

---

# Processos de abertura de capital de empresas brasileiras em 2004 e 2005: razões e percepções

---

*Livia Pontes de Miranda Bomfim  
Carolina Macagnani dos Santos  
Tabajara Pimenta Júnior*

## RESUMO

O atual cenário favorável da economia internacional, além do próprio ciclo de crescimento econômico brasileiro, vem levando as empresas nacionais a identificarem oportunidades de expansão de suas operações ou reestruturação de seu capital, fatores que tem elevado recentemente o número de empresas com capital aberto em bolsa. No presente trabalho, tem-se como objetivo identificar quais foram as principais razões que influenciaram algumas empresas, durante os exercícios de 2004 e 2005, a iniciarem o processo de abertura de capital em Bolsa e quais percepções elas obtiveram após o processo. Para tanto, foi realizado um estudo de caso múltiplo, abrangendo o conjunto de empresas brasileiras que passaram pelo processo de abertura de seu capital em Bolsa de Valores entre janeiro de 2004 e setembro de 2005. Os resultados apontaram que as empresas optaram pelo processo de abertura em Bolsa visando adotar uma estratégia de valorização e crescimento, além de financiar seus projetos de expansão. Após a abertura, as empresas perceberam mudanças organizacionais relativas a políticas de governança corporativa, papel desempenhado por auditores, engajamento da alta diretoria e práticas contábeis. Em geral, todas as empresas demonstraram estar satisfeitas com os resultados do processo.

**Palavras-chave:** abertura de capital, IPO, mercado de capitais, mudanças organizacionais.

## 1. INTRODUÇÃO

### 1.1. Contexto

De acordo com o Artigo 22 da Lei n.6385, de 07 de dezembro de 1976, considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão (BRASIL, 1976). Valores

Recebido em 20/junho/2006  
Aprovado em 12/dezembro/2006

---

*Livia Pontes de Miranda Bomfim* é Graduada em Administração de Empresas pelo Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo (CEP 14040-900 — Ribeirão Preto/SP, Brasil).  
E-mail: livia.pontes@citigroup.com  
Endereço:  
Universidade de São Paulo  
Departamento de Administração  
FEA — Ribeirão Preto  
Avenida Bandeirantes, 3900  
14040-900 — Ribeirão Preto — SP

*Carolina Macagnani dos Santos* é Graduada em Administração de Empresas e Mestre em Administração de Organizações pelo Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo (CEP 14040-900 — Ribeirão Preto/SP, Brasil).  
E-mail: carol\_1708@yahoo.com.br

*Tabajara Pimenta Júnior*, Graduado em Administração pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade (FEA) de Ribeirão Preto (RP) da Universidade de São Paulo (USP) e em Engenharia Mecânica pela Escola de Engenharia de São Carlos (EESC) da USP, Mestre em Engenharia Mecânica na Área de Automação de Manufatura pela EESC-USP, Doutor em Administração na Área de Finanças pela FEA-USP, é Professor do Departamento de Administração da FEA-RP/USP (CEP 14040-900 — Ribeirão Preto/SP, Brasil).  
E-mail: taba.jr@terra.com.br

mobiliários são títulos ou contratos de investimento coletivo, que geram direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros, excluindo-se os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal e os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures, segundo o artigo 2º da mesma lei (BRASIL, 1976).

Considera-se mercado de bolsa, segundo Carvalhosa (1997), aquele em que as transações são efetuadas em um local adequado à realização de compra e venda de títulos e valores mobiliários em mercado livre e aberto, fiscalizado pela associação civil que o mantém e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Já o mercado de balcão, segundo o mesmo jurista, é um conjunto de transações feitas diretamente entre instituições ofertantes e aceitantes, sem a interferência de terceiros (CARVALHOSA, 1997). Nesse mercado, o valor da transação não passa pelo embargo da fiscalização que a CVM exerce sobre essas atividades.

A Comissão de Valores Mobiliários constitui-se como uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, sendo responsável pela normatização e pela fiscalização do mercado de valores mobiliários. Até julho de 2004, 923 empresas estavam registradas na CVM. Dessas, 360 possuíam ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), a principal bolsa de valores existente no País, sendo também atualmente o maior centro de negociação com ações da América Latina (BOVESPA, 2004).

Segundo Souza (2003), dentre os motivos que normalmente levam uma empresa a abrir seu capital, destacam-se: ampliação da base de captação de recursos, maior flexibilidade estratégica (liquidez patrimonial), fortalecimento da imagem institucional devido a maior exposição no mercado, reestruturações societárias e aceleração da profissionalização. Os principais motivos que entravam os processos de abertura de capital são os altos custos associados ao processo e a necessidade de melhorar significativamente a qualidade das informações divulgadas.

A decisão de abrir o capital deve subordinar-se a uma análise de sua viabilidade, demonstrando, para um dado nível de atividade da empresa, ser mais conveniente incidir nos custos relativos à abertura do capital do que buscar esses recursos pelo endividamento, ou combinar as duas possibilidades tanto de captar capital próprio no mercado, como também recorrer ao endividamento.

As recentes aberturas de capital em bolsa de valores de empresas com marcas fortes para o público e a expectativa de novas aberturas vêm obtendo grande destaque na mídia. Esse movimento é explicado como resultante de fatores como o maior interesse nas práticas de governança corporativa das empresas e as melhorias na regulamentação, assim como na transparência das informações.

Quais razões levam as empresas a iniciarem o processo de abertura de capital em bolsa? Quais suas percepções após o

processo? Busca-se neste trabalho responder a essas questões, por meio da realização de um estudo de caso múltiplo aplicado no conjunto das empresas brasileiras que passaram pelo processo de abertura de seu capital em bolsa de valores entre janeiro de 2004 e setembro de 2005.

## 2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

### 2.1. O capital nas empresas

Segundo Gitman (1997), o termo capital denota os fundos de longo prazo da empresa. Todos os itens constantes do lado direito do balanço, com exceção dos passivos circulantes, são fontes de capital de longo prazo.

O capital de terceiros inclui qualquer tipo de fundos de longo prazo, obtidos pela empresa via empréstimos. Pode-se afirmar que o custo do capital de terceiros é consideravelmente menor do que o custo de quaisquer outras formas de financiamento e isso se deve ao fato de que os credores possuem risco menor. Seu risco é menor porque são os credores que têm direito prioritário sobre os lucros ou ativos existentes para pagamentos e, sob o ponto de vista legal, esse direito pode sobrepor-se aos dos acionistas preferenciais ou ordinários no que se refere ao pagamento da empresa. O tratamento de pagamento de juros, como despesas dedutíveis para fins de imposto de renda, reduz o custo substancialmente e torna-se um fator que contribui para que o custo do capital de terceiros seja menor.

O capital próprio consiste em fundos de longo prazo fornecidos pelos proprietários da empresa, os acionistas. Diferentemente dos fundos tomados como empréstimo, que precisam ser reembolsados numa data predeterminada, espera-se que o capital próprio permaneça na empresa por um período indefinido.

A abertura de capital funciona como uma ferramenta para acesso justamente ao mercado capaz de fornecer esses recursos permanentes, que visam financiar novos projetos de investimentos, promover o crescimento e a modernização das atividades, ou possibilitar operações de reestruturação de capital.

### 2.2. Estrutura de capital das empresas

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2002), na gestão de uma empresa o administrador financeiro precisa encontrar resposta para três tipos de perguntas importantes. Em primeiro lugar, que investimentos de longo prazo deve a empresa fazer? Em segundo lugar, como podem ser levantados os recursos para os investimentos escolhidos? Em terceiro lugar, como deve a empresa gerir suas atividades monetárias e financeiras no dia-a-dia? O presente trabalho está inserido no contexto da segunda questão, que menciona as decisões relacionadas às fontes de recursos para financiamento da empresa. As decisões típicas de financiamento, conforme Ross, Westerfield e Jaffe (2002), incluem a quantidade de títulos de dívida e ações a

serem emitidas, que tipos de capital de terceiros e capital próprio devem ser obtidos e quando vender novos títulos de dívidas e ações.

Os esquemas de financiamento determinam de que maneira é repartido o valor das empresas. As pessoas ou instituições que compram os títulos da dívida da empresa são chamadas de credores. Os titulares de direitos de propriedade são chamados de acionistas.

Ross, Westerfield e Jaffe (2002), afirmam que, ao se estudar a estrutura de capital das organizações, torna-se interessante imaginar a empresa como uma pizza. Inicialmente o tamanho da pizza dependerá da qualidade de suas decisões de investimento, que determinarão o valor de seus ativos. Em seguida, a empresa poderá determinar sua estrutura de capital. Nota-se que, em um primeiro momento, poderiam ter sido obtidos recursos para a realização de investimentos em ativos, recorrendo-se mais ao capital de terceiros do que ao capital próprio. Futuramente poderia ser considerada a modificação dessa estrutura, emitindo mais ações e utilizando o dinheiro assim obtido para resgatar as dívidas geradas pela utilização do capital de terceiros. Decisões de financiamento como essas podem ser tomadas independentemente das decisões originais de investimentos. O objetivo do administrador financeiro é escolher a proporção entre capital de terceiros e capital próprio que torne o valor da empresa o maior possível.

Segundo Weston e Brigham (2000), muitas empresas procuram explorar a melhor combinação entre capital de terceiros e próprio, estabelecendo a chamada estrutura-meta de capital. Basta afirmar que, embora as empresas levantem recursos recebidos de uma só vez, elas visam a um certo *mix* desejado de financiamento para maximizar a riqueza de seus proprietários. Para atingir esse objetivo, o administrador financeiro deve ser capaz de avaliar a estrutura de capital da empresa e entender seu relacionamento com risco, retorno e valor.

No entanto, existem algumas teorias que contrapõem a afirmação de que existiria uma estrutura ótima de capital. Segundo Modigliani e Miller (1958), os administradores não são capazes de alterar o valor de uma empresa mudando a combinação de títulos emitidos para financiá-la. De acordo com a teoria da irrelevância, todo projeto viável do ponto de vista econômico seria também viável do ponto de vista financeiro. Considerando-se que a oferta de fundos é infinitamente elástica, existe perfeita simetria de informação na avaliação dos retornos dos projetos de investimento entre os agentes que emprestam e os que demandam recursos financeiros, que as características do mercado de ações e dos acionistas permitem sempre captar recursos pela emissão de novas ações, que a estrutura de capital das empresas não impõe restrições à utilização das várias fontes de financiamento, a conclusão dos autores é que uma empresa jamais se defrontaria com problemas para financiar projetos cuja expectativa de retorno fosse compensadora.

A teoria de Modigliani e Miller (1958) sugere, inicialmente, uma dicotomia entre as finanças e a economia real. O cresci-

mento da empresa e suas decisões de investimento seriam ditados estritamente por variáveis reais como a demanda, a produtividade, o progresso técnico e os preços relativos dos fatores produtivos. O financiamento, nesse contexto, constituiria uma variável passiva, que simplesmente facilitaria a realização do investimento — porém não o condicionaria.

Segundo Zonenschain (2002), a idéia da irrelevância começou a ser contestada a partir da contribuição dos autores da chamada visão tradicional, para os quais a disponibilidade de um padrão de financiamento adequado afeta as decisões de investimento da empresa. Portanto, o nível global de investimento na economia não é independente do padrão de financiamento adotado pelas empresas.

Myers (1984) discutiu duas correntes teóricas relacionadas à definição da estrutura de capital das empresas: a *static trade-off theory* e a *pecking order theory*. Segundo o autor, a primeira afirma que as empresas devem buscar uma estrutura de capital ótima, que maximize os benefícios e minimize os custos do endividamento.

A utilização de capital de terceiros gera dois efeitos opostos. O efeito positivo da dívida pode ser entendido como o benefício fiscal obtido por meio da dedução, no pagamento do imposto de renda corporativo, dos juros da dívida. O benefício do endividamento foi também observado por Modigliani e Miller (1963) que afirmaram que, quanto maior a alavancagem da empresa, menor o montante de imposto de renda pago para um mesmo lucro antes de impostos, o que evidencia o benefício proporcionado pelo endividamento. Durand (1952) já destacava esse efeito benéfico da dívida.

Contrapondo-se ao benefício fiscal da dívida, os custos de falência representam o efeito negativo do endividamento. Autores como Baxter (1967), Warner (1977) e Altman (1984) discutiram que uma das conseqüências do endividamento são os custos de falência que encarecem o custo de capital das empresas na medida em que as taxas de juros cobradas nos empréstimos aumentam quanto maior for a participação de capital de terceiros na estrutura de capital das empresas.

As empresas, segundo a *static trade-off theory*, devem substituir capital de terceiros por capital próprio e vice-versa, até o ponto em que seu valor for maximizado, chegando então a uma estrutura meta de capital (MYERS, 1984). A *static trade-off theory* afirma que os gerentes financeiros devem aumentar a dívida até o ponto em que o valor de incentivos fiscais resultantes de juros adicionais seja exatamente compensado pelos custos adicionais de possível dificuldade financeira. Assim, segundo a *static trade-off theory*, empresas com ativos seguros e tangíveis devem operar com altos níveis de dívida, enquanto empresas menos rentáveis ou com ativos arriscados e intangíveis devem manter menores níveis de dívidas.

Com relação à *static trade-off theory*, está a variação no nível de endividamento das empresas ao longo do tempo que contraria e existência de uma estrutura meta de capital a ser buscada pelas empresas conforme defende a teoria. Uma hi-

pótese testada por Opler e Titman (1994) é a de que mudanças nos preços das ações incentivam alterações na estrutura de capital. Os autores verificaram que empresas emitem ações quando seu preço aumenta, fato que resulta na mudança da estrutura de capital das organizações. Fisher, Heinkel e Zechner (1989) propuseram outra explicação para a alteração dos índices de endividamento das empresas ao longo do tempo. Os autores afirmaram que os custos fixos de transação decorrentes da contratação de empréstimos inibem as empresas a variarem seus índices de endividamento, fato observado principalmente em organizações menores, que optam por utilizar menores quantidades de capital de terceiros, conforme foi verificado por Titman e Wessels (1988).

De acordo com a teoria da *pecking order*, as firmas preferem sempre recursos próprios a recursos de terceiros. Ao contrário da análise de Modigliani e Miller (1958), para essa corrente a estrutura de capital da empresa e sua política de dividendos são aspectos que influenciam diretamente a formação dos preços das ações pelo mercado, o que confirmaria a não-neutralidade do padrão de financiamento adotado. A partir das contribuições iniciais da visão tradicional, uma série de autores incorporou suposições a respeito do funcionamento real do mercado financeiro, tais como o impacto dos impostos, o custo de falência e a possibilidade de ocorrência de *takeover*, reforçando o argumento de que o padrão de financiamento da empresa afeta seu nível de investimento e, em consequência, a taxa de crescimento da economia.

Nessa visão, as empresas procurarão sempre uma estrutura de capital ótima, que minimize ao mesmo tempo seus custos e riscos. Quanto maiores as vantagens de custo associadas ao nível corrente das taxas de juros e dos impostos, maior a tendência ao uso de endividamento, ocorrendo o inverso quanto maior o risco de falência. O resultado será uma relação endividamento/emissão ótima para a firma.

### 2.3. Mercado de capitais

Segundo Cavalcanti e Misumi (2001), o mercado de capitais — constituído pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas — é um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem o propósito de proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização.

A função primordial dos mercados financeiros, de acordo com Nóbrega *et al.* (2000), é aproximar os dois agentes normalmente separados no mercado: de um lado o poupador, que tem excesso de recursos, porém não tem oportunidade de investí-los em atividades produtivas; de outro, o tomador, que está na situação inversa. Ao permitirem que recursos sejam transferidos de pessoas que não têm oportunidades produtivas de investir para aquelas que as têm, esses mercados possibilitam um aproveitamento das oportunidades em toda a economia e resultam em um aumento geral da produtividade, da eficiência e do bem-estar da sociedade.

Além dos efeitos macroeconômicos na alocação de recursos, o mercado de capitais ainda proporciona um aumento da eficiência microeconômica nas empresas a partir do momento que estas, ao emitirem títulos de dívida ou abrirem seu capital, são obrigadas a fornecer informações mais detalhadas sobre seu desempenho ao mercado. Os investidores passam a analisar seus resultados, buscando identificar falhas, premiar acertos e oferecer idéias para melhorar o desempenho das mesmas. Com isso, as empresas constantemente procuram alternativas que proporcionem os melhores retornos para os detentores de seu capital. O objetivo passa, então, a ser o melhor resultado econômico e não interesses específicos de seus donos, de facções políticas ou de grupos específicos (NÓBREGA *et al.*, 2000). Os autores afirmam ainda que, quanto maior a participação de empresas de capital aberto na economia e quanto mais desenvolvido o mercado de capitais, maior será a quantidade de empresas buscando a maior eficiência possível para seu capital.

#### 2.3.1. O mercado de ações

Segundo Fortuna (1999), uma ação representa a menor parcela do capital social de uma sociedade por ações. Podem ser classificadas como ordinárias ações com direito a voto; e preferenciais, ações com preferência na distribuição de resultados. Ainda segundo o mesmo autor, o mercado de ações pode ser dividido em duas etapas: o mercado primário e o secundário.

O mercado primário compreende o lançamento de novas ações no mercado, ocorrendo o aporte de recursos à companhia. Uma vez ocorrido o lançamento inicial no mercado, as ações passam a ser negociadas no mercado secundário, que compreende mercados de balcão, organizados ou não, e bolsas de valores.

Também pode ocorrer o lançamento inicial de ações secundárias no mercado. Neste caso, ações que já se encontravam em poder de acionistas passam a ser negociadas em mercados organizados (bolsas de valores ou mercado de balcão) e, como não se subscrevem novas ações, os recursos movimentados não são revertidos para a companhia.

Busca-se neste trabalho traçar um panorama das razões e percepções das empresas brasileiras que realizaram, entre os exercícios de 2004 e 2005, o *Initial Public Offering* (IPO), que consiste em uma operação na qual as empresas, ou seus acionistas, oferecem ações pela primeira vez ao mercado.

É importante ressaltar a diferença entre o processo de IPO e o lançamento de ações primárias, pois o segundo pode ocorrer sempre que a empresa optar pela captação de recursos através do mercado de capitais. O IPO ocorre, no entanto, somente uma vez.

#### 2.3.2. O processo de abertura de capital

Segundo consta no Guia Bovespa de Abertura de Capital (BOVESPA, 2000), no início do processo de abertura de capital



de uma empresa, deve realizar-se uma análise preliminar sobre a conveniência da abertura. Essa discussão pode restringir-se ao âmbito interno da empresa, ou contar com o auxílio de consultores de mercado de capitais e intermediários financeiros.

Tomada a decisão de abertura do capital, há a necessidade de contratar auditoria externa registrada na CVM. Além de se tratar de uma exigência legal para a obtenção e manutenção da condição de companhia aberta, a divulgação das demonstrações financeiras auditadas, acompanhadas dos respectivos pareceres dos auditores, é fundamental para a boa conceituação da empresa frente à comunidade financeira.

A legislação exige ainda que a abertura de capital seja feita por meio de um intermediário financeiro — corretora de valores, banco múltiplo, banco de investimento ou distribuidora — que exerce o papel de coordenador da operação.

A instituição coordenadora é a responsável por enviar analistas e operadores de *underwriting* à empresa para realizar estudos sobre sua situação financeira presente, perspectivas de resultado, capacidade de pagamento futuro dos compromissos financeiros e modelo de abertura de capital mais adequado.

A abertura de capital exige a transformação da empresa em sociedade por ações mediante realização de assembléia geral extraordinária (AGE), na qual é deliberada uma nova denominação social para a composição do capital social e uma adaptação do estatuto social à nova condição da sociedade, em atendimento a exigências legais específicas.

O novo estatuto, além de consolidar as alterações acima, deve contemplar, entre outras modificações estatutárias, a constituição do conselho de administração (CA), que nomeia a diretoria, incluindo o diretor de relações com investidores (DRI). Esse diretor deve ter amplo conhecimento das diversas áreas da empresa e do grupo controlador, gozar de boa reputação no mercado, além de dispor de tempo e habilidade para atender acionistas e analistas.

De acordo com a Lei n.6.385/76 (BRASIL, 1976), a colocação de valores mobiliários para o público exige o registro na CVM, a ser solicitado pela companhia emissora e pelo coordenador da operação. Quando se tratar de empresas ingressantes no mercado, além do Registro da Emissão Pública, a CVM deve conceder o registro de companhia para negociação em bolsa ou para o mercado de balcão.

O pedido de admissão é examinado pelo Conselho de Administração da Bolsa, o que pode ocorrer paralelamente à análise do processo na CVM, ficando o deferimento condicionado à concessão do registro por essa comissão. Uma vez deferido o pedido de admissão, a empresa pode iniciar as negociações, o que implica pagamento de anuidade por parte da empresa.

Os negócios em bolsa são sempre realizados com a intermediação de corretoras associadas. A negociação de uma ação em bolsa é o ápice do processo de abertura de capital, pois a ela se associam transparência, liquidez e garantia de liquidação financeira. A partir daí, a empresa entra em uma nova fase.

Estará presente diariamente na imprensa especializada, tornando-se efetivamente uma empresa aberta, fato que gera benefícios para seus acionistas e para a gestão da empresa.

Concedido o registro pela CVM, inicia-se o processo de distribuição pública. Esse deve ser amplamente divulgado, por meio de anúncio de início de distribuição pública e veiculado duas vezes em jornal de grande circulação. Nesse anúncio constam as principais características da operação, o nome das instituições financeiras que a intermedeiam e o número de registro de emissão. No caso de distribuição secundária em bolsa de valores, o referido anúncio é substituído pelo edital de distribuição secundária. Se a operação for de lançamento primário, os investidores subscrevem os novos títulos por meio do preenchimento de boletim de subscrição, com modelo previamente submetido à CVM.

Subscritos os títulos, ou efetivada a venda no mercado secundário, a instituição coordenadora promove a liquidação financeira. Esta consiste no recebimento dos valores dos investidores e seu repasse para a companhia emissora ou acionista que vendeu sua posição. Pode haver um prazo entre o recebimento e o repasse dos recursos financeiros captados, o qual é negociado durante a contratação da operação. Posteriormente, o investidor recebe a confirmação de sua subscrição ou o extrato de movimentação, no caso de ações escriturais. Esse último é enviado pela instituição financeira depositária.

Ao final do período de distribuição pública, o coordenador da operação deve publicar anúncio de encerramento até, no máximo, 15 dias após a conclusão da distribuição. A subscrição de ações deve ser efetivada em um período máximo de seis meses, contados a partir de início do período de preferência ou, na inexistência desse, a partir da data da assembléia geral extraordinária ou reunião do conselho de administração que deliberou a emissão. Se não houver a colocação para o público da totalidade dos títulos referidos na emissão, a CVM considera anulado o aumento de capital. E, se esse aumento de capital for o fundamento exclusivo da concessão de registro de companhia aberta, este será cancelado.

### 2.3.3. Vantagens da abertura do capital

Segundo Cavalcanti e Misumi (2001), a captação de recursos pelo lançamento de valores mobiliários constitui uma alternativa aos financiamentos bancários, viabilizando o acesso a investidores potenciais, não só no Brasil, como no exterior, tendo em vista a possibilidade de captação de recursos externos, por meio de processos de lançamento de recibos de depósito negociáveis nos mercados de capitais de outros países, com aprovação da CVM e do Banco Central. Os recursos podem ser destinados ao financiamento de projetos, expansão, mudança de escala ou diversificação de negócios, ou mesmo à reestruturação dos passivos financeiros.

Uma outra vantagem da abertura do capital na bolsa refere-se à solução de questões relativas à reestruturação societária,

decorrentes de estratégia empresarial, partilha de heranças, processo sucessório, ou saída de algum dos principais acionistas.

Quando os valores mobiliários (ações e debêntures) de empresas abertas são negociados em bolsas de valores, amplia-se a possibilidade de que as operações de compra e venda desses títulos ocorram com maior facilidade, o que poderá levar a um aumento de sua liquidez, isto é, à possibilidade de converter esses bens em dinheiro. Se de fato este processo ocorrer, a maior liquidez afeta positivamente os preços das ações, o que conseqüentemente pode promover uma redução no custo de capital para a empresa.

O detalhamento e a confiabilidade das informações, exigências da CVM para as empresas de capital aberto, tendem a fazer com que o mercado perceba maior transparência na gestão dessas organizações, o que pode facilitar a realização de negócios, operações financeiras e de crédito, e a ampliação do prestígio no mercado. Além disso, a companhia aberta tende a ter um diferencial competitivo e melhoria de imagem institucional. Quando recorre ao endividamento bancário, por exemplo, seu custo financeiro é, em geral, inferior ao de uma companhia fechada.

### 2.3.4. Desvantagens da abertura do capital

Uma desvantagem associada à abertura de capital está no valor pelo qual as ações são inicialmente ofertadas. Leal (1991) observa que o retorno mediano entre o preço de emissão e a cotação de fechamento do primeiro dia de pregão pode chegar até a 35%. Em outras palavras, as ações são fortemente valorizadas no primeiro dia de negociação, fenômeno observado não só no Brasil, mas em diversos países.

Existem algumas razões para esse fenômeno, citadas por Leal (1991). As principais são:

- A colocação mais fácil de papéis mais baratos. O investidor fica mais satisfeito com o retorno obtido e a empresa com a distribuição rápida de seus títulos.
- Uma emissão bem-sucedida é aquela colocada rapidamente. Se há garantia firme, o *underwriter* deseja um *turn-over* rápido de seu capital. Isso é facilitado pelo preço de emissão baixo.
- Os *underwriters* podem receber parte de suas comissões em ações ou opções para a compra de ações. Eles beneficiam-se diretamente se o preço da ação for baixo.
- Os investidores passarão a ter mais boa vontade com emissões subseqüentes e seus executivos, que podem possuir opções para a compra das ações, podem também ter sido beneficiados.

Outra desvantagem freqüentemente associada à abertura do capital reside nos elevados custos relativos não só à abertura em si, mas também às despesas periódicas em que as empresas abertas continuam a incorrer. As despesas relativas à abertura são os gastos com *underwriting* e taxas de registros; as perió-

dicas estão relacionadas com a manutenção da empresa aberta, como os gastos com auditoria externa, departamento de relacionamento com investidores, publicações legais, taxas da bolsa de valores etc.

Um exemplo é a pesquisa feita pela Bovespa (2000), em uma emissão virtual de R\$ 150 milhões, cujos custos totais iniciais ficariam em torno de 3,76% do valor da operação. Segundo a pesquisa, as principais despesas referem-se aos contratos de coordenação e distribuição de ações (comissões pagas ao intermediário financeiro), que chegam a 90% do total de custos iniciais para abrir o capital. Existe ainda o custo relacionado ao fechamento de capital, que poderá ser ainda mais oneroso do que manter o capital aberto.

Segundo Monezi (2004), por determinação legal, os controladores precisam, ao decidir fechar o capital, fazer uma oferta pública de compra de ações detidas pelos sócios minoritários. Não é um ônus pequeno. Para fechar o capital, é necessário que pelo menos dois terços das ações sejam tiradas de circulação. Se os acionistas minoritários não aceitarem o valor oferecido e discordarem da proposta de fechamento de capital, a operação deve ser cancelada.

Algumas exigências legais feitas às empresas abertas, segundo Silva (2000), obrigam-nas a revelar informações que podem ser consideradas imprescindíveis para sua estratégia competitiva. Essas regulamentações também expõem as empresas a maior acompanhamento por parte dos auditores fiscais, reduzindo o espaço para evasão. Leal (2004) chama a atenção para uma discriminação tributária contra as empresas abertas como uma desvantagem adicional.

Uma outra desvantagem deve-se à falta de proteção aos acionistas minoritários. No passado, e ainda hoje, os acionistas minoritários sofriam perdas toda vez que operações de reestruturação organizacional (fusões, aquisições, cisões etc.) ocorriam com a empresa da qual eram proprietários. Em geral, os benefícios obtidos pelos acionistas ordinários majoritários não eram estendidos aos minoritários de qualquer classe. Essa deficiência no mercado de capitais é uma lacuna que já está sendo resolvida.

Atualmente, dentro do modelo de governança corporativa adotado no país, existe a exigência de que em tais casos de reestruturação os minoritários recebam oferta por seus papéis em níveis que vão de 80% a 100% do valor negociado com os majoritários, além de outras questões relativas aos direitos envolvendo os acionistas, é a chamada cláusula de *tag along*, que em inglês é uma expressão que tem o sentido livre de **pegar uma carona** ou **seguir junto**.

Como a adesão aos níveis de governança corporativa do chamado novo mercado é voluntária, não há ainda um sistema amplo de proteção aos direitos dos acionistas minoritários, o que inibe em muitos casos uma maior participação de investidores em papéis de empresas brasileiras. Contudo, esse é um cenário que tende a mudar favoravelmente com os visíveis movimentos por parte das empresas em aderir aos padrões de

governança corporativa e em ampliar a pulverização de seus papéis.

### 3. METODOLOGIA

O método escolhido para a execução do presente estudo foi o estudo de caso múltiplo, pois, segundo Yin (2001), essa abordagem é adequada para fornecer uma quantidade suficiente de dados que comprovem ou descartem a existência de algum paralelo entre as respostas das empresas pesquisadas e as opiniões sobre o assunto em questão. Esse autor aponta que os estudos de caso representam a estratégia preferida quando se colocam questões do tipo **como** e **por quê**, quando o pesquisador tem pouco controle sobre os eventos e quando o foco se encontra em fenômenos contemporâneos inseridos em algum contexto da vida real.

Segundo Schramm (1971), a principal tendência em todos os tipos de estudo de caso é que o mesmo tenta esclarecer uma decisão ou um conjunto de decisões: o motivo pelo qual foram tomadas, como foram implementadas e com quais resultados. Assim, pode-se dizer que a essência do estudo de caso alinha-se ao objetivo deste trabalho, que é descobrir as razões que conduziram a certa decisão.

Ainda segundo Yin (2001), pode-se classificar os estudos de casos como descritivos ou explanatórios. No caso específico deste trabalho, foi realizado um estudo de caso explanatório, pois neste tipo de estudo o objetivo do analista é propor explicações concorrentes para o mesmo conjunto de eventos e indicar como essas explicações podem ser aplicadas a outras situações.

A capacidade de conduzir seis ou dez estudos de caso, efetivamente organizados dentro de um projeto de casos múltiplos, é análoga à capacidade de conduzir seis ou dez experimentos sobre tópicos relacionados; poucos casos (dois ou três) seriam replicações literais, ao passo que outros poucos casos (de quatro a seis) podem ser projetados para buscar padrões diferentes de replicações teóricas. Se todos os casos vierem a ser previsíveis, esses seis a dez casos, no conjunto, fornecerão uma base convincente para o conjunto inicial de proposições. Se os casos forem de alguma forma contraditórios, as proposições iniciais deverão ser revisadas e testadas novamente com outro conjunto de casos (YIN, 2001).

Para o estudo em questão, foi utilizada uma base com nove casos. Foram obtidas respostas completas para os questionários aplicados em nove empresas, de um universo de 12 pesquisadas, o que representa um percentual elevado de respostas, muito satisfatório para o alcance dos objetivos do trabalho. Neste estudo foram adotados questionários e entrevistas como instrumentos de coleta de dados.

Foi enviado às 12 empresas que passaram pelo processo de abertura de capital bolsa, entre os meses de janeiro de 2004 a setembro de 2005, um questionário estruturado em cinco seções abrangendo os seguintes tópicos: fatores que influen-

ciaram a opção pela abertura de capital na Bovespa, alternativas de captação, custos, mudanças organizacionais relacionadas ao processo, percepções após o processo.

### 4. RESULTADOS

O questionário enviado às empresas foi composto por cinco seções, abrangendo os diferentes aspectos relacionados às razões que levaram ao processo de abertura de capital e às percepções após esse processo. Em seguida, serão apresentados os resultados obtidos em cada seção.

Na seção 1, foram sugeridos aos respondentes oito itens que poderiam ter influenciado a decisão favorável ao processo de abertura de capital na Bovespa. Esses itens foram: necessidade de recursos para projeto de expansão; opinião dos principais investidores; necessidade de melhorar a imagem da empresa; tendências da indústria; custo da captação; facilidade em uma futura negociação da empresa; estratégia de valorização e/ou crescimento; reestruturação de capital. Requisitou-se aos respondentes que classificassem os itens como tendo forte, fraca ou nenhuma influência.

O item estratégia de valorização e/ou crescimento foi indicado por 26% das empresas como sendo o de maior influência na decisão pela abertura de capital, seguido pelo item necessidade de recursos para projeto de expansão, citado como tendo forte influência por 23% dos respondentes. Na terceira posição ficaram os itens reestruturação de capital e opinião dos investidores, ambos citados por 14% dos respondentes como exercendo forte influência. Os resultados são apresentados no gráfico 1.

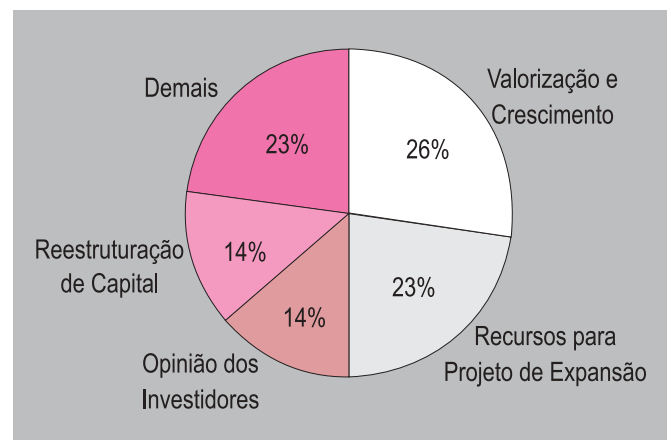
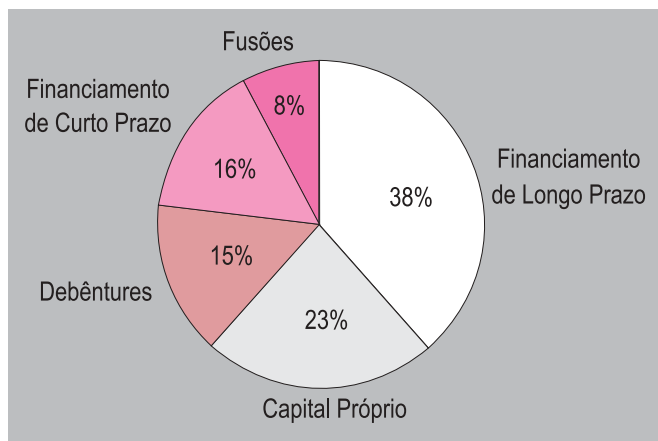


Gráfico 1: Fatores de Forte Influência

Os itens considerados como menos importantes pelos respondentes foram: tendências da indústria, com 100% dos respondentes atribuindo pouca ou nenhuma influência na decisão pela abertura de capital; e necessidade de melhorar a imagem da empresa, considerado como de pouca ou nenhuma influência por 89% dos respondentes.

Os resultados da seção 2 são referentes às demais alternativas de captação consideradas pelas empresas ante a opção pela abertura de capital em bolsa. Nessa seção foram sugeridas como alternativas de captação: capital próprio; debêntures; fusões; financiamento de curto prazo; financiamento de longo prazo.

Os resultados obtidos apontam como opção mais considerada pelos respondentes o financiamento de longo prazo, seguido da opção capital próprio, com 38% e 23% das empresas, respectivamente, afirmando serem opções muito consideradas. As alternativas menos consideradas foram fusões, debêntures e financiamento de curto prazo. O gráfico 2 mostra os resultados obtidos.



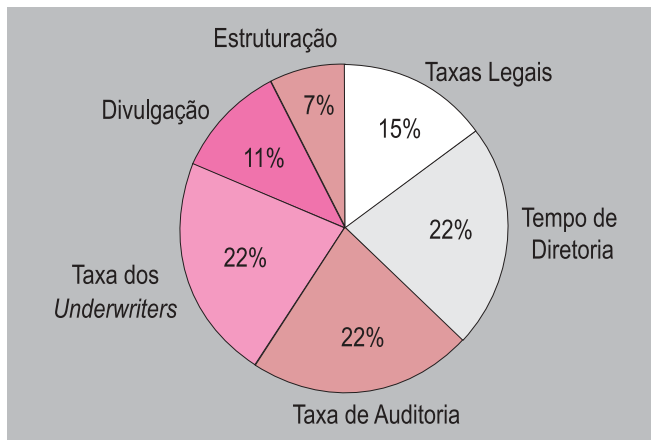
**Gráfico 2: Alternativas de Captação mais Consideradas**

Os resultados da seção 3 são referentes à importância dos itens de custo na decisão por abrir o capital e listar os papéis na bolsa de valores. Os itens sugeridos foram: taxas legais; tempo da diretoria; taxa de auditoria; taxa dos *underwriters*; gastos com divulgação; gastos com estruturação da empresa.

Os itens tempo da diretoria, taxa de auditoria e taxa dos *underwriters* foram igualmente considerados como muito significantes por 22% dos respondentes. O item taxas legais foi considerado por 15% dos respondentes como muito significativo. Os itens gastos com divulgação e estruturação da empresa foram considerados os menos importantes na decisão por abrir o capital em bolsa, como pode ser visto no gráfico 3.

A seção 4 tratou das mudanças organizacionais relacionadas ao processo. Nessa seção foram sugeridos seis itens relacionados às mudanças que possam ter ocorrido na empresa antes ou após o processo de abertura de capital em bolsa, sendo eles: políticas de governança corporativa; funções do departamento de relações com investidores; engajamento da alta diretoria; papel dos auditores; papel dos investidores; práticas contábeis.

Todas as empresas respondentes consideraram que ocorreram mudanças nas políticas de governança corporativa e no



**Gráfico 3: Importância dos Custos**

papel desempenhado pelos auditores, ainda na fase pré-abertura; 78% dos respondentes também citaram mudanças no engajamento da alta diretoria e nas práticas contábeis nessa mesma fase.

O único item relacionado às mudanças organizacionais que, de acordo com 60% dos respondentes, foi mais freqüente somente após o processo de abertura foi a função do departamento de relações com investidores.

A seção 5, última seção do questionário, tratou das percepções dos respondentes após o processo de abertura de capital na bolsa. Listados cinco itens representando aspectos diversos dos resultados obtidos pelo processo de abertura de capital em bolsa, solicitou-se que os respondentes classificassem esses resultados como satisfatórios ou não-satisfatórios. Os itens listados foram: preço inicial de oferta; volume inicial negociado; desempenho dos *underwriters*; comportamento do preço das ações nos meses subsequentes ao lançamento inicial; exposição da empresa na mídia.

A totalidade dos respondentes apontou acreditar que obteve resultado satisfatório nos itens: preço inicial de oferta, volume inicial negociado e desempenho dos *underwriters*. Para os itens comportamento do preço das ações nos meses subsequentes ao lançamento inicial e exposição da empresa na mídia, 89% dos respondentes afirmaram ter obtido resultado satisfatório, enquanto 11% consideraram os resultados obtidos nesses itens como não-satisfatórios.

## 5. CONCLUSÕES E CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nos últimos anos, o ambiente econômico internacional foi bastante favorável ao Brasil no tocante a uma situação de comércio consistente, promovendo saldos positivos e crescentes na balança comercial. Esse contexto possibilitou um abrandamento da vulnerabilidade externa, que, entre outros fatores, é fundamental para uma perspectiva de retomada de crescimento econômico. Outros aspectos importantes são os relativos à política macroeconômica, área em que alguns problemas crô-



nicos começam a emitir sinais de melhorias, como os juros reais elevados, câmbio sobrevalorizado, déficit nas contas governamentais e endividamento público.

Considerando-se ainda que, em adição a esse conjunto de sinalizações favoráveis, o mercado de capitais brasileiro vem adotando medidas e iniciativas para inserir o país no grupo daqueles com os melhores padrões de governança corporativa e de qualidade de regulamentação, as empresas encontraram no lançamento de valores mobiliários, e na listagem em bolsa de seus papéis, alternativas oportunas para captação de recursos que sustentem o desenvolvimento adequado às expectativas de crescimento da economia. A consequência desse movimento foi um crescimento relevante dos processos de IPO e de outras modalidades de captação no mercado de capitais brasileiro em anos recentes.

O mercado de capitais nacional, graças às novas práticas de governança corporativa, tem passado nos últimos anos por mudanças estruturais importantes que visam diminuir custos e tributações, além da burocracia, e principalmente diminuir riscos de assimetria de informações entre acionistas majoritários e minoritários.

Todos esses fatores foram decisivos para que, entre janeiro de 2004 e setembro de 2005, período de estudo deste trabalho, o volume financeiro movimentado por meio das aberturas de capital, com imediata listagem na Bovespa atingisse R\$ 7 bilhões, enquanto o montante dos quatro anos anteriores não ultrapassou os R\$ 2,2 bilhões. Durante janeiro de 2004 a setembro de 2005, 12 empresas abriram seu capital e passaram a ter seus papéis negociados na Bovespa. Essas empresas optaram pelo processo de abertura e de listagem em bolsa visando principalmente a uma estratégia de valorização e ao crescimento, além de financiar seus projetos de expansão.

O objetivo neste estudo foi identificar as principais razões que levaram as empresas a realizarem os processos de abertura de capital, ocorridos nos anos de 2004 e 2005, e as percepções dos gestores dessas empresas após a abertura. Os resultados da pesquisa mostraram que os principais fatores motivadores para a abertura de capital foram os mesmos apontados pela literatura especializada, ou seja, recursos para projetos e expansão aliados às estratégias de valorização e crescimento. Merece destaque que a reestruturação de capital foi apontada como motivo relevante para as novas captações por apenas 14% das empresas. E, contrariando a tese de muitos autores, grande parte dessas empresas não considerou como fatores decisivos a possibilidade de melhorar sua imagem institucional ou as facilidades que a listagem em bolsa poderia gerar, caso fosse considerada uma futura negociação da empresa.

Esses resultados estão de acordo com o contexto atual e atenderam às expectativas iniciais do estudo, na medida em que revelaram que as empresas que promoveram seus processos de IPO o fizeram visando expansão, investimentos, ampliação de valor, interesses alinhados com as perspectivas de retomada de crescimento econômico do País.

Os resultados ainda revelaram que, em uma fase anterior à abertura de capital, a maior parte das empresas pesquisadas considerou a adoção de operações convencionais de financiamentos de longo prazo como alternativa a uma eventual abertura por meio de emissão de novas ações. Financiamentos de curto prazo, fusões e emissão de debêntures foram alternativas pouco consideradas por essas empresas.

A detecção desse comportamento apontado pelas administrações das empresas pesquisadas é um resultado razoável para o contexto econômico, da cultura e da memória econômica do Brasil, além do respaldo na coerência da racionalidade financeira. Financiamentos de curto prazo são inadequados para processos de crescimento e desenvolvimento; fusões e outros processos de reestruturação são válidos de forma pontual e customizada; e a emissão de debêntures não é ainda um processo de todo confortável para emissores e investidores, dados os riscos que sempre permearam o ambiente econômico brasileiro, e os custos de captação, no caso uma obrigação, nem sempre adequados aos fluxos de caixa esperados dos novos investimentos, à luz dos riscos envolvidos. Já o capital próprio é, por natureza, um capital que compartilha riscos.

Na questão sobre os custos do processo de abertura, os resultados da pesquisa revelaram que despesas com auditoria, taxas cobradas pelos *underwriters* e o tempo dispensado pela diretoria foram citados pelas empresas como os custos mais significativos envolvidos no processo. Um custo que normalmente é tido como um dos mais relevantes pelas empresas abertas é o relativo à divulgação e à publicação de relatórios financeiros, convocações e atas de assembleias de acionistas e dos chamados fatos relevantes. É possível considerar que esses custos não tenham tido maior expressão na pesquisa uma vez que, dada a fase inicial de vida como empresa aberta, a que um IPO promove, as empresas ainda não tenham desenvolvido uma maior percepção sobre a relevância de tais custos no mercado de capitais brasileiro.

A pesquisa apontou que as empresas participando da pesquisa, que abriram seu capital na bolsa entre janeiro de 2004 e setembro de 2005, passaram por mudanças organizacionais relativas às políticas de governança corporativa, ao papel desempenhado por auditores, ao engajamento da alta diretoria e às práticas contábeis. Todas essas mudanças corroboram a tese de que o aumento da transparência das informações é fator indispensável para o sucesso das novas aberturas e que parece ser comum que as empresas não estejam absolutamente preparadas para atuar como companhias abertas atendendo a um novo padrão de exigências no relacionamento com todos os seus *stakeholders*. As mudanças, contudo, promovem melhoria e avanço no grau de profissionalismo da gestão e de sua interação com o mercado.

Por último, a pesquisa procurou captar se as empresas ficaram satisfeitas com o processo de abertura de capital por IPO. Segundo as repostas obtidas, todas as empresas consideraram ter obtido resultados satisfatórios em relação aos preços

e volumes iniciais das ofertas, assim como ao desempenho dos *underwriters*. Apenas 10% das empresas consideraram que o comportamento do preço de suas ações nos meses subse-

qüentes à emissão foi insatisfatório. Pode-se considerar, portanto, que, no geral, as empresas demonstraram estar satisfeitas com os resultados alcançados. ◆

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALTMAN, Edward I. A further empirical investigation of the bankruptcy cost question. *The Journal of Finance*, Malden, MA, v.39, n.4, p.1067-1089, Sept. 1984.
- BAXTER, Nevins D. Leverage, risk of ruin and de cost of capital. *The Journal of Finance*, Malden, MA, v.22, n.3, p.395-403, Sept. 1967.
- BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (Bovespa). *Guia Bovespa de abertura de capital*. São Paulo: Bovespa, 2000. 50p. Disponível em: <www.bovespa.com.br>. Acesso em: 26 out. 2004.
- \_\_\_\_\_. *Relatório Anual 2004*. 2004. Disponível em: <www.bovespa.com.br>. Acesso em: 20 set. 2004.
- BRASIL. *Lei n° 6385, de 07 de dezembro de 1976*. 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <www.bcb.org.br>. Acesso em: 02 set. 2004.
- CARVALHOSA, M. *Comentários à lei de sociedades anônimas*. v.1. São Paulo: Saraiva, 1997.
- CAVALCANTI, F.S.C.; MISUMI, J.Y. *Mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Campus, 2001. 373p.
- DURAND, David. Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. In: CONFERENCE ON RESEARCH IN BUSINESS FINANCE, 1952. New York: National Bureau of Economic Research, 1952. p.215-247.
- FISHER, E.O.; HEINKEL, R.; ZECHNER, J. Dynamic capital structure choice: theory and tests. *Journal of Finance*, Malden, MA, v.44, n.1, p.19-40, Mar. 1989.
- FORTUNA, E. *Mercado financeiro*: produtos e serviços. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999. 544p.
- GITMAN, L.J. *Princípios de administração financeira*. São Paulo: Harbra, 1997. 841p.
- LEAL, R.P.C. Por que há retornos anormais nas aberturas de capital? *Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP)*, São Paulo, v.26, n.4, p.107-112, out./nov./dez. 1991.
- \_\_\_\_\_. Três razões para não abrir o capital. *Coppead*, Rio de Janeiro, ano 4, n.56, set. 2004. 6p. Disponível em: <www.coppead.ufrj.br/conjuntura\_economia/MeSet2004.pdf>. Acesso em: 3 nov. 2004.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M.H. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, Cambridge, MA, v.48, n.3, p.201-297, June 1958.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M.H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, Cambridge, MA, v.53, n.3, p.433-443, June 1963.
- MONEZI, M. Como estimular a abertura de capital. *Jus Navigandi*, Teresina, PI, ano 8, n.397, 08 ago. 2004. Disponível em: <www1.jus.com.br/doutrina/texto.asp?id=5549>. Acesso em: 3 nov. 2004.
- MYERS, Stewart C. The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, Malden, MA, v.39, n.3, p.575-592, July 1984.
- NÓBREGA, M. *et al. O mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil*. São Paulo: Bovespa, 2000. Disponível em: <www.bovespa.com.br>. Acesso em: 12 out. 2004.
- OPLER, T.; TITMAN, S. Financial distress and corporate performance. *Journal of Finance*, Malden, MA, n.49, p.1015-1040, 1994.
- ROSS, S.A.; WESTERFIELD, W.; JAFFE, F. *Administração financeira*. São Paulo: Atlas, 2002. 776p.
- SCHRAMM, W. *Notes on case studies of instructional media projects*. Working Paper. Washington: Academy for Educational Development, 1971.
- SILVA, A.M. Por que as empresas abrem seu capital? *Cadernos Discentes COPPEAD*, Rio de Janeiro, n.3, p.5-17, 2000. Disponível em: <www.coppead.ufrj.br> Acesso em: 15 out. 2004.
- SOUZA, A.T. Bolsa de valores como fonte de financiamento. *Revista FAE Business*, Rio de Janeiro, n.6, ago. 2003. Disponível em: <www.fae.edu/publicacoes/fae\_business.asp>. Acesso em: 17 out. 2004.
- TITMAN, Sheridan; WESSELS, Roberto. The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, Malden MA, v.43, n.1, p.1-19, Mar. 1988.
- WARNER, Jerold B. Bankruptcy costs: some evidence. *The Journal of Finance*, Malden, MA, v.32, n.2, p.337-347, May 1977.
- WESTON, J.F.; BRIGHAM, E.F. *Fundamentos da administração financeira*. São Paulo: Makron Books, 2000.
- YIN, R.K. *Estudo de caso: planejamento e métodos*. Porto Alegre: Bookman, 2001. 199 p.
- ZONENSCHAIN, C.N. Estrutura de capital das empresas no Brasil. *Revista do Conhecimento*, São Paulo, BNDES, fev. 2002. 23p. Disponível em: <www.bndes.gov.br/conhecimento/revista/rev1003.pdf>. Acesso em: 03 nov. 2004.

ABSTRACT

**Brazilian companies initial public offering during the years 2004 and 2005: reasons and perceptions**

The current favorable scenery of the international economy, and the Brazilian's recent economic growth, is taking national companies to identify opportunities of expanding its operations and reorganizing its capital structure, what has made the number of opened capital companies in the stock market raise recently. This work aims to identify the main reasons that influenced some companies, during 2004 and 2005, to initiate the process of capital opening in the stock market, and which were their perceptions after the process. A multiple case study was applied in Brazilian companies that had their capital opened in the stock exchange between January 2004 and September 2005. The results showed that the companies opted for opening their capital aiming to adopt a valorization and growth strategy, as well as financing its projects of expansion. After the opening, the companies perceived organizational changes in the corporative governance, in the auditors' roles, in the directors commitment and in accountability practices. All the companies demonstrated satisfaction with the results of the process.

**Uniterms:** inicial public offering, stocks, capital market, companies changes, capital structure.

RESUMEN

**Procesos de apertura de capital de empresas brasileñas en 2004 y 2005: razones y percepciones**

El actual escenario favorable de la economía internacional y el ciclo de crecimiento económico brasileño han contribuido a que las empresas nacionales identifiquen oportunidades para la ampliación de sus operaciones o reorganización de su capital, factores que han elevado recientemente el número de empresas de capital abierto. En este trabajo, el objetivo es identificar las razones fundamentales que llevaron a algunas compañías, durante los ejercicios de 2004 y 2005, a iniciar el proceso de apertura de capital en bolsa, y qué percepciones obtuvieron tras el proceso. Se realizó un estudio de caso múltiple que incluyó el conjunto de empresas brasileñas que pasó por el proceso de apertura de su capital en bolsa entre enero de 2004 y septiembre de 2005. Los resultados señalaron que las compañías optaron por el proceso de apertura en mercado de acciones con el objetivo de adoptar una estrategia de valorización y crecimiento y para financiar sus proyectos de ampliación. Después de la apertura, las empresas presentaron cambios organizacionales relativos a políticas de gobierno corporativo, papel desempeñado por auditores, adhesión de la alta dirección y prácticas contables. En general, todas las compañías demostraron satisfacción con los resultados del proceso.

**Palabras clave:** apertura de capital, IPO, mercado de capitales, cambios organizacionales.

**RAUSP**  
Revista de Administração  
desde 1947

## Para entender Administração

Mantenha-se atualizado sobre o que há de mais avançado em produção de conhecimento em Administração.

Assine já: [www.rausp.usp.br](http://www.rausp.usp.br)



FEA-USP