

O Novo Mercado*



* Capítulo integrante de *Focus 5*

Novo Mercado and its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform

Uma publicação do The Word Bank Group

BM&FBOVESPA

A Nova Bolsa



Título original do capítulo*: The Novo Mercado by Maria Helena Santana

Título traduzido do capítulo*: O Novo Mercado por Maria Helena Santana

* Capítulo integrante da publicação *Focus 5*

Novo Mercado and Its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform

Maria Helena Santana
Melsa Ararat
Petra Alexandru
B. Burcin Yurtoglu

Foreword by Mauro Rodrigues Cunha

Copyright © 2008 by

The International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank Group

Todos os direitos reservados a

The International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank

This work was originally published by The World Bank Group in English in Focus 5: Novo Mercado and Its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform in 2008. This Brazilian Portuguese translation was arranged by Bolsa de Valores de São Paulo. Bolsa de Valores de São Paulo is responsible for the quality of the translation. In case of any discrepancies, the original language will govern.

The findings, interpretations, and conclusions expressed herein are those of the author(s) and do not necessarily reflect the views of the Executive Directors of The World Bank Group or the governments they represent.

The World Bank Group does not guarantee the accuracy of the data included in this work. The boundaries, colors, denominations, and other information shown on any map in this work do not imply any judgement on the part of The World Bank Group concerning the legal status of any territory or the endorsement or acceptance of such boundarie

Este trabalho foi originalmente publicado pelo Banco Mundial, em inglês, no *Focus 5: Novo Mercado and Its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform*, em 2008. Esta tradução em português foi preparada pela Bolsa de Valores de São Paulo. A Bolsa de Valores de São Paulo é responsável pela qualidade da tradução. No caso de discrepâncias, a linguagem original deverá prevalecer.

As declarações, interpretações, e conclusões aqui contidas expressam aquelas do autor, e não necessariamente refletem a visão dos Diretores Executivos do Banco Mundial ou autoridades por eles representadas.

O Banco Mundial não garante a acuracidade dos dados incluídos neste trabalho. As divisões, cores, denominações, e outras informações mostradas em qualquer mapa neste trabalho não implicam em qualquer julgamento por parte do Banco Mundial concernente ao estado legal de qualquer território ou o endosso ou aceitação de tais divisões.

O NOVO MERCADO

Por Maria Helena Santana (junho de 2006)

RESUMO

A premissa básica que norteou a criação, em dezembro de 2000, do Novo Mercado, segmento especial de listagem da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) destinado a empresas que se comprometem com a adoção de padrões elevados de governança corporativa, foi de que a redução da percepção de risco por parte dos investidores influenciaria positivamente a valorização e a liquidez das ações. A BOVESPA considerou que a percepção de menor risco ocorreria graças a direitos e garantias adicionais concedidos aos acionistas e a uma redução na assimetria de informações entre controladores /administradores das empresas e participantes do mercado. Companhias listadas no Novo Mercado adotam, voluntariamente, práticas de governança corporativa adicionais às que são exigidas pela legislação brasileira, incluindo regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além da adoção de uma política de divulgação de informações mais transparente e abrangente. Essas companhias podem emitir somente ações ordinárias, sendo vedada a emissão de ações preferenciais. Dois segmentos intermediários (Nível 1 e Nível 2) entre o mercado tradicional ou básico da BOVESPA e o Novo Mercado foram criados com a finalidade de funcionar como degraus, facilitando a adaptação gradual das companhias já listadas nos casos em que a migração direta para o nível máximo não fosse considerada viável. Muitos apostavam que a BOVESPA não colheria bons resultados, pois havia sido ousada demais em suas proposições. Direcionando esforços a participantes estratégicos do mercado, a BOVESPA buscou a mudança cultural da comunidade empresarial, contando com o apoio decisivo de parceiros para responder ao ceticismo de diversos setores do mercado. O Novo Mercado somente seria uma realidade se os investidores e outros fornecedores de capital exigissem mudanças relacionadas à governança corporativa e se as companhias as considerassem vantajosas. A partir da primeira listagem, o Novo Mercado rapidamente tornou-se o padrão demandado pelos investidores para as novas aberturas de capital. Maria Helena Santana atribui parte do sucesso à “rede de parcerias – e de iniciativas concretas – envolvendo agentes dos setores público e privado... Estas podem indicar algumas alternativas de políticas públicas e privadas com o objetivo de contribuir para que iniciativas que dependam de forças de mercado floresçam, mesmo em condições de mercado desfavoráveis ou até em países que ainda não possuam um mercado de capitais suficientemente desenvolvido”. Investidores estrangeiros foram atraídos e as companhias realizaram mais ofertas de ações. Estudos demonstram que o índice do Novo Mercado [Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – IGC] apresentou um desempenho melhor que o índice das ações mais líquidas da BOVESPA [o Ibovespa]. Ao final de junho de 2006, 31 companhias encontravam-se listadas no Novo Mercado, 13 no Nível 2, e 34 no Nível 1, representando 52,99% da capitalização de mercado e 53,85% do volume negociado.

Índice

1. Contexto	7
<i>1.1. Situação Conjuntural</i>	<i>7</i>
<i>1.2. Diagnóstico – Principais problemas</i>	<i>10</i>
2. O Novo Mercado e os Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa	11
3. Implementação	14
4. Resultados nos primeiros anos	16
5. O ponto de inflexão e a fase de consolidação	17
6. Aspectos a destacar	20
<i>6.1. A participação dos investidores estrangeiros</i>	<i>20</i>
<i>6.2. Receptividade a ofertas secundárias</i>	<i>20</i>
<i>6.3. Participação das pessoas físicas</i>	<i>20</i>
7. Reflexos das regras de governança nos preços	21
8. Desafios	23

1. Contexto

1.1. Situação Conjuntural

O mercado brasileiro de capitais, ainda que sempre tivesse sido claramente menos desenvolvido e representativo que a própria economia do país, enfrentava no final da década de 1990 um momento dos mais desoladores.

De fato, a emissão de títulos de dívida ou de ações para a obtenção de recursos de longo prazo, pelas empresas brasileiras, nunca havia alcançado níveis significativos como proporção do PIB do país (gráfico 1). Como regra, esse tipo de capital vinha do re-investimento de recursos próprios ou de créditos obtidos junto ao BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, praticamente o único financiador de longo prazo da atividade econômica no Brasil.

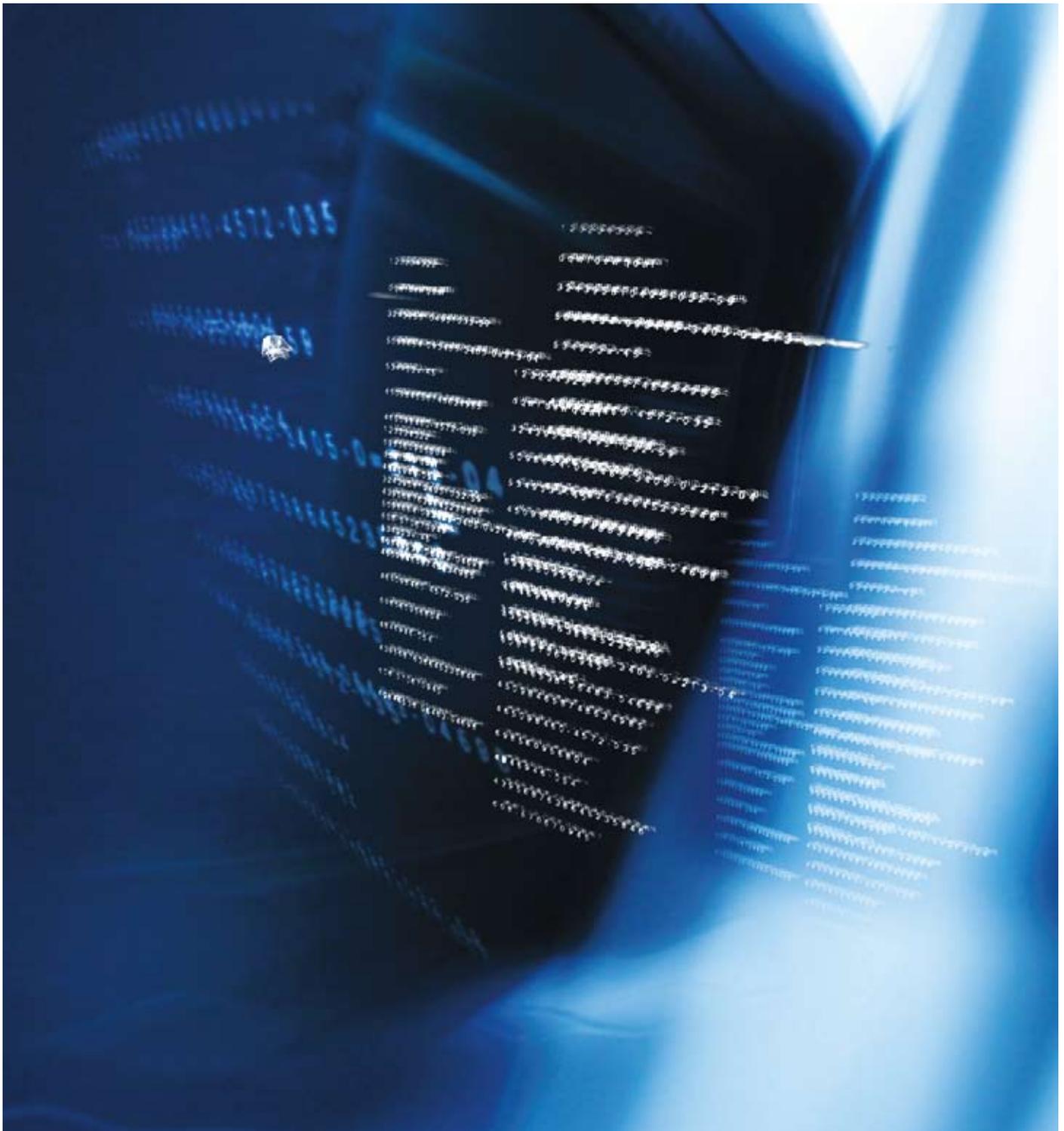
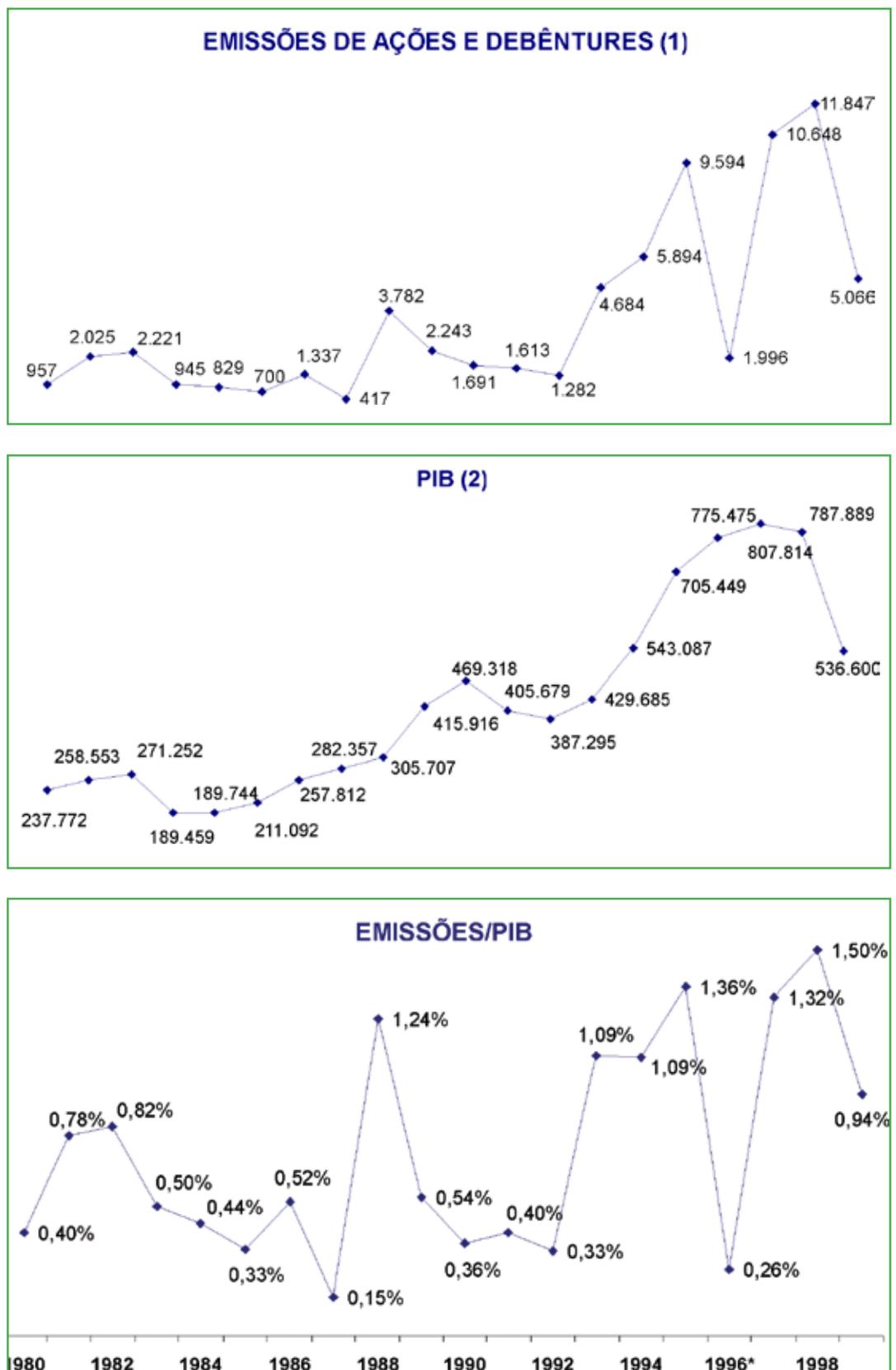


Gráfico 1

Emissões de ações e debêntures; PIB (US\$ milhões) - 1980-1998



Fontes:

(1) Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

(2) Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA)

*Não foi considerada a emissão do Banco do Brasil, de US\$8.029,59 milhões, por não ter sido efetivamente uma colocação pública.

Mas, a partir do início da década de 1990, estimulado pela perspectiva de privatização de empresas estatais de grande porte, o mercado de capitais do país havia recebido um significativo influxo de investimento estrangeiro de *portfolio*. Ocorre que o novo patamar de volume negociado nas bolsas brasileiras não se mostrou sustentável diante das sucessivas crises que atingiram os mercados emergentes e o próprio Brasil, especialmente a partir da segunda metade de 1997.

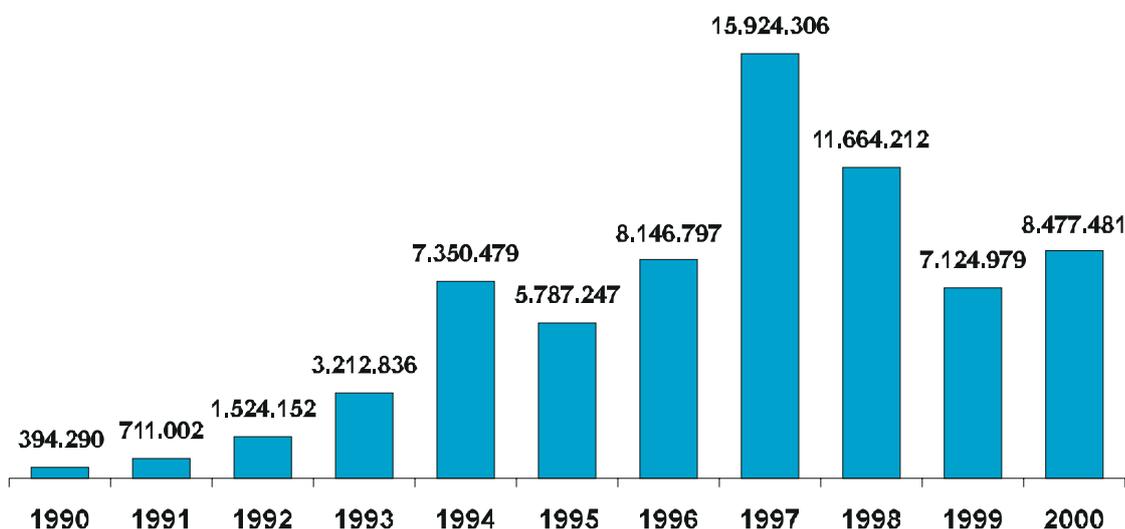
Como pode ser observado por meio dos dados apresentados no gráfico 2, os volumes negociados na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA decresceram a partir de julho de 1997 algo da ordem de 46,76%, até o final do ano 2000. Também os preços das ações negociadas sofreram desvalorização acentuada, 34,32% entre julho de 1997 e dezembro de 2000, refletida no desempe-

nho do Ibovespa, índice que mede o comportamento das ações mais líquidas do mercado brasileiro (gráfico 3).

No que se refere ao mercado primário, o número de novas companhias que procuraram a listagem em bolsa foi insignificante nesse período e apenas conseguiram realizar colocações de ações as empresas que realizaram simultaneamente uma listagem no mercado americano. Esse fato realça a fraqueza do mercado brasileiro naquela conjuntura, na medida em que nossas companhias não tinham outra opção a não ser ‘alugar’ a credibilidade e a profundidade de outro mercado mais bem avaliado se desejassem ter acesso a capital por meio da emissão de ações. Cabe mencionar ainda que, no final dos anos 90, grande parte da liquidez do mercado brasileiro já havia sido exportada para as bolsas americanas.

Gráfico 2

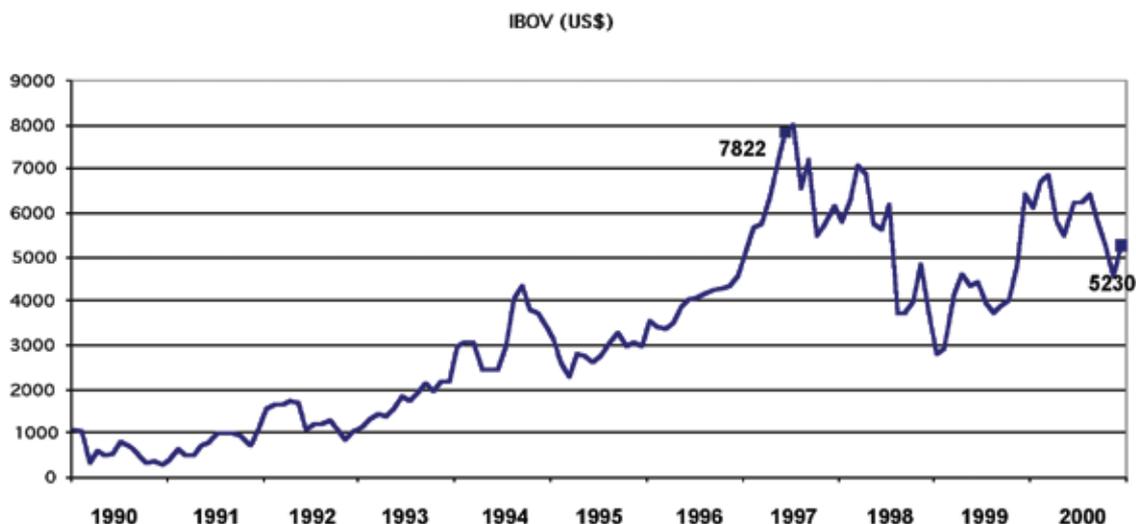
Volume Mensal Negociado (US\$ milhares)



Fonte: BOVESPA

Gráfico 3

Evolução do Ibovespa (1990 – 2000)



Fonte: BOVESPA

Tabela 1

Evolução dos Programas de ADR de Empresas Brasileiras de Valores

Período	Companhias com ADRs	Volume Negociado em ADRs / Volume Negociado na Bovespa
1996*	02	0,3%
1997	08	1,2%
1998	21	2,9%
1999	23	10,3%
2000	28	33,2%

* O primeiro programa de ADR de empresa brasileira foi registrado em 1996.

Os dados da tabela 1 são eloqüentes, ao demonstrar que o volume negociado no mercado americano em 2000 por apenas 28 companhias listadas brasileiras, que representavam 5,65% do total de 495 empresas registradas na BOVESPA naquele momento, já equivalia a um terço de todo o volume negociado na bolsa brasileira.

Estimulados pelo baixo nível de preços praticados no mercado secundário, muitos controladores optaram por retirar as companhias do mercado de ações, fechando seu capital. Entre eles, merecem destaque os controladores estrangeiros, que haviam adquirido o controle de empresas nos processos de privatização, pagando grandes prêmios na compra desses blocos de controle. A lógica econômica de curto prazo certamente determinava que esse era o movimento mais vantajoso a ser feito, já que a regulamentação em vigor permitia a realização da oferta pública de aquisição de ações (OPA) por preços inferiores ao valor econômico da empresa.

O gráfico 4, a seguir, contém o número de novas empresas registradas e de cancelamentos de registro nas bolsas brasileiras. Para melhor compreensão dos dados da tabela, cabe notar que a grande maioria dos novos registros de companhias abertas ali

refletidos refere-se a três tipos de situação: empresas estatais em processo de privatização que eram registradas em bolsa para esse fim; cisões de empresas estatais, que em muitos casos tiveram seus patrimônios divididos para viabilizar sua venda e, por último, companhias de propósito específico interessadas na compra de estatais privatizadas, meros veículos que eram registrados em bolsa para atenderem a exigência dos editais dos leilões de privatização. Na verdade, por exemplo, no período entre 1995 e 2000, houve apenas 8 verdadeiros IPOs (*Initial Public Offerings*), ou seja, listagem de novas empresas com colocação de ações no mercado.

A situação econômico-financeira das bolsas de valores brasileiras também refletia aquela conjuntura com nitidez. Seguindo um período de enfraquecimento e redução nos volumes negociados em seus pregões (naquele momento, mais de 90% de todo o volume negociado no país eram negociados na BOVESPA, e uma parcela inferior a 10% era executada nas demais 8 bolsas existentes), no início do ano 2000 foram firmados acordos de 'integração' entre as 9 bolsas de valores que existiam então no Brasil. Os acordos previam a concentração da listagem e negociação de ações de companhias abertas na BOVESPA, ficando as demais bolsas dedicadas apenas a atividades de fomento do mercado em suas regiões.

Gráfico 4

Registros de Novas Companhias e Cancelamentos de Registro em Bolsa de Valores



Fonte: BOVESPA

Na prática, como não houve aquisição das demais bolsas pela BOVESPA, os acordos garantiram que os membros de cada uma delas pudessem também se tornar membros da bolsa de São Paulo e negociar em seus sistemas.

Essa consolidação do mercado brasileiro em torno do mercado paulista foi a conclusão de um processo de transferência de liquidez que se intensificou fortemente a partir da ocorrência de um grande escândalo no mercado brasileiro de opções, no final da década de 1980. Os fatos, que culminaram com a quebra do maior especulador nesse mercado na época, trouxeram graves problemas para a saúde financeira da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, que era então a principal bolsa brasileira em termos de volume negociado.

Mas não apenas aquela bolsa e diversos de seus membros perderam dinheiro com aquele episódio, ele afetou profundamente sua credibilidade, no que dizia respeito à capacidade de manter um mercado ordenado e sadio, em que os riscos fossem controlados. Isso ficou evidente quando, a partir de meados da década de 1990, a BOVESPA veio a ser o pólo de atração de praticamente todo o volume trazido por investidores estrangeiros para o mercado brasileiro.

De fato, mesmo nos piores momentos do final da década de 1990, apesar da redução nos volumes negociados, a bolsa de São Paulo pode continuar a manter o equilíbrio em suas contas. Quanto ao seu futuro, havia clara percepção sobre a importância que a credibilidade poderia ter como fator de atratividade para seu mercado.

E diante de um cenário de extremo enfraquecimento do mercado de capitais no Brasil, enfrentando perspectivas que, no limite, poderiam vir a ameaçar sua própria sobrevivência, conforme demonstram os dados apresentados, a BOVESPA buscou identificar alternativas que lhe permitissem alterar essa trajetória declinante, que parecia quase inexorável.

Para tanto, era importante localizar de forma precisa os fatores que prejudicavam a atratividade do mercado de capitais no Brasil. A partir de um trabalho encomendado a profissionais experientes e de grande renome¹, para o qual foram entrevistados importantes agentes do mercado (empresários, investidores, organismos de fomento e de regulação), o diagnóstico ficou claro e foram propostas medidas concretas a serem implementadas pela Bolsa.

Merecem destaque, na elaboração do quadro dos problemas que prejudicavam o mercado brasileiro, os comentários e críticas recebidos dos representantes da International Finance Corporation (IFC) / World Bank e da OCDE, que naquela época já promoviam no Brasil a 1ª Mesa Redonda Latino-Americana de Gover-

nança Corporativa. Esses organismos não apenas transmitiram críticas formuladas por investidores institucionais estrangeiros acerca do ambiente regulatório do país, mas contribuíram também apresentando a experiência internacional e um referencial de melhores práticas.

Sem deixar de considerar outras limitações de corte mais estrutural ou mesmo aquelas relacionadas a problemas de ordem macroeconômica, o diagnóstico apontou para a inadequação da regulamentação do mercado brasileiro de capitais, que não oferecia garantias e direitos suficientes aos investidores em ações.

Diante da percepção dos investidores globais acerca do aumento dos riscos macroeconômicos a que estavam expostos, nos mercados emergentes, a partir das crises ocorridas no final dos anos 1990, a qualidade do ambiente regulatório no qual se inseria o mercado de capitais ganhou importância destacada. No caso brasileiro, parece ter crescido a consciência dos investidores acerca dos riscos de natureza societária e, em consequência, sua seletividade.

1.2. Diagnóstico – Principais problemas

Um dos principais problemas da realidade brasileira, conforme apontado pelos próprios investidores domésticos e internacionais, consistia na predominância, entre as ações em circulação no mercado, da classe de ações sem direito a voto, denominadas preferenciais. A lei das sociedades anônimas brasileira autorizava as companhias abertas a emitirem até 2/3 de seu capital social em ações preferenciais, com o que era possível aos acionistas detentores das ações votantes controlarem as companhias possuindo, no limite, apenas 17% do capital total.

Em alguns casos, havia inclusive estruturas piramidais de controle, permitindo que ele fosse exercido com a propriedade de uma parcela ainda menor do capital acionário e trazendo um desalinhamento fundamental de interesses entre os acionistas detentores das ações preferenciais e aqueles controladores das companhias².

A par deste desequilíbrio estrutural entre os dois grupos de acionistas, havia algumas situações envolvendo mudanças estruturais nas companhias em que claramente os acionistas investidores não tinham direito a um tratamento equitativo.

Por exemplo, no momento do fechamento de capital, a oferta pública de aquisição de ações dirigida aos minoritários não lhes assegurava um preço baseado no valor econômico da companhia. Além disso, a regulamentação permitia o *squeeze out* da minoria a um preço aviltado, ao autorizar o enxugamento da liquidez pelo controlador mesmo quando não alcançava quorum para promover o fechamento de capital da companhia.

¹ MB Associados (Barros, J. R. M. de, Scheinkman J. A., Cantidiano, L. L.). **Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro**. São Paulo: Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo, junho:2000. 52 p.

² As companhias que abriram seu capital após a reforma legislativa que vigora desde setembro de 2002 tiveram essa capacidade de alavancagem reduzida. Para as novas companhias abertas, a Lei passou a permitir a emissão de apenas 50% do seu capital em ações preferenciais, sem direito a voto. No entanto, as empresas que já eram abertas por ocasião da alteração da Lei mantiveram o direito de utilizar preferenciais até o limite de 2/3 do capital total, inclusive por meio de novas emissões de ações. Isso fez com que a situação de desequilíbrio entre direitos políticos e direitos sobre o fluxo de caixa tenha sido mantida para a grande maioria das companhias listadas brasileiras.

Em outra situação de extrema relevância, como é a mudança do controle da empresa aberta, a Lei das SAs também não outorgava proteção adequada aos minoritários. Esses acionistas não tinham direito a uma oferta de compra de suas ações que lhes permitisse acompanhar o controlador na venda de seu bloco de ações. Por isso, eram comuns as transferências de controle envolvendo prêmios extremamente elevados, que eram pagos pelas ações dos acionistas controladores e deixavam os demais acionistas da companhia sem alternativa (a não ser eventualmente vender suas ações no mercado por um preço bastante inferior).

Tratou-se aqui de mencionar apenas os problemas mais relevantes que afetavam os acionistas investidores, mas é fato que essas e outras deficiências do ambiente regulatório e das práticas de governança das empresas estavam cobrando seu preço³.

Naquele contexto, era necessário encontrar saídas que não dependessem das grandes reformas estruturais ainda por terminar – reformas tributária, da previdência social e do poder judiciário, além da própria alteração da Lei das Sociedades Anônimas, afinal implementada em 2002, com resultado muito aquém do que seria necessário. A BOVESPA procurou instrumentos que pudessem ser por ela acionados, como agente privado, com menor dependência em relação à evolução das condições institucionais do mercado brasileiro.

Assim, decidi estabelecer regras de listagem próprias, que contribuíssem para a melhoria da governança das companhias listadas e, em decorrência, para a elevação da atratividade do mercado para os investidores. Posteriormente, adotou também outras medidas voltadas para o reforço da importância institucional da bolsa no contexto da sociedade brasileira, para o alargamento da base de investidores domésticos no mercado acionário e para o reforço de sua própria competitividade e eficiência.

A premissa básica que norteou a criação do Novo Mercado, segmento especial de listagem da BOVESPA para empresas que se comprometem com a adoção de padrões elevados de governança corporativa, foi de que a redução da percepção de risco por parte dos investidores influenciaria positivamente a valorização e a liquidez das ações. Especificamente, a Bolsa considerou que a percepção de menor risco ocorreria graças a direitos e garantias adicionais concedidos aos acionistas e a uma redução na assimetria de informações entre controladores / administradores das empresas e participantes do mercado.

Uma precificação mais adequada, por sua vez, estimularia aberturas de capital, assim como novas emissões por parte das empresas já listadas, fortalecendo o mercado acionário como alternativa de financiamento para as companhias e contribuindo para aproximar os interesses de empreendedores e investidores. A baixíssima ocorrência de aberturas de capital no mercado brasileiro, na década de 1990, mostra a distância que existia entre a

percepção dos empresários acerca do valor de seus negócios e a dos investidores, que levavam também em conta os riscos de natureza societária a que estavam expostos.

Nesse sentido, é interessante comentar que havia uma percepção bastante disseminada no Brasil, que considerava elevados os custos envolvidos na abertura de capital e na manutenção da condição de companhia aberta, e avaliava ser essa a principal causa para o desinteresse de empresas pelo mercado de ações. A BOVESPA entendia que o maior ‘custo’ de todos, e sobre o qual deveria ser concentrado seu foco pelo caráter determinante que possuía, era a precificação das ações. Em outras palavras, era o desconto atribuído pelos investidores em razão de riscos não associados ao negócio, a que estavam expostos.

2. O Novo Mercado e os Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa

O Novo Mercado foi lançado em dezembro de 2000 como um segmento especial de listagem do mercado principal da BOVESPA. É uma seção destinada à negociação de ações de empresas que adotem, voluntariamente, práticas de governança corporativa adicionais às que são exigidas pela legislação brasileira. A listagem nesse segmento especial implica a vinculação a um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além da adoção de uma política de divulgação de informações mais transparente e abrangente.

As companhias do Novo Mercado destacam-se das demais, antes de tudo, por emitirem apenas ações ordinárias e assumirem o compromisso de não emitir ações preferenciais no futuro.

É claro que uma mudança dessa magnitude na composição do capital das empresas, embora perfeitamente possível para empresas que fossem abrir o capital, não seria tão simples para as companhias já listadas na BOVESPA, muitas delas com 2/3 do seu capital total representado por ações preferenciais em circulação no mercado.

Nesse ponto, faz-se necessário tecer comentários sobre algumas reações às regras propostas. O Novo Mercado foi visto com grande receio por alguns emissores e intermediários. Algumas grandes companhias, com presença significativa no mercado de capitais brasileiro, viram nele poucas vantagens. Executivos e acionistas controladores dessas companhias pareciam temer que os investidores pudessem pressioná-los a migrar para o Novo Mercado, ou mesmo puni-los por não fazê-lo. Já que essas companhias *blue chip* contavam com acesso privilegiado

³ Embora houvesse em 2000 e haja, ainda hoje, espaço para melhorias na lei de sociedades anônimas e na regulamentação editada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão regulador do mercado de capitais brasileiro, é importante reconhecer que houve avanços significativos no ambiente regulatório desde então. Em 2002, foi aprovada uma reforma da lei de SAs que assegurou alguns importantes direitos aos acionistas minoritários, como o *tag along* a 80% do preço da venda para os detentores de ações ordinárias, o direito de eleger um membro do conselho de administração para detentores de ações preferenciais representando 10% do capital da empresa, entre outros. Essa mesma reforma promoveu o fortalecimento da CVM, ao conferir-lhe autonomia administrativa e orçamentária e atribuir mandatos fixos a seus diretores. A lei também favoreceu o *enforcement*, ao caracterizar como crimes a manipulação de mercado e o *insider trading*. Na regulamentação das novas disposições da lei, foram promovidos pela CVM aperfeiçoamentos muito significativos nas regras sobre ofertas públicas de aquisição de ações, por exemplo.



aos mercados devido ao seu tamanho e a sua história, o Novo Mercado representava, para elas, meramente a possibilidade de serem forçadas a limitar sua flexibilidade (especialmente no que tange à emissão de ações sem direito de voto): se não optassem pelo Novo Mercado, essas companhias correriam o risco de serem criticadas por insuficiência de governança.

Outras também expressaram o receio de que o Novo Mercado pudesse fixar padrões inflexíveis, resultando em injusta punição às companhias que não tivessem como atendê-los. Essa percepção foi externada, em particular, pelas companhias com ações preferenciais e respectivos intermediários financeiros. Os que advogavam essa tese enfatizavam que critérios como “uma ação-um voto” (*one share one vote*) e demonstrativos financeiros em padrões internacionais não eram garantia de boa governança. Algumas companhias temiam que a adoção à arbitragem (privada) poderia resultar em uma outra fonte potencial de abuso, sem o respaldo da justiça comum.

Naturalmente, a BOVESPA não podia ignorar as preocupações (algumas das quais legítimas) das empresas já listadas. Nesse sentido, foi conduzido um processo de envolvimento, aculturação e diálogo que se mostrou importante na configuração dos três segmentos de governança corporativa (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2), finalmente adotada. A criação do Nível 2 satisfaz as preocupações das companhias cuja principal objeção ao Novo Mercado era a de não permitir companhias com ações preferenciais já emitidas demonstrarem seu comprometimento com a boa governança. Os requisitos, relativamente modestos, do Nível 1 (que focam a transparência e não incluem a adoção à arbitragem privada) proporcionaram às companhias uma oportunidade de sinalizar ao menos algum compromisso com a boa governança corporativa, sem limitar fundamentalmente a sua flexibilidade em organizar a sua estrutura de controle ou expô-la a algum outro fórum legal para solução de disputas entre acionistas.

Para garantir que todas elas tivessem um caminho a percorrer em direção ao patamar de governança corporativa demandado pelos investidores, foram criados também os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa 1 e 2. Estes dois segmentos interme-

diários entre o mercado tradicional da BOVESPA e o Novo Mercado têm por fim funcionar como degraus, facilitando a adaptação gradual das companhias já listadas nos casos em que a migração direta para o nível máximo não seja considerada viável.

Em termos de regras de listagem, o Nível 1 de Governança Corporativa é aquele cujas exigências estão mais próximas da regulamentação brasileira. Ele estabelece, basicamente, obrigações relacionadas à divulgação de informações adicionais, enquanto o Nível 2 exige das empresas a adesão a quase todas as obrigações previstas no regulamento do Novo Mercado, exceto pela possibilidade de manutenção das ações preferenciais. A essas ações preferenciais, no entanto, são assegurados *tag along* a 80% do preço da venda do controle e direito de voto em algumas situações relevantes.

As principais regras de listagem de cada segmento estão descritas no quadro 1. No entanto, cabe um comentário a respeito do principal objetivo pretendido com o conjunto específico de regras escolhido para o Novo Mercado. Diante do que foi apontado nas entrevistas realizadas para o diagnóstico, melhorar a governança corporativa no Brasil estava mais relacionado à equidade no tratamento a todos os acionistas do que com a composição e práticas de conselho de administração.

Dado que a realidade das empresas brasileiras é, em geral, a da existência de grande concentração do poder de voto, com grupos de controle claramente definidos, praticamente não existe a situação em que os acionistas estão ausentes da direção da empresa e predomina o poder dos administradores, como se vê sobretudo nos mercados anglo-saxões. Assim, o conflito de agência não é o que caracteriza o ambiente corporativo no Brasil, mas sim aquele que contrapõe acionistas controladores e minoritários.

Esse é o motivo pelo qual o regulamento de listagem do Novo Mercado não se concentra em disposições sobre independência do conselho de administração, por exemplo, para dar maior destaque a medidas que garantem tratamento equitativo a todos os acionistas.

Quadro 1 – Principais requisitos para companhias listadas nos segmentos especiais de Governança Corporativa da BOVESPA

Novo Mercado

Transparência: melhoria nas informações financeiras prestadas, incluindo nos demonstrativos financeiros trimestrais, as demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa, revisadas por auditores independentes. Apresentação de demonstrações financeiras anuais de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP. Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores. Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores. Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas que excedam R\$ 200 mil ou 1% do patrimônio líquido da companhia, dentro do período de 1 ano⁴.

Governança corporativa e direitos dos acionistas: emissão de ações ordinárias exclusivamente; extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da alienação do controle da companhia (*tag along*); realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado; Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes; solução, por meio de arbitragem, de conflitos entre acionistas relacionados aos regulamentos de listagem, ao estatuto social da companhia, à lei societária e a outras normas aplicáveis ao mercado de capitais brasileiro.

A companhia também assume o compromisso de manter, no mínimo, 25% de ações em circulação (*free float*).

Nível 2

Requer que as companhias atendam a regras similares às do Novo Mercado, com algumas importantes exceções. Em primeiro lugar, as companhias do Nível 2 dispõem do direito de manter as ações preferenciais existentes e emitir mais até o limite permitido pela lei societária. Importante mencionar que as ações preferenciais gozam de direito ao *tag along*, com o mínimo de 80% do preço recebido pelos acionistas controladores alienantes, além do direito de voto em algumas importantes situações, tais como, fusões, incorporações e aprovação de contratos entre acionistas controladores e a companhia, desde que deliberados em assembleia geral.

Nível 1

Requer que as companhias se tornem mais transparentes mediante divulgação de informações adicionais, tais como, demonstrativos financeiros mais completos (incluindo informativos trimestrais com fluxo de caixa e demonstrativos consolidados, revisados por auditores independentes). Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores. Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas que excedam R\$ 200 mil ou 1% do patrimônio líquido da companhia, dentro do período de 1 ano. Manutenção de 25%, no mínimo, de *free float*.

Em 2002, o conselho de administração da BOVESPA aditou o seu regulamento de listagem de forma que qualquer nova listagem, envolvendo distribuição pública de ações, ocorresse, no mínimo, no Nível 1.



⁴Todas as informações adicionais requeridas pelos segmentos especiais encontram-se no *site* da BOVESPA.

Além de adotarem práticas de governança corporativa mais avançadas e oferecerem a seus acionistas garantias adicionais àquelas previstas na legislação, as companhias assumem a obrigação de assegurar a continuidade dessas práticas. O compromisso das companhias com o cumprimento dos requisitos adicionais de listagem está firmado num contrato com a BOVESPA, que lhe confere poderes para fiscalizar e fazer cumprir suas cláusulas, inclusive aplicando punições quando necessário.

No limite, a BOVESPA pode excluir a companhia do segmento em que estiver listada, se os descumprimentos de regras forem suficientemente relevantes ou reiterados. Como decorrência desse cancelamento do contrato, o controlador de empresa que venha a ser excluída do Novo Mercado ou do Nível 2 deverá realizar oferta para recomprar todas as ações em circulação a um preço equivalente, no mínimo, ao valor econômico das ações. Ademais, quaisquer punições eventualmente aplicadas devem ser divulgadas pela Bolsa.

A justiça brasileira, além de muito lenta, não conta com grande número de varas especializadas em assuntos empresariais e especialmente assuntos societários, o que também traz para os investidores insegurança em relação à exequibilidade de seus direitos. Essa insegurança teria, sem dúvida, contribuído para reduzir o valor das companhias listadas nos segmentos especiais.

Por tal razão, a Bolsa decidiu, entre os requisitos estabelecidos pelo Novo Mercado e pelo Nível 2, instituir o uso obrigatório de arbitragem para a solução de controvérsias relacionadas a questões societárias e de mercado de capitais envolvendo a companhia, seus acionistas (inclusive controladores), seus administradores, membros do conselho fiscal e a própria BOVESPA.

Em complemento às regras de listagem e aos poderes conferidos à BOVESPA para garantir seu *enforcement*, avaliou-se que era necessária a criação de uma câmara de arbitragem, contando com um corpo de árbitros especializados nas questões que se pretendia ver julgadas nesse ambiente. A Câmara de Arbitragem do Mercado foi instituída pela BOVESPA em 2001 e conta com autonomia operacional e com dotação de recursos assegurada.

3. Implementação

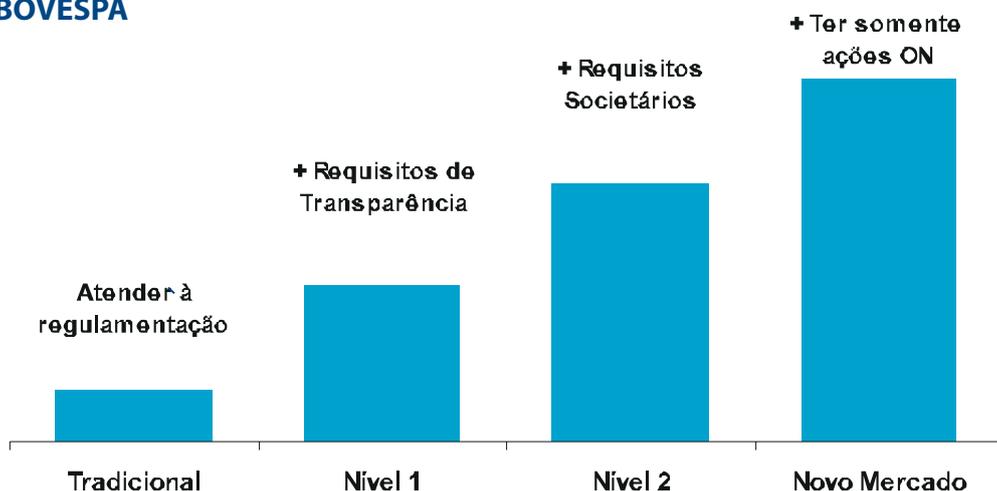
No momento do lançamento do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2, no final do ano 2000, previa-se para o Brasil um cenário de retomada do crescimento econômico, com o início do declínio das elevadíssimas taxas de juros no país. Essa premissa era muito importante para o sucesso do lançamento, na medida em que o Novo Mercado era a aposta da BOVESPA para a construção de um mercado para IPOs, o que nunca antes havia existido de forma sustentável no país. Vale lembrar que, naquele período, a taxa básica de juros brasileira era simplesmente a mais alta do mundo, em termos reais.

Foi bastante diferente a conjuntura que caracterizou o ano de 2001, e não apenas em termos da economia. Desde o acirramento da crise argentina, passando por uma crise energética doméstica que exigiu meses de racionamento de energia, e culminando com os ataques ao World Trade Center em 11 de setembro, o ano foi marcado pelos choques que atingiram a economia.

Da mesma forma, em 2002, somou-se a esse cenário a reação dos investidores domésticos e internacionais à possibilidade de mudança da política econômica brasileira após a eleição presidencial, pelo crescimen-

Gráfico 5

Segmentos de Listagem da BOVESPA



Fonte: BOVESPA

to da chance de vitória de forças mais à esquerda no espectro político. A moeda brasileira sofreu brutal desvalorização e o risco-país, medido pelo Emerging Markets Bond Index (EMBI+), demonstrava toda a preocupação dos investidores⁵.

As regras para a listagem no Novo Mercado, como já comentado, eram bastante distantes da realidade das companhias abertas brasileiras, sobretudo por proibirem a existência de ações preferenciais. A BOVESPA, por isso, previa que esse segmento de listagem seria integrado, basicamente, por novas companhias abertas, dispostas a aderir a suas regras exigentes em troca de uma melhor precificação no momento do IPO.

Diante de uma conjuntura econômica tão desfavorável, praticamente todos os planos de abertura de capital de empresas foram postergados. Assim, após o seu lançamento, a viabilidade ou não do Novo Mercado acabou sendo uma grande incógnita para a maioria dos participantes do mercado brasileiro de capitais, além da própria imprensa especializada.

Grande parte dos que analisavam a iniciativa e suas chances de sucesso avaliavam que as companhias, seus acionistas e a própria comunidade empresarial, não estavam culturalmente preparados para assumir regras de governança corporativa tão avançadas. Muitos apostavam que a BOVESPA não colheria bons resultados, pois havia sido ousada demais em suas proposições. Outros apoiavam o conjunto de regras de listagem que estava sendo proposto, mas consideravam muito pequena a chance de sua adoção pelas empresas.

A imprensa, obviamente, ecoava essas dúvidas e questionamentos, trazendo matérias abordando o 'fracasso' do Novo Mercado.

De fato, a dramática mudança ocorrida nas condições de mercado levou o projeto a ter uma evolução bem distinta do que se havia previsto. Se os planos originais previam que seria mais fácil atrair as companhias listadas a partir da ocorrência, no Novo Mercado, de casos bem-sucedidos de lançamento de ações de novas empresas, diante da total ausência de IPOs – no novo ou no velho modelo – foram as companhias listadas que vieram a inaugurar os segmentos especiais.

A BOVESPA dirigia, naquele momento, parte considerável de seus esforços para a atração de companhias já listadas para um dos três novos segmentos de listagem. Julgou-se que seria fundamental essa migração para os segmentos com níveis diferenciados de governança, para que aquelas empresas que concentravam a liquidez do mercado brasileiro participassem do processo de evolução que era proposto pela BOVESPA.

Mas a maior parte do trabalho da Bolsa continuava sendo o de divulgar o Novo Mercado e as vantagens da adoção de melhor governança corporativa pelas empresas. Esse trabalho se dirigia principalmente a empresários, *underwriters*, investidores institucionais domésticos e estrangeiros, aos investidores em *private equity* e *venture capital* (PE / VC), bem como a suas empresas investidas.

Nesse esforço, buscando a mudança cultural da comunidade empresarial e dar resposta ao ceticismo de diversos setores do mercado, a BOVESPA contou com o apoio decisivo de parceiros de primeira hora.

O primeiro desses parceiros que cabe mencionar é o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, ao qual a BOVESPA já havia se aliado em diversos projetos desde sua fundação, em 1995. O IBGC, por intermédio de seus cursos e palestras, além do próprio Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, contribuiu de forma significativa ao difundir e prestigiar toda a idéia do Novo Mercado.

Do lado do setor público, o programa recebeu o endosso da Comissão de Valores Mobiliários e do organismo responsável pela supervisão dos fundos de pensão brasileiros (Secretaria de Previdência Complementar). Esses dois órgãos foram decisivos para que a regulamentação que tratava do investimento dos ativos dos fundos de pensão passasse a autorizar um limite maior para a aplicação em ações, caso a companhia emissora fosse listada no Novo Mercado. A mesma regra estabeleceu que essas instituições só poderiam adquirir ações em IPOs de empresas que se listassem no Novo Mercado ou, ao menos, no Nível 2.

As disposições dessa regulamentação dos investimentos dos fundos de pensão não tiveram efeito prático, pois esses investidores possuíam na época – e ainda hoje – uma exposição a renda variável muito aquém dos limites ali estabelecidos. Mesmo assim, essas regras foram extremamente importantes, por ajudarem a institucionalizar e por darem reconhecimento oficial à existência do Novo Mercado e dos demais segmentos especiais.

Também o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES garantiu um apoio fundamental ao projeto, com o qual havia contribuído desde a formulação. O BNDES passou a conferir incentivos concretos para a adesão de companhias ao Novo Mercado e, em alguns casos, até a colocar essa adesão entre as condições para o fechamento de operações de financiamento.

Nestes casos, tanto os reguladores quanto o banco de fomento visavam sem dúvida à redução do risco dos fornecedores de capital, resultante da melhoria das práticas de governança das empresas.

Merece mais uma vez destaque a contribuição dada pelo Banco Mundial, por meio da International Finance Corporation – IFC, e pela OCDE, ambos coordenadores do Private Sector Advisory Group on Corporate Governance - PSAG. Esse grupo de grandes investidores globais dirigiu-se à imprensa internacional para divulgar seu apoio ao Novo Mercado e as vantagens que trazia para os investidores em empresas brasileiras, agregando seu enorme prestígio e todo o seu peso econômico ao esforço de consolidação da iniciativa.

Grandes investidores institucionais domésticos⁶ também contribuíram para que o projeto se viabilizasse, ao oficialmente apoiá-lo e endossá-lo nessa fase inicial tão difícil.

⁵ O Real – a moeda brasileira – desvalorizou-se mais de 70% durante 2002 (71,47% em 22/10/02), enquanto o EMBI+ atingiu seu pico em setembro, tendo chegado a 2.443 pontos.

⁶ Os apoiadores oficiais do Novo Mercado, desde o seu lançamento, foram: BNDES, Bradesco Templeton (*asset manager*), IFC, OECD/WB PSAG, Petros (*pension fund*).

Houve ainda um outro agente privado, de extrema relevância para o mercado, que se empenhou na consolidação dos segmentos especiais de listagem. Foi a Associação Nacional dos Bancos de Investimento – ANBID, que congrega os *underwriters* mais ativos. Como parte de seu Código de Auto-Regulação para Ofertas Públicas de Valores Mobiliários, estabeleceu que seus membros só poderiam liderar ofertas cujos emissores fossem registrados, no mínimo, no Nível 1 da BOVESPA.

O projeto do Novo Mercado é baseado num mecanismo de mercado e, é importante dizê-lo por mais óbvio que seja, dependia assim da existência de um mercado para que se viabilizasse. Por ser baseado na adesão voluntária das companhias a suas regras, somente seria uma realidade se essa adesão fosse uma exigência dos investidores, dos fornecedores de capital, e fosse considerada vantajosa pelas empresas. Como implementar esse projeto – ou qualquer outro baseado nos incentivos de mercado e não em determinações dos reguladores - numa conjuntura em que o mercado estava completamente ‘fechado’ para emissões de ações no Brasil?

Esse é o motivo pelo qual me pareceu importante registrar neste artigo a rede de parcerias - e de iniciativas concretas – envolvendo agentes dos setores público e privado, formada espontaneamente, no Brasil, em torno da idéia do Novo Mercado. Estas podem indicar algumas alternativas de políticas públicas e privadas com o objetivo de contribuir para que iniciativas que dependam das forças de mercado floresçam, mesmo em condições de mercado desfavoráveis ou até em países que ainda não possuam um mercado de capitais suficientemente desenvolvido.

Como se poderá observar a partir dos dados apresentados nas próximas seções, o Novo Mercado superou a fase de incertezas quanto a seu futuro. Mas talvez não tivesse chegado a esse estágio – não tivesse sobrevivido à conjuntura negativa para poder ser testado no momento de retomada do mercado - se não

tivesse contado com um grande esforço coordenado de apoio em sua fase inicial.

4. Resultados nos primeiros anos

As primeiras adesões de empresas aos segmentos especiais de listagem da BOVESPA ocorreram em junho de 2001, com o ingresso de 15 companhias listadas no Nível 1 de Governança Corporativa. Ao final de 2001, havia 19 empresas no Nível 1, representando 19,13% da capitalização de mercado da Bolsa e 14,39% do volume negociado. Não houve nenhuma listagem no Novo Mercado ou no Nível 2, os dois mais relevantes em termos de regras de listagem, e não aconteceu nenhum IPO no Brasil, naquele ano.

Em fevereiro de 2002, foi listada a primeira companhia no Novo Mercado, a partir do primeiro IPO ocorrido após a criação do segmento. Essa operação, da Companhia de Concessões Rodoviárias – CCR, deixou claro que o Novo Mercado seria o padrão exigido das novas companhias abertas pelos investidores. No final de 2002, a BOVESPA contava com 2 empresas no Novo Mercado, 2 no Nível 2 de Governança Corporativa e 24 no Nível 1. Esses segmentos representavam, então, 23,28% da capitalização de mercado e 23,25% do volume negociado.

Em 2003, novamente, não houve nenhuma abertura de capital com oferta de ações no Brasil. Mas, a partir da melhora do cenário econômico ao longo do ano, algumas companhias já abertas realizaram ofertas de ações com razoável sucesso. Os segmentos especiais de listagem contavam, no final do ano, com 36 empresas listadas, que representavam 34,98% da capitalização de mercado e 24,55% do volume negociado na Bolsa.

Gráfico 6

Evolução de segmentos de listagem da BOVESPA



Fonte: BOVESPA

* Dados atualizados por IFC



5. O ponto de inflexão e a fase de consolidação

O ano de 2004 trouxe uma inflexão para o mercado brasileiro de capitais. Pela primeira vez depois de mais de uma década, houve uma seqüência de aberturas de capital de companhias líderes em seus respectivos setores. Foram 7 novas listagens, sendo 5 delas no Novo Mercado e 2 no Nível 2 de GC. As 2 empresas que aderiram ao Nível 2 são concessionárias de serviços públicos e não puderam optar pelo Novo Mercado em função de restrições específicas, seja da regulamentação ou do contrato de concessão, em relação à titularidade de seu capital votante.

Entre as companhias já listadas na BOVESPA, 8 realizaram distribuições públicas de ações em 2004, sendo 2 delas já registradas no Novo Mercado (*follow-on*), uma empresa no Nível 2 e as outras 5 no Nível 1 de Governança Corporativa.

A BOVESPA pode encerrar o ano computando 7 companhias listadas no Novo Mercado, 7 no Nível 2 e 33 no Nível 1, representando 39,48% da capitalização de mercado e 33,81% do volume negociado na Bolsa.

2005 foi um ano esplendoroso, que trouxe para a BOVESPA, para os agentes do mercado e formadores de opinião em geral a certeza da viabilidade do modelo proposto pelo Novo Mercado e demais segmentos. Ocorreram ofertas públicas iniciais de ações de 9 empresas, sendo 7 registradas diretamente no Novo Mercado e as outras 2, no Nível 2.

Nesse mesmo ano, 10 companhias já listadas também colocaram ações no mercado. Entre essas, 3 merecem um comentário específico, por revelarem mais uma forma encontrada pelas empresas (e seus acionistas controladores) de se apropriar de benefícios resultantes da listagem no Novo Mercado.

Nesses 3 casos, as distribuições de ações realizadas significaram, praticamente, o IPO das empresas: todas estavam bastante distantes do mercado, com baixíssimo *free float* e com pouco in-

teresse em investir o necessário na atividade de relações com investidores. Elas transformaram todo o seu capital em ações ordinárias (com direito a voto), convertendo para isso as ações preferenciais emitidas, e aderiram ao Novo Mercado. E depois realizaram as ofertas de ações, obtendo preços muito superiores às suas cotações no mercado, no período precedente.

O ano de 2005 encerrou-se com um total de 19 companhias listadas no Novo Mercado, 10 no Nível 2 e 36 no Nível 1, representando 48,15% da capitalização de mercado e 45,95% do volume negociado na BOVESPA.

Quanto ao ano de 2006, já é possível avaliar seus resultados até o final do primeiro semestre. Apenas nesse período, 11 novas empresas realizaram seus IPOs, sendo 9 delas registradas no Novo Mercado e 2, no Nível 2. Mas também houve 9 colocações públicas de ações feitas por companhias já listadas, das quais 4 fazem parte do Novo Mercado, 2 são registradas no Nível 2 e 3 no Nível 1.

São resultados superlativos em diversos aspectos, especialmente se confrontados com a história do mercado brasileiro de capitais até este momento. Houve outros períodos em que o mercado primário esteve muito ativo, em que diversas companhias abriram seu capital, mas nunca como agora, obedecendo a uma lógica exclusivamente de mercado, com a existência de incentivos adequados para isso. No momento em que se observou o maior número de novas listagens em bolsa no Brasil, na década de 70, havia incentivos fiscais para as companhias de capital aberto e para os investidores em ações dessas empresas, ambos já extintos.

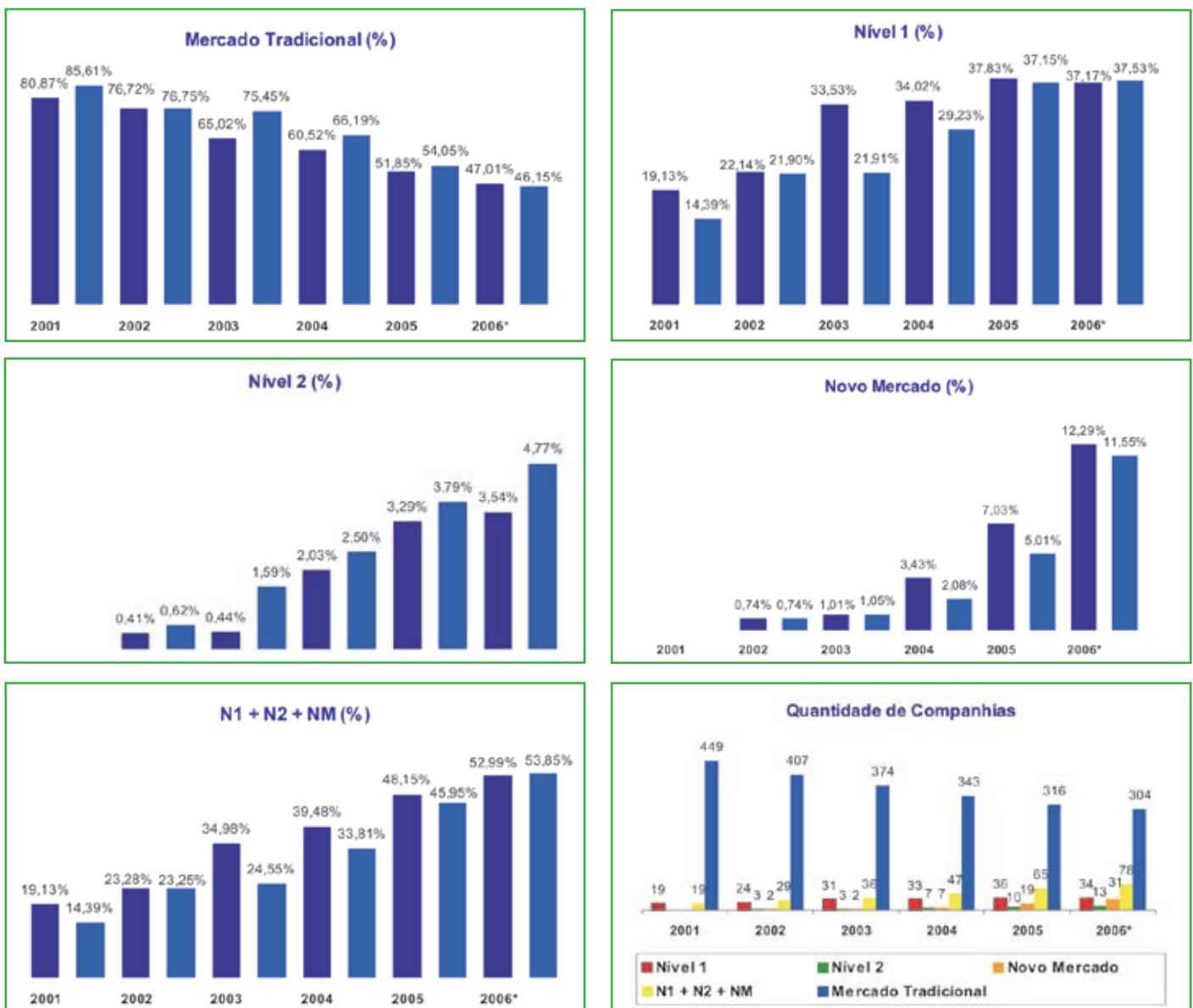
Ao final de junho de 2006, já existiam 31 companhias listadas no Novo Mercado, 13 no Nível 2 e 34 no Nível 1, representando 52,99% da capitalização de mercado e 53,85% do volume negociado na BOVESPA.

É possível, sem excesso de otimismo, afirmar que o Novo Mercado e demais segmentos especiais já estão em processo de consolidação, tendo superado largamente qualquer previsão feita por aqueles que os idealizaram, seja quanto à velocidade ou à intensidade desse movimento.



Gráfico 7

Participação das Companhias Listadas nos Segmentos Especiais, 2001-2006



* Até junho

Fonte: BOVESPA

■ Capitalização de Mercado
■ Volume Negociado

Tabela 2

Distribuição de Ações, 2004-2006

Companhias	Distribuição	Segmento	Volume Ofertado (US\$)	Participação Investidores Estrangeiros
CCR	Primária	Novo Mercado	120,003,842	75%
Natura*	Secundária	Novo Mercado	243,230,094	67%
Gol*	Mista	Nível 2	282,996,616	75%
ALL*	Mista	Nível 2	189,164,201	71%
Weg	Secundária	Nível 1	109,596,047	41%
Braskem	Mista	Nível 1	421,419,871	74%
CPFL Energia*	Mista	Novo Mercado	287,029,639	69%
Grendene*	Secundária	Novo Mercado	215,963,592	64%
Sabesp	Secundária	Novo Mercado	251,071,814	81%
DASA*	Mista	Novo Mercado	158,260,310	68%
Porto Seguro*	Mista	Novo Mercado	136,330,120	71%
Gerdau	Secundária	Nível 1	148,790,791	79%
Gerdau Metalurgica	Secundária	Nível 1	31,814,479	28%
Bradespar	Primária	Nível 1	379,724,543	66%
Suzano Pet.	Mista	Nível 2	65,563,181	35%
TOTAL 2004			3,040,959,140	69%
Unibanco	Secundária	Nível 1	273,656,700	57%
Renar Maçãs*	Primária	Novo Mercado	6,165,703	5%
ALL	Secundária	Nível 2	235,326,671	80%
Submarino*	Mista	Novo Mercado	176,416,555	75%
Ultrapar	Mista	Tradicional	141,419,205	75%
Gol	Mista	Nível 2	235,437,840	79%
Localiza*	Secundária	Novo Mercado	108,113,640	93%
TAM*	Mista	Nível 2	225,948,012	74%
AES Tietê	Secundária	Tradicional	433,383,800	80%
Lojas Renner	Mista	Novo Mercado	377,692,464	86%
EDP*	Mista	Novo Mercado	504,515,256	26%
OHL*	Mista	Novo Mercado	211,721,514	70%
Unibanco	Secundária	Nível 1	757,595,466	80%
Bradespar	Secundária	Nível 1	219,476,473	67%

Companhias	Distribuição	Segmento	Volume Ofertado (US\$)	Participação Investidores Estrangeiros
Cyrela	Mista	Novo Mercado	396,525,580	72%
Nossa Caixa*	Secundária	Novo Mercado	418,546,775	71%
Cosan*	Primária	Novo Mercado	399,228,074	72%
Tractebel	Secundária	Novo Mercado	468,546,734	55%
UOL*	Mista	Nível 2	267,460,432	71%
TOTAL 2005			5,857,176,894	69%
lochpe	Secundária	Nível 1	153,127,689	47%
Copasa*	Primária	Novo Mercado	370,496,231	74%
Vivax*	Mista	Nível 2	241,027,510	69%
Rossi	Mista	Novo Mercado	472,358,293	80%
Gafisa*	Mista	Novo Mercado	437,547,791	72%
Company*	Mista	Novo Mercado	133,245,008	64%
Totvs*	Mista	Novo Mercado	212,962,963	69%
TAM	Mista	Nível 2	728,562,165	80%
DASA	Mista	Novo Mercado	306,658,923	85%
Equatorial*	Mista	Nível 2	251,288,372	77%
Saraiva	Mista	Nível 2	85,326,743	86%
Duratex	Mista	Nível 1	284,579,439	46%
Submarino	Mista	Novo Mercado	435,450,375	91%
Localiza	Mista	Novo Mercado	185,552,493	74%
Abnote*	Secundária	Novo Mercado	227,694,213	80%
Randon	Mista	Nível 1	112,535,984	57%
CSU*	Mista	Novo Mercado	164,721,052	83%
BrasilAgro*	Primária	Novo Mercado	281,739,130	82%
Lupatech*	Mista	Novo Mercado	207,678,910	78%
Datasul*	Mista	Novo Mercado	140,271,021	80%
Banco do Brasil	Secundária	Novo Mercado	1,021,207,974	51%
TOTAL 2006**			6,454,032,280	72%
TOTAL 3 ANOS			15,352,168,315	70%

Fonte: Bovespa * IPOs

** IPOs até Junho/2006

Nota: Os percentuais de participação estrangeira são aproximados. Dados disponíveis no site da BOVESPA

6. Aspectos a destacar

Além da relevância do atual ciclo do mercado brasileiro de capitais do ponto de vista quantitativo, pelo notável nível de atividade no mercado primário que se observa, este processo conta também com outros aspectos que merecem ser comentados, por representarem saltos importantes na evolução do setor no Brasil.

6.1. A participação dos investidores estrangeiros

Entre os aspectos mais notáveis do processo que se relaciona com a implantação do Novo Mercado está o fato de as ofertas de ações realizadas terem contado com grande aceitação por parte dos investidores estrangeiros. Esse público subscreveu, em média, proporção superior a 70% dos montantes ofertados, embora muito poucas das companhias tenham buscado registro em algum mercado estrangeiro.

Entre as 27 companhias que fizeram seu IPO desde 2004, apenas 2 foram listadas simultaneamente na New York Stock Exchange - NYSE. Em todos os demais casos, as ações foram oferecidas a investidores institucionais estrangeiros sem que tenha sido feito registro na Securities and Exchange Commission - SEC americana ou em qualquer outro mercado estrangeiro. Esses investidores trouxeram recursos para o país para liquidar suas compras e contam apenas com o mercado brasileiro como centro de liquidez.

Sem dúvida, a grande receptividade por parte desse público demonstra sua avaliação positiva a respeito das regras do Novo Mercado e das práticas de governança observadas pelas empresas.

Além de viabilizar a colocação de operações em montantes muito relevantes, que seriam inviáveis no âmbito apenas doméstico, essa destacada participação de estrangeiros foi fundamental na precificação dos papéis. Mais da metade das empresas que abriram capital pertencem a setores econômicos que não estavam representados na bolsa brasileira. Não havia, portanto, comparáveis no mercado local que pudessem referenciar sua formação de preços, embora houvesse empresas e setores similares em outras bolsas internacionais.

Ademais, a possibilidade de ter acesso a capital estrangeiro sem a necessidade de buscar uma listagem em outro mercado trouxe significativa redução de custos para as empresas, tanto os associados ao processo de abertura de capital como aqueles relativos à manutenção do registro de companhia aberta.

E contribuiu para a ampliação do leque de empresas que poderão realizar um IPO de sucesso, na medida em que permitiu uma redução do tamanho mínimo da operação. No cenário que prevalecia na década de 1990, o qual envolvia necessariamente uma listagem simultânea em bolsa estrangeira, o valor absoluto das colocações teria que ser grande o suficiente para garantir um mínimo de liquidez em cada um dos mercados em que o papel fosse negociado. Com a possibilidade de concentração da liquidez apenas no mercado doméstico, certamente esse valor considerado mínimo para as operações foi reduzido.

6.2. Receptividade a ofertas secundárias

Outra característica das ofertas recentes que merece destaque é a boa aceitação, por parte dos investidores, de ofertas secundárias. Houve, inclusive, IPOs de sucesso em que foram vendidas apenas ações já existentes, sem que fosse destinado um único centavo à empresa.

Embora seja lógica a preferência dos mercados pela venda de novas ações emitidas, com o ingresso de recursos que viabilizarão investimentos por parte da companhia emissora, a rejeição liminar e acima de qualquer consideração a colocações secundárias pode prejudicar estratégias legítimas e acabar privando os investidores de se associarem a bons negócios. Até o advento do Novo Mercado, havia esse grau de rejeição a operações de oferta secundária por parte dos investidores em empresas brasileiras.

Ao que parece, a melhoria nas regras de governança às quais as companhias estão submetidas trouxe maior confiança aos investidores, a ponto de terem sido observadas 23 ofertas com componente secundária entre os 27 IPOs realizados neste ciclo.

Esse resgate das ofertas secundárias permitiu a saída (geralmente parcial) de investidores em PE/VC, viabilizando a reciclagem de seus *portfolios* e dando um novo alento a toda a indústria de capital de risco no Brasil. Também foram observadas operações em que famílias desinvestiram parcialmente, diversificando e liberando recursos para outros investimentos, ou mesmo foram resolvidos conflitos familiares pela saída de determinados sócios.

6.3. Participação das pessoas físicas

Os poucos IPOs ocorridos no Brasil durante os anos 90 caracterizaram-se por serem destinados apenas a investidores institucionais, basicamente estrangeiros. Em função da profundidade reduzida do mercado local, apenas grandes operações – que viabilizassem a listagem simultânea numa bolsa estrangeira – eram efetivadas. Isso acabou por determinar que apenas grandes instituições financeiras, com capacidade de distribuição junto ao público institucional e, sobretudo, no exterior, coordenassem e distribuíssem as ofertas.

Nas operações ocorridas a partir do final de 2003, observou-se uma preocupação dos emissores e *underwriters* em atrair também os investidores individuais, visando a uma maior diversificação das bases acionárias das companhias e melhores condições de liquidez após a listagem. Os próprios regulamentos de listagem do Novo Mercado e dos demais segmentos estabelecem a obrigação de, em qualquer distribuição pública, a companhia realizar esforços para alcançar dispersão na colocação.

Assim, acabaram sendo montados grandes *pools* de instituições financeiras, alguns com mais de 50 intermediários, para auxiliar

os líderes da operação na distribuição ao público de varejo. Esses consórcios têm sido integrados por muitas das corretoras de porte médio e pequeno em atividade no Brasil, e têm sido responsáveis pela colocação de algo em torno de 8% dos montantes ofertados.

Embora essa possa parecer uma participação pouco relevante no conjunto das operações, teve grande importância sob outro aspecto. Além de oferecerem aos indivíduos a possibilidade de participar de ofertas iniciais, contribuindo para a ampliação da cultura do investimento em ações no país, essas *tranches* de varejo permitiram importante revitalização de todo um setor da indústria de intermediação, as instituições de menor porte.

Esse tipo de intermediário, mais qualificado a partir das experiências recentes, poderá vir a coordenar as ofertas de ações de companhias pequenas e médias, que se acredita deverão voltar a ocorrer no Brasil como um dos desenvolvimentos deste processo virtuoso.

Na verdade, já se observa que o porte das companhias que têm aberto seu capital tem sido progressivamente menor, reforçando essa expectativa. A estratégia da BOVESPA para a atração de pequenas e médias empresas passa pelo lançamento do BOVESPA MAIS, um segmento de listagem destacado dentro do mercado de balcão organizado administrado pela Bolsa. Esse segmento especial também contempla regras bastante rígidas de governança e de proteção ao acionista, mas poderá oferecer maior suporte às companhias listadas.

7. Reflexos das regras de governança nos preços

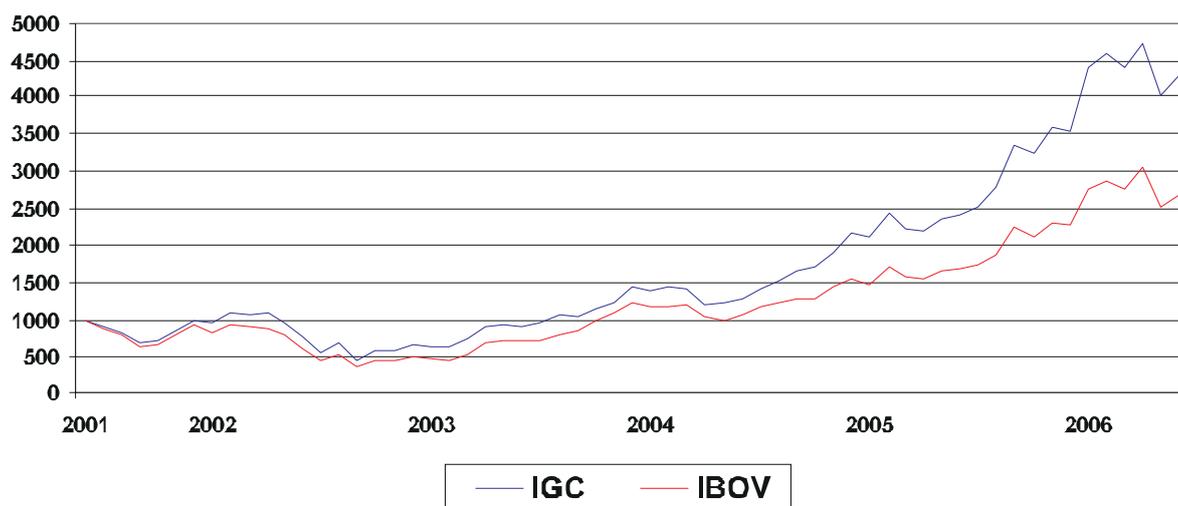
A partir dos primeiros registros de empresas nos segmentos especiais, começando pelo Nível 1 de Governança Corporativa em junho de 2001, a BOVESPA passou a calcular o IGC – Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada. Assim que as companhias são registradas dentro de algum dos 3 segmentos, suas ações passam a integrar a carteira do IGC, cuja metodologia atribui pesos diferenciados às ações de empresas do Novo Mercado ou dos demais Níveis⁷.

Por meio do gráfico 8 pode-se observar o desempenho mais favorável desse índice de preços desde sua criação, comparado à evolução do Ibovespa, o índice das ações mais líquidas do mercado brasileiro. O IGC subiu 327% desde 26 de junho de 2001, enquanto o Ibovespa se valorizou 168% no mesmo período.

Embora este artigo não pretenda trazer evidências de valor científico acerca da influência das práticas de governança sobre a precificação das ações, é importante apenas apresentar alguns dados relativos aos múltiplos obtidos pelas companhias do Novo Mercado e do Nível 2 em seus IPOs. Nesse momento da primeira colocação de ações, situação em que a experiência internacional tem demonstrado que são aplicados descontos na avaliação das empresas, a maioria das companhias que recentemente abriram seu capital no Brasil obteve patamares de preços superiores aos médios de mercado.

Gráfico 8

Comparação da Rentabilidade do Ibovespa e do IGC



*Até junho

Fonte: BOVESPA

⁷ A carteira do IGC é composta por todas as empresas admitidas à negociação no Novo Mercado e nos Níveis 1 e 2 da BOVESPA. As ações integrantes da carteira do índice são ponderadas pela multiplicação de seu respectivo valor de mercado (considerando as ações disponíveis para negociação) por um fator de governança. Esse fator é igual a 2 para as ações do Novo Mercado; 1,5 para os papéis do Nível 2; e 1 para os títulos do Nível 1. A participação de uma empresa (considerando todos os papéis de sua emissão inclusos na carteira teórica) no IGC não poderá ser superior a 20% quando de sua inclusão ou nas reavaliações periódicas. Caso isso ocorra, serão efetuados ajustes para adequar o peso do papel a esse limite.

Tabela 3

Múltiplos dos IPOs

		Segmento	P/E	P/EBITDA
	Média das 30 Companhias mais líquidas em Dezembro/2003		17,6	4,5
2004	Natura	Novo Mercado	30,1	9,3
	Gol	Level 2	25,7	15,2
	ALL	Level 2	38,5	7,1
	CPFL	Novo Mercado	50,4	4,7
	Grendene	Novo Mercado	20,3	11,4
	DASA ⁽¹⁾	Novo Mercado	-	23,1
	Porto Seguro ⁽²⁾	Novo Mercado	11,2	-
	Média das 30 Companhias mais líquidas em Dezembro/2004		12,1	3,8
2005	Renar	Novo Mercado	62,4	10,0
	Submarino	Novo Mercado	155,4	36,6
	Localiza	Novo Mercado	6,4	2,3
	TAM	Level 2	6,9	6,0
	Energias Br	Novo Mercado	11,2	3,7
	OHL	Novo Mercado	25,4	5,9
	Nossa Caixa ⁽³⁾	Novo Mercado	4,9	-
	Cosan ⁽⁴⁾	Novo Mercado	-	11,4
	UOL	Level 2	8,2	23,3
	Média das 30 Companhias mais líquidas em Dezembro/2005		13,1	5,1
2006 *	Copasa	Novo Mercado	9,1	4,6
	Vivax	Level 2	69,8	29,9
	Gafisa	Novo Mercado	74,2	32,5
	Company	Novo Mercado	55,2	8,8
	Totvs	Novo Mercado	59,6	29,5
	Equatorial	Level 2	13,4	16,5
	Abnote	Novo Mercado	14,3	8,9
	CSU	Novo Mercado	52,8	13,5
	BrasilAgro ⁽⁵⁾	Novo Mercado	-	-
	Lupatech	Novo Mercado	16,5	9,9
	Datasul	Novo Mercado	24,5	14,5
	Média das 30 Companhias mais líquidas em Dezembro/2006		17,4	-

*Até junho

Para a seleção das 30 companhias mais líquidas, foi considerado o volume negociado no ano respectivo.

(1) Dasa apresentou prejuízo líquido de US\$ 6,38 milhões nos 4 trimestres anteriores à oferta.

(2) Porto Seguro é uma companhia seguradora.

(3) Nossa Caixa é uma instituição financeira.

(4) Cosan apresentou lucro líquido de US\$ 0,921 milhões nos 4 trimestres anteriores à oferta.

(5) BrasilAgro era uma empresa pré-operacional na ocasião da oferta.

Fonte: Economática

Também após o início da negociação das ações em bolsa pode-se perceber um desempenho geralmente superior das ações dos IPOs que ocorreram nesse período. O Gráfico 9 compara a evolução dos índices Ibovespa e IBrX⁸ com um índice hipotético de desempenho dos IPOs, que utiliza como critério de ponderação o volume das ofertas. O retorno absoluto desse índice entre 30 de maio de 2004 (logo após a listagem da primeira empresa do ciclo de ofertas aqui comentado) e 05 de julho de 2006 foi de 209% em Reais nominais, contra 116% do IBrX e 86% do Ibovespa.

8. Desafios

Diante de tudo que já foi conquistado pela BOVESPA e pelo mercado brasileiro de capitais, nesse processo, o mais óbvio dos desafios é manter o novo ambiente adequado às mudanças na realidade e às novas necessidades trazidas por investidores e empresas.

Nesse sentido, no início de 2006, a BOVESPA promoveu a primeira revisão dos regulamentos de listagem do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 desde sua criação. Seu objetivo foi atualizar as regras e manter sua atratividade. Não foi uma reformulação abrangente das regras, tendo envolvido algumas mudanças de conteúdo e alguns aperfeiçoamentos, decorrentes da experiência da BOVESPA na aplicação das regras de listagem nesses 5 anos. Houve também, nesse período, a incorporação de alguns dos requisitos pela lei ou pela regulamentação da CVM, o que permitiu sua exclusão dos regulamentos da BOVESPA.

Quanto ao conteúdo, as principais alterações dizem respeito aos conselhos de administração, tendo sido incluída a exigência de ao menos 20% de conselheiros independentes e a possibilidade de ampliação dos mandatos para até 2 anos.

Mas o fato novo mais significativo que aparece no cenário do mercado brasileiro, em grande parte como decorrência da própria criação do Novo Mercado, é o surgimento de companhias sem um acionista controlador definido, chamadas nos regulamentos de listagem de 'companhias com controle difuso'.

Como já comentado, a imensa maioria das empresas brasileiras tem o capital votante concentrado, seja nas mãos de famílias ou grupos familiares, do Estado brasileiro, de grupos estrangeiros ou mesmo de alguns investidores financeiros vinculados por acordos de acionistas. Até muito pouco tempo atrás, praticamente não havia nenhuma empresa listada sem um acionista (ou grupo) que controlasse a maioria absoluta do seu capital votante.

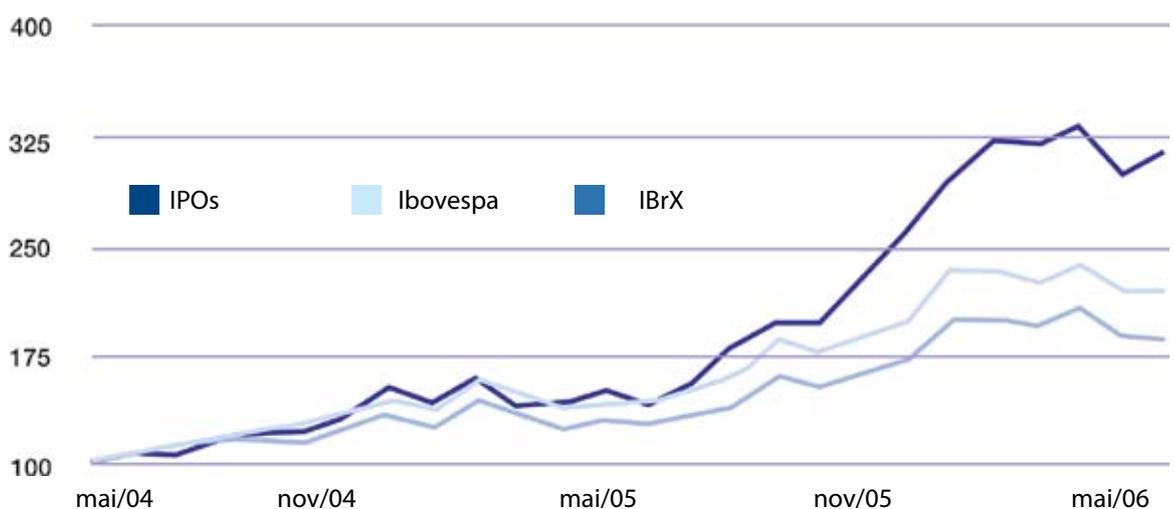
A partir da retomada do mercado de IPOs no país, e com a precificação favorável que vem sendo obtida nessas ofertas, a venda até de blocos de controle por meio de ofertas públicas ao mercado passou a ser uma possibilidade concreta. Esse tipo de operação já ocorreu, com sucesso, permitindo o desinvestimento dos acionistas controladores, e não apenas daqueles que eram investidores financeiros nas empresas.

Houve também casos em que os antigos controladores, por vezes o próprio empreendedor que construiu o negócio, venderam uma parcela de sua participação, tornando-se minoritários no capital dessas empresas após o IPO. De acordo com o testemunho trazido por esses próprios acionistas, as regras de governança estabelecidas pelo Novo Mercado lhes deram suficiente conforto para que permaneçam na condição de minoritários nas companhias que fundaram.

Essa nova realidade traz desafios novos para a Bolsa, para os reguladores do mercado brasileiro de capitais e para os investidores. Em função da conceituação legal quanto ao exercício do poder

Gráfico 9

Comparação da Rentabilidade do Ibovespa, IBrX e Índice de IPOs



Base 100 em maio de 2004

Fonte: Dynamo Administração de Recursos Ltda.

⁸ O IBrX - Índice Brasil é um índice de preços que mede o retorno de uma carteira teórica composta por 100 ações selecionadas entre as mais negociadas na BOVESPA, em termos de número de negócios e volume financeiro. Essas ações são ponderadas na carteira do índice pelo seu respectivo número de ações disponíveis à negociação no mercado (free float). Já o Ibovespa - Índice Bovespa, o índice mais tradicional do mercado de ações brasileiro, tem em sua carteira teórica ações que atinjam determinados critérios de liquidez. O Ibovespa é ponderado pelo número de negócios e pelo volume financeiro negociado.

de controle nas companhias e do principal conflito que o Novo Mercado buscou minimizar quando de sua criação, seu regulamento de listagem atribui diversas obrigações aos controladores. Caso não exista esse acionista detentor de mais da metade do capital votante, como ainda assim garantir aos investidores os direitos que eles crêem haver conquistado ao adquirir uma ação listada no Novo Mercado?

A BOVESPA tem procurado lidar com as situações em que o controle da companhia seja exercido de forma difusa (com menos de 50% do capital votante), ou aquelas em que realmente não exista nenhum acionista (ou grupo) que possa ser considerado detentor do controle, exigindo adaptações nas cláusulas dos estatutos das companhias. Essas cláusulas têm sido adaptadas a partir das próprias regras constantes dos regulamentos.

Pode-se dizer que esse é um problema que caracteriza a transição da regulamentação - de um ambiente em que o controlador das companhias era sempre definido e conhecido para um outro, em que esse controle pode inclusive não existir. Mas existe uma outra ordem de novos desafios, que podem ser considerados novos para o ambiente brasileiro, embora sejam há muito realidade em mercados mais desenvolvidos.

São os ligados ao célebre conflito de agência⁹, agravado pelo distanciamento dos acionistas detentores de posições pouco relevantes, com a conseqüente predominância dos administradores das companhias. Não apenas a BOVESPA, mas todos os principais

agentes do mercado brasileiro estão bastante atentos para que haja estruturas e práticas de governança que contribuam para prevenir e enfrentar os problemas decorrentes desse conflito. Nesse sentido, o contato com a experiência internacional será, novamente, imprescindível.

Por fim, cabe um comentário sobre algo que vai além da regulamentação e dos requisitos de listagem estabelecidos pela Bolsa. Trata-se de destacar a importância da conscientização efetiva das companhias, de seus acionistas e dos executivos que prestam serviços às empresas nas mais diferentes esferas sobre a enorme vantagem que pode trazer a adoção das melhores práticas de governança corporativa. Essa convicção irá traduzir-se em políticas de médio e de longo prazo e em práticas cotidianas, com reflexos positivos no desempenho das empresas e no retorno que entregam a seus acionistas.

Mais do que produzir e divulgar toneladas de informações, é necessário que os executivos das companhias tenham o desejo de informar com qualidade, refletido na preocupação com a clareza e a veracidade do que é disseminado. Muito mais importante do que apenas obedecer a listas de regras é garantir que as estruturas e processos de governança funcionem efetivamente em benefício da companhia. O Novo Mercado e os demais segmentos contêm algumas medidas básicas voltadas para o alinhamento de interesses entre acionistas. É possível e desejável que esses instrumentos sejam utilizados como o início de um processo contínuo de evolução, baseada nos princípios da boa governança: transparência, equidade e prestação de contas.

⁹ Nota: Tensão entre acionistas e administradores (os *agents*) contratados para conduzir a companhia em benefício dos primeiros.

APOIO DO IFC EM ATIVIDADES DE MELHORIA EM GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

Linha do Tempo de eventos ocorridos até 2006

Abril/2000

IFC organiza, em conjunto com a OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico e Banco Mundial, a primeira Mesa-Redonda Latino-Americana de Governança Corporativa, em São Paulo.

Julho/2000

Entrega do estudo elaborado por IFC e Banco Mundial - "Corporate Governance Issues in Capital Market Development" - ao ministro da economia, ao presidente do Banco Central e ao presidente da CVM.

Setembro/2000

IFC organiza encontro entre o PSAG'S Investor Task Force (incluindo TIAA-CREF, Capital International, CalPERS, New York State Pension Fund, New York City Pension Fund) e CEOs de oito das maiores companhias brasileiras.

Novembro/2000

PSAG e IFC comentam por escrito as reformas regulatórias/legais e a minuta das regras do Novo Mercado.

Maio/2001

IFC organiza *Road Show* em Nova Iorque para apresentar o Novo Mercado, no qual o PSAG Investor Task Force (incluindo TIAA-CREF, Fidelity, New York City Pension Fund, General Motors Pension Fund, Morgan Stanley, Deutsche Bank e Foreign & Colonial) tem um encontro com o CEO da BOVESPA, no TIAA-CREF em Nova Iorque. O evento foi coberto por The Wall Street Journal.

Junho/2001

PSAG e IFC co-patrocinam a inauguração do Nível 1 em São Paulo.

Setembro/2001

IFC promove o encontro GC e HR Management Seminar para executivos no Rio de Janeiro (com a participação do US NACD).

Outubro/2001

IFC envia carta para todas as suas companhias listadas investidas questionando sobre suas intenções com relação ao Novo Mercado e encorajando a adesão às suas regras.

Novembro/2001

PSAG e IFC falam no congresso anual do IBGC e na BOVESPA para promover o Novo Mercado. IFC desenvolve programas para a melhoria da governança corporativa nessas companhias.

Fevereiro/2002

CCR, uma companhia de concessões rodoviárias, realiza o primeiro IPO no Novo Mercado com uma oferta de R\$305 milhões.

Conselho do IFC aprova o patrocínio do Fun-

do Brasileiro de Governança Corporativa, bem como o investimento nele.

Abril/2002

IFC co-organiza 3º encontro OCDE / Banco Mundial na 3ª Mesa-Redonda Latino-Americana de Governança Corporativa, e organiza (com o suporte do Fórum Global de Governança Corporativa) o primeiro encontro dos Institutos de Conselheiros da América Latina (incluindo IBGC).

Junho/2002

A SABESP - Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo, torna-se a segunda companhia a aderir ao Novo Mercado, com uma oferta de ações de R\$527 milhões.

Novembro/2002

O 2º encontro do Instituto de Conselheiros da América Latina é sediado pelo IBGC. Vinte e sete *experts* de sete institutos latino-americanos compartilham experiências e abordagens de treinamento. O encontro conta com o patrocínio do Fórum Global de Governança Corporativa, organização do IFC, organização e participação do IRTF.

Palestrantes do IRTF, Yale, e do IFC discursam no 3º Congresso Anual do IBGC. O Fórum patrocina os palestrantes do IRTF e Yale. Membros dos institutos dos demais países da América Latina também participam.

Março/2003

Representantes do IBGC e do IFC encontram-se com a SEC - Securities and Exchange Commission - para manifestarem sua oposição à decisão de isentar as companhias brasileiras quanto à obrigatoriedade de constituir o comitê de auditoria previsto na lei Sarbanes-Oxley.

Agosto/2003

Delegação do IBGC participa do Programa de Liderança do Fórum Global de Governança Corporativa, em Washington.

Julho/2004

IFC e OECD organizam e moderam painel sobre aperfeiçoamento da governança corporativa na região, durante o encontro do International Corporate Governance Network (ICGN), no Rio de Janeiro.

Setembro/2004

IFC investe US\$20 milhões no Puma II Fund, administrado pela Dynamo. O fundo investe em companhias sub-avaliadas cujos administradores e controladores estejam comprometidos com melhorias nas práticas de governança corporativa.

CPFL (companhia investida pelo IFC) se lista no Novo Mercado.

Outubro/2004

IFC fornece uma linha de crédito de US\$50 milhões ao ABN AMRO para financiar companhias com visão de sustentabilidade, incluindo créditos para empresas familiares e empresas de médio porte aprimorarem seus padrões de governança corporativa.

IFC co-organiza a 5ª Mesa-Redonda Latino-Americana de Governança Corporativa no Rio de Janeiro, com patrocínio do Global CG Forum. Evento foca questões de *enforcement* e ativismo do investidor institucional.

Novembro/2004

Diretor do IFC para a América Latina e Caribe discursa no 5º Congresso Anual do IBGC.

Maio/2005

É realizado em São Paulo o encontro da Força-Tarefa da Mesa-Redonda Latino-Americana de Governança Corporativa, patrocinado pelo Global CG Forum.

Encontro inaugural em São Paulo do Círculo de Companhias da Mesa-Redonda Latino-Americana de Governança Corporativa com suporte do Global CG Forum. Os sete membros iniciais acordam um plano de ação que inclui a criação de um manual sobre como iniciar o aperfeiçoamento do processo de governança corporativa e o diálogo com investidores.

IFC organiza apresentação do novo "Mercado de Acesso" da BOVESPA para clientes do IFC e outras empresas potencialmente interessadas em se listarem neste novo segmento de listagem.

Novembro/2005

Encontro do 10º Aniversário do IBGC, no qual é distribuído "Estudos de Caso de Boa Governança Corporativa" do Círculo de Companhias da Mesa-Redonda Latino-Americana.

Primavera/2006

Marcopolo e Embraer se juntam ao Círculo de Companhias.

Junho/2006

CCR, Natura, Suzano (membros do Círculo de Companhias) e IFC participam no seminário APIMEC de Governança Corporativa e Acesso a Capital.

Novembro/2006

Em São Paulo, acontece o 3º encontro do Círculo de Companhias, coincidindo com o Congresso Anual do IBGC. Lançamento da segunda edição do "Estudos de Caso de Boa Governança Corporativa".

ATENÇÃO

Este texto visa a fornecer informações institucionais sobre a economia e o mercado de valores mobiliários brasileiros. Não é uma recomendação de investimento em qualquer ativo financeiro específico.

Para maiores esclarecimentos, procure sua Corretora. Ela pode ajudá-lo a avaliar os riscos e benefícios potenciais das negociações com valores mobiliários e, se for o caso, fornecer-lhe cópia de prospectos e outras informações sobre as companhias abertas.

Publicação da BM&FBOVESPA. É expressamente proibida a reprodução de parte ou da totalidade de seu conteúdo, mediante qualquer forma ou meio, sem prévia e formal autorização, nos termos da Lei 9.610/98.

Impresso em setembro/2008.

*Praça Antonio Prado, 48
01010-901 São Paulo, SP
+11-3119-2000
Fax +11-3107-9911
bmf@bmf.com.br*

*Rua XV de Novembro, 275
01013-001 São Paulo, SP
+11-3233-2000
Fax +11-3242-3550*

www.bmfbovespa.com.br

BM&F BOVESPA 
A Nova Bolsa