviam sido aconselhadas no Reino Unido, conforme Cadbury (1992), adquiriram uma dimensão global com os problemas “graves” surgidos em algumas grandes empresas abertas nos EUA, no final dos anos 90, sendo adotadas pelos países desenvolvidos, passando a constar das normas do Banco Mundial e OECD para os projetos em países emergentes. Desde o início de 2000 a Bovespa já vinha participando de seminários internacionais promovidos em vários países pela OCDE e pelo Banco mundial visando o fortalecimento do Mercado de Ações nacional (RELATÓRIO ANUAL BOVESPA, 2000 a 2005).

No início de 2000, buscando maior competitividade, completou-se a reestruturação do mercado de ações nacional, tornando-se a Bovespa a única bolsa de valores Brasil. Conforme IFC (2003), o lançamento do Novo Mercado pela Bovespa no Brasil teve o apoio do Banco Mundial, através do seu “braço privado”, a IFC – Corporação Financeira Internacional, que passou a adotar os padrões de Governança Corporativa de forma institucional, após a sucessão de problemas entre acionistas e controladores nas maiores empresas dos EUA nos últimos anos em linha com uma tendência internacional.

Esta possui vários canais de negociação, sendo o principal deles aquele que possibilita as negociações eletrônicas através do chamado “Mega Bolsa”, hoje concentrando a parte mais substancial dos negócios – as negociações de ações no “pregão” foram definitivamente encerradas em Outubro do corrente ano; além deste mecanismo de negociação há os mercados de balcão organizados (RELATÓRIO ANUAL BOVESPA, 2000 a 2005).

Na tabela 1 a seguir uma demonstração de alguns segmentos de negócios selecionados da Bovespa:

Tabela 1 - Dados comparados dos segmentos da Bovespa

Segmentos	Capitalização (1)(Junho/ 2007)	Volume Financeiro (2) (Junho/07)	Número de empresas
Mercado principal	819.793	1.426.623	297

Governança Corporativa			
- Novo Mercado (ON/PN)	329.200	849.575	69
- Nível 2 (ON/PN)	72.387	145.887	15
- Nível 1 (ON)	749.434	1.478.819	38
Total	1970.814	3.899.604	419
Balcão Organizado			
- Bovespa Mais	-	-	-

Fonte: Bovespa (Boletim Informativo 107, Junho de 2007)

(1) Produto do preço da ação pelo volume de ações do Capital Social, em milhões de reais

(2) Negociação diária média em milhares de reais

(3) Conforme Bovespa Mais (2005), levantados para Novembro de 2005 este segmento representava 47% do mercado principal e assim foi estimado nesta tabela.

Em termos de valor negociado, com base na tabela acima de Junho de 2007, pode-se ter uma idéia da liquidez destes segmentos e da sua importância relativa. Percebe-se pela tabela acima citada que:

- o segmento do NOVO MERCADO (nos três níveis de governança corporativa) já alcança cerca de 63% do valor total negociado diariamente pela Bovespa, com aproximadamente 29% das empresas listadas e negociadas;
- no nível mais rigoroso do Novo Mercado (100% de ações ordinárias) cerca de 22% do valor negociado por dia na Bovespa (cerca de 8% em fins 2005)
- Das 419 empresas listadas e negociadas cerca de 71% em número não participam ainda dos segmentos que requerem níveis diferenciados de Governança Corporativa, um número relativamente expressivo, embora em progressiva queda e
- O mercado de balcão organizado (SOMA) mostra ser pouco representativo, com liquidez ainda muito baixa, frente aos demais segmentos,. Estes números positivos são confirmados na prática, Santana (2005), pois o valor negociado dos três níveis do programa do Novo Mercado sobre o total da Bovespa vem se expandindo desde 2001 (14%), para 2003 (25%) e 2005 (acumulado de 11 meses, com 45% do total). Em Junho de 2007, como visto na tabela acima subindo para 63% do total diário negociado.

4.2 “O Bovespa Mais”

O programa “Novo Mercado”, descrito a seguir, engloba as empresas que se submetem às práticas de Governança Corporativa, estando para o mercado principal, assim como o “Bovespa Mais”, ora em processo de lançamento, está para o mercado de balcão organizado, conhecido como “SOMA”.

É necessário ressaltar que as políticas convergentes que vem sendo adotadas pelos agentes de mercado, já apresentam resultados expressivos, como fruto de um diálogo aberto e uma atuação consistente entre os agentes público e privados, dos quais destacam-se os seguintes:

- “Novo Mercado” e “Mais” (Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa)
- Ambiente regulatório adequado (Comissão de Valores Mobiliários – CVM)
- Investidores em ativos (Fundos de Previdência Privada e institucionais)
- Gestores Privados (Associação Brasileira de VC/PE - ABVCAP)
- Gestor Público (Banco Nacional de desenvolvimento Econômico e Social)

De acordo com Pasquantonio (2005), o mercado de acesso retomou maior dinamismo por volta de 1996, devido à privatização, com o surgimento de muitas empresas abertas, mas mesmo antes, nos anos 80 já havia uma série de empresas de capital aberto por incentivos fiscais negociadas fora da Bolsa de Valores. Nos anos de 2004 e 2005, uma série de empresas realizou ofertas públicas de ações, a maioria do Novo Mercado, no seu nível mais alto, em ações ordinárias, com poder de voto.

Pode-se perceber pelos números da tabela 3 os bons resultados que a Bovespa vem colhendo com o mecanismo denominado Novo Mercado pelos resultados favoráveis das ofertas públicas de empresas que já se comprometeram em atender a padrões diferenciados de Governança Corporativa no seu nível mais elevado, ou seja um IPO de ações ordinárias votantes. Um indicador é a atratividade crescente pelo capital estrangeiro que passou de 21% em 1994 para 35% do volume total negociado no corrente ano; a participação das pessoas físicas no total dos negócios diários também tem crescido e já é da ordem de 20%, respectivamente conforme Capital Aberto (2007 e Informe Técnico Bovespa (2007).

A participação média nas ofertas públicas tem ficado em torno de 65% em 2007. A presença constante de investidores estrangeiros reforça a preferência por ações ordinárias (as quais prevalecem nos mercados mais desenvolvidos), que participa de 100% do capital das empresas no nível mais elevado do Novo Mercado.

A elevada participação de investidores estrangeiros reforça a expectativa inicial de que os esforços da Bovespa estão no caminho correto ao buscar comprometer os empresários brasileiros com boas práticas de Governança Corporativa. Segundo Carvalho (2003) a experiência da Bovespa tem sido diferente da ocorrida na Alemanha (*“Neuer Markt”*), por exigir como condição de listagem o fato das empresas serem abertas, compromissadas com certas regras de governança corporativa.

4.3 “O Bovespa Mais”

A Associação Brasileira de *Venture Capital e Private Equity* – ABVCAP, atua como entidade representativa no Brasil do setor de “capital empreendedor” (ABVCAP, 2005). Relembrando a história da indústria, Tosta de Sá (2001) ressalta a relevância do seminário sobre *“Venture Capital”* no Brasil, em 1981, o qual abriu caminho para um projeto de lei autorizando a constituição de “Sociedades de Capital de Risco”, com apoio da BNDESPAR – BNDES participações S/A e especialistas das empresas “Brasilpar”, “CRP – Cia Rio Grandense de Participações”, “ACCEL”, “ARBI” e “CONTEC”.

Para Tosta de Sá (2005) foi de particular relevância a edição da Instrução CVM 209 de 25/03/1994, ao autorizar a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de Investimento em Empresas Emergentes, em vigor, de forma consolidada, com as alterações subsequentes. Vale ressaltar que, de acordo com a Instrução CVM 209 (2005), é denominada “empresa emergente” a companhia que apresente faturamento líquido anual ou faturamento líquido anual consolidado inferior a cem milhões de Reais, apurados no balanço de encerramento do exercício anterior à aquisição dos valores mobiliários de sua emissão.

O “Bovespa Mais”, segundo Mifano (2005), é um segmento de negociação com regras especiais de Governança Corporativa, dentro do mercado de balcão organizado da Bovespa (“Soma”).

Segundo Pasquantonio (2005), assessor da Bovespa e ex-Diretor da SOMA, o mercado de balcão organizado no Brasil surgiu da necessidade de criar-se um canal de

especial para permitir a negociação de ativos de caráter diferenciado, seja de renda variável como de renda fixa. Dentre estes são negociadas ações de empresas especiais, que têm características diversas, dentre estas a dificuldade de adaptação ao mercado de ações tradicional. É comumente conhecido como o mercado de acesso. Apesar dos esforços das autoridades públicas e privadas tanto o número de empresas listadas no Novo Mercado (faixa mais alta de exigência de práticas de Governança Corporativa), como no de balcão organizado (“Soma”), ainda é pequeno em relação ao mercado principal. Ainda não há empresas registradas no canal “Bovespa Mais”.

Os fatos mais relevantes que precederam a montagem do mecanismo segmentado de balcão organizado conhecido como “BOVESPA MAIS”, até o momento foram:

- Em 1996 foi criada a Sociedade Operadora do Mercado de Ativos (Soma), sendo que a CVM autorizou o registro de empresas para negócios na SOMA, à negócios a revelia do controlador;
- O mercado de balcão organizado recebeu grande impulso através da Instrução CVM 243 de 1988, possibilitando grande crescimento de carteiras com recibos de ativos e em 1999, com a Instrução CVM 391, aperfeiçoando a 299 de 1994, que criou os Fundos de Investimentos em Participação.
- Em 1999 Fundos de VC/PE, a Finep (BNDES) e a Soma criaram um Mercado de Acesso, no mercado de balcão organizado, para possibilitar potenciais empresas de P/E entrarem no mercado de capitais.
- Em 2000 a Bovespa fez o lançamento do programa do “Novo Mercado”, um divisor de águas na evolução do mercado de ações nacional, destinado a abrigar as empresas (voluntariamente inscritas em três níveis, com grau crescente de exigência de padrões de Governança Corporativa), sendo que o nível mais alto do Novo Mercado apenas admite ações ordinárias.
- Em 2000 foi fundada a ABCR – Associação Brasileira de Capital de risco, hoje ABVCAP – Associação Brasileira de *Venture Capital* e *Private Equity*, com 90 associados, já com forte interesse no desenvolvimento do mercado de acesso.
- Em 2002 a Bovespa comprou a Soma, fortalecendo os seus serviços eletrônicos no Mercado de Balcão Organizado, agregando a experiência e os ativos da Soma, criada em 1996.
- Em Novembro de 2005 foi lançado o “Bovespa Mais”, um segmento do mercado de balcão organizado, que tem esse nome por permitir a negociação de ações de empresas registradas, para negociação em Bolsas de Valores, diferentemente das negociações informais de ações de empresas abertas, fora um segmento específico criado para as empresas de VC/PE (Santana, 2005).
- No “Bovespa Mais” irão figurar ofertas de compra e de venda de ações de empresas que aderirem a regras especiais de governança corporativa, não necessariamente de menor porte, mas sobretudo de interesse do investidor, com rentabilidade diferenciada, semelhantes às que vigoram atualmente no “Programa do Novo Mercado (ver o elenco de exigências comparadas no Anexo 1).

O fortalecimento dos canais de saída, através do mercado de balcão organizado, atrairá um valor maior ainda de investidores interessados em adquirir participação. Esta indústria já vem desenvolvendo-se de forma positiva. Segundo Tosta de Sá (2001) havia US\$ 3,8 bilhões disponíveis para investimentos em 2001, sendo que US\$ 750 milhões foram investidos em 135 incubadoras em 2000. Por outro lado, um levantamento recente realizado pela FGVCEPE (2005), mostrou que o número de empresas investidas por *Venture capital* e *Private Equity* cresceu mais de 200% nos últimos 5 anos, passando de 100, em 1999, para 315, em 2004. As saídas de investimento também aumentaram, passando de 203, em 99, para 258.

O lançamento bem sucedido de ações de uma serie de empresas tais como ALL – América latina Logística, Gol Linhas Aéreas e Dasa (Diagnósticos da América), deu liquidez a fundos de “Private Equity”, os quais sempre têm buscado novas oportunidades.

Há várias empresas candidatas ao “Bovespa Mais”, nos próximos anos a exemplo das abaixo citadas:

Tabela 2 – Lista de possíveis candidatos ao “Bovespa Mais” (1)

Empresas	Setor de atuação	Investidores de Private Equity	Faturamento aproximado em 2005 (R\$ Milhões)
Koblitz	Sistemas de energia de fontes alternativas	BNDESPAR (3)	50,0 (3)
Nutrella	Alimentos	ND	ND
Pollux	Instrumentos de visão artificial (2)	Fator/Panel Group/GP Investimentos (2)	ND

Fonte: (1) REBOUÇAS (2005).

(2) RIOS, Manuela. “Terra de empreendedores” (OESP, Dezembro de 2005, p.H14).

(3) LACHINI, Luciana Del Caro (.Capital Aberto (2005, p.28-31)).

Conforme Mifano (2005), executivo da Bovespa, o ingresso no “Bovespa Mais” inclui, além da assinatura de um Contrato de Participação, a abertura de capital além do cumprimento de uma série de obrigações como garantia de certos direitos a acionistas, adesão à uma Câmara Arbitral, divulgação de informações ao mercado, entre outras. Segundo o autor uma série de empresas com características de rápido crescimento e rentabilidade diferenciada, que já contam com participação de investidores do tipo VC/PE já têm se preparado para integrar formalmente o “Bovespa Mais”. Através desse novo canal de negociação as empresas de pequeno e médio porte ganharão um novo segmento de acesso ao mercado de capitais com regras mais rígidas de governança corporativa, para a investidores diferenciados, com demanda por retorno a médio e logo prazo, embora com regras especiais, semelhantes ao nível mais rigoroso do Novo Mercado.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O programa “Bovespa Mais” tem o respaldo de entidades representativas do Mercado de Capitais brasileiro, como o IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, a AVBCAP – Associação Brasileira de Venture Capital e Private Equity, o BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, através da FINEP, o SEBRAE, entre outras instituições públicas e privadas inclusive acadêmicas, do empreendedorismo.

A iniciativa da Bovespa é expressiva por agregar ao criar mecanismos inovadores no Mercado de Ações que facilitem o acesso aos mercados principais de empresas que de partida já estejam comprometidas com os investidores. Nesse sentido o “Bovespa Mais” assemelha-se a um degrau mais baixo, mais facilmente galgável pelas empresas que por motivos especiais ainda não estejam prontas para o mercado principal. Esta iniciativa também contribui de forma importante para a redução da informalidade no país.

A China recebeu nos últimos anos cerca de US\$ 1,3 bilhão anuais de investidores globais, a Índia, US\$ 1 bilhão e o Brasil com apenas cerca de US\$ 70 milhões, razão pela qual, pela primeira vez o Brasil participou recentemente do “*Emerging Markets Private Equity Forum*”, que reúne mais de 100 investidores e 320 fundos globais. (ABVCAP, 2005). A disponibilidade de capital internacional para investimentos em empresas com rentabilidade diferenciada, de capital aberto, que atendam às regras internacionais de Governança Corporativa, com o apoio das instituições públicas e privadas, oferece condições para viabilizar de forma positiva este empreendimento, preenchendo uma lacuna importante nos países emergentes, a escassez de capital de longo prazo para o desenvolvimento de projetos e tecnologia.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABVCAP. Associação Brasileira de Venture Capital e Private Equity. *Gestores mostram empresas do Brasil para investidores globais*. São Paulo: ABVCAP, 2005. Disponível em http://www.abvcap.com.br/Telas/Exibe_Conteudo.Asp. Acesso em 24/12/2005.
- BOVESPA. Boletim Informativo Novo Mercado e Bovespa Mais, de Julho de 2007. Acesso em 02/08/2007, disponível em <http://www.bovespa.com.br/pdf/BoletimInformativo107.pdf>
- BOVESPA. Carteira teórica do Índice Bovespa. Boletim Técnico: janeiro -dezembro de 1970.
- BOVESPA. Relatório anual dos anos 2000 a 2005. disponível em <http://www.bovespa.com.br/InstSites/RelatAnual2006/bovespa.html>.
- BREALEY, R e MYERS, S.C. *Principles of Corporate Finance*. 4th Edition. New York: McGraw Hill Publishing company, 2001.
- BROOKE , Peter. *Advent International*. (apud) GUPTA, Udayan (org). Boston: Harvard Business school Press, 2000.
- CADBURY, Adrian. *Report of the Committee on the Financial Aspects of the Corporate Governance*. London: Dec-1992. Acesso em 15-11-2005. Disponível em <http://rru.worldbank.org/Documents/PapersLinks/1253.pdf>.
- CAPITAL ABERTO. Especial Mercado Global, p.29. São Paulo: Editora Simone Azevedo, Agosto, 2007
- CARVALHO, Gledson de. Efeitos da Migração para os Níveis de Governança da Bovespa. USP: Janeiro de 2003.
- FRIED, H. Vince e HISRICH, Robert D. Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making. *Financial Management*. Volume 23, No 23, Autumn 1994, pages 28-37.
- HAUSLER, Gerd. *Investor relations program, recent development and issues*. International Capital Markets Department. International Monetary Fund. Washington: IMF, 26-10-2004. Disponível em <http://www.imf.org/external/np/icm/2004/102604.pdf>. Acesso em 19-10-2005.
- HAZEN, Edward C. *Venture Capital Financing*. (In) WILLIANSO, J.P (org) *Investment Banking Handbook*. New York: John Willey & Sons, 1998.
- HOBSON, John A. A evolução do capitalismo moderno: um estudo da produção mecanizada. Série “Os Economistas”. São Paulo: Editor Victor Civita, 1983. <http://www.pwcmoneytree.com/exhibits/2004-GPE-Overview.pdf>. Acesso em 02-11-05
- IFC Hub. *Principal Executivo da IFC e Diretor-Gerente do Grupo do Banco Mundial (Peter Woicke) visita o Brasil de 3a 7-Fev 2003*. Washington D.C., 30-01- 2003. Disponível em

- <http://wbln0018.worldbank.org/ifcext/pressroom/ifcpressroom.nsf/bbbbed9e2807e7ef85256a5b0078814d/bd1cd6dbc9dff77c85256cbf0056dd53?OpenDocument>. Acesso em 15-11-2005.
- INFORME TÉCNICO BOVESPA. Disponível em <http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>.
- LACHINI, Luciana del Caro. Uma Nova Geração. Revista Capital Aberto. São Paulo: Editora Capital Aberto, 2005.
- LERNER, Josh, HARDYMON, Felda e LEAMON, Ann. *Venture Capital and Private Equity: a Casebook*. 3rd edition. Harvard Business School and national Bureau of Economic Research. New York: John Wiley & Sons, Inc, 2005.
- LEVIN, Jack S., GINSBURG, Martin D. e ROCAP, Donald E. *Structuring Venture Capital, Private Equity and Entrepreneurial Transactions*. New York: Aspen Publishers, 2004.
- INFORME TÉCNICO. *Bovespa*. São Paulo: 2007. disponível em <http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>. Acesso em 19-10-2007.
- McNALLY, Kevin. *Corporae Venture Capital: bridging the gap in the small business sector*. London: Routledge, 1997.
- MIFANO, Gilberto. Palestra Virtual : O “Mais”. São Paulo: Bovespa, 16-05-2005
- MINSKY, Hyman P. *Uncertainty and the Institutional Structure of the Money manager Capitalism*. Bard College. Jerome Levy Economics Institute. WP #155. April 1996 .
- MISHKIN, Frederick S. Moedas, Bancos e Mercados Financeiros. 5a Edição. Rio de Janeiro: LTC – Livros Técnicos e Científicos e Editora S.A.
- MOBIUS, Mark. Diretor dos Fundos Templeton (EUA) para Mercados Emergentes. *Mobius quer proteção para o acionista minoritário*. São Paulo: Gazeta Mercantil, 2000.
- MODIGLIANI, F. *Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money*. *Econometrica*, Vol. 12, No. 1 (Jan., 1944), pp. 45-88.
- NUSDEO, Fábio. O regime do Investimento Estrangeiro no Brasil: evolução recente. Revista do direito bancário do Mercado de Capitais e de Arbitragem. Doutrina.Nº 9. São Paulo: Julho/Setembro de 2000.
- NVCA . The National Venture Capital Association . Global Insight Study.USA: 2005. Disponível <http://www.nvca.org/pdf/FINALQ32005Fundraising.pdf>. Acesso em 02/11/2005.
- NVCA. The National Venture Capital Association. Term Sheet. 2005. Disponível em http://www.nvca.org/model_documents/model_docs.html, acesso em 03/11/2005.
- PASQUANTONIO, Romeu. Assessor (executivo) para Desenvolvimento de Negócios da Bovespa. *Mercado de Balcão Organizado*. Entrevista pessoal gravada na Bovespa pelos autores do corrente artigo. São Paulo, 22 de Setembro de 2005.
- PWC - Price Waterhouse Coopers. Global Private Equity Report 2004. disponível em
- REBOUÇAS, Lucia . Gazeta Mercantil, “Candidatas ao Bovespa Mais”. Disponível em Santana, Maria Helena (Superintendente da Bovespa). *Abertura de Capital e o Bovespa Mais*.Almoço do Empresário. Associação Comercial do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro: Bovespa, Novembro de 2005.
- RELATÓRIO ANUAL BOVESPA São Paulo: 2000 a 2005. disponível em http://www.bovespa.com.br/pdf/BOVESPAMais_Cliping_090905.pdf. Acesso em 20/10/2007.
- SANTANA, Maria Helena (Superintendente da Bovespa). *Abertura de Capital e o Bovespa Mais*. Almoço do Empresário. Associação Comercial do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro: Bovespa, Novembro de 2005.
- SONSINI, Larry. *Wilson Sonsini Goodrich & Rosati*. (In) GUPTA, Udayan (org). Boston: Harvard Business school Press, 2000.
- TAVARES, Maria da Conceição (apres) in HOBSON, John A. “ Série Os Economistas”. São Paulo: Editor Vitor Civita, 1983.

TOSTA DE SÁ, Tomás. Ex-Presidente da CVM, ex-Conselheiro da Bovespa e Diretor da Mercatto – Gestão de Recursos. *Sociedades de Venture Capital no Brasil*. Entrevista concedida aos autores do artigo. São Paulo, 22 de Setembro de 2005.

WRIGHT, Mike e ROBBIE, Ken. *Management buy-outs and Venture Capital: into the next millennium*. Cheltenham: Edward Elgar, 1999.

YAHOO-Finance. Disponível no endereço abaixo, acesso em 02-11-2005.
Finance<http://finance.yahoo.com/q/bc?t=my&s=%5EDJI&l=on&z=m&q=l&c=dow&c=%5EGSPC&c=%5EDJI>

ZILDER, Bob. *How Venture Capital Works*. Beta Group CEO, Menlo Park, California. *Harvard Business Review*. Reprint 98611. November-December 1998.