

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS
COMISSÃO DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

Roberto Bento Gastaud

**ABERTURA DE CAPITAL: OPORTUNIDADE E DESAFIO ÀS
PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS**

Porto Alegre

2007

Roberto Bento Gastaud

**ABERTURA DE CAPITAL: OPORTUNIDADE E DESAFIO ÀS
PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS**

Trabalho de conclusão de curso de graduação
apresentado ao Departamento de Ciências
Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande
do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de
Bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner

Porto Alegre

2007

Roberto Bento Gastaud

**ABERTURA DE CAPITAL: OPORTUNIDADE E DESAFIO ÀS
PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS**

Trabalho de conclusão de curso de graduação
apresentado ao Departamento de Ciências
Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande
do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de
Bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner

Conceito Final:

Aprovado em de de

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. – Escola de Administração

Prof. Dr. – Escola de Administração

Orientador - Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner – Escola de Administração

RESUMO

O contexto atual da economia mundial e brasileira é de expansão. As produções de riqueza vêm crescendo nos últimos anos e, por consequência, as empresas brasileiras, de um modo geral, têm se desenvolvido da mesma forma. Para financiar este desenvolvimento, as empresas podem buscar captar recursos através de instituições financeiras com que se relacionam. Entretanto, este modelo apresenta limitações em relação ao volume de crédito disponível e também tem se mostrado um dos mais caros do mundo. Buscam-se, assim, alternativas de financiamento não convencionais, como o mercado de capitais. Este mercado tem amadurecido bastante no Brasil nos últimos anos, o que propicia a emissão de novas ações por parte também das pequenas e médias empresas. Para as mesmas, inúmeras são as vantagens proporcionadas, mas, por outro lado, também são muitas as dificuldades do processo de preparação para acessar a este mercado, principalmente pelo pouco preparo destas empresas para atender níveis elevados de governança corporativa. O objetivo, então, é proporcionar um estudo de caso a estes empresários para que possam conhecer e analisar melhor o processo de preparação para emitir ações de suas empresas em bolsa, seus benefícios e dificuldades, apresentando soluções para que obtenham sucesso com a abertura de capital. Conclui-se que alternativas e soluções existem para as dificuldades encontradas, e que o desafio é justamente enfrentá-las, para o próprio amadurecimento da empresa e também para criar diferencial competitivo frente à concorrência.

Palavras-chave: abertura de capital, pequenas e médias empresas, mercado de capitais e governança corporativa.

Lista de Ilustrações

Figura 1 – Organograma funcional da empresa.....	35
Gráfico 1 – A composição acionária da Teikon em 2006.	37
Quadro 1 – Número de empresas formais no Brasil, por porte e setor de atividade.	13
Quadro 2 – Número de empregados em empresas formais no Brasil, por porte e setor de atividade.....	13
Quadro 3 – Empresas que iniciaram negociação de ações na BOVESPA de 2004 até a data de 21/11/2007.....	18
Quadro 4 – Simulação de Custos de Emissão Pública de Ações sob duas hipóteses.....	27
Quadro 5 – Simulação dos custos de manutenção da condição de companhias abertas.	28
Quadro 6 – Representação percentual entre custos de manutenção com dívida bruta e patrimônio líquido.	29
Tabela 1 – Percentual de sobrevivência das empresas que nasceram em 1997 por porte.....	14

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	7
2	PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS E A ABERTURA DE CAPITAL	11
2.1	CRITÉRIOS DE CLASSIFICAÇÃO DO PORTE DA EMPRESA	11
2.2	A IMPORTÂNCIA DAS PMES NA ECONOMIA DO BRASIL.....	12
2.3	ACESSO AO SISTEMA FINANCEIRO.....	14
2.4	<i>PRIVATE EQUITY</i> E <i>VENTURE CAPITAL</i>	15
2.5	IPO (INITIAL PUBLIC OFFERING OU OFFER)	16
2.6	MERCADO DE BALCÃO ORGANIZADO.....	18
2.7	PROGRAMA BOVESPA MAIS	19
2.8	EXIGÊNCIAS PARA ABERTURA DE CAPITAL.....	21
2.8.1	Governança Corporativa.....	22
2.8.2	Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.....	23
2.9	CUSTOS DE EMISSÃO E MANUTENÇÃO	26
2.10	LIQUIDEZ DAS AÇÕES	30
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	31
4	ESTUDO DE CASO – TEIKON TECNOLOGIA INDUSTRIAL S/A	33
4.1	ENQUADRAMENTO DA EMPRESA	33
4.2	A EMPRESA	34
4.3	HISTÓRICO	36
4.4	CONTEXTO DA EMPRESA	36
4.5	MOTIVAÇÕES E OBJETIVOS DA ABERTURA DE CAPITAL.....	38
4.5.1	A busca pela expansão.....	38
4.5.2	Esgotamento da estrutura de capital atual	40
4.6	ABERTURA DE CAPITAL E SUAS VANTAGENS	42
4.7	DIFICULDADES E SOLUÇÕES ENCONTRADAS	45
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	51
	REFERÊNCIAS.....	54
	APÊNDICE A – Planilha de dados para cálculo do faturamento médio	56

1 INTRODUÇÃO

O ambiente econômico atual, tanto brasileiro como mundial, tem se mostrado extremamente favorável ao desenvolvimento dos negócios. As economias, em geral, vivenciam momentos de prosperidade e ascensão. A atual interdependência e globalização das relações entre os países geram um círculo virtuoso, em que o crescimento de um possibilita o desenvolvimento de outro. No ano de 2006, por exemplo, a economia mundial cresceu 3,8% em relação ao ano anterior e para 2007, segundo estima a Organização das Nações Unidas (ONU), o cenário internacional deve continuar sendo de desenvolvimento econômico, prevendo-se um crescimento de 3,2%.

O Brasil, por sua vez, deve acelerar sua atividade econômica, na previsão da ONU, crescendo 3,5% este ano, acima da média mundial. Dados mais otimistas do Fundo Monetário Internacional (FMI) projetam um crescimento de 4,4% para o país em 2007. Nesse sentido, o crescimento está ganhando fôlego no Brasil, assim como na América Latina. Em uma perspectiva de longo prazo, a atual expansão latino-americana é a mais longa desde os anos 60, segundo FMI, e este crescimento sustentável ajudou a reduzir as vulnerabilidades externas na região.

Em função deste crescimento, as empresas brasileiras, por sua vez, têm demandado cada vez mais um maior volume de recursos, buscando financiar seu desenvolvimento. Recorrer a financiamentos convencionais através de instituições financeiras, mesmo com a crescente diminuição das taxas básicas de juros, ainda tem sido muito dispendioso para as companhias. Segundo levantamento da Uptrend Consultoria Econômica, disponibilizado no jornal Folha de São Paulo de 17 de julho deste ano (VIEIRA, 2007), até o dia 18 de julho, o Brasil mantinha o título de país com a maior taxa real de juros do mundo (taxa nominal descontada a inflação). Nesta data, a taxa básica de juros foi reduzida para 11,5% ao ano, representando uma taxa real de 7,7%. Com esta redução, o país passou para a nada vitoriosa segunda posição, atrás apenas da Turquia, líder com 8,2% ao ano. Mesmo com os atuais juros nominais de 11,25% ao ano, o Brasil está ainda muito longe de perder esta segunda posição, pois os próximos colocados, Israel, Filipinas, Austrália e México, apresentavam, na época, segundo a reportagem, uma taxa real de juros de 4,6%, 4,1%, 3,9% e 3,4%, respectivamente.

Este elevado custo de captação é ainda maior para as pequenas e médias empresas (aqui denominadas PMEs), cujo menor porte acaba por não só aumentar o *spread* bancário como também por delimitar a expansão do crédito.

Tendo em vista que o ambiente competitivo dos dias de hoje não permite que as empresas se limitem a este tipo de financiamento para buscar seu desenvolvimento, muitas companhias têm procurado, então, alternativas para captação de recursos.

Dentre as inúmeras alternativas disponíveis, encontra-se a captação no mercado de capitais, ou seja, a abertura de capital da companhia, através da oferta pública de ações na bolsa de valores. Uma Oferta Pública Inicial, conhecida no mundo financeiro internacional por IPO (*Initial Public Offering*), é a primeira colocação e conseqüente admissão à negociação em bolsa das ações de uma empresa, com o objetivo de financiar o desenvolvimento do seu negócio.

Tornar-se uma companhia aberta proporciona uma série de benefícios para a empresa, não só pela injeção de recursos bem expressivos na sua estrutura de capital como também pela maior visibilidade e notoriedade proporcionada. Além disso, promove uma melhoria na imagem institucional e uma crescente profissionalização da gestão, dentre outras inúmeras vantagens. Por outro lado, exige das companhias uma série de obrigações frente aos novos acionistas, assim como uma maior transparência e controle de suas atividades, sujeitas a avaliações permanentes de auditoria externa.

Nesse sentido, por muitas décadas, exclusivamente empresas brasileiras de grande porte recorreram à abertura de capital como alternativa de financiamento. Essa seletividade ocorreu muito em função das grandes dificuldades enfrentadas no processo e do pouco conhecimento que se tinha do mesmo. Isso acabava tornando não só o acesso ao mercado de capitais muito problemático para as pequenas e médias empresas como também acabava não gerando resultados positivos ou satisfatórios para as mesmas. Entretanto, nos últimos anos, uma série de transformações no país, como aumento de investimentos estrangeiros, estabilização da economia, melhor estruturação das políticas monetárias e o próprio crescimento econômico possibilitaram uma mudança nessa situação. A maturidade crescente do mercado de capitais no país tem permitido que também empresas menores busquem abrir seu capital, usufruindo os benefícios de ser uma companhia listada em bolsa. Desde 2005, companhias menores também vêm participando desse mercado. Segundo informações disponibilizadas pela Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, das 26 empresas que estrearam na bolsa no ano passado, sete faturavam menos de 200 milhões de reais por ano, o que pode ser considerado um valor pequeno frente ao grande porte das empresas atualmente listadas.

Dentro deste contexto, muitos são os pequenos e médios empresários que hoje em dia buscam informações acerca do processo de abertura de capital, visando conhecer o assunto e

embasar possíveis planejamentos e estratégias a serem seguidos nesse sentido. Entretanto, até pela atualidade do assunto, pouco do material disponível hoje tem um enfoque voltado a esta classe de empresários, o que motiva este autor a desenvolver o presente trabalho.

Portanto, este trabalho buscará analisar o desenvolvimento de um processo de preparação de uma pequena ou média empresa para o primeiro lançamento de suas ações em bolsa bem como os motivos que costumam levá-la à abertura de capital. Além disso, analisará a questão de uma companhia aberta passar por uma série de transformações legais, estruturais e culturais e também pelo cumprimento de exigências, não só dos órgãos reguladores como também do próprio mercado de investidores, seus novos acionistas. Tais obrigações levam a empresa a encontrar uma série de dificuldades ao longo do processo, e decisões devem ser tomadas e soluções encontradas. No entanto, todo o esforço tende a ser recompensado pelas vantagens proporcionadas a uma empresa de capital aberto. E este balanço entre dificuldades e benefícios também é objeto deste estudo.

Assim, pretende-se encontrar a resposta ao seguinte problema: à luz das vantagens e dificuldades do processo, como desenvolver a abertura de capital de uma PME para que obtenha o objetivo e sucesso pretendido pelos pequenos e médios empresários? O resultado poderá vir a auxiliá-los de forma significativa. O objetivo é fornecer informações para o meio acadêmico e principalmente para estes empresários, subsídios que auxiliem-nos no processo de abertura de capital de suas empresas, sem ruídos ou prejuízos.

Como objetivos específicos, buscar-se-á:

- estudar os principais motivos que levam as PMEs a decidir pela abertura de capital;
- analisar as vantagens proporcionadas a uma empresa de capital aberto;
- evidenciar e analisar as principais dificuldades enfrentadas pelos empresários durante o processo de abertura, tanto internamente como no relacionamento empresa-mercado; e
- sugerir quais ações devem ser tomadas para solucionar os problemas enfrentados.

A estrutura deste trabalho divide-se da seguinte maneira. No próximo capítulo serão definidos de forma sucinta e objetiva seus propósitos e o que busca atingir como resultado. Em seguida, será realizada uma revisão dos principais conceitos e fundamentações teóricas, buscando reunir as informações que envolvem este estudo e alinhar o conhecimento necessário para o mesmo, o que possibilitará um pleno desenvolvimento e entendimento do assunto em análise. A seguir, serão descritos e justificados os procedimentos metodológicos

escolhidos para a coleta de dados e busca de informações. A partir de então, iniciar-se-á o desenvolvimento de um estudo de caso, evidenciando e analisando as principais motivações, vantagens e dificuldades encontradas no processo de abertura de capital. Por fim, serão elaboradas as conclusões atingidas.

2 PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS E A ABERTURA DE CAPITAL

Inicialmente, é imprescindível que seja feita uma revisão dos principais conceitos e informações disponíveis na literatura que envolvem direta ou indiretamente este trabalho e os objetivos a que ele se propõe. Nas próximas páginas, portanto, será feita uma apresentação dos mesmos.

2.1 CRITÉRIOS DE CLASSIFICAÇÃO DO PORTE DA EMPRESA

Para o início do desenvolvimento deste trabalho, mostra-se necessário distinguir as pequenas e médias empresas das demais. A classificação do porte de empresas é feita por uma série de órgãos governamentais, como Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE, Serviço de Apoio às Micro e Pequenas Empresas – SEBRAE, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, entre outros.

O IBGE, por exemplo, adota o conceito de pessoas ocupadas nas empresas para definir a classificação entre micro, pequenas, médias e grandes empresas. Como aqui se busca alinhar tal classificação ao aporte de capital de cada empresa e sua possível abertura de capital, não utilizaremos tal conceito como base principal, mas sim de forma indireta para análises de alguns dados que este instituto tanto disponibiliza. As pesquisas e dados divulgados pelo mesmo, apesar de basear-se em critérios não tão aplicáveis ao conceito central do trabalho, permitem análises preliminares da situação atual brasileira, quanto a setores da economia, porte de empresas, sobrevivência etc.

A classificação disponível que mais se enquadra com o contexto deste trabalho, pois envolve uma categorização das empresas por volume de recursos financeiros, é a adotada pelo BNDES. A mesma é aplicável à indústria, comércio e serviços, conforme a Carta Circular nº 64/02, de 14 de outubro de 2002, e utiliza como parâmetro os dados de receita operacional bruta anual ou anualizada, a saber:

- Microempresas: receita operacional bruta anual ou anualizada até R\$ 1.200 mil (um milhão e duzentos mil reais).

- Pequenas Empresas: receita operacional bruta anual ou anualizada superior a R\$ 1.200 mil (um milhão e duzentos mil reais) e inferior ou igual a R\$ 10.500 mil (dez milhões e quinhentos mil reais).
- Médias Empresas: receita operacional bruta anual ou anualizada superior a R\$ 10.500 mil (dez milhões e quinhentos mil reais) e inferior ou igual a R\$ 60 milhões (sessenta milhões de reais).
- Grandes Empresas: receita operacional bruta anual ou anualizada superior a R\$ 60 milhões (sessenta milhões de reais).

Entretanto, em última análise, nem mesmo esta classificação poderá ser utilizada para a delimitação da escolha da empresa que mais adiante será estudada neste trabalho. No capítulo 4.1 será demonstrado o porquê de ter-se criado uma outra classificação de porte de empresas, com enfoque no faturamento das empresas listadas e negociadas na BOVESPA.

2.2 A IMPORTÂNCIA DAS PMES NA ECONOMIA DO BRASIL

As PME's são no Brasil em número maior que as empresas de grande porte, o que já demonstra sua importância para a economia do país. As empresas de grande porte empregam em massa, mas não são tantas quanto às pequenas. No contexto mundial, as PME's sempre ocuparam uma posição de grande relevância na economia. Foram elas muitas vezes as responsáveis pela alavancagem econômica de países como Estados Unidos, França, Itália, entre outros.

O total de empresas em atividade no Brasil, em 2002, segundo estatísticas do IBGE, alcançava 4.918.370 de unidades, nos setores da indústria, construção, comércio e serviços. As microempresas representavam 93,6% do total de firmas, sendo o setor do comércio o mais representativo, com 95,4% de firmas desse porte. O conjunto das micro e pequenas empresas alcançava 99,2% do total.

As empresas de grande porte (as que empregam 500 ou mais pessoas na indústria e 100 ou mais pessoas no comércio e serviços, segundo IBGE) representam 0,3% do total de firmas, com 15.102 unidades. O quadro a seguir resume o número de empresas formais no Brasil por porte e setor de atividade.

Norte	Micro		Pequena		Média		Grande		Total	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
Indústria	439.013	90,7	37.227	7,7	6.548	1,4	1.430	0,3	484.218	100,0
Construção	116.287	91,9	8.282	6,5	1.694	1,3	221	0,2	126.484	100,0
Comércio	2.337.889	95,4	105.891	4,3	4.862	0,2	2.846	0,1	2.451.488	100,0
Serviços	1.712.418	92,3	122.609	6,6	10.548	0,6	10.605	0,6	1.856.180	100,0
TOTAL	4.605.607	93,6	274.009	5,6	23.652	0,5	15.102	0,3	4.918.370	100,0

Quadro 1 – Número de empresas formais no Brasil, por porte e setor de atividade.

Fonte: IBGE, Elaboração SEBRAE / UED. 2002

Já quanto à geração de empregos, as empresas formais alcançavam um total de 27.561.924 ocupações em 2002, representando 42% de toda a população economicamente ativa no meio urbano. Daquele total, 57,2 % estavam empregadas em micro e pequenas empresas, alcançando 15.757.076 pessoas. O setor que mais emprega nas microempresas é o comércio, que ocupava 58,9% dos empregos nesse setor. O segundo setor que mais gera empregos nas microempresas é o de serviços, com 28,8% do total setorial.

Norte	Micro		Pequena		Média		Grande		Total	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
Indústria	1.571.608	23,7	1.471.254	22,2	1.322.673	20,0	2.256.721	34,1	6.622.256	100
Construção	356.660	27,3	339.777	26,0	327.135	25,0	284.005	21,7	1.307.577	100
Comércio	4.664.545	58,9	1.772.233	22,4	327.443	4,1	1.161.426	14,7	7.925.647	100
Serviços	3.374.388	28,8	2.206.611	18,8	722.852	6,2	5.402.593	46,2	11.706.444	100
Total	9.967.201	36,2	5.789.875	21,0	2.700.103	9,8	9.104.745	33,0	27.561.924	100

Quadro 2 – Número de empregados em empresas formais no Brasil, por porte e setor de atividade.

Fonte: IBGE, Elaboração SEBRAE / UED. 2002

Portanto, pode-se concluir dos quadros e dados citados que a participação das PMEs na economia brasileira é muito relevante na geração de empregos para o país (30,8%). Assim, por sua maior quantidade e representação, as PMEs desempenham um importante papel na estrutura econômica, política e social do Brasil.

2.3 ACESSO AO SISTEMA FINANCEIRO

Apesar da importância aqui destacada, as PMEs enfrentam uma alta taxa de mortalidade em seus primeiros anos de vida. O quadro seguinte demonstra que quanto menor o porte da empresa, menor é a taxa de sobrevivência da mesma com o passar do tempo.

Tabela 1 – Percentual de sobrevivência das empresas que nasceram em 1997 por porte

Ano	Percentual (%)					
	Total	Porte da empresa (faixas de pessoal ocupado)				
		0 a 4	5 a 19	20 a 99	100 a 499	500 e mais
1998	81,0	80,1	90,8	92,6	93,3	93,8
1999	73,0	72,1	84,1	86,3	85,5	90,9
2000	67,3	66,3	79,2	81,9	80,4	85,8
2001	66,3	65,4	77,2	79,1	80,2	85,8
2002	62,5	61,5	73,6	75,9	77,1	82,4
2003	58,4	57,4	70,2	72,6	73,5	81,3
2004	54,9	53,9	67,1	69,7	70,6	80,1

Fonte: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Cadastro Central de Empresas, 1997 - 2004.

Uma série de questões pode ser levantada buscando-se dar uma resposta a este problema, como a falta de incentivos governamentais e a pouca profissionalização de diretorias e funcionários. Mas um ponto certamente vital para o desenvolvimento inicial, constante e sustentável destas companhias é o difícil e custoso acesso ao sistema financeiro brasileiro.

O custo do crédito no Brasil é elevado, sob qualquer parâmetro de comparação internacional. A taxa média de juros do crédito em termos reais (já descontada a inflação, portanto) foi de 40,3% ao ano no Brasil, em 2003, a mais alta entre 93 países analisados em estudo do Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI *apud* SANTOS, 2004). Dados mais atualizados extraídos de relatório deste mesmo instituto (IEDI), em setembro deste ano, a taxa de juros do crédito com recursos livres somente para pessoas jurídicas foi em média de 23,2% ao ano.

As dificuldades de financiamento na economia brasileira decorrem do custo elevado e das fortes restrições de acesso ao crédito. Essa situação limita a capacidade de crescimento das empresas por duas razões: por não terem acesso a serviços financeiros à altura de suas necessidades e, para aquelas que conseguem estabelecer relação permanente com os bancos,

por transferirem significativa parcela de sua renda ao setor financeiro na rolagem de suas dívidas, por conta das taxas de juros elevadas.

A elevada capacidade de defesa e reorientação do sistema financeiro frente a mudanças e instabilidades externas e internas, aliada à dimensão reduzida das relações de financiamentos, faz com que cortes de crédito e elevações dos juros acompanhem os momentos em que as PMEs mais necessitariam de mecanismos de refinanciamento e apoio financeiro.

Ao mesmo tempo, este sistema financeiro brasileiro limitado é um entrave para o desenvolvimento e fortalecimento do empreendedorismo de pequeno e médio porte, pois mesmo com momentos de aquecimento da atividade produtiva, o crédito não se expande até o ponto de incorporar a demanda não atendida.

Dentro deste contexto de limitação do sistema financeiro atual é que se desenvolve cada vez mais o mercado de capitais no Brasil. Por muitos anos, este mercado foi encarado como restrito a empresas grandes. Além disso, esses mercados costumavam apresentar fortes oscilações de liquidez, em especial da BOVESPA, em função do fluxo de capital externo e às taxas de juros no exterior, sem relação maior com os níveis de investimento das empresas.

Entretanto, esta visão vem se modificando bastante, principalmente nos últimos anos. O mercado de capitais brasileiro tem amadurecido cada vez mais, as oscilações em função de vulnerabilidade externa tem se reduzido, os investidores tem demonstrado cada vez mais confiança em nosso mercado e no futuro das companhias brasileiras em geral. Tudo isto forma um cenário cada vez mais propício à participação de companhias menores no mercado de capitais, como forma também de escapar de um sistema financeiro que, apesar de ter se expandido nos últimos anos, ainda é muito reduzido, limitado, principalmente quando comparado a outros países.

2.4 *PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL*

Outra fonte de financiamento diferente das instituições financeiras é o *Private Equity* (PE) ou colocação privada de recursos. A definição do mesmo aqui se mostra importante pelo grande relevância do mesmo na estrutura de capitais da empresa que será analisada neste estudo mais adiante. Criado nos Estados Unidos nos anos 40, PE consiste no investimento sistemático e profissional de capitais institucionais e privados em empresas de capital

fechado, como parte da composição de suas carteiras. Trata-se do financiamento, por meio de capital próprio, fornecido normalmente por fundos de investimento a empresas jovens e não cotadas para permitir que iniciem seu desenvolvimento. É uma modalidade de investimento no qual grandes investidores e pequenas e médias empresas podem obter vantagens. De um lado, os investidores têm a oportunidade de aplicar seu capital em empresas promissoras por meio de compra de participação acionária, enquanto do outro, a empresa que recebe o capital tem a oportunidade de alavancar seu crescimento, através de uma profissionalização de sua gestão.

Nessas operações há um considerável aporte de capital na empresa receptora do investimento. O atrativo está no baixo custo financeiro do capital, já que o investidor ingressa na empresa como sócio ou acionista com todos os direitos que lhe são inerentes, inclusive assumindo responsabilidades na gestão da empresa. Pode-se dizer, em última instância, que o interesse primordial deste investidor é o de atingir retornos superiores à média de mercado, proporcionais ao alto risco e à baixa liquidez do investimento.

O que diferencia as operações de *Private Equity* das de *Venture Capital* (em português capital de risco) é que aquelas são geralmente efetuadas em empresas que já se encontram em fase operacional, enquanto que estas geralmente são efetuadas em empresas cujo estágio é pré-operacional, envolvendo, assim, um maior risco ao investidor.

No Brasil a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), através da Instrução nº 391, regulamentou a constituição e o funcionamento dos fundos de investimento em participações, concedendo importantes instrumentos para o fomento destas operações no Brasil. As operações de *Private Equity* e de *Venture Capital* são efetuadas, basicamente, através da celebração de contratos que seguem as regras de nossa legislação - artigo 425 do Código Civil.

2.5 IPO (INITIAL PUBLIC OFFERING OU OFFER)

Definido o conceito de *Private Equity*, passa-se, então, para a determinação do que consiste esta tão importante alternativa ao sistema usual de captação de recursos através de instituições financeiras e objeto principal deste estudo. É a chamada Oferta Pública Inicial, usualmente referida como IPO (do inglês *Initial Public Offering* ou *Offer*) e consiste no

evento que marca a primeira venda de ações ordinárias de uma empresa no mercado de ações. Seu principal propósito é levantar capital para a sociedade.

Uma oferta de ações pode ser tanto de natureza primária como secundária. Quanto à primeira, trata-se de emissão e oferta de novas ações da empresa. Esta venda gera um incremento de recursos no capital próprio da empresa e um efetivo aporte de capital para a companhia. Já uma oferta secundária consiste apenas em uma transferência ou compra e venda de ações entre acionistas, ou seja, não gera capital à empresa, mas sim ao acionista vendedor. Neste último tipo de IPO, o que ocorre é a venda de parte ou totalidade das ações de um acionista da empresa para investidores, que passarão a ser novos acionistas.

O financiamento por meio da emissão de ações, ou seja, de uma oferta primária com admissão de novos sócios, é uma fonte de recursos que não possui limitação. Enquanto a empresa tiver projetos viáveis e rentáveis, os investidores terão interesse em financiá-los. A abertura de capital representa uma redução de risco para a empresa. Os recursos dos sócios investidores, da mesma forma que o dinheiro que o empresário colocou no empreendimento, não têm prazo de amortização ou resgate. Também, diferentemente de empréstimos, não exigem rendimento definido: o retorno dos investidores depende do desempenho da empresa. Assim, os seus executivos têm maior facilidade e flexibilidade para planejar, sem que energia e criatividade sejam consumidas na administração das pressões diárias dos compromissos financeiros.

No quadro abaixo encontram-se todas as aberturas de capital ocorridas na BOVESPA desde 2004 até 21 de Novembro de 2007, ordenados da mais recente a mais antiga.

ANO 2007							
N	Empresa	N	Empresa	N	Empresa	N	Empresa
1	Laep	16	Generalshopp	31	Marfrig	46	Metal frio
2	Helbor	17	Multiplan	32	Daycoval	47	JHSF Part
3	Amil	18	Providencia	33	Cruzeiro Sul	48	Fer Heringer
4	BR Brokers	19	Springs	34	EZTec	49	BR Malls Par
5	Bovespa Hld	20	ABC Brasil	35	Log-In	50	Even
6	Agrenco	21	Triunfo Part	36	SLC Agricola	51	Pine
7	Marisa	22	Guarani	37	Parana	52	JBS
8	SEB	23	Kroton	38	Inpar S/A	53	Anhanguera
9	Tenda	24	MRV	39	Tarpon	54	GVT Holding
10	Trisul	25	Patagonia	40	Sofisa	55	Sao Martinho
11	BicBanco	26	Minerva	41	Wilson Sons	56	Iguatemi
12	Sul America	27	Invest Tur	42	Cremer	57	Tecnisa
13	Satipel	28	Redecard	43	Agra Incorp	58	CC Des Imob
14	Cosan Ltd	29	Indusval	44	CR2	59	Rodobensimob
15	Estacio Part	30	Tegma	45	Bematech	60	PDG Realt

ANO 2006				ANO 2005		ANO 2004	
N	Empresa	N	Empresa	N	Empresa	N	Empresa
1	Dufrybras	14	MMX Miner	1	UOL	1	Porto Seguro
2	Lopes Brasil	15	Datasul	2	Cosan	2	DASA
3	Positivo Inf	16	GP Invest	3	Nossa Caixa	3	Grendene
4	Odontoprev	17	Lupatech	4	OHL Brasil	4	CPFL Energia
5	Ecodiesel	18	BrasilAgro	5	Energias BR	5	ALL Amer Lat
6	Terna Part	19	CSU CardSyst	6	TAM S/A	6	Gol
7	Profarma	20	ABnote	7	Localiza	7	Natura
8	Brascan Res	21	Equatorial	8	Submarino		
9	M.Diasbranco	22	Totvs	9	Renar		
10	Santos Bras	23	Company				
11	Klabinsegall	24	Gafisa				
12	Medial Saude	25	Copasa				
13	Abyara	26	Vivax				

Quadro 3 – Empresas que iniciaram negociação de ações na BOVESPA de 2004 até a data de 21/11/2007.

Fonte: site da BOVESPA. Para Empresas - IPOs Recentes.

Pode-se perceber pelo quadro anterior que até o período indicado o número de companhias que abriram capital este ano (60) já é mais do que o dobro do número total do ano passado (26). Se compararmos ainda com 2005 e 2004 a diferença é maior: apenas 9 e 7 IPOs, respectivamente. Isso comprova ainda mais o nível de crescimento e adesão ao mercado de capitais brasileiro nos últimos anos.

2.6 MERCADO DE BALCÃO ORGANIZADO

Para apresentação do próximo item deste trabalho, o programa BOVESPA MAIS, é necessário definir em linhas gerais primeiramente o que é o mercado de balcão organizado. É um ambiente administrado por instituições auto-reguladoras que propiciam sistemas informatizados e regras para a negociação de títulos e valores mobiliários. Estas instituições são autorizadas a funcionar pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e por ela são supervisionadas. Tradicionalmente, o mercado de balcão é um mercado de títulos sem local físico definido para a realização das transações, que são feitas por telefone entre as instituições financeiras. O mercado de balcão é chamado de organizado quando se estrutura como um sistema de negociação de títulos e valores mobiliários, podendo estar organizado como um sistema eletrônico de negociação por terminais, que interliga as instituições

credenciadas em todo o Brasil, processando suas ordens de compra e venda e fechando os negócios eletronicamente.

2.7 PROGRAMA BOVESPA MAIS

Consciente do atual movimento de expansão do mercado de capitais brasileiro, em especial para as empresas de menor porte, a Bolsa de Valores de São Paulo iniciou ao final de 2005 e implantou em meados de 2006 um novo programa para auxiliar tais companhias: o BOVESPA MAIS.

É um segmento do mercado de balcão organizado, regulado pela Instrução da CVM 243/96 e administrado pela própria BOVESPA, no qual apenas poderão ser listadas companhias abertas que possuam registro na CVM, que pretendem ter visibilidade e angariar parcerias no mercado para atingir seus objetivos de desenvolvimento. Seu propósito é acolher companhias que tenham uma estratégia gradual de acesso ao mercado de capitais, viabilizando sua exposição a esse mercado e apoiando sua evolução em termos de transparência, de ampliação da base de acionistas e de liquidez.

Em contrapartida, para participar deste novo segmento, as companhias deverão trabalhar permanentemente para construir um mercado forte e dinâmico para seus papéis, demonstrando a intenção de alcançar patamares superiores de exposição no mercado de capitais.

Além disso, essas empresas assumirão o compromisso de garantir mais direitos e informações aos investidores, aderindo a práticas avançadas de Governança Corporativa, com regras similares às do Novo Mercado (segmento especial de listagem da BOVESPA). Tudo isso para obter um crescimento sustentado e que ofereça o máximo de segurança para o investidor.

A listagem no BOVESPA MAIS poderá atender a diversas estratégias de acesso ao mercado, incluindo entre elas:

- a realização de ofertas iniciais de ações de volumes menores;
- a venda inicial de ações de forma concentrada, junto a um pequeno número de investidores, com a perspectiva de realização posterior de uma colocação pulverizada de ações da companhia; ou

- o registro nesse segmento sem a realização de uma oferta no momento inicial, utilizando a marca BOVESPA MAIS para ampliar a exposição e o contato da companhia com o mercado investidor e, assim, melhorar as condições para a futura venda de ações.

Os pilares que tornam o BOVESPA MAIS tão conveniente para os investidores e para as empresas que decidam utilizar o mercado de forma gradual são três:

- ambiente de negociação flexível, podendo ser adequado ao padrão de liquidez de cada empresa. A negociação ocorrerá apenas no ambiente eletrônico. Dependendo da liquidez das ações ou da presença de um Formador de Mercado¹, a negociação poderá ser por meio de leilões periódicos, com horários preestabelecidos, ou de negociação contínua.
- apoio à exposição da companhia ao mercado, por meio de um programa patrocinado pela BOVESPA, abrangendo a produção periódica de análises independentes sobre as empresas listadas, o envio permanente de informações sobre essas companhias para investidores, administradores de recursos e Corretoras de Valores, e o apoio na realização de apresentações para analistas e outros interessados.
- compromisso das companhias com o seu desenvolvimento no mercado, aderindo a práticas avançadas de governança corporativa e assumindo uma postura pró-ativa na conquista de investidores. Alinhadas com regras de governança similares à do Novo Mercado, as empresas garantem mais transparência e mais direitos para os acionistas.

Dessa forma, o crescimento do mercado brasileiro de ações está, de certo modo, se popularizando, criando um meio de acesso de todos aqueles que pretendem ter seus projetos concretizados por meio de lançamento de ações, tendo a oportunidade de crescer mais rápido e confiavelmente.

¹ Formador de Mercado ou agente/facilitador de liquidez é aquele que se propõe a garantir liquidez mínima e referência de preço para ativos previamente credenciados. Em seguida, no item 2.9 deste trabalho, pode-se encontrar uma análise maior do mesmo.

2.8 EXIGÊNCIAS PARA ABERTURA DE CAPITAL

O processo de abertura de capital de uma empresa requer o pedido de registro da empresa como companhia aberta à CVM, para que seus títulos possam ser negociados em bolsa ou mercado de balcão. Concomitantemente com o pedido de abertura de capital é possível ser solicitado o registro e a autorização para a distribuição de novos valores mobiliários² através de subscrição pública (*underwriting*). A legislação básica referente a essas etapas consta das Leis nº 6.404/76 (Lei das S.A.) e 6.385/76 (criação da CVM), assim como das Instruções CVM nº 13/80 e 202/93.

Inicialmente, a companhia deve buscar a contratação de auditoria externa independente e de intermediário financeiro. Em seguida, cumprir ainda outras exigências, a saber:

- adaptação dos Estatutos;
- contrato de Coordenação e Distribuição;
- AGE deliberativa da operação = Autorização da Assembléia Geral;
- nomeação de um Diretor de Relações com Investidores (DRI);
- criação de uma área de atendimento aos acionistas/debenturistas; e
- anúncio de início de distribuição pública.

Para que a empresa mantenha sua condição de companhia aberta, é necessário cumprir ainda outras exigências, como:

- divulgação de relatório da Administração, demonstrações financeiras anuais e respectivas pareceres de auditoria independente;
- divulgação de Demonstrações Financeiras Padronizadas – DFP, Informações Trimestrais – ITR e Informações Anuais – IAN, conforme será explicado no capítulo a seguir;
- divulgação de Assembléia Geral Ordinária ou Extraordinária (AGO/E) com edital;
- divulgação de Fato Relevante;
- proibição de uso de Informação Privilegiada por parte dos administradores;
- pagamento de taxa de fiscalização à CVM; e

² Valores mobiliários são: ações, debêntures, contratos de futuros, opções, ou quaisquer outros produtos derivativos ou financeiros, direitos, contratos ou documentos incluídos na jurisdição das Autoridades.

- pagamento de anuidade à bolsa.

Além destas exigências mencionadas, o mercado de capitais ainda demanda das empresas um conceito de gestão, profissionalismo, transparência e ética que permitam seu bom funcionamento: a chamada governança corporativa, apresentada a seguir.

2.8.1 Governança Corporativa

O conceito de Governança Corporativa, embora não tivesse sido contemplado com uma nomenclatura própria, existe há 50 anos. Lodi (2000) afirma que, mesmo em uso há mais de dez anos pelos países desenvolvidos, ele é novo no Brasil. O referido autor assegura que o paradigma atingiu a plena maturidade nos anos 90, sendo este o novo nome que se dá às inter-relações entre acionistas, auditores independentes e executivos da empresa, liderados pelo Conselho de Administração. Conforme Lodi (2000, p.24):

(...) No passado recente, nas empresas privadas e familiares, os acionistas eram gestores, confundindo em sua pessoa propriedade e gestão. Com a profissionalização, a privatização, a globalização e o afastamento das famílias, a Governança Corporativa colocou o Conselho entre a Propriedade e a Gestão .

O modelo da Governança Corporativa é uma tradução de garantia de probidade, transparência e respeito às leis, tendo como consequência direta a valorização do retorno do investimento. O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, ao perceber o surgimento de algumas definições do paradigma, oficializou, em 1999, o seguinte conceito:

Governança Corporativa é o sistema que assegura aos sócios-proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva. A relação entre propriedade e gestão se dá através do conselho de administração, auditoria independente e o conselho fiscal, instrumentos fundamentais para o exercício do controle. A boa Governança assegura aos sócios equidade, transparência, responsabilidade pelos resultados (*accountability*) e obediência às leis do país (*compliance*).

A categorização destes conceitos de governança corporativa são utilizados pela BOVESPA para classificar seus diferentes níveis de listagem. A seguir, os mesmos são apresentados.

2.8.2 Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

Implantados em dezembro de 2000 pela BOVESPA, o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa I e II, são segmentos especiais de listagem que foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias. São destinados à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação.

Os dois Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, I e II, são direcionados para empresas que já possuem ações negociadas na Bovespa. Os Níveis I e II abrigam regras próprias, nunca conflitantes com a legislação vigente, porém com um nível superior de exigência de comprometimento da empresa para com o mercado. As companhias Nível I, por exemplo, se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Da mesma forma, as companhias Nível II se comprometem a cumprir as regras aplicáveis ao Nível I e, adicionalmente, um conjunto mais amplo de práticas de governança relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários.

Todavia, ainda que esses segmentos tenham fundamentos semelhantes, o Novo Mercado é o nível mais desenvolvido nesse sentido. Possui maiores exigências, que demandam maior esforço e preparação para as empresas nele listadas. Por outro lado, tem melhor reconhecimento e confiança por parte dos investidores.

A premissa básica do Novo Mercado é de que a valorização e a liquidez das ações são influenciadas positivamente pelo grau de segurança oferecido pelos direitos concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas pelas companhias.

A entrada de uma empresa no Novo Mercado ocorre por meio da assinatura de um contrato entre a ela, seus controladores, administradores e a BOVESPA. Pelo contrato, as partes acordam em aderir a um conjunto de regras societárias, genericamente chamadas de "boas práticas de governança corporativa", mais exigentes do que as presentes na legislação brasileira. Essas regras, consolidadas no Regulamento de Listagem do Novo Mercado, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias, bem como a dispersão acionária e, ao determinar a resolução dos conflitos societários por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada.

Entendendo que o mercado acionário permite a diluição dos riscos de investimentos pela pulverização dos papéis, os investidores minoritários receberam especial atenção neste segmento especial de listagem. Esse prestígio é ilustrado, por exemplo, nas operações em que há o estabelecimento de um percentual mínimo de ações em circulação, garantia de negociabilidade no mercado secundário, com reflexos na liquidez e ausência do controlador no processo. Esse percentual mínimo, também conhecido por *free-float*, é de 25%, para uma média mundial de 20%.

Certamente, a decisão de uma empresa em aderir ao Novo Mercado recebe atenção e tratamento especial por parte dos investidores. Não é por acaso que, desde a sua implantação, a maioria das aberturas de capital tem sido neste segmento, bem como, tem sido crescente a migração das empresas listadas no segmento tradicional da BOVESPA para o Novo Mercado. Como neste trabalho estamos analisando as recentes aberturas de capital, dar-se-á uma maior atenção a este segmento. Outro motivo é que a empresa escolhida para este estudo listará suas ações também no Novo Mercado, o que será apresentado em capítulos mais à frente.

Não há restrições quanto ao porte ou setor de atuação da empresa que queira aderir ao Novo Mercado. Toda organização que implemente as boas práticas de Governança Corporativa fixadas no Regulamento de Listagem pode ter suas ações negociadas nesse segmento. Outra inovação do Novo Mercado, em relação à legislação, é a exigência de que o capital social da companhia seja composto somente por ações ordinárias. Porém, esta não é a única. A seguir, são resumidos os procedimentos para o registro no Novo Mercado, os requisitos estabelecidos no Regulamento de Listagem e alguns mecanismos implementados pela BOVESPA para conferir maior visibilidade à decisão das companhias.

Entre os procedimentos e requisitos para a listagem no Novo Mercado, os mais relevantes são os compromissos societários. Esses se constituem de regras que garantem maior equilíbrio de direitos entre todos os acionistas. Assim, pode-se resumir em cinco as regras mais importantes para se entrar neste mercado:

- é imprescindível a assinatura do Contrato de Participação no Novo Mercado, celebrado entre, de um lado, a BOVESPA e, do outro, a companhia, os administradores e o acionista controlador;
- a empresa deve ter e emitir exclusivamente ações ordinárias, tendo todos os acionistas o direito de voto;

- em caso de venda do controle acionário, o comprador estenderá a oferta de compra a todos os demais acionistas, assegurando-se o mesmo tratamento dado ao controlador vendedor;
- em caso de fechamento de capital ou rescisão do contrato por parte da organização, ela desobriga-se dos compromissos assumidos e, nesse caso, como compensação, os acionistas investidores terão o direito de receber uma oferta pública de aquisição das ações em circulação, tendo por base, o valor econômico da companhia, determinado por empresa especializada;
- o Conselho de Administração da empresa deve ser composto por, no mínimo, cinco membros, com mandato unificado de no máximo dois anos.

Estando já dentro do Novo Mercado, outro conjunto importante de compromissos que as empresas listadas assumem perante os investidores refere-se ao fornecimento de informações que auxiliam na avaliação sobre o valor patrimonial e de mercado da companhia. Esses compromissos se traduzem em documentos que a empresa deve fornecer à Bovespa e à CVM.

O primeiro desses documentos trata-se das Informações Trimestrais - ITRs - contendo as demonstrações financeiras consolidadas e informações econômicas do período em referência e as considerações pertinentes, já obrigatórias por regulamentação. Adicionalmente, as empresas disponibilizam os seus fluxos de caixa, também no período e consolidados. Informam ao mercado acerca de qualquer acionista que detenha mais de 5% do capital votante, de forma direta ou indireta, além do detalhamento dos seus valores mobiliários e derivativos detidos pelos controladores, gestores, diretores e conselheiros. Oferecem, ainda, a posição das suas ações em circulação, por tipo e classe e as relações percentuais estabelecidas. Tais informações são ratificadas por auditores independentes.

Outro mecanismo legal utilizado no Novo Mercado Bovespa são as Demonstrações Financeiras Padronizadas – DFPs, que contêm os dados do exercício anterior, entregue ao mercado até março do ano seguinte. Agregam-se a esse relatório as demonstrações dos fluxos de caixa consolidados e as considerações pertinentes. Além das DFPs, as empresas disponibilizam as Informações Anuais – IANs, contendo as informações corporativas. Acrescentam a esse relatório a variação dos seus valores mobiliários e derivativos detidos pelos controladores, gestores, diretores e conselheiros, nos últimos doze meses, e a posição das suas ações em circulação, nos moldes da informação trimestral.

Anualmente a empresa realiza, no mínimo, uma reunião pública, na presença dos acionistas e potenciais investidores, além dos analistas do mercado, apresentando a sua situação econômico-financeira, seus projetos e perspectivas, seu calendário anual de informações a serem disponibilizadas, no qual constem as datas dos principais eventos corporativos, aproximando-se, desta forma, dos seus financiadores. Além disso, as demonstrações financeiras têm que estar alinhadas com os padrões internacionais de contabilidade, como o USGAAP³, no intuito de ampliar a visibilidade, notoriamente, dos investidores estrangeiros.

2.9 CUSTOS DE EMISSÃO E MANUTENÇÃO

A par das exigências, é importante também ressaltar os gastos com o processo de abertura de capital. Os mesmos variam muito de empresa para empresa. Normalmente, envolvem despesas com a contratação de auditoria externa, preparação da documentação, publicações legais, confecção do prospecto, comissão do intermediário financeiro e processo de marketing da distribuição, além do tempo do pessoal interno envolvido na operação.

É possível, também, que se queira contratar uma empresa de consultoria, que auxiliará na definição do plano de abertura de capital, na organização interna da empresa e na avaliação preliminar da companhia. Adicionalmente, pode ser o caso de contar com uma consultoria jurídica especializada, que orientará a empresa a respeito dos procedimentos legais.

Conseqüentemente, o montante de despesas vai depender da complexidade da empresa e do seu grau atual de organização. Por exemplo, a companhia pode ter um gasto adicional muito menor que outras, caso a documentação e as informações a serem prestadas já estejam organizadas e adaptadas, ou caso disponha de um departamento jurídico próprio capacitado.

Dentre os custos envolvidos, os principais destaques são:

- manutenção de um Departamento de Acionistas;
- manutenção de um Departamento de Relações com Investidores, que poderá incorporar o Departamento de Acionistas. Este setor incumbir-se-á de centralizar todas as informações internas a serem fornecidas ao mercado, integrando e sistematizando esse conjunto de informações;

³ USGAAP é a sigla em inglês para as normas de contabilidade geralmente aceitas nos Estados Unidos da América, conhecidas como “*United States Generally Accepted Accounting Principles*”.

- contratação de empresa especializada em emissão de ações escriturais, custódia de debêntures, serviços de planejamento e de corretagem, e *underwriting*;
- taxas da CVM e das Bolsas de Valores;
- contratação de serviços de auditores independentes; e
- divulgação de informação sistemática ao mercado sobre as atividades da empresa.

Para buscar mensurar de forma mais concreta os custos despendidos tanto para abertura como para a manutenção da condição de companhia aberta, a BOVESPA desenvolveu uma simulação. Esta foi desenvolvida com uma série de premissas, padronizações e generalizações, tendo em vista que cada IPO é único. Entretanto, para o que se pretende aqui demonstrar, a simulação apresentada a seguir cumpre o objetivo de dar uma referência do que se costuma praticar no mercado.

Para a elaboração da tabela de custos de emissão, adotou-se como premissa a emissão pública de ações por empresa de porte menor, no montante de R\$ 100 milhões. Trabalhou-se também com duas hipóteses: hipótese (a), realizada ao menor custo possível e hipótese (b), realizada a custos padrões, usuais de mercado.

Discriminação (R\$ mil)	Racionalização de Custos (a)	Emissão Tradicional Tradicional (b)
Custos incorridos na preparação do processo de abertura de capital mediante emissão de ações		
Serviços legais - ofertante	100	150
Serviços legais - líder	0	80
Auditoria inicial - padrão contábil brasileiro	120	150
Auditoria - <i>comfort letters</i>	30	30
Publicações da emissão (c)	45	62
Taxa de registro - CVM	83	83
Apresentações ao mercado (<i>road show</i>)	12	20
Prospecto da emissão	12	30
Diversos	15	40
Sub-Total	417	645
Custos adicionais incorridos quando da efetiva distribuição de ações		
Publicações da emissão (d)	4	6
Comissões de <i>underwriting</i>	3.500	3.500
Auditoria - padrão contábil internacional (e)	150	180
Sub-Total	3.654	3.686
Total Geral	4.072	4.331
- Preparação do processo de emissão de ações	10%	15%
- Adicionais quando da efetiva distribuição de ações	90%	85%

Quadro 4 – Simulação de Custos de Emissão Pública de Ações sob duas hipóteses.

Fonte: disponível em site da BOVESPA - Custo da Abertura de Capital e Manutenção da Cia. Aberta.

Os itens citados na tabela anterior referem-se a:

- (a) Hipótese: emissão realizada ao menor custo possível.
- (b) Hipótese: emissão realizada a custos padronizados, conforme definido no item 10 do relatório elaborado por consultor externo (parte II).
- (c) Convocações da AGE, Ata da AGE, Aviso ao Mercado, Anúncio de Início da Distribuição (o último poderá ser parte integrante somente dos custos adicionais incorridos quanto da efetiva distribuição de ações).
- (d) Anúncio de Encerramento da Distribuição.
- (e) Custo não obrigatório, a ser incorrido por empresa que pretenda divulgar resultados em padrão internacional.

Para a pesquisa dos custos de manutenção, utilizou-se da classificação de pequeno, médio e grande porte conforme a receita operacional líquida anual, respectivamente, de até R\$ 200 milhões, entre R\$ 201 e R\$ 500 e acima de R\$ 500 milhões.

Itens / Porte das Cias. (R\$/ano)	Pequeno	Médio	Grande
Auditoria - padrão contábil brasileiro	80.000	125.000	325.000
Auditoria – revisão trimestral (padrão brasileiro)	20.000	32.500	82.500
Auditoria - contabilidade em US GAAP ou IFRS	80.000	125.000	325.000
Auditoria - revisão trimestral (padrão internacional)	20.000	32.500	82.500
Total de Auditoria	200.000	315.000	815.000
Edital de Convocação AGO/AGE ⁽¹⁾	7.599	15.198	22.797
Atas de AGO/AGE/RCA ⁽¹⁾	25.054	50.108	75.162
Avisos ao Mercado/Acionistas ⁽¹⁾	7.599	15.198	22.797
Fatos Relevantes ⁽²⁾	6.218	12.436	18.654
Demonstrações Financeiras ⁽¹⁾	66.938	133.876	200.814
Total de Publicações	113.408	226.816	340.224
Área de relações com investidores (RI)	136.500	273.000	409.500
Apresentações ao mercado (incluindo material)	20.000	52.000	205.000
Anuidade da BOVESPA	13.500	30.350	86.500
Taxa anual de fiscalização da CVM	13.259	13.259	13.259
Serviço de escrituração de ações	30.000	60.000	90.000
Diversos	10.000	20.000	30.000
Total de Outros Itens	223.259	448.609	834.259
Sub-Total: Obrigatórios	280.167	507.925	967.483
Sub-Total: Não-Obrigatórios ⁽³⁾	256.500	482.500	1.022.000
Total Geral	536.667	990.425	1.989.483
Total Líquido de IR/CS (35%)	348.834	643.776	1.293.164

Quadro 5 – Simulação dos custos de manutenção da condição de companhias abertas.

Fonte: disponível em site da BOVESPA - Custo da Abertura de Capital e Manutenção da Cia. Aberta.

Classificação	Custo de Manutenção/ (Dívida Bruta + Patrimônio Líquido)
Geral	
Média	0,21%
Mediana	0,10%
Grande Porte	
Média	0,10%
Mediana	0,07%
Médio Porte	
Média	0,30%
Mediana	0,26%
Pequeno Porte	
Média	0,64%
Mediana	0,45%

Quadro 6 – Representação percentual entre custos de manutenção com dívida bruta e patrimônio líquido.

Fonte: disponível em site da BOVESPA.

Os custos para abertura de capital, evidenciados no Quadro 4, contêm um componente variável muito expressivo que é a comissão de estruturação, coordenação e/ou distribuição das ações. Já os custos de manutenção da condição de companhia aberta incorridos pelas empresas listadas na BOVESPA variam fortemente em função das características particulares de cada empresa, bem como em função das práticas adotadas por cada companhia em relação ao seu relacionamento com o mercado.

As comparações do Quadro 6 refletem o fato de que há componentes fixos na composição dos custos de manutenção da condição de companhia aberta, de tal forma que as companhias de médio e grande porte obtêm uma diluição mais satisfatória dos mesmos. Mesmo sendo mais afetadas, o percentual de 0,64% indicados no quadro em questão, não parecem ser um empecilho que possam justificar, por si só, uma decisão contrária à abertura de capital das companhias de pequeno porte. Estas manterão uma estrutura de capital que contemple uma composição mais equilibrada entre recursos próprios e recursos de terceiros, de tal forma a reduzir sua dependência frente aos empréstimos e financiamentos bancários e os riscos associados à alavancagem financeira. O custo de manutenção das companhias abertas deve ser sempre avaliado considerando-se seu plano estratégico de crescimento e os benefícios advindos da abertura de capital, os quais serão tratados mais adiante neste trabalho.

Nesse sentido, a decisão de abrir o capital deve se subordinar 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 estes recursos através de endividamento, ou poder combinar as duas possibilidades, tanto de captar capital próprio no mercado como também recorrer ao endividamento.

2.10 LIQUIDEZ DAS AÇÕES

Consideram-se ações líquidas aquelas que possam ser negociadas, na bolsa onde estão listadas, com facilidade e a um preço próximo ao do último negócio realizado (BOVESPA, 2006). Isso quer dizer que os investidores que tiverem comprado ações durante a abertura de capital terão facilidade de vendê-las a outros, no mercado secundário, quando desejarem ou precisarem e a preços razoáveis.

Numa oferta pública inicial de ações, a percepção de que os papéis poderão ter pouca liquidez na Bolsa pode inibir a demanda por eles. A razão é bem intuitiva: por exemplo, para que um fundo de investimento possa atender às solicitações de resgate dos seus cotistas, precisa vender parte das ações de sua carteira e, portanto, esse administrador de fundo dará preferência a ações que consiga negociar quando necessário, ou seja, que tenham um bom mercado secundário.

A liquidez de uma ação será muito influenciada pelas características da operação de abertura de capital, no que diz respeito ao volume financeiro vendido ao público e ao grau de dispersão da colocação. Quanto maior for o valor colocado, maior será o volume disponível para ser negociado na Bolsa. Igualmente, quanto maior o número de compradores na oferta inicial, maior a possibilidade de, no futuro, haver ofertas de venda e de compra na bolsa de valores. Essa grande diversidade de pontos de vista e de expectativas é base indispensável para que haja liquidez no mercado secundário.

Uma figura central para estimular a liquidez é o Formador de Mercado, instituição financeira que tem, por contrato, obrigação de fazer diariamente ofertas de compra e venda para as ações nas quais atue, respeitados alguns parâmetros estabelecidos pela BOVESPA e pela empresa contratante. Na BOVESPA, qualquer empresa, seu controlador ou qualquer outro acionista interessado em promover a liquidez pode contratar uma instituição financeira como Formador de Mercado.

Com todas as explanações e definições até o momento evidenciadas, conclui-se o desenvolvimento das revisões necessárias para o pleno entendimento deste trabalho. No capítulo a seguir serão apresentados os procedimentos metodológicos que embasam em estudo.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para o desenvolvimento deste trabalho, fez-se o uso de um estudo exploratório. O motivo da escolha por tal delineamento deve-se ao fato do objetivo deste trabalho tratar-se de uma proposição de planos, soluções para o problema levantado, em que se busca identificar e analisar comportamentos, decisões, perspectivas e não mensurar as informações em quantidades, estatísticas.

A estratégia de pesquisa a ser utilizada será o estudo de caso, pois "permite o estudo de fenômenos em profundidade dentro de seu contexto; é especialmente adequado ao estudo de processos e explora fenômenos com base em vários ângulos" (ROESCH, 1999, p. 197). Ao utilizar esta estratégia, pode-se inserir o fenômeno de estudo dentro de um contexto real, descrevê-lo e analisá-lo.

A fim de desenvolver e analisar o tema deste trabalho, escolheu-se uma empresa para elaborá-lo. A empresa escolhida está em processo inicial de abertura de capital, ou seja, em fase de preparação e estruturação de áreas e controles, em um momento prévio à emissão das ações. O objetivo foi evidenciar e analisar como se comportam os gestores ao vivenciar o processo de mudança, quais as vantagens visualizadas, que tipos de dificuldades se deparam e como buscam solucioná-las.

Para a coleta de dados, utilizou-se a técnica de entrevista em profundidade, pois o objetivo foi desenvolver uma compreensão sobre o contexto em que se insere o respondente e sua visão acerca das questões levantadas. Objetivou-se também buscar informações de nível mais estratégico, o que exige uma maior proximidade e interação entre entrevistador e entrevistado. Para isso, a entrevista foi elaborada de forma semi-estruturada, com questões abertas, para permitir que o entrevistador capturasse as perspectivas do entrevistado, sem predeterminar sua própria perspectiva através de uma seleção prévia de categorias de questões e, também, evitando a influência do pesquisador sobre as respostas. Entretanto, a entrevista foi conduzida por tópicos, buscando evitar conversas que se distanciassem do objeto de estudo e acumulassem informações difíceis de analisar, que muitas vezes não oferecem visão clara da perspectiva do entrevistado.

As unidades de análise para o estudo de caso foram os próprios executivos da companhia, os quais são sempre participantes ativos na elaboração de estratégias, planos e decisões para o processo de abertura de capital. O entrevistador foi o próprio autor deste trabalho, por ser o maior interessado em obter informações precisas e de utilidade para a

pesquisa, além de evitar uma troca secundária entre entrevistador e autor com uma possível perda de conteúdo.

Para o processo de análise dos dados, consideraram-se três fluxos de atividades: redução de dados, apresentação dos dados e, finalmente, extração e verificação de conclusões. O primeiro fluxo consistiu na elaboração de resumos e agrupamento de conceitos, no intuito de acentuar, separar, focar, descartar e organizar os dados de modo a permitir a extração e verificação das conclusões. O segundo abrangiu a definição das formas em que foram apresentados os dados, com o objetivo de compactá-los e gerar informação facilmente visualizável. A última atividade consistiu em buscar padrões nos dados, explicações possíveis, associação de fatos, elaboração de contrastes e construção de uma cadeia lógica de estudo.

4 ESTUDO DE CASO – TEIKON TECNOLOGIA INDUSTRIAL S/A

A escolha da empresa Teikon Tecnologia Industrial S/A não só vem ao encontro dos propósitos deste trabalho como também enriquece o estudo que aqui se pretende realizar. Primeiro porque, conforme será evidenciado numericamente no capítulo a seguir, a mesma se enquadra no porte de empresa desejado para análise. Segundo porque é uma companhia que está em processo de preparação para sua abertura de capital desde 2006 e deve finalizá-lo em 2008. A vantagem é que seus diretores e conselheiros já se mostram muito experientes no assunto, o que permite uma melhor explanação dos conhecimentos adquiridos. E por último porque, como será demonstrado ao longo do estudo, é uma empresa com um alto nível de profissionalização, com uma gestão muito bem estruturada, o que a torna, sobre alguns aspectos, um exemplo a ser seguido para as pequenas e médias empresas brasileiras.

4.1 ENQUADRAMENTO DA EMPRESA

Ao analisar-se preliminarmente as diversas categorizações de porte das empresas disponibilizadas por diferentes órgãos governamentais, nenhum deles enquadraria a Teikon como uma pequena ou média empresa. Isso porque, observando o faturamento da empresa no ano de 2006, o mesmo somou R\$ 88 milhões. Sob a ótica do BNDES, por exemplo, uma empresa já é considerada grande ao faturar anualmente valores superiores a R\$ 60 milhões. Entretanto, tal classificação não se aplica integralmente a este estudo uma vez que aqui se busca tratar de porte de empresas para uma abertura de capital em bolsa de valores e não para fins de análises de crédito ou empréstimos. Assim, pode-se enquadrar a Teikon numericamente, pelo porte e faturamento que tem hoje, como uma empresa abaixo da média de faturamento das empresas brasileiras com papéis negociados na bolsa de valores de São Paulo. Nesse sentido, segue abaixo tal enquadramento numérico.

A medidas estatísticas que se buscam encontrar com o objetivo de fundamentar a escolha e o enquadramento da Teikon como pequena ou média empresa no mercado de capitais são duas: a média aritmética do faturamento e o desvio médio absoluto. Não se pretende aqui realizar uma análise estatística muito sofisticada ou estruturada, pelo fato de que este enquadramento visa unicamente fundamentar a escolha da empresa de estudo e não

compõe o real objetivo deste trabalho. Além disso, essas duas medidas sozinhas, na visão deste autor, são suficientes para sustentar a decisão da escolha da Teikon como o caso objeto deste estudo.

A amostra escolhida são todas as empresas brasileiras listadas na bolsa de valores de São Paulo, que tem seu cadastro ativo e possuem ações disponíveis para negociação. Os dados analisados são os volumes financeiros de faturamento das mesmas no ano de 2006. A fonte de todos esses dados é o aplicativo Economática, acessado em 05 de Setembro de 2007. Desta forma, chegou-se a uma quantidade de 317 empresas no total, considerando-se até mesmo aquelas que não tiveram nenhuma negociação nos últimos 12 meses. Excluíram-se aquelas que segundo o aplicativo tiveram faturamento zero no ano em questão, primeiro para que não houvesse uma distorção dos resultados e segundo porque o faturamento destas empresas geralmente é contabilizado para outra empresa ou controladora do grupo e, portanto, estariam sendo contabilizados na amostra através desta outra empresa. A tabela completa dos dados utilizados pode ser encontrada ao final do trabalho, no Apêndice A.

Os resultados encontrados foram os seguintes:

- média aritmética dos faturamentos de 2006 = R\$ 3,4 bilhões
- desvio médio absoluto = R\$ 4,3 bilhões

Dessa forma, pode-se perceber que o faturamento de 2006 de apenas R\$ 88 milhões da Teikon encontra-se bem abaixo da média de faturamento das empresas listadas na BOVESPA (mais de R\$ 3 bilhões). Para se ter uma idéia, das 317 empresas da amostra, 248 faturaram mais do que R\$ 88 milhões em 2006, o que equivale a 78%. Levando-se em consideração ainda um faturamento de R\$ 400 milhões como referência (volume desejado pela diretoria da companhia para o momento do IPO em 2008 e que será apresentado mais adiante neste trabalho), 181 empresas faturaram acima deste valor, o que equivale a 57%. Mesmo assim, ainda estaria abaixo da média das empresas participantes no mercado de capitais brasileiro.

4.2 A EMPRESA

A Teikon Tecnologia Industrial S.A. opera no mercado conhecido internacionalmente como EMS - *Electronic Manufacturing Service* -, caracterizando-se pela manufatura integral dos produtos eletrônicos de seus clientes. Atua desde a fase do projeto envolvendo o

procurement de componentes e o fornecimento de protótipos, passando pela industrialização dos produtos com o uso de componentes de tecnologia SMT e PTH, logística, distribuição e serviço pós-venda. Dessa forma, assume toda a cadeia industrial e logística de seus clientes, permitindo que os mesmos foquem em seu negócio central: o desenvolvimento de produtos, marketing, vendas e gerenciamento da marca.

É membro da EMS-Alliance, uma rede internacional de empresas de manufatura localizadas na China, Índia, Suécia, Estados Unidos e Brasil, o que permite fornecer uma plataforma mundial de produção para seus clientes.

Por meio de suas plantas industriais, localizadas em importantes centros produtores de eletrônica no país, a Teikon disponibiliza tecnologia para atender diferentes segmentos. A unidade do Rio Grande do Sul, localizada em Porto Alegre, está capacitada tecnologicamente para a produção de eletrônicos para diversas aplicações e, desde março de 2006, fabrica telefones celulares com padrão GSM, sendo a única empresa de capital brasileiro a produzir aparelhos celulares. Em sua unidade do Paraná, localizada em São José dos Pinhais, a Teikon realizou investimentos em equipamentos para a produção de placas *mother board* para computadores *Desktop* e *Notebooks*. Conta ainda com escritório nos EUA.

Além disso, desde o ano passado, a empresa começou a investir em uma nova planta industrial na cidade de Manaus, que passará a atender a um novo segmento de mercado para a companhia: bens de consumo para clientes pessoas físicas e não empresas, pessoas jurídicas. A inauguração já foi feita este ano e as vendas iniciaram no mês de setembro de 2007.

A estrutura da empresa é dividida da seguinte forma, conforme demonstrado a seguir por seu organograma funcional:



Figura 1 – Organograma funcional da empresa.

Fonte: site da companhia.

4.3 HISTÓRICO

Fundada em 1996, surgiu como uma sociedade de outras quatro empresas do setor de eletroeletrônicos do estado do Rio Grande do Sul. Os principais eventos que marcaram sua história até o momento foram:

- Junho/1996 : Fundação e aporte dos sócios originais;
- Março/1998 : Início das operações na unidade de Porto Alegre;
- Fevereiro/1999 : Ingresso da CRP/CADERI (aporte *Private Equity*);
- Julho/2000 : Ingresso do BNDESPAR como debenturista;
- Maio/2001 : Inauguração da segunda unidade industrial, em Curitiba/PR;
- Fevereiro/2002 : Implantação da Teikon America Corporation na Florida/EUA;
- Junho/2003 : Ingresso da Teikon na EMS-ALLIANCE (4 empresas mundiais);
- Junho/2004 : Relocalização da unidade de Porto Alegre.
- Agosto/2005: Relocalização da unidade de Curitiba.
- Março/2006: Início da fabricação de telefones celulares.

4.4 CONTEXTO DA EMPRESA

Conforme eventos listados anteriormente, a empresa foi fundada em 1996. Já em sua fundação, a companhia nasceu como uma sociedade anônima, regulada pela Lei das SA`s (Lei nº 6.404, de 1976, com as alterações dadas pela Lei 9.457, de maio de 1997). O fato de já ter sido criada como uma SA proporcionou que as exigências constantes na legislação demandassem da companhia uma democratização e profissionalização na gestão desde o princípio. Dessa forma, esta decisão proporcionou uma melhor estruturação inicial e uma bipartição administrativa, entre Diretoria e Conselho de Administração, o que geralmente não ocorre em empresas recém fundadas.

Em 1998 iniciaram-se as operações na primeira unidade, na cidade de Porto Alegre, e no início de 1999 já foi feito o primeiro aporte de *Private Equity* pela CRP VI Ventures. A estratégia de criar um Conselho de Administração desde o princípio foi justamente propiciar

as condições necessárias para que a participação do *Private Equity* se tornasse possível já desde o início das operações. Isto porque as empresas investidoras costumam exigir um elevado nível de governança corporativa, de transparência, de profissionalização e de democratização da gestão nas empresas nas quais investem.

No ano de 2000, o BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) começou a investir diretamente no capital da empresa, através de sua holding BNDESPAR (BNDES Participações). Inicialmente sua participação foi realizada como debenturista, já pertencendo ao Conselho de Administração. O banco converteu suas debêntures em ações no ano de 2004, mantendo sua posição no Conselho.

Dentre as quatro empresas que formaram a sociedade para a fundação da Teikon, somente as empresas Altus Sistema de Informática e Elo Sistemas Eletrônicos ainda hoje mantêm sua participação. As demais venderam suas participações. Assim, a estrutura acionária da Teikon hoje apresenta a seguinte composição:

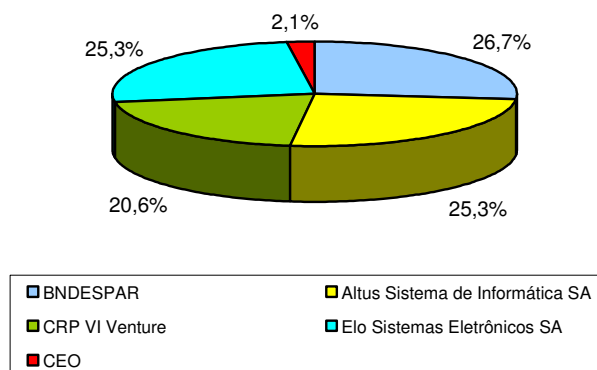


Gráfico 1 – A composição acionária da Teikon em 2006.

Fonte: demonstrações contábeis de 2006 da empresa.

Quanto ao processo decisório, o Conselho de Administração, formado por 4 representantes: o presidente da Altus Sistema de Informática, o vice-presidente da Elo Sistemas Eletrônicos, o presidente da CRP VI e um representante do BNDESPar. Este conselho elege a Diretoria Executiva para que em seu mandato execute as diretrizes determinadas pelo Conselho.

Neste contexto de gestão, no ano de 2005 a empresa desenvolveu seu planejamento estratégico para o triênio 2006 – 2008. E naquele momento, tomou a decisão de abrir seu capital ao final do triênio, e desde então vem preparando sua gestão, seus controles internos,

seus processos e sua cultura organizacional para viabilizar este processo. Nos capítulos seguintes, encontrar-se-ão os principais motivos e objetivos de tal decisão, como também as vantagens, dificuldades e soluções encontradas para tornar possível este importante passo.

4.5 MOTIVAÇÕES E OBJETIVOS DA ABERTURA DE CAPITAL

Diversas são as motivações que levam a Teikon a optar pela abertura de capital como fonte para captação de recursos. E são esses motivos que levam a construção dos objetivos que a empresa busca com a abertura de capital. Por esta razão, motivações e objetivos serão tratados conjuntamente e a seguir são apresentados.

4.5.1 A busca pela expansão

O motivo central e primeiro para a Teikon tornar-se uma sociedade aberta é a grande necessidade de recursos para alavancar seu desenvolvimento. Para se ter uma idéia da dimensão do crescimento da empresa nos últimos anos, sob o ponto de vista financeiro, o faturamento da Teikon no ano de 2005 somou R\$ 49,5 milhões, em 2006 foram R\$ 88 milhões e para este ano já se estima um faturamento de R\$ 120 milhões. Isso representa um aumento de 142% em dois anos.

Além disso, a Teikon tem como objetivo para os próximos anos atingir uma abrangência nacional de mercado, ou seja, poder comercializar seus produtos em diversas regiões do país e se tornar conhecida nacionalmente. Para isso, tem buscado conquistar um novo mercado, até então não atendido pela empresa: de bens de consumo, ou seja, com foco em vendas para clientes finais, pessoas físicas. Este mercado compreende três segmentos: produtos de telecomunicações, de computação e o chamado *consumer electronics*, que consiste basicamente em áudio e vídeo (DVD, câmera digital, aparelho de som, televisões, MP3 *player*, MP4 *player*, entre outros).

Até o momento, a atenção principal de vendas da companhia é voltada às aplicações profissionais, ou seja, os clientes são empresas de diferentes ramos de atividade, como automotivo, energia, médico, automação comercial, automação industrial e outros, que

demandam os produtos eletrônicos manufaturados pela Teikon. Até o ano de 2005, 100% das receitas da companhia foram originárias das aplicações profissionais. Entretanto, o mercado em que ela está inserida, o chamado EMS - *Electronic Manufacturing Service*, não se divide desta forma nem mundialmente nem nacionalmente. Segundo dados do diretor financeiro da empresa, no mundo as aplicações profissionais compreendem um *market share* de apenas 30%, enquanto que os bens de consumo somam 70%. No Brasil, a relação é similar, sendo 38% e 62%, respectivamente. Nesse sentido, a empresa está buscando atingir a este mercado maior e assim galgar seu crescimento em todo o território nacional. Esse processo já se iniciou no ano de 2006, no qual a venda de bens de consumo representou 12% do faturamento.

Um ponto importante e que tornou possível para a Teikon esta busca por um mercado diferente é que a forma de fabricação destas duas famílias de produtos (aplicações profissionais e de consumo) passou por uma convergência tecnológica. O exemplo latente disto é o processo de fabricação de uma televisão. A produção de uma televisão nos moldes antigos (imagens em tubo com tela curva) envolvia toda uma técnica e um parque fabril que não mais se utiliza. Hoje, a produção de uma TV com tela plana de cristal líquido migrou para um processo praticamente idêntico à fabricação de um monitor de computador. Então, através deste pequeno exemplo pode-se perceber que as aplicações profissionais (representadas pelo monitor de computador) e as aplicações de consumo (representadas pela TV com tela plana) estão chegando a uma mesma plataforma produtiva. Este fato permitiu que a empresa utilizasse os conhecimentos e equipamentos que já dispunha para testar os métodos de produção das aplicações de consumo, como o *consumer electronics*.

Por outro lado, este mercado caracteriza-se por uma relação inversa de volume e variedade praticada até então. Enquanto as aplicações profissionais demandam uma variedade muito grande de produtos com volumes menores (*high mix, no volume*), o novo segmento de bens de consumo, ao alcançar o consumidor final diretamente, exige um volume imensamente maior de produtos a uma variedade um pouco reduzida (*no mix, high volume*). É uma produção em série de larga escala com uma quantidade menor de modelos.

Esse grande aumento na escala de produção demanda da companhia um novo nível de negócio, que por sua vez exige um crescimento acentuado em investimentos, sob todos os aspectos: instalações, equipamentos, matéria-prima, pessoal etc. São basicamente os chamados investimentos em Capex, sigla derivada da expressão *Capital Expenditure*, que significa o capital utilizado para adquirir ou melhorar os bens físicos de uma empresa, tais como equipamentos, propriedades e imóveis. Também exige um volume constante e crescente

de capital de giro para financiar seus fluxos mais volumosos de compra de matérias-primas e venda de produtos.

Nesse sentido, os investimentos em uma nova estrutura industrial já se iniciaram no ano passado. A empresa investiu em uma nova fábrica na cidade de Manaus, que passará a atender exclusivamente a este novo segmento de mercado. A inauguração já foi feita este ano e as vendas iniciaram no mês de setembro. Outros investimentos estão sendo analisados pela companhia no momento e algumas aquisições de empresas e estruturas já existentes também estão sendo estudadas.

Portanto, a palavra-chave para a empresa no momento é crescer. Um novo nível de negócios está se atingindo e este será cada vez maior. O mercado em que se insere encontra-se em franca expansão e a Teikon não deseja ficar para trás. Uma frase de um conselheiro da empresa resume bem o momento atual do mercado de produtos eletrônicos: “Ou tu és locomotiva ou vaca nos trilhos”. Ou seja, as empresas do setor devem buscar sua expansão de forma eficiente e rápida, até o ponto em que se tornem as líderes de seu segmento. Caso contrário, outras assumirão o seu espaço. E esta última não é a visão compartilhada pelo Conselho de Administração. O objetivo é crescer e se fazer presente e atuante, seja criando novas instalações seja através de aquisições de outras companhias.

Esta realidade da Teikon é muito similar ao que muitas empresas de menor porte vivenciam nos dias de hoje. Um desenvolvimento cada vez maior e ainda construído de forma rápida e com bases fortes, como exige o mercado, é o desejo compartilhado por inúmeros empresários de pequeno e médio porte. A exemplo da Teikon, os mercados são dinâmicos, exigem um posicionamento das empresas frente aos mesmos, e quem não puder acompanhá-los possivelmente será deixado para trás.

4.5.2 Esgotamento da estrutura de capital atual

Tendo em vista a expansão antes mencionada e sua conseqüente necessidade de capital, as empresas podem recorrer a métodos convencionais de financiamento. No caso da Teikon, ela poderia optar pela captação de recursos através dos meios que até hoje vinha utilizando: estruturar um novo aporte por meio de *Private Equity* ou recorrer às instituições financeiras com as quais se relaciona para obter linhas de crédito. Este modelo de financiamento, aliado ao investimento inicial dos primeiros acionistas, foi o responsável pela

formação da estrutura de capital atual da empresa, ou seja, baseado em dois pilares: *Private Equity* e dívida bancária. Entretanto, este modelo tem suas limitações.

O primeiro destes pilares, *Private Equity*, é limitado pelo fato dos dois investidores atuais neste modelo, o fundo CRP VI Ventures e o banco BNDES, terem atingido o seu limite de participação no capital investido. Ambos sozinhos compõe 20,6% e 26,7% do capital total, respectivamente, o que costuma ser a faixa máxima de percentuais que um fundo de investimento aloca em uma única companhia. Recorrer a um novo fundo também não seria a melhor opção, pois o processo de implantação de um novo *Private Equity* pode levar muito tempo, ainda mais se o fundo não conhecer a empresa e o seu negócio, e também não injetaria um volume significativo de capital se comparado com o grande volume de recursos necessário para promover sua expansão.

O segundo pilar, de crescimento por dívida, também possui suas limitações. Inicialmente porque instituições financeiras, como regra geral, determinam linhas de crédito a seus clientes até o ponto em que o endividamento máximo deste com a mesma não represente uma elevada concentração do crédito total deste cliente com uma única instituição, minimizando seu risco de inadimplência. Além de ser delimitada a expansão do crédito, há também um elevado custo de captação junto aos bancos no Brasil. De acordo com relatório do Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI), em setembro deste ano, a taxa de juros do crédito com recursos livres para pessoas jurídicas foi em média de 23,2% ao ano. Este custo financeiro tão expressivo acaba muitas vezes por inviabilizar a execução de alguns projetos das empresas, principalmente as de menor porte. No caso da Teikon, ambas limitações atingiram seu patamar máximo, ou seja, não se consegue mais expandir o financiamento de seu crescimento por dívida bancária e também os custos de captação ainda estão elevados.

Além disso, a atual disposição dos recursos utilizados pela empresa no financiamento de longo prazo de seus investimentos, ou seja, sua estrutura de capital, não está adequada, segundo opinião do próprio diretor financeiro. Inicialmente porque os recursos para investimento estão sendo fornecidos principalmente por detentores de títulos de dívida (credores) e não pelos acionistas (capital próprio). O que ocorre com a Teikon hoje é muito similar ao previsto por Stewart Myers (2001), na formulação da Teoria da *Pecking Order*, também conhecida como Teoria da Ordem de Preferência, desenvolvida em 1984. É o pressuposto de que as empresas obedecem a uma hierarquia de escolhas ao definirem sobre como irão financiar seus projetos, recorrendo inicialmente a recursos gerados internamente, seguidos de emissão de dívidas e, por último, emissão de novas ações. Desta forma, a empresa

encontra-se atualmente com um nível de endividamento elevado em função de sua necessidade de financiamento não amparada por recursos próprios. E por possuir um elevado nível de alavancagem, uma empresa pode ter que deixar passar boas oportunidades por falta de recursos. E a Teikon, por ser uma dessas empresas com grandes oportunidades, não deseja ver-se obrigada a vivenciar tal experiência. Um fato que confirma essa atual necessidade de reposicionar a estrutura de capital é o exemplo de outras empresas do setor. Conforme já explicado, é um setor de múltiplas oportunidades de crescimento, em franca expansão, e, por este motivo, suas empresas encontram-se, em sua grande maioria, desalavancadas. Muitas apresentam até mesmo mais recursos em caixa do que dívida, ou seja, dívida líquida negativa, segundo informações do diretor financeiro da Teikon. Assim, a companhia, ainda mais comparando com seus pares no mundo, está muito alavancada e necessita reestruturar a composição de seu capital.

Nesse sentido, ambos pilares da atual estrutura de capital estão esgotados e recompô-la, a exemplo da citada necessidade de desalavancagem, se faz preciso. Assim, a abertura de capital surge como uma boa alternativa para gerar recursos suficientes ao seu desenvolvimento, romper as limitações existentes e readequar a disposição de suas fontes de financiamento. A seguir, demonstra-se o porquê desta ser uma boa alternativa, não só para a Teikon, como também para todas as empresas menores que vivenciam um momento similar a empresa e já alcançaram as suas limitações.

4.6 ABERTURA DE CAPITAL E SUAS VANTAGENS

Por todas as motivações citadas e objetivos pretendidos, a Teikon então decidiu por abrir seu capital no ano de 2008. Ainda não se sabe informar o momento exato, se no primeiro ou segundo semestre, tendo em vista as freqüentes oscilações do mercado de capitais no Brasil. De qualquer forma, o cronograma prevê que o IPO ocorrerá próximo ao dia 29 de setembro do ano que vem. Será realizado sob os seguintes parâmetros: até esta data, a companhia pretende ter um EBITDA⁴ anualizado de R\$ 40 milhões, correspondente a uma receita líquida de R\$ 400 milhões. A um primeiro momento pode parecer um tanto irreal o alcance de tão elevado nível de receita líquida, ainda mais se compararmos com o faturamento

⁴ EBITDA é a sigla em inglês para *Earnings before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* que em português significa Lucros antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização ou LAJIDA.

do último ano (R\$ 88 milhões) e com as projeções para o exercício de 2007 (R\$ 120 milhões). Entretanto, para o mês de dezembro próximo, o faturamento mensal previsto é de R\$ 20 milhões, o que anualizando já seriam R\$ 240 milhões com o atual nível de atividade. Com a nova fábrica de Manaus operando fortemente ao longo do próximo ano e que sozinha tem potencial para gerar 50% de todo o faturamento da empresa, atingir um faturamento acima de R\$ 400 milhões em meados do ano que vem será factível. Dessa forma, o objetivo do IPO numericamente será captar US\$ 150 milhões através de oferta primária com mais US\$ 50 milhões através de oferta secundária, o que equivaleria a 50% do capital da empresa.

Com esta captação de recursos através do mercado de capitais, inúmeras serão as vantagens proporcionadas, não somente à Teikon como também a todas as empresas que abrem seu capital. Primeiro, por ser um mecanismo muito mais flexível e transparente de financiamento, o IPO permitirá de forma mais rápida que a empresa financie seu plano de expansão, mude sua escala de produção, reposicione sua estrutura de capital e diversifique seu negócio. Além disso, uma vez aberta, o processo de emissão de novas ações após o IPO – chamado de *follow on* – é relativamente simples e muito mais flexível se comparado às captações tradicionais via empréstimo bancário ou novo aporte dos atuais acionistas. A companhia já estará listada na bolsa, já será conhecida pelos investidores, já terá os meios para operacionalizar esta nova emissão e não terá maiores limitações para o volume a ser emitido. O limite quem define é o mercado de investidores, e este estará susceptível a investir seu capital até o ponto em que os resultados da empresa lhe gerarem retorno compatível ao esperado. Ou seja, a priori, não há limitação. Quanto mais a empresa crescer, melhores investimentos realizará, maior será o retorno gerado e maior será o interesse do mercado em aumentar sua participação.

Em segundo lugar, a abertura de capital também viabiliza o acesso a investidores potenciais, não só no Brasil, como no exterior, tendo em vista a possibilidade de captação de recursos externos, através de processos de lançamento de recibos de depósito negociáveis nos mercados de capitais de outros países, com aprovação da CVM e do Banco Central.

Além disso, a companhia aberta passa a ter uma gestão mais profissional. Inicialmente, esse processo é consequência das disposições legais, dada a eleição de conselheiros representantes dos novos acionistas e a exigência da figura do Diretor de Relações com Investidores (DRI). Estas obrigações acabam por exigir da empresa um desenvolvimento da gestão de forma mais transparente e disciplinada, tendo em vista a necessidade de prestação de contas aos acionistas. Esta disciplina não apenas protege os acionistas minoritários, mas também acaba por profissionalizar a gestão da empresa,

adicionando valor à companhia e, por conseqüência, aumentando os lucros do próprio controlador. Esta troca de informações com o mercado ainda ajuda os executivos a refletir sobre as decisões estratégicas tomadas na companhia. A empresa de capital aberto passa ter, internamente, um processo constante de aperfeiçoamento que é altamente benéfico para sua estrutura.

Outro ponto favorável é a formação de uma melhor imagem institucional. A transparência exigida na divulgação de suas informações acaba gerando um maior controle e conhecimento de muito do que está sendo desenvolvido pela empresa. Dessa forma, as decisões, planejamentos e estratégias estão publicamente disponíveis e sendo constantemente avaliados. Isso favorece a formação de uma imagem institucional de maior credibilidade para investidores, clientes, fornecedores e bancos, e ainda ampliando seu círculo econômico e social de relacionamento. Aliado a isto, a própria elaboração de relatórios por parte dos analistas do mercado e as divulgações de matérias e reportagens na imprensa acerca da empresa geram uma maior visibilidade e notoriedade. Todos estes fatos facilitam os negócios, atraem o consumidor final, promovem um maior prestígio no mercado e constroem um grande diferencial competitivo frente à concorrência.

Cabe ainda ressaltar que a injeção dos recursos dos investidores na composição do capital da empresa proporciona outro efeito benéfico: a redução do custo de capital, que pode induzir a companhia a um ciclo virtuoso. Nas empresas que têm certo grau de endividamento, a abertura de capital confere equilíbrio à estrutura de capital, balanceando o uso do crédito e do capital próprio. Com um custo de capital menor, o retorno de um projeto que anteriormente poderia não ser atrativo passa a superar o custo do financiamento, abrindo um leque muito maior de oportunidades de investimento.

Soma-se ainda o benefício de que todas estas vantagens proporcionadas pela profissionalização, melhoria na imagem e ainda redistribuição da estrutura de financiamento de longo prazo levam a uma redução do custo financeiro junto às instituições bancárias. O motivo central é a mudança benéfica ocorrida na qualidade do crédito da empresa, por uma melhoria na capacidade de pagamento, na credibilidade da gestão e das informações geradas e ainda pela tomada de empréstimos garantidos por suas ações. Nesse sentido, promove uma redução no *spread* bancário, elemento este tão significativo na formação das despesas financeiras de empresas de pequeno e médio porte como a Teikon.

A abertura de capital traz ainda liquidez patrimonial aos acionistas, que podem negociar sua participação na empresa a qualquer momento. Esta participação tende a se valorizar ao longo do tempo pela diversificação de compradores, sobretudo investidores

institucionais, nacionais ou estrangeiros. A flexibilidade para arranjos societários é outro ponto positivo. O capital aberto oferece mais alternativas em casos de partilhas de herança, saídas de importantes acionistas, mudança na estratégia empresarial e sucessão de dirigentes. No caso da Teikon, os participantes de *Private Equity* terão uma boa oportunidade de vender seus percentuais no capital da empresa ao mercado e transformar em real valor financeiro o retorno do investimento realizado, aferido pelo desenvolvimento da empresa nos últimos anos.

Por fim, o IPO possibilita a participação acionária dos funcionários, tanto pela própria compra direta dos mesmos como investidores na bolsa como também pela própria distribuição de parte das ações pela empresa a seus funcionários. Este último procedimento tem sido muito utilizado no mercado internacional e, recentemente, começou a surgir no mercado brasileiro. A eficácia desta estratégia é bastante evidente. Não há dúvidas de que o funcionário trabalha mais motivado, produtivo e engajado quando sabe que os resultados da empresa e o seu bolso estarão estreitamente ligados ao seu desempenho profissional.

4.7 DIFICULDADES E SOLUÇÕES ENCONTRADAS

À luz das vantagens já citadas, muitas são as dificuldades enfrentadas por uma pequena ou média empresa ao abrir seu capital. Com o objetivo de melhor detalhá-las, a cada uma delas serão atribuídas três explicações: o problema enfrentado pelas empresas em geral, a aplicação desta dificuldade dentro do contexto da Teikon e a solução encontrada para a mesma.

Inicialmente, é necessário ressaltar que a adesão ao mercado de capitais obriga o cumprimento de uma série de exigências, conforme já explicitado anteriormente no capítulo 2.8. Essas regras do mercado acionário são rígidas e muitas companhias passam por profunda transformação cultural e estrutural para se adaptar à nova realidade. São mudanças que podem levar muito tempo. Todas as exigências mencionadas anteriormente demandam para a empresa uma grande reestruturação interna, a exemplo da adequação do sistema contábil e de controles de suas atividades. E o tempo despendido e os recursos demandados para sua execução, muitas vezes, acabam por dificultar o processo de abertura de capital para as pequenas e médias empresas, sobretudo para aquelas de estrutura familiar, que nem sempre têm gestão profissionalizada. Para a Teikon, entretanto, essas obrigações não demandaram

grande transformação e tempo uma vez que a empresa já cumpre uma grande parte delas desde o início de suas atividades, mesmo ainda como uma sociedade fechada. Por exemplo, as divulgações de demonstrações contábeis padronizadas anuais e trimestrais, em modelo internacional USGAAP, relatórios de administração, assembleias de acionistas, auditoria internacional independente há sete anos, Conselho de Administração desde a fundação, sistema de controle interno integrado em uma única plataforma, entre outros. Entretanto, não se cumpriu ainda na companhia uma importante exigência, que é estruturar uma área de Relações com os Investidores (RI). Está em processo de implantação e o novo diretor de RI já foi contratado, devendo terminar de montar a área em data mais próxima à efetiva emissão. De qualquer forma, por muitas dessas obrigações que já cumpre há algum tempo, a empresa está conseguindo se preparar de forma mais rápida, eficiente e a custos mais acessíveis para sua abertura de capital. A exemplo da Teikon, as PMEs devem buscar iniciar essa preparação com maior antecedência, o que permitirá que o processo se desenvolva de forma mais planejada e tranquila, sem impactos abruptos na estrutura. Pressupõe-se que a empresa tenha uma estrutura organizacional e mecanismos de controle que sejam desenvolvidas a ponto de permitir aos sócios minoritários o acompanhamento e a fiscalização do seu desempenho e gestão. Certamente esta mesma estrutura e controles também são necessários para os acionistas majoritários se assegurarem de que a administração da companhia esteja voltada para a criação de valor.

Uma outra grande transformação é a multiplicação de donos. Uma empresa fechada responde basicamente às vontades de seu fundador, ou de seus herdeiros, que tomam decisões rapidamente, sem prestar contas. No dia seguinte à emissão de ações, porém, os controladores passam a responder aos humores do mercado, aos desejos de fundos de investimento estrangeiros e às dúvidas de analistas, o que diminui a autonomia dos executivos. Ocorre, portanto, uma diluição dos poderes, em que a figura do dono do negócio passa a exercer menor peso. Para o caso das PMEs, este fato é ainda mais agravante, pois grande parte delas advém de uma estrutura familiar, em que a presença da família e do dono são marcantes e centrais no processo decisório. Principalmente para estas companhias, por uma questão cultural, os sócios majoritários têm muito receio de reduzir seu controle sobre os rumos da empresa. No caso da Teikon, esta dificuldade não se aplica. Isso ocorre porque nela não há um dono. As decisões são tomadas pelo já existente conselho de administração, formado pelos muitos acionistas da companhia, como os fundos de *Private Equity*. Assim, o poder na empresa já é diluído. Não há um grande perdedor com a divisão do comando promovida pela abertura de capital. A democratização da decisão não sofrerá maiores impactos, ocorrerá

apenas uma ampliação da mesma com a entrada de novos acionistas. Assim, para esta dificuldade enfrentada pelas PMEs, é imprescindível que ocorra um entendimento dos donos do negócio de que muitas vezes é necessário abrir mão de certas decisões e de independência em prol da empresa por eles fundada ou administrada. As vantagens já citadas superam a necessidade de se compartilhar o controle com os novos acionistas. Esta participação de novos executivos no processo de decisão e a conseqüente democratização da gestão não devem ser encaradas como uma simples exigência para abrir capital, mas sim que as mesmas geram benefícios para a própria empresa, uma vez que desencoraja uma gestão unilateral e seus riscos decorrentes.

Ressalta-se também que, na relação com o mercado financeiro, o empresário e seus principais executivos são obrigados a se equilibrar em um *trade-off*. Por um lado, os investidores exigem transparência para analisar a estratégia e os números da companhia. Por outro, a empresa teme que essa transparência signifique entregar informações valiosas aos concorrentes. A desvantagem é que a estratégia da empresa torna-se pública, o que permite que a concorrência utilize esta informação para o seu próprio negócio, dificultando, muitas vezes, a formação de um diferencial competitivo. Na opinião da diretoria da Teikon, esta é uma desvantagem sim, porém, não deve ser encarada como um grande problema. Se a estratégia da empresa está servindo como referência e até mesmo cópia, é sinal de que ela encontra-se à frente de seus concorrentes, que precisarão ainda trazer à realidade de suas empresas o que já se desenvolve na Teikon. Isso demonstra que a empresa é pioneira e possivelmente seus consumidores a perceberão como tal. Cabe ressaltar ainda que o tipo de informações que é preciso prestar ao público está normalmente ligado ao desempenho financeiro da empresa. Tais informações, de qualquer forma, serão passadas aos bancos para se ter projetos aprovados junto aos mesmos. Assim, a abertura da informação não é motivo, a priori, para evitar que uma empresa entre no mercado de ações.

Além da já mencionada interferência na administração e da dificuldade de manter suas informações em segredo, uma empresa de capital aberto está sujeita a outros efeitos colaterais, a um primeiro momento. Ao ingressar no mercado de ações, sua capacidade de lidar com analistas, oferecer projeções confiáveis e responder rapidamente a crises passa a ser testada ininterruptamente. Falhas nesses três quesitos podem trazer conseqüências sérias, como abruptas desvalorizações do papel sem recuperações a médio prazo, fora das oscilações rotineiras na cotação das ações das companhias abertas. Cabe ressaltar ainda que uma empresa aberta vive sob extrema pressão para apresentar um desempenho satisfatório no curto prazo, a fim de satisfazer os investidores com uma quantidade substancial de dividendos. A

necessidade de apresentar ganhos imediatos pode inibir que a empresa desenvolva projetos e metas de longo prazo. Entretanto, isso costuma ocorrer somente com as empresas que se apressam para encarar o mercado sem antes desenvolver uma sólida musculatura. Para evitar resultados negativos e pressões inesperadas, as companhias devem passar por um processo rigoroso e dispendioso que pode levar anos de preparação. No caminho até a emissão na bolsa, o nível de trabalho deve crescer continuamente, deve-se elaborar planejamentos de curto, médio e longo prazo, para satisfazer interesses de acionistas e empresa. E somente quando a base estrutural estiver forte e preparada para lidar com o mercado é que a abertura de capital deve ser realizada.

Um outro ponto bastante difícil é a grande necessidade de educação do investidor por parte das pequenas e médias empresas. Trata-se de um processo de tornar a empresa e seu negócio conhecidos pelos investidores, não só brasileiros como também estrangeiros, por haver uma grande participação destes últimos no mercado de capitais nacional. Segundo dados do jornal O Globo (2007), a participação dos estrangeiros representou 75,6% do total das operações realizadas na BOVESPA neste ano, até 22 de novembro, equivalentes a R\$ 56,106 bilhões. Então, tornar a empresa mundialmente conhecida e atrair investidores para adquirir suas ações é uma grande dificuldade para as PMEs. Esta questão é bem menos preocupante para empresas de maior porte, pois geralmente têm uma visibilidade muito maior e são, por vezes, mundialmente conhecidas. Este desafio é encarado como um dos principais focos de atenção da Teikon em sua preparação para o processo. Além da preocupação inerente a todas as PMEs, a companhia tem um agravante, que é o mercado em que atua: a terceirização eletrônica, ou seja, fabrica produtos de outras marcas, não há marca própria, o que torna seu nome ainda menos conhecido. Por isso, é necessário fazer com que a comunidade de investimentos conheça a empresa, saiba o que ela faz e em que setor atua. Somente assim poderá atrair investidores de todas as partes para aplicar seu capital na empresa.

Por esta razão, a Teikon já mandatou os bancos de investimento que serão responsáveis pela estruturação da operação: *Credit Suisse* e Itaú BBA. Já na escolha dos mesmos foi estabelecido o critério de que os responsáveis pela operação nestes bancos entendessem do setor em que a empresa atua e tivessem um maior grau de especialização com o mesmo. Isso propiciará que estes profissionais disponibilizem aos investidores uma análise sólida e consistente de seu mercado de atuação. Nesse sentido, a educação do investidor está no escopo do trabalho dos bancos de investimento, que passará por uma série de etapas a partir do início do próximo ano, dentre elas o *Pilot Fishing*, *Investor Education* e *Road Show*.

Consistem em um processo crescente de *marketing* da oferta, em que se visitam grandes fundos de investimento no mundo, apresenta-se a empresa e o setor para os mesmos e obtém-se um retorno informal de interesse em participar da oferta. Assim, pode-se construir as âncoras que formarão sua base de compra. O objetivo é desenvolver uma imagem corporativa que aumente o interesse do público pelas ações da empresa, evidenciando seus pontos fortes e suas oportunidades de crescimento. Quanto melhor for desenvolvido o processo neste momento, maior será o estímulo à ação dos investidores, maior será a adesão ao IPO da empresa e maior será a liquidez do papel após abertura.

Por fim, tem-se a questão da precificação da oferta. Na realidade, trata-se de um dualismo entre vender ao maior preço possível por ação, para potencializar a captação de recursos, e, por outro lado, não superestimar este preço em relação ao efetivo valor da companhia. A dificuldade está justamente em encontrar o equilíbrio entre esses dois lados, porque ao mesmo tempo que a empresa deseja se capitalizar ao máximo, por outro lado um preço despropositado pode acarretar em uma grande desvalorização do papel na seqüência do IPO e, com isso, frustrar os investidores que participaram da emissão. Esses investidores, geralmente grandes fundos para os quais se dirigiram as rodadas de *marketing* da oferta, se ficarem decepcionados com o desempenho do papel, muito provavelmente não terão interesse em comprar novamente as ações da empresa em uma segunda emissão, o que dificulta bastante uma nova captação no mercado (*follow-on*).

No caso da Teikon, a necessidade de financiamento projetada para os próximos anos prevê que a empresa necessitará de novo aporte via mercado de capitais para financiar seu crescente desenvolvimento. Dessa forma, segundo informações do diretor financeiro da empresa, a idéia é, a partir da análise de preço realizada pelos bancos de investimento, projetar um valor um pouco abaixo do previsto, para que se tenha um maior probabilidade de agradar os investidores com uma valorização do papel. Ou seja, estimar um preço um pouco menor, abrir mão de uma maior captação em um primeiro momento, e assim, satisfazer os investidores participantes da oferta e possibilitar uma segunda participação dos mesmos em uma futura emissão. Esta decisão deve ser tomada por cada empresa que realiza um IPO, pois dependendo do contexto de cada uma, diferentes estratégias podem ser realizadas. Algumas delas podem, por exemplo, desejar fazer uma única oferta. Neste caso, buscar atingir o preço ideal seria mais interessante, ao contrário de diminuí-lo. Nesse sentido, o *trade off* será responsabilidade de cada empresário em adequar-se aos seus objetivos. Porém, o certo é que desagradar o investidor logo no início não é vantajoso para nenhuma empresa, tanto pelo prejuízo de imagem como também por diminuir seu valor de mercado e por conseqüência o

capital de seus acionistas. Atentar-se a este ponto pode ser preponderante para o sucesso da oferta.

Por todo o exposto, muitas são as dificuldades que uma pequena e média empresa se depara quando decide pela abertura de capital. Entretanto, a exemplo das práticas e estratégias adotadas pela Teikon, as mesmas não podem inibir os empresários de optar por este mecanismo de financiamento, tão mais flexível e ilimitado do que recorrer às instituições financeiras. O importante é encarar estes desafios e buscar sua adequação, até porque, apesar de em um primeiro momento parecerem empecilhos, conforme explicitado acima, são solucionáveis, desde que haja dedicação e interesse de todos os agentes participantes do processo. Desta forma, os pequenos e médios empresários poderão usufruir das vantagens proporcionadas a uma empresa de capital aberto e ainda aproveitar das melhorias geradas pela profissionalização da gestão.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao longo do presente trabalho, buscou-se demonstrar e analisar o processo de preparação para a efetiva distribuição de ações no mercado de capitais brasileiro, com uma perspectiva voltada aos pequenos e médios empresários. Através do estudo de caso realizado na empresa Teikon Tecnologia Industrial S/A, pode-se perceber que muitas decisões e atitudes tomadas por esta empresa são positivas e assertivas em relação ao desenvolvimento de um processo de preparação natural, eficiente e benéfico para a mesma. Ao analisarmos seu histórico de formação, seu modelo de gestão e de elaboração de atividades, muitas informações e conhecimentos podem ser absorvidos e aplicados como referência para outras empresas de pequeno e médio porte.

O ponto de partida é o tão importante interesse em se ter uma empresa organizada, conceito este que permeou as atividades da Teikon desde sua fundação. Grande parte do que é exigido pelo mercado de investidores e instituições reguladoras não é mera exigência formal e desnecessária. Consistem em melhores práticas e atitudes frente ao negócio, e enquadrar-se às mesmas é realmente vantajoso para o próprio desenvolvimento da empresa. Através de uma gestão profissional, permite-se uma melhor tomada de decisão quanto aos diferentes rumos a serem seguidos. Assim, todo o contexto de formação da Teikon, como a inexistência da figura do dono, a informação disponível a todos e a convivência com o *Private Equity*, permitem que a empresa busque com maior naturalidade o mercado de capitais como fonte de financiamento. Entretanto, para muitos dos pequenos e médios empresários, o mercado de capitais ainda tende a ser visto como uma ação complexa e de difícil acesso.

Isso ocorre porque, ainda hoje, boa parte das PMEs brasileiras apresentam uma estrutura familiar, muito centrada nas origens da família fundadora, não mantendo uma forma de gestão mais moderna. Encontram-se usualmente constituídas sob a forma de sociedade limitada, sem maiores regulamentações. Da mesma forma, questões relevantes economicamente para a valoração de um negócio e envolvendo o patrimônio intangível da empresa costumam ser deixadas de lado, sem maior tutela por parte dos gestores. Há ainda uma questão cultural envolvida, em função do modelo de financiamento muito comum em nosso país, principalmente no passado. Muitas PMEs acostumaram-se a crescer a base de financiamentos do BNDES, de benefícios fiscais e de leis elaboradas pelo governo que auxiliavam o seu negócio e subsidiavam momentos de crise. Este modelo permitiu que muitos empresários desenvolvessem uma mentalidade de que o governo deveria ser responsável por

financiá-lo e por atender suas demandas. Deixaram, assim, de desenvolver um trabalho interno de aprimoramento de gestão e de adequação das atividades e processos às suas necessidades, na certeza de que se teria a alternativa de recorrer ao governo como forma de sanar suas deficiências e dificuldades. Por consequência, é previsível que tais empresários encarem o mercado de capitais ainda como mecanismo de difícil acesso, pois boa parte da organização e dos controles internos de suas empresas encontra-se defasada, fazendo com que fique muito distante e dispendioso atingir o nível de governança corporativa exigido pelo mercado de capitais.

No entanto, tal mentalidade não deve ser encarada como um empecilho, desmotivando estes empresários. Ao contrário, deve servir de alerta para os mesmos, pois além de ser vantajosa para a empresa, a concorrência pode estar realizando efetivamente uma emissão de ações sem o conhecimento da empresa, o que poderia suscitar uma necessidade ou vontade de IPO às pressas. Nesse sentido, é imprescindível, para desenvolver uma emissão de ações ao mercado, que seja elaborado um processo preparatório de profissionalização com bastante antecedência e sob todos os âmbitos. A não antecedência pode acarretar em um processo mal desenvolvido, em custos mais elevados tanto para desenvolver o processo como para profissionalizar a gestão e em desperdício de recursos e tempo. Além disso, os próprios bancos de investimento podem acabar não desejando participar da operação, pois, pelo despreparo da empresa, podem antever uma possível desvalorização do papel, o que não é vantajoso nem para a imagem deste banco nem para os rendimentos que obtém, pois estes geralmente incluem uma remuneração variável em relação ao desempenho das ações.

Além disso, cabe salientar que a abertura de capital consiste em um importante passo para a empresa. Aliada à sua importância, está a grande responsabilidade dos atuais acionistas e colaboradores em atingir o objetivo pretendido com a operação, pois o momento é único, isto é, abrir capital ocorre apenas uma vez. Na palavra dos conselheiros da Teikon, representa “o” *deal* para os acionistas de uma empresa e não apenas “um” *deal* como outro qualquer. Despreparos neste momento podem ser desastrosos para o negócio e valor da companhia, o que não só decepciona colaboradores, como também acionistas e investidores. Vale lembrar que muito tempo, vida e dinheiro foram investidos na organização, e isto exige um grande profissionalismo de seus gestores no momento de decidir pela abertura de capital e no consequente preparo para a mesma.

Como alternativa para auxiliar neste preparo e não ficar na dependência apenas da decisão de gestores quanto aos ajustes necessários na companhia já mencionados, tem-se a opção, a exemplo da Teikon, de optar por um aporte anterior de *Private Equity*, que força e

exige um preparo da empresa antes mesmo da abertura de capital. Assim, se não houver um efetivo empenho por parte de gestores e diretoria em melhorar e profissionalizar processos internos, ao menos a convivência com fundos de *Private Equity* demandará obrigatoriamente da empresa uma prestação de contas, que levará naturalmente a uma melhoria interna e a adaptações prévias na cultura e estrutura da organização.

Outra forma de promover para as PMEs uma preparação antes da abertura de capital é a adesão ao Programa BOVESPA MAIS, utilizando-se do suporte da bolsa para desenvolver e auxiliar o processo, além dos custos um pouco reduzidos. A própria Teikon foi cogitada pela BOVESPA para estrear este programa, porém, no entendimento da empresa, não era a melhor alternativa, por envolver um trabalho de preparação e exigências muito similares ao Novo Mercado e uma precificação descontada pelo fato de a operação ser relativamente pequena. Como a Teikon já possui uma taxa de crescimento que permite projetar uma operação no Novo Mercado no médio prazo, os acionistas entenderam ser melhor buscar outra fonte de financiamento e direcionar diretamente para este segmento de listagem. Para as PMEs que não necessitem de um grande volume de captação no mercado, o programa é uma boa alternativa, podendo obter operações até mais baratas que um *Private Equity*, por exemplo. Até o momento, entretanto, o programa ainda não deslanchou, sem motivos aparentes. Explicações possíveis, na opinião deste autor, podem ser: o desinteresse dos bancos de investimento em participar destas operações menores, e assim acabam levando seus clientes interessados diretamente para o Novo Mercado e pelo fato de nenhuma empresa querer ser a primeira a estrear um novo segmento de listagem, a exemplo do que ocorreu com o próprio Novo Mercado no início de suas atividades.

Diante de todo o exposto, resta concluir que as pequenas e médias empresas atuantes no mercado brasileiro não podem e não devem afastar a possibilidade de se tornarem uma companhia de capital aberto em face das dificuldades estruturais que as acompanham desde a origem. Pelo contrário, devem planejar a mudança cultural e desenvolver o seu arcabouço societário no sentido de prevenir conflitos e prover soluções de continuidade, preservando o valor do negócio, e criando os fundamentos necessários para receber diretamente recursos de investidores interessados no resultado da atividade através do mercado de capitais.

Acredita-se que diante do cenário de desenvolvimento econômico atual e constante necessidade de investimentos que se projeta para as empresas no Brasil, a abertura de capital poderá ser uma conseqüência natural e as companhias que já estiverem preparadas prevalecerão sobre aquelas que ainda permanecerem inertes a esta tendência.

REFERÊNCIAS

BORGES, Juliana. A preparação de uma média empresa para abertura de capital. **Revista Exame. São Paulo**. Disponível em: <<http://portalexame.abril.com.br/pme/m0125298.html>>. Acesso em: 29 abr. 2007.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Como e por que tornar-se uma companhia aberta**. ago. 2006. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/guiaaber.pdf>>. Acesso em: 25 mai. 2007.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Custo da Abertura de Capital e Manutenção da Cia Aberta**. dez. 2005. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/CustosSA.pdf>>. Acesso em: 26 abr. 2007.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Para Empresas-IPOs Recentes**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Empresas/InstInfoEmpresas/AberturaIPOsRecentes.asp?tit=27>>. Acesso em: 21 nov. 2007.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Abertura de Capital de Empresas**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/publ_200.asp>. Acesso em: 20 mai. 2007.

GUERRA, Sílvio. **Acessando mercados via private equity**. Espaço Institucional. Julho de 2006. Disponível em: <<http://www.uasf.sebrae.com.br/uasfgestao/uasfnoticias/>>. Acesso em: 20 nov. 2007.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Estatísticas do Cadastro Central de Empresas 2004**. Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/economia/cadastroempresa/2004/default.shtm>>. Acesso em: 20 mai. 2007.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **O que é Governança Corporativa?** Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=369&IDp=368>>. Acesso em: 26/11/2007.

LODI, João Bosco. **Governança Corporativa**. Rio de Janeiro: Campus, 2000. 190 p.

LUBAMBO, Lia. O que vem depois da Bolsa. Como a vida de uma empresa se transforma após sua abertura de capital. **Revista Exame, São Paulo**. 23 mar. 2006. Disponível em: <<http://portalexame.abril.com.br/revista/exame/edicoes/0864/financas/m0081182.html>>. Acesso em 25 nov. 2007.

LUBAMBO, Lia. Os empreendedores vão à Bolsa. **Revista Exame, São Paulo**. Disponível em: <<http://portalexame.abril.com.br/revista/exame/edicoes.html>> Acesso em 29 abr. 2007.

MYERS, Stewart C. **Capital Structure**. Journal of Economic Perspectives. v. 15, n. 2. 2001.

ROESCH, Sylvia Maria Azevedo. **Projetos de estágio e de pesquisa em administração: guia para estágios, trabalhos de conclusão, dissertações e estudo de casos**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 1999.

ROSENBAUM, Léo. **Aspectos legais das operações de private equity**. Jurídico M&B-A. Outubro 2006. Disponível em: <<http://www.uasf.sebrae.com.br/uasfgestao/uasfnoticias/>>. Acesso em: 20 nov. 2007.

SANTOS, Carlos Alberto dos. **Sistema Financeiro e as micro e pequenas empresas: diagnósticos e perspectivas**. Brasília: Sebrae. 2004.

SERVIÇO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS. **Sobrevivência das Micro e Pequenas Empresas**. Disponível em: <<http://www.sebrae.com.br/customizado/estudos-e-pesquisas/estudos-e-pesquisas/sobrevivencia-das-micro-e-pequenas-empresas>>. Acesso em: 20 mai. 2007.

VIEIRA, Fabrício. Brasil deixa liderança do juro real. **Folha de São Paulo, São Paulo**. 17 jul. 2007. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u312532.html>>. Acesso em: 24 nov. 2007.

APÊNDICE A – Planilha de dados para cálculo do faturamento médio

Planilha utilizada como base de dados para o cálculo da média de faturamento em 2006 das empresas listadas na BOVESPA, conforme demonstrado no item 4.1 deste trabalho. Extraída do aplicativo Economática, com data base em 05 de setembro de 2007.

Empresa	País Sede	Bolsa	Setor Econômico	Status	Tipo de Ativo	Receita Bruta (Dez 2006) de 12 meses - R\$ milhares
Petrobras	BR	Bovespa	Petróleo e Gas	ativo	Ação	205.403.037
Vale R Doce	BR	Bovespa	Mineração	ativo	Ação	46.745.559
Ambev	BR	Bovespa	Alimentos e Beb	ativo	Ação	32.487.848
Gerdau Met	BR	Bovespa	Siderur & Metalur	ativo	Ação	27.541.954
Gerdau	BR	Bovespa	Siderur & Metalur	ativo	Ação	27.510.940
Ipiranga Dis	BR	Bovespa	Petróleo e Gas	ativo	Ação	26.360.777
Telemar	BR	Bovespa	Telecomunicações	ativo	Ação	24.232.219
Telemar N L	BR	Bovespa	Telecomunicações	ativo	Ação	24.232.219
Ipiranga Pet	BR	Bovespa	Petróleo e Gas	ativo	Ação	22.783.003
Eletrobras	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	21.011.354
Telesp	BR	Bovespa	Telecomunicações	ativo	Ação	20.796.763
Unibanco Hld	BR	Bovespa	Finanças e Seguros	ativo	Ação	17.375.053
Braskem	BR	Bovespa	Química	ativo	Ação	16.545.278
P.Acucar-CBD	BR	Bovespa	Comércio	ativo	Ação	16.460.296
Usiminas	BR	Bovespa	Siderur & Metalur	ativo	Ação	16.365.272
Vivo	BR	Bovespa	Telecomunicações	ativo	Ação	15.454.673
Brasil T Par	BR	Bovespa	Telecomunicações	ativo	Ação	15.111.318
Brasil Telec	BR	Bovespa	Telecomunicações	ativo	Ação	15.111.318
Tim Part S/A	BR	Bovespa	Telecomunicações	ativo	Ação	13.877.559
Cemig	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	13.569.872
Itausa	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	12.554.562
CPFL Energia	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	12.227.052
AES Elpa	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	11.413.773
Eletropaulo	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	11.350.820
Sid Nacional	BR	Bovespa	Siderur & Metalur	ativo	Ação	11.265.137
Embratel Part	BR	Bovespa	Telecomunicações	ativo	Ação	11.141.210
Souza Cruz	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	8.699.473
Embraer	BR	Bovespa	Veiculos e peças	ativo	Ação	8.358.443
Neoenergia	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	8.217.703
Copesul	BR	Bovespa	Química	ativo	Ação	8.148.184
Light S/A	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	7.997.196
Sadia S/A	BR	Bovespa	Alimentos e Beb	ativo	Ação	7.940.480
TAM S/A	BR	Bovespa	Transporte Serviç	ativo	Ação	7.700.091
Copel	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	7.421.326
Suzano Hold	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	6.795.004
Whirpool	BR	Bovespa	Eletroeletrônicos	ativo	Ação	6.423.122
Energias BR	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	6.221.997
Perdigao S/A	BR	Bovespa	Alimentos e Beb	ativo	Ação	6.105.961

Sabesp	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	5.984.012
Ipiranga Ref	BR	Bovespa	Petróleo e Gas	ativo	Ação	5.619.861
Springs	BR	Bovespa	Textil	ativo	Ação	5.496.814
521 Particip	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	5.312.981
Ultrapar	BR	Bovespa	Química	ativo	Ação	5.229.910
Lojas Americ	BR	Bovespa	Comércio	ativo	Ação	5.020.042
Paranapanema	BR	Bovespa	Siderur & Metalur	ativo	Ação	4.803.489
Rede Energia	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	4.775.073
JBS	BR	Bovespa	Alimentos e Beb	ativo	Ação	4.749.051
Celesc	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	4.654.097
Aracruz	BR	Bovespa	Papel e Celulose	ativo	Ação	4.385.042
V C P	BR	Bovespa	Papel e Celulose	ativo	Ação	4.377.180
Acesita	BR	Bovespa	Siderur & Metalur	ativo	Ação	4.364.847
VBC Energia	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	4.198.509
Porto Seguro	BR	Bovespa	Finanças e Seguros	ativo	Ação	4.180.000
Wembley	BR	Bovespa	Textil	ativo	Ação	4.167.638
Coteminas	BR	Bovespa	Textil	ativo	Ação	4.165.317
Petroq Uniao	BR	Bovespa	Química	ativo	Ação	4.121.068
Globex	BR	Bovespa	Comércio	ativo	Ação	4.117.986
Coelba	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	4.011.724
Gol	BR	Bovespa	Transporte Serviç	ativo	Ação	3.951.858
Bradespar	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	3.934.877
Natura	BR	Bovespa	Comércio	ativo	Ação	3.889.960
Comgas	BR	Bovespa	Petróleo e Gas	ativo	Ação	3.757.051
Caraiba Met	BR	Bovespa	Siderur & Metalur	ativo	Ação	3.735.054
Elektro	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	3.626.394
Unipar	BR	Bovespa	Química	ativo	Ação	3.615.054
Suzano Papel	BR	Bovespa	Papel e Celulose	ativo	Ação	3.609.375
Weg	BR	Bovespa	Máquinas Indust	ativo	Ação	3.527.110
Ampla Energ	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	3.294.152
Klabin S/A	BR	Bovespa	Papel e Celulose	ativo	Ação	3.246.655
Suzano Petr	BR	Bovespa	Química	ativo	Ação	3.184.497
Tractebel	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	3.060.737
Celpe	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	3.029.906
La Fonte Par	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	2.673.345
Celg	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	2.632.897
La Fonte Tel	BR	Bovespa	Telecomunicações	ativo	Ação	2.543.929
LF Tel	BR	Bovespa	Telecomunicações	ativo	Ação	2.543.929
Randon Part	BR	Bovespa	Veiculos e peças	ativo	Ação	2.524.101
Net	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	2.467.724
Cesp	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	2.398.136
Marfrig	BR	Bovespa	Alimentos e Beb	ativo	Ação	2.391.021
Rio Gde Ener	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	2.382.043
Ampla Invest	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	2.336.960
Coelce	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	2.336.960
Guararapes	BR	Bovespa	Textil	ativo	Ação	2.334.295
CCR Rodovias	BR	Bovespa	Transporte Serviç	ativo	Ação	2.317.891
CEEE-GT	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	2.286.050
Fosfertil	BR	Bovespa	Química	ativo	Ação	2.274.606
Eleva	BR	Bovespa	Alimentos e Beb	ativo	Ação	2.162.290
Acos Vill	BR	Bovespa	Siderur & Metalur	ativo	Ação	2.080.055
Aes Sul	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	2.055.142

Marcopolo	BR	Bovespa	Veiculos e peças	ativo	Ação	2.034.263
ALL Amer Lat	BR	Bovespa	Transporte Serviç	ativo	Ação	1.981.152
Profarma	BR	Bovespa	Comércio	ativo	Ação	1.967.713
Duratex	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	1.965.174
Lojas Renner	BR	Bovespa	Comércio	ativo	Ação	1.942.945
Copasa	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	1.865.037
Tupy	BR	Bovespa	Veiculos e peças	ativo	Ação	1.830.921
Gradiente	BR	Bovespa	Eletroeletrônicos	ativo	Ação	1.818.446
Metal Leve	BR	Bovespa	Veiculos e peças	ativo	Ação	1.809.879
Telemig Cl	BR	Bovespa	Telecomunicações	ativo	Ação	1.768.918
Telemig Part	BR	Bovespa	Telecomunicações	ativo	Ação	1.768.918
M. Diasbranco	BR	Bovespa	Alimentos e Beb	ativo	Ação	1.719.378
Alpargatas	BR	Bovespa	Textil	ativo	Ação	1.703.280
Celipa	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	1.698.501
Petroflex	BR	Bovespa	Química	ativo	Ação	1.656.419
Cemat	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	1.655.403
Itautec	BR	Bovespa	Eletroeletrônicos	ativo	Ação	1.644.335
Energisa	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	1.623.892
Iochp-Maxion	BR	Bovespa	Veiculos e peças	ativo	Ação	1.601.863
Vicunha Text	BR	Bovespa	Textil	ativo	Ação	1.547.281
AES Tiete	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	1.526.464
Fer Heringer	BR	Bovespa	Química	ativo	Ação	1.454.366
Magnesita	BR	Bovespa	Mineração	ativo	Ação	1.434.872
CEG	BR	Bovespa	Petróleo e Gas	ativo	Ação	1.404.000
Tran Paulist	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	1.401.346
Dixie Toga	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	1.398.092
AGConcessoes	BR	Bovespa	Transporte Serviç	ativo	Ação	1.392.796
Grendene	BR	Bovespa	Textil	ativo	Ação	1.392.379
Positivo Inf	BR	Bovespa	Eletroeletrônicos	ativo	Ação	1.349.385
Contax	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	1.319.975
Minerva	BR	Bovespa	Alimentos e Beb	ativo	Ação	1.312.332
CEB	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	1.306.230
Sanepar	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	1.244.256
Americel	BR	Bovespa	Telecomunicações	ativo	Ação	1.240.747
Confab	BR	Bovespa	Siderur & Metalur	ativo	Ação	1.206.981
GVT Holding	BR	Bovespa	Telecomunicações	ativo	Ação	1.199.882
Cyrela Realty	BR	Bovespa	Construção	ativo	Ação	1.156.768
Localiza	BR	Bovespa	Transporte Serviç	ativo	Ação	1.148.022
M G Poliest	BR	Bovespa	Química	ativo	Ação	1.127.856
Medial Saude	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	1.116.713
Cemar	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	1.116.546
Equatorial	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	1.116.546
Yara Brasil	BR	Bovespa	Química	ativo	Ação	1.087.486
Parmalat	BR	Bovespa	Alimentos e Beb	ativo	Ação	971.178
Cosern	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	970.563
Santistextil	BR	Bovespa	Textil	ativo	Ação	947.304
Eluma	BR	Bovespa	Siderur & Metalur	ativo	Ação	931.013
Elekeiroz	BR	Bovespa	Química	ativo	Ação	897.085
Bombril	BR	Bovespa	Química	ativo	Ação	873.506
Fer C Atlant	BR	Bovespa	Transporte Serviç	ativo	Ação	856.392
Vigor	BR	Bovespa	Alimentos e Beb	ativo	Ação	840.745
Dimed	BR	Bovespa	Comércio	ativo	Ação	834.963

Drogasil	BR	Bovespa	Comércio	ativo	Ação	817.513
Inepar	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	795.700
Mont Aranha	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	766.316
Gafisa	BR	Bovespa	Construção	ativo	Ação	744.199
Mangels Indl	BR	Bovespa	Siderur & Metalur	ativo	Ação	743.132
GPC Part	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	741.004
Dasa	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	729.682
Amazonia Celular	BR	Bovespa	Telecomunicações	ativo	Ação	704.265
Tele Nort Cl	BR	Bovespa	Telecomunicações	ativo	Ação	704.265
Eucatex	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	690.170
Inds Romi	BR	Bovespa	Máquinas Indust	ativo	Ação	664.534
Ger Paranap	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	664.065
Uoi	BR	Bovespa	Software e Dados	ativo	Ação	634.302
Saraiva Livr	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	587.290
Battistella	BR	Bovespa	Comércio	ativo	Ação	583.503
Josapar	BR	Bovespa	Alimentos e Beb	ativo	Ação	581.376
Petropar	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	563.401
Vulcabras	BR	Bovespa	Textil	ativo	Ação	563.292
Melhor SP	BR	Bovespa	Papel e Celulose	ativo	Ação	534.104
Plascar Part	BR	Bovespa	Veiculos e peças	ativo	Ação	531.537
Forjas Taurus	BR	Bovespa	Siderur & Metalur	ativo	Ação	519.430
Tegma	BR	Bovespa	Transporte Serviç	ativo	Ação	512.655
Portobello	BR	Bovespa	Minerais não Met	ativo	Ação	511.020
Ferbasa	BR	Bovespa	Siderur & Metalur	ativo	Ação	507.157
Melpaper	BR	Bovespa	Papel e Celulose	ativo	Ação	502.728
Iguacu Cafe	BR	Bovespa	Alimentos e Beb	ativo	Ação	492.863
Fras-Le	BR	Bovespa	Veiculos e peças	ativo	Ação	488.652
OHL Brasil	BR	Bovespa	Transporte Serviç	ativo	Ação	471.331
Abnote	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	470.757
Santos Brasil	BR	Bovespa	Transporte Serviç	ativo	Ação	468.199
Eternit	BR	Bovespa	Minerais não Met	ativo	Ação	444.945
Redecard	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	442.763
Marisol	BR	Bovespa	Textil	ativo	Ação	439.450
Pronor	BR	Bovespa	Química	ativo	Ação	432.652
Rossi Resid	BR	Bovespa	Construção	ativo	Ação	425.023
Wim Ind Com	BR	Bovespa	Petróleo e Gas	ativo	Ação	421.902
Metalfrio	BR	Bovespa	Máquinas Indust	ativo	Ação	421.151
Schulz	BR	Bovespa	Veiculos e peças	ativo	Ação	418.210
Brascan Res	BR	Bovespa	Construção	ativo	Ação	408.825
Cacique	BR	Bovespa	Alimentos e Beb	ativo	Ação	394.173
Totvs	BR	Bovespa	Software e Dados	ativo	Ação	391.530
Casan	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	391.203
Cia Hering	BR	Bovespa	Textil	ativo	Ação	389.610
Celul Irani	BR	Bovespa	Papel e Celulose	ativo	Ação	377.689
Arteb	BR	Bovespa	Veiculos e peças	ativo	Ação	371.163
Cedro	BR	Bovespa	Textil	ativo	Ação	369.776
Millennium	BR	Bovespa	Química	ativo	Ação	367.159
CSU CardSystem	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	354.355
Mundial	BR	Bovespa	Siderur & Metalur	ativo	Ação	345.556
Teka	BR	Bovespa	Textil	ativo	Ação	343.044
Karsten	BR	Bovespa	Textil	ativo	Ação	341.112

Bardella	BR	Bovespa	Máquinas Indust	ativo	Ação	329.885
Sansuy	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	328.749
Pettenati	BR	Bovespa	Textil	ativo	Ação	321.351
Cremer	BR	Bovespa	Textil	ativo	Ação	321.128
Pet Manguinh	BR	Bovespa	Petróleo e Gas	ativo	Ação	317.974
Leco	BR	Bovespa	Alimentos e Beb	ativo	Ação	310.778
Nadir Figuei	BR	Bovespa	Minerais não Met	ativo	Ação	307.044
DHB	BR	Bovespa	Veiculos e peças	ativo	Ação	302.326
Company	BR	Bovespa	Construção	ativo	Ação	299.726
Santanense	BR	Bovespa	Textil	ativo	Ação	293.484
Panatlantica	BR	Bovespa	Siderur & Metalur	ativo	Ação	291.818
Log-In	BR	Bovespa	Transporte Serviç	ativo	Ação	290.288
CBC Cartucho	BR	Bovespa	Siderur & Metalur	ativo	Ação	290.120
Par Al Bahia	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	273.859
Lupatech	BR	Bovespa	Siderur & Metalur	ativo	Ação	256.343
SLC Agricola	BR	Bovespa	Agro e Pesca	ativo	Ação	228.527
Dohler	BR	Bovespa	Textil	ativo	Ação	228.470
Sultepa	BR	Bovespa	Construção	ativo	Ação	225.255
Oderich	BR	Bovespa	Alimentos e Beb	ativo	Ação	220.638
Inpar S/A	BR	Bovespa	Construção	ativo	Ação	218.525
Even	BR	Bovespa	Construção	ativo	Ação	215.405
Wetzel S/A	BR	Bovespa	Veiculos e peças	ativo	Ação	214.862
Kepler Weber	BR	Bovespa	Siderur & Metalur	ativo	Ação	212.316
B2W Global	BR	Bovespa	Comércio	ativo	Ação	211.462
Grazziotin	BR	Bovespa	Comércio	ativo	Ação	208.357
Docas	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	198.792
Aco Altona	BR	Bovespa	Siderur & Metalur	ativo	Ação	193.842
Azevedo	BR	Bovespa	Construção	ativo	Ação	193.506
Datasul	BR	Bovespa	Software e Dados	ativo	Ação	191.407
Blue Tree	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	189.410
Odontoprev	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	188.796
Trafo	BR	Bovespa	Eletroeletrônicos	ativo	Ação	187.390
Metisa	BR	Bovespa	Siderur & Metalur	ativo	Ação	186.619
Triunfo Part	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	183.530
Tekno	BR	Bovespa	Siderur & Metalur	ativo	Ação	182.225
Bematech	BR	Bovespa	Eletroeletrônicos	ativo	Ação	176.001
Cambuci	BR	Bovespa	Textil	ativo	Ação	169.789
Buettner	BR	Bovespa	Textil	ativo	Ação	164.626
Ind Cataguas	BR	Bovespa	Textil	ativo	Ação	160.712
Tecnosolo	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	148.501
Klabinsegall	BR	Bovespa	Construção	ativo	Ação	144.061
GP Invest	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	137.853
EMAE	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	134.986
CC Des Imob	BR	Bovespa	Construção	ativo	Ação	131.103
Fibam	BR	Bovespa	Siderur & Metalur	ativo	Ação	130.215
Springer	BR	Bovespa	Eletroeletrônicos	ativo	Ação	127.994
PDG Realt	BR	Bovespa	Construção	ativo	Ação	121.064
Iguatemi	BR	Bovespa	Construção	ativo	Ação	120.846
Met Duque	BR	Bovespa	Siderur & Metalur	ativo	Ação	120.562
Riosulense	BR	Bovespa	Veiculos e peças	ativo	Ação	112.311
Metal Iguacu	BR	Bovespa	Siderur & Metalur	ativo	Ação	110.674
Joao Fortes	BR	Bovespa	Construção	ativo	Ação	105.495

MRV	BR	Bovespa	Construção	ativo	Ação	104.519
Minupar	BR	Bovespa	Alimentos e Beb	ativo	Ação	103.244
Hoteis Othon	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	102.905
Minasmaquinas	BR	Bovespa	Comércio	ativo	Ação	87.064
Sondotecnica	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	86.764
Baumer	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	85.028
Const Beter	BR	Bovespa	Construção	ativo	Ação	82.773
Sao Carlos	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	79.845
Fab C Renaux	BR	Bovespa	Textil	ativo	Ação	73.823
Bic Monark	BR	Bovespa	Veiculos e peças	ativo	Ação	73.629
Habitasul	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	73.377
Estrela	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	72.885
Tex Renaux	BR	Bovespa	Textil	ativo	Ação	71.230
SPTuris	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	70.097
Pq Hopi Hari	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	70.087
Staroup	BR	Bovespa	Textil	ativo	Ação	67.064
Ecodiesel	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	66.055
Tecel S Jose	BR	Bovespa	Textil	ativo	Ação	65.306
Lark Maqs	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	57.085
Ideiasnet	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	54.110
Aliperti	BR	Bovespa	Siderur & Metalur	ativo	Ação	52.813
Renner Part	BR	Bovespa	Finanças e Seguros	ativo	Ação	51.714
Rodobensimob	BR	Bovespa	Construção	ativo	Ação	49.597
Geodex	BR	Bovespa	Telecomunicações	ativo	Ação	47.633
Afluente	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	45.422
Tectoy	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	45.117
Chiarelli	BR	Bovespa	Minerais não Met	ativo	Ação	44.904
Abyara	BR	Bovespa	Construção	ativo	Ação	44.836
Rasip Agro	BR	Bovespa	Agro e Pesca	ativo	Ação	44.215
Excelsior	BR	Bovespa	Alimentos e Beb	ativo	Ação	42.246
Schlosser	BR	Bovespa	Textil	ativo	Ação	40.787
Ban Armazens	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	40.556
Const A Lind	BR	Bovespa	Construção	ativo	Ação	38.974
Trevisa	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	34.292
Renar	BR	Bovespa	Agro e Pesca	ativo	Ação	33.825
Semp	BR	Bovespa	Eletroeletrônicos	ativo	Ação	32.610
Caf Brasília	BR	Bovespa	Alimentos e Beb	ativo	Ação	24.972
Ienergia	BR	Bovespa	Energia Elétrica	ativo	Ação	24.254
Haga S/A	BR	Bovespa	Siderur & Metalur	ativo	Ação	24.076
Micheletto	BR	Bovespa	Siderur & Metalur	ativo	Ação	21.094
BR Malls Par	BR	Bovespa	Construção	ativo	Ação	20.349
Sauipe	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	18.517
Livr Globo	BR	Bovespa	Comércio	ativo	Ação	18.051
DTCOM Direct	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	17.799
Correa Ribeiro	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	16.497
Sergen	BR	Bovespa	Construção	ativo	Ação	15.792
Anhanguera	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	15.718
Gazola	BR	Bovespa	Siderur & Metalur	ativo	Ação	15.574
Arthur Lange	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	14.190
Bic Caloi	BR	Bovespa	Veiculos e peças	ativo	Ação	13.687
Alfa Holding	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	12.277
Alfa Consorc	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	12.264

Agra Incorp	BR	Bovespa	Construção	ativo	Ação	9.992
Hercules	BR	Bovespa	Siderur & Metalur	ativo	Ação	9.589
MMX Miner	BR	Bovespa	Mineração	ativo	Ação	9.392
Celm	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	8.854
Biommm	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	6.645
Lix da Cunha	BR	Bovespa	Construção	ativo	Ação	5.544
Grucai	BR	Bovespa	Outros	ativo	Ação	5.108
Granoleo	BR	Bovespa	Alimentos e Beb	ativo	Ação	4.580
Cimob Partic	BR	Bovespa	Construção	ativo	Ação	3.970
Encorpar	BR	Bovespa	Textil	ativo	Ação	2.320
Mendes Jr	BR	Bovespa	Construção	ativo	Ação	1.831
Lojas Hering	BR	Bovespa	Comércio	ativo	Ação	1.667
Recrusul	BR	Bovespa	Veiculos e peças	ativo	Ação	1.143
Doc Imbituba	BR	Bovespa	Transporte Serviç	ativo	Ação	872
Tec Blumenau	BR	Bovespa	Textil	ativo	Ação	806
Aetatis Sec	BR	Bovespa	Fundos	ativo	Ação	344
Altere Sec	BR	Bovespa	Fundos	ativo	Ação	166
J B Duarte	BR	Bovespa	Alimentos e Beb	ativo	Ação	120
Cobrasma	BR	Bovespa	Veiculos e peças	ativo	Ação	23
Marambaia	BR	Bovespa	Alimentos e Beb	ativo	Ação	(8.328)