



TCC/UNICAMP  
Sh62e  
IE

*Ev. mercado de ações*

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS - UNICAMP  
INSTITUTO DE ECONOMIA

**CEDOC - IE - UNICAMP**

A EVOLUÇÃO RECENTE DO MERCADO ACIONÁRIO  
BRASILEIRO E DAS OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS:

O CASO DAS EMPRESAS DO GRUPO EBX

**KYU HO SHIM**

RA: 033842

*Biancareli, André Martins*

ORIENTADOR: Prof. Dr. André Martins Biancareli

**JULHO 2010**

TCC/UNICAMP  
Sh62e  
1290004893/IE

*1290004893*

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS - UNICAMP  
INSTITUTO DE ECONOMIA**

**A EVOLUÇÃO RECENTE DO MERCADO ACIONÁRIO  
BRASILEIRO E DAS OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS:  
O CASO DAS EMPRESAS DO GRUPO EBX**

**KYU HO SHIM**

RA: 033842

**BANCA EXAMINADORA**

Prof. Dr. André Martins Biancareli (Orientador)

Prof<sup>ª</sup> Dra. Rosangela Ballini

**JULHO 2010**

*As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor*

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço à minha família pelo apoio incondicional, qualquer que seja o caminho que escolha seguir. A minha mãe, Ji Young Kim, e ao meu Pai, Yong Seok Shim, que sacrificaram muita coisa pela educação dos seus filhos.

Agradeço a todos os meus amigos, que são a minha segunda família e base do que sou hoje. A turma da antiga Escola Técnica Federal de São Paulo, que esse ano completou dez anos de amizade. A turma do Andre Allix, que são pessoas que dividiram momentos inesquecíveis no velho continente. A turma do Basement, por esquentar as coisas no gelado inverno novo iorquino. Aos amigos que estão longe, pelo Brasil e mundo afora.

Agradeço a todos os meus colegas de curso de economia, em especial o Brunera, Smice, Rico, Diogão e Leandrão. O pessoal da República Tcheca e República dos Mutretas. Sem vocês, os anos de Campinas não seriam os mesmos.

Agradeço a família Ueki. Ao Eduardo e a Sueli, que são como pais para mim, e a Cindy, o Craig e a Romy, meus amigos desde a infância. Vocês foram as primeiras pessoas que nos acolheram quando chegamos aqui e sou grato por isso.

Agradeço aos meus chefes, Tiago e Sergio dos Reis, pelo apoio e paciência que tiveram comigo durante o desenvolvimento dessa monografia. Ao Maurício Gallego, pelas infinitas discussões sobre o mercado financeiro e pelas revisões dos meus textos.

Agradeço a todos os professores do curso de economia por seus ensinamentos. Ao Professor Andre Biancareli, pela sua enorme paciência em orientar um aluno tão indisciplinado como eu. A Professora Rosangela Ballini, que me ajudou bastante durante todos esses anos.

## RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo analisar o comportamento do mercado de ações brasileiro no período de expansão recente do mercado de capitais, com foco especial sobre a evolução das emissões de ações. O período entre 2004 e 2009 foi marcado pela expressiva valorização dos preços das ações, pelo aumento do volume financeiro negociado na Bolsa, pela forte presença do investidor estrangeiro e aumento significativo do número de companhias de capital aberto. A combinação do ciclo de crescimento internacional, com a grande liquidez dos mercados mundiais e a melhora do quadro geral da economia brasileira criaram condições favoráveis para as empresas utilizarem o mercado de capitais como fonte de financiamento.

Para a melhor compreensão dessa fase de expansão do mercado de ações brasileiro, será apresentado o estudo de caso das empresas do Grupo EBX. As empresas foram selecionadas pela grande repercussão que suas ações tiveram durante os últimos anos. A ousada estratégia de financiamento adotada pelo empresário Eike Batista reflete as singularidades do período de crescimento recente.

## ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>7</b>
<b>I. EVOLUÇÃO DO MERCADO DE AÇÕES BRASILEIRO: 2004 A 2009 .....</b>	<b>10</b>
I.1 Condicionantes da evolução recente do mercado de capitais brasileiro.....	10
I.2 Evolução do Mercado de Ações Brasileiro .....	13
I.3 Participação dos Investidores: A importância do Investidor Estrangeiro .....	16
I.4 A retomada das aberturas de capital e das ofertas públicas primárias e secundárias.....	21
I.5 Perfil do financiamento das empresas brasileiras no período recente: O aumento do financiamento via mercado de capitais. ....	24
<b>Conclusão do Capítulo.....</b>	<b>26</b>
<b>II. ESTUDO DE CASO: ABERTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS DO GRUPO EBX....</b>	<b>28</b>
II.1 Empresas do Grupo EBX .....	28
II.2 IPO das empresas do Grupo EBX.....	29
II.3 OGX, MMX e LLX: exemplos de sucesso .....	32
II.3.1 MMX .....	32
II.3.2 OGX.....	33
II.3.3 LLX .....	35
II.3.4 OGX, MMX e LLX: considerações finais .....	37
II.4 MPX e OSX.....	38
II. 4.1 MPX: dificuldades para superar a crise .....	38
II.4.2 OSX: mudança de cenário pós-crise .....	40
<b>Conclusão do Capítulo.....</b>	<b>42</b>
<b>CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>44</b>
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>47</b>

## INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem por objetivo estudar a rápida expansão do mercado de capitais brasileiro, com foco especial sobre a evolução das emissões de ações.

No período que abrange 2004 a 2009, o Mercado de Ações Brasileiro (MAB), apresentou um grande desenvolvimento que, em boa medida, está relacionado à expansão da liquidez internacional e às melhorias nas condições externas da economia brasileira. Segundo dados da Bovespa (2010), no período entre janeiro de 2004 e dezembro de 2009, o Ibovespa apreciou-se em 205% em Reais, e o volume de negócios por ano cresceu 353% no mesmo período, ultrapassando R\$ 1,2 trilhão em 2008. Essa apreciação tem demonstrado reflexos positivos no número de ofertas primárias de ações. Desde 2004, foram registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 116 novas empresas que abriram o capital e passaram a ter as suas ações negociadas na Bovespa. É um número expressivo considerando-se que foram registradas apenas nove empresas entre 1990 e 2003.

O aumento expressivo do número de companhias abertas nesse período está diretamente relacionado com o crescimento do MAB que, por sua vez, foi motivado pelo ciclo de crescimento internacional, pela grande liquidez dos mercados mundiais, a estabilidade interna junto com a redução das taxas de juros e apreciação da moeda nacional. A combinação desses fatores abriu uma "janela de oportunidade" que permitiu às empresas a possibilidade de captação de recursos no mercado acionário. O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro durante o período recente foi suficiente para que o MAB pudesse ser uma fonte alternativa de captação de recursos financeiros. Segundo dados da Bovespa, 2007 foi o ano recorde de emissões primárias de ações. Foram registradas 64 Ofertas Públicas de Ação (IPO) e 12 *Follow-On*, totalizando uma captação de R\$ 65,5 bilhões.

Para explicar esse fenômeno de crescimento observado, cabe destacar a importância do ciclo internacional de liquidez como um dos principais determinantes do dinamismo atual do mercado acionário. Em 2009, a participação dos investidores estrangeiros na Bovespa foi de quase um terço no total de compra e venda das ações. O

recorde de valorização das ações, de volumes negociados, e da capitalização das empresas está associado com o crescimento da presença estrangeira na Bovespa. Os investidores estrangeiros também foram os grandes responsáveis pelo sucesso dos IPOs. De acordo com o Informativo Mensal CVM, a participação dos investimentos estrangeiros nas distribuições públicas de ações foi de aproximadamente três quartos do volume total das distribuições realizadas no período.

Contudo, de acordo com Sant'anna (2009) a dependência do ciclo de liquidez internacional, que num primeiro momento contribuiu para o crescimento do MAB, faz com que o mesmo tenha dificuldades para se firmar como fonte de financiamento do desenvolvimento da economia brasileira justamente por depender excessivamente do humor do mercado financeiro internacional. Podemos usar como exemplo prático, a discrepância entre o atual momento da economia brasileira e do seu mercado acionário. Enquanto o país desfruta de boas perspectivas de crescimento econômico, sobretudo depois da divulgação do crescimento de 9% do PIB no primeiro trimestre desse ano, o Ibovespa acumulava perdas de 6,64% no ano até o final do mês de maio. Isso mostra que o MAB, ainda está mais suscetível ao posicionamento das carteiras dos investidores estrangeiros do que do desempenho da economia doméstica.

Segundo estudos da Fundap (2008) e Carvalho (2009), como consequência do crescimento, aumentou-se a importância do papel do mercado de capitais no financiamento das empresas. A partir dessa constatação, este trabalho realiza um estudo de caso das emissões de ações das empresas do Grupo EBX para analisar as possibilidades e os limites oferecidos pelo MAB como fonte segura e estável de financiamento das empresas, em diferentes momentos do ciclo de liquidez internacional.

Este trabalho foi estruturado em dois capítulos, além dessa introdução. No primeiro capítulo foi realizado um estudo sobre a evolução recente do MAB e a sua importância como meio de captação de recursos para financiamento das empresas brasileiras. No segundo capítulo, será feita a discussão sobre o modelo de financiamento via mercado de capitais das empresas do Grupo EBX. O estudo desse caso ajudará a verificar se o mercado de capitais brasileiro pode assumir de vez o papel

de principal fonte de financiamento da capacidade produtiva das empresas. Por fim, serão apresentadas as conclusões e as considerações finais do estudo.

Os meios utilizados para o estudo e para coleta de dados e informações contidas nesse trabalho foram: artigos de jornais e revistas, estudos, livros, materiais disponibilizados na Internet, principalmente nos sites da Bovespa, Banco Central e CVM, o banco de dados do software Economática e o Terminal Enfoque, além de informações adquiridas diretamente com profissionais do mercado de capitais brasileiro, como analistas e gestores de carteiras. Todas as referências bibliográficas utilizadas na confecção do trabalho estão disponíveis num item complementar no final do trabalho.

## **I. EVOLUÇÃO DO MERCADO DE AÇÕES BRASILEIRO: 2004 A 2009**

Os dados e as opiniões recolhidas das fontes utilizadas na confecção desse trabalho permitem afirmar que o mercado de ações brasileiro vem crescendo de forma acentuada a partir de 2004, em um cenário econômico favorável gerado pelo período de crescimento internacional, pela estabilidade financeira no Brasil e pelo retorno dos investidores estrangeiros ao país. Houve uma forte apreciação nos preços das ações, com um significativo aumento da liquidez da bolsa, seja por meio do aumento do volume negociado ou da abertura do capital de novas empresas.

Nesse capítulo será analisada a evolução do mercado de ações brasileiro entre 2004 e 2009. Na primeira seção será discutido, mais amplamente, os condicionantes que levaram à evolução do mercado de capitais brasileiro no período. Logo após será estudada a evolução do Ibovespa e do volume negociado. Na terceira seção será estudada a participação dos investidores estrangeiros no MAB. Na quarta seção será apresentado das aberturas de capital.

### **I.1 Condicionantes da evolução recente do mercado de capitais brasileiro.**

O desenvolvimento do mercado de capitais acompanhou as expressivas melhoras dos indicadores econômicos do país a partir de 2004. O acúmulo de reservas internacionais e a forte expansão das exportações de commodities tornaram a economia brasileira menos suscetível aos choques externos (Oliveira, 2009). A política de geração de superávits primários contribuiu para a redução do endividamento do setor público em relação ao PIB.

De acordo com o estudo da Fundap (2008), três fatores explicam a origem do notável dinamismo do mercado de capitais brasileiro no triênio entre 2004 e 2008.

Em primeiro lugar, menciona-se o cenário internacional favorável. As condições internacionais nesse período tiveram um papel decisivo para que houvesse um alinhamento do ciclo de expansão da liquidez internacional com os fundamentos da economia brasileira no período. No geral, o contexto externo foi marcado pelo afrouxamento da política monetária nos EUA, pela elevada liquidez internacional,

alimentada pelo déficit em transações correntes norte-americanos e pela redução das taxas de juros internacionais e crescimento mundial.

Na esteira do terceiro ciclo de expansão da economia americana, (...) e num contexto em que a China passa a se afirmar enquanto “duplo pólo” da economia mundial, mesmo as economias que se inseriram de forma subordinada ao processo de globalização financeira foram beneficiadas pelos ciclos de expansão da economia mundial e da liquidez internacional. Nessas condições, em países como o Brasil, onde a política monetária se acha exclusivamente orientada para o cumprimento de uma meta para a inflação – condição que, entre outras variantes, assegura o valor de face dos ativos denominados em moeda nacional e garante um elevado diferencial de taxa de juros interna e externa –, o ingresso de capitais via conta financeira do balanço de pagamentos se tornou inevitável diante do ciclo de expansão da liquidez internacional. Ademais, o ciclo de crescimento registrado notadamente nas economias norte-americana e chinesa, ao constituir um mercado comprador altamente dinâmico a nível mundial, implicou um aumento substancial dos preços das commodities, beneficiando diversos países integrantes da periferia. OLIVEIRA (2009, p.13)

Em segundo lugar, ressalte-se a melhora no quadro macroeconômico geral da economia brasileira, com a consolidação da estabilidade da moeda e a retomada do crescimento econômico. Esse ambiente macroeconômico interno mais estável com perspectivas de maior crescimento e a obtenção do grau de investimento junto às agências internacionais de classificação de risco foi essencial para o relativo aprofundamento do mercado de capitais. Esse cenário estimulou a demanda por títulos e ações pelos investidores financeiros, particularmente sensíveis à incerteza e à volatilidade dos preços-chave macroeconômicos, e favoreceu a decisão de produção e de investimento das empresas.

Além dessas condições extremamente favoráveis, a progressiva redução da taxa básica de juros, a partir de setembro de 2005, também foi importante para o dinamismo recente do mercado de capitais. A queda da taxa SELIC e a menor rentabilidade dos títulos públicos e dos fundos de investimento referenciados aos

títulos de renda fixa contribuíram para que os investidores brasileiros, acostumados a alto retorno e máxima liquidez, começassem a aceitar incorrer em risco nas aplicações no mercado de capitais. Ao mesmo tempo, a trajetória descendente da taxa de juros favoreceu a ampliação da produção e da demanda interna, estimulando os investimentos produtivos e a busca de financiamento pelas empresas (Fundap, 2008).

O forte crescimento das exportações de commodities e a diferença entre as taxas de juros interna e externa, atraíram grande quantidade de capital estrangeiro, resultando no câmbio sobrevalorizado, que foi fundamental para viabilizar o controle da meta de inflação e a redução da dívida externa líquida, melhorando as contas públicas.

Em terceiro lugar, cabe salientar, as mudanças regulatórias e o aperfeiçoamento da infra-estrutura que ofereceram condições estruturais mais propícias ao desenvolvimento do mercado de capital brasileiro. De acordo com Rocca (2001), além do progresso na adoção de padrões avançados de negociação, compensação, liquidação e custódia de títulos e valores mobiliários, criou-se um novo segmento de listagem de companhias abertas na Bovespa, o chamado Novo Mercado, no qual vigoram rígidas exigências em termos de transparência das informações para os investidores, práticas contábeis e proteção aos direitos dos acionistas minoritários.

Outro ponto que podemos destacar no que se refere às mudanças regulatórias é regulação tributária do mercado de capitais brasileiro. O regime tributário aplicado ao mercado de capitais no Brasil tem historicamente cumprido dois objetivos: por um lado exerce uma função arrecadatória, à medida que transfere ao caixa do Tesouro uma parcela dos recursos financeiros de agentes que operam no mercado de capitais. Por outro, permite ao governo desempenhar atividades regulatórias mediante alteração de alíquotas ou concessão de isenções, de modo a estruturar incentivos orientados a objetivos relativos: à política monetária, crédito, câmbio, ao mercado de capitais, inclusive o segmento de ações comercializadas em bolsas e em mercado de balcão. (Carvalho ET AL., 2009)

Em suma, a combinação do cenário internacional favorável, a melhora do quadro econômico brasileiro e as mudanças regulatórias que passaram a oferecer

melhor infra-estrutura, criaram condições propícias para o desenvolvimento do MAB, como veremos mais detalhadamente a seguir.

## I.2 Evolução do Mercado de Ações Brasileiro

Conforme dados do Bovespa (2010) e Economática, de janeiro de 2004 até o final de dezembro de 2009, a Bovespa sofreu forte valorização. O índice foi de 22.444 pontos no início de 2004, para 68.588 pontos em 31 de dezembro de 2009, representando uma valorização de 205,6% no período, conforme podemos observar no Gráfico 1.

**GRÁFICO 1. EVOLUÇÃO DO IBOVESPA  
2004-2009**



Fonte: BM&F Bovespa, Economática.

No início de 2004 o índice apresentou queda em relação a 2003, mas chegou em dezembro de 2004 com novo recorde de pontuação, 26.196 pontos, resultado das condições internacionais favoráveis, onde a economia mundial apresentou um forte crescimento, estimado em 5% segundo o Fundo Monetário Internacional (FMI) e também pelo crescimento do PIB de 5,2% em relação a 2003, segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

De acordo com o Relatório de Estabilidade Financeira do Banco Central (2005) o ano de 2005 foi marcado pela combinação de recordes sucessivos nas

exportações, valorização cambial e elevado superávit em transações correntes. A manutenção dos cortes moderados na taxa de juros deixou a taxa básica ainda um pouco acima do final do ano anterior. Apesar da expressiva queda da inflação medida pelos principais índices de preços em 2005, incertezas no cenário econômico externo e crise no cenário político interno, levaram o mercado acionário a apresentar um quadro de volatilidade durante todo o ano. O Ibovespa permaneceu em alta praticamente contínua durante os oito últimos meses do ano e o índice encerrou o ano em 33.455 pontos.

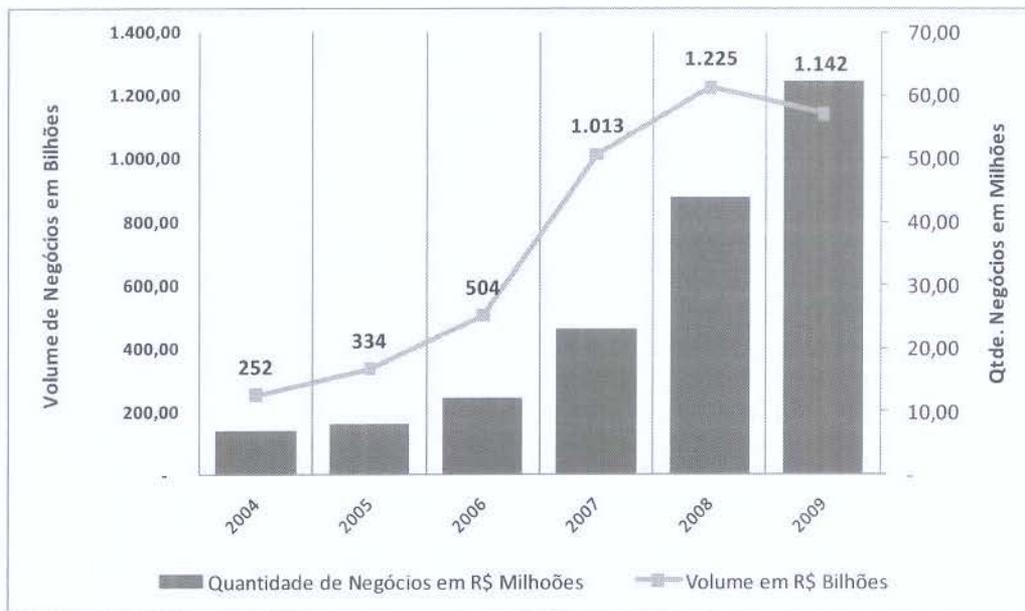
Em 2006, mesmo diante de um desempenho econômico fraco, onde o PIB cresceu apenas 3,7% segundo o IBGE (ou 2,9% antes da revisão metodológica), o Ibovespa subiu 32,9% encerrado o ano com 44.473.

No primeiro semestre de 2007 a bolsa seguiu em alta, o cenário econômico foi marcado pela alta liquidez mundial, expectativas positivas em relação ao crescimento brasileiro e mundial, contínua queda na taxa de juros, e recorde na entrada de investimentos externos no país. Porém, devido às turbulências nos Estados Unidos por conta das primeiras notícias da *Crise Sub-Prime*, o mercado de ações brasileiro no segundo semestre de 2007 se comportou com alta volatilidade. O medo de contágio global por esses ativos repercutiu em momentos de pânico nos mercados mundiais.

Apesar de alguns momentos de pânico no mercado, os rumores de que uma crise financeira mundial estava por acontecer não diminuiu o apetite dos investidores. A falta de conhecimento dos agentes sobre a real dimensão da crise fez com que se mantivesse o fluxo de entrada de capital estrangeiro no país, e o Ibovespa registrou a sua cotação máxima histórica no dia 20 de maio de 2008, fechando o dia aos 73.516 pontos. A valorização só não foi maior por conta eclosão da crise financeira no segundo semestre de 2008. A partir da data histórica, a Bovespa sofreu os reflexos da escassez de liquidez do mercado internacional e o índice despencou até atingir o piso no dia 27 de outubro de 2008, quando fechou o dia aos 29.435 pontos, representando uma desvalorização quase 60% em apenas cinco meses de pregão.

O volume de negócios anual também acompanhou a evolução do Ibovespa, que praticamente duplicou entre 2006 e 2007, e registrou a máxima história em 2008, quando foram negociados mais de US\$ 1,2 trilhões no ano. (Economática)

**GRÁFICO 2. VOLUME TOTAL ANUAL NEGOCIADO E QUANTIDADE TOTAL DE NEGÓCIOS DO IBOVESPA 2004-2009**



Fonte: Economática. Elaboração própria

Embora se destaque muito a valorização das ações brasileiras no período observado, o crescimento do mercado acionário está muito mais atrelado ao aumento do volume de negócios. Analisando o Gráfico 2, percebe-se que o número de negócios cresceu constantemente, mesmo durante a grande desvalorização do Ibovespa observado em 2008. É censo comum achar que o mercado de ações brasileiro “diminuiu” por conta da crise, mas o contínuo crescimento do volume de negócios indica que a desvalorização das ações não impediu o constante crescimento da Bolsa brasileira. Portanto, o que ocorreu foi uma descapitalização do mercado acionário brasileiro e a perda de valor das empresas negociadas devido à drástica diminuição da liquidez em circulação devido à instabilidade econômica do momento, e não pela queda do volume de negócios.

### **I.3 Participação dos Investidores: A importância do Investidor Estrangeiro**

O dinamismo do mercado de capitais no período recente foi determinado pelo ciclo de liquidez internacional. Houve, assim, no mercado internacional, uma preferência por ativos de maior rentabilidade e, conseqüentemente, as de maior risco. Nesse ponto, o mercado de ações brasileiro, que no período apresentou grande crescimento, correspondeu às expectativas dos investidores estrangeiros. Em dólares, a rentabilidade da Bovespa em 2009 foi de 125,9 %, fechando o ano como a segunda Bolsa de Valores mais rentável do mundo, segundo dados da World Federation of Exchanges (WFE).

A relação dos investidores estrangeiros e o desempenho do mercado acionário brasileiro decorrem da preponderância dos investidores estrangeiros no grupo de investidores da Bovespa (Tabela 1). A participação dos investidores estrangeiros na Bovespa passou de 22,3% em dezembro de 2002 para 33,2% em dezembro de 2005, alcançando 36,2% em dezembro de 2008.

**TABELA 1. PARTICIPAÇÃO (%) DOS INVESTIDORES NA BOVESPA NO VOLUME DE NEGÓCIOS 2004 -2009**

<b>Ano</b>	<b>Pessoas Físicas</b>	<b>Institucionais</b>	<b>Instituições financeiras</b>	<b>Investidores estrangeiros</b>	<b>Outros</b>
<b>2004</b>	24,5%	29,5%	14,4%	27,0%	4,6%
<b>2005</b>	23,0%	27,9%	12,6%	33,2%	3,4%
<b>2006</b>	23,9%	27,4%	12,6%	34,1%	2,1%
<b>2007</b>	21,7%	31,2%	9,8%	35,2%	2,1%
<b>2008</b>	29,5%	23,8%	6,2%	36,2%	4,4%
<b>2009</b>	26,5%	29,2%	10,4%	31,6%	2,2%

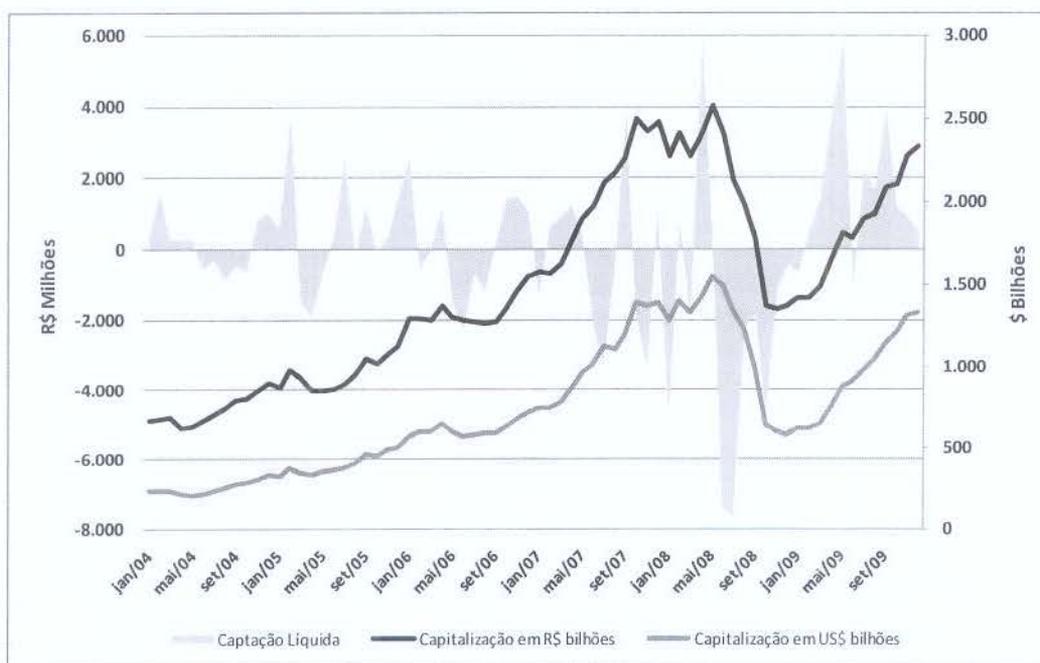
Fonte: Informe Técnico Mensal BM&F Bovespa. Elaboração própria

Essa elevada participação estrangeira torna a Bovespa dependente da dinâmica da economia internacional e das mudanças de fluxos internacionais de capital. Não é por menos que as variações negativas da bolsa em meados do segundo

semestre de 2008 foram resultados de seguidos resgates do capital estrangeiro no momento de pânico causado pela escassez da liquidez internacional.

Analisando os dados disponíveis no Informativo Mensal da CVM (2010), entre a capitalização máxima da Bovespa ocorrida no primeiro semestre de 2008, de R\$ 2,6 trilhões, e a capitalização mínima atingida em novembro de 2008, de R\$ 1,3 trilhões, R\$ 1,3 trilhões desapareceram, o que significa uma perda de 50% no período. A influência da participação estrangeira na capitalização da Bovespa pode ser observado no Gráfico 3:

**GRÁFICO 3. CAPTAÇÃO LÍQUIDA DE INVESTIMENTOS E CAPITALIZAÇÃO DA BOVESPA 2004 - 2009**



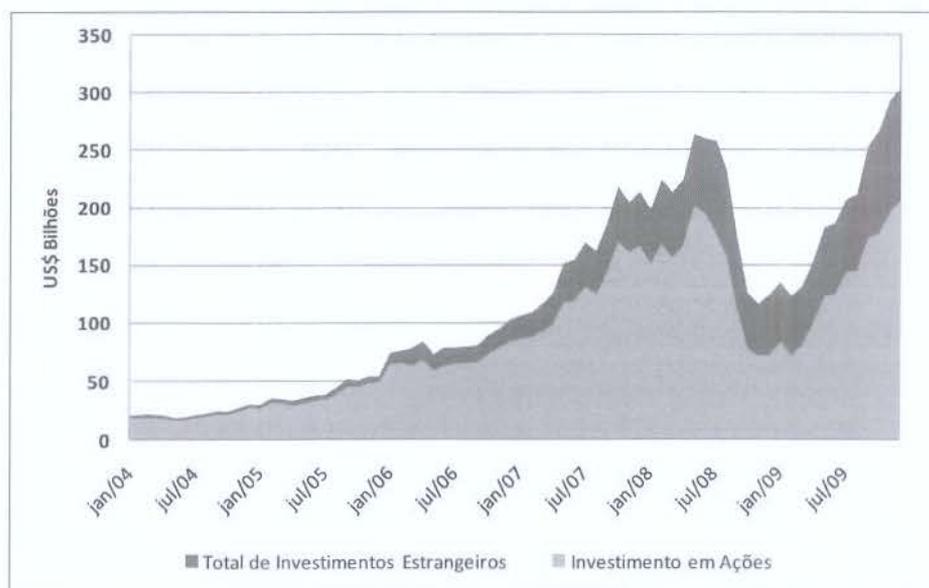
Fonte: Informativo Mensal CVM. Elaboração Própria

De acordo com os dados da CVM, o valor da carteira dos investimentos estrangeiros no mercado de capitais brasileiros saltou de US\$ 29 bilhões em dezembro de 2004 para US\$ 53 bilhões em dezembro de 2005, alcançando US\$ 102 bilhões em dezembro de 2006. Em dezembro de 2007, o valor da carteira mais do que dobrou em comparação com o mesmo ano de 2006, atingindo US\$ 214 bilhões. Quando o ciclo de liquidez chegou ao fim com a crise imobiliária em meados do segundo semestre de 2008, observou-se uma fuga de capital das economias menos desenvolvidas como a

brasileira (Graciosa, 2007). Com isso, em dezembro de 2008, o valor da carteira caiu para R\$ 123,09 bilhões, uma diferença de 42,51% em relação ao mesmo período do ano anterior.

Grande parte dos investimentos estrangeiros no mercado de capitais brasileiro foi destinado ao mercado de ações, conforme mostra o Gráfico 4. Em dezembro de 2004, 90,1% dos investimentos estrangeiros foram destinados às compras de ações de empresas brasileiras. Essa porcentagem gradualmente vem diminuindo, mesmo antes da crise, representando 77,4% do investimentos em dezembro de 2007. Em Rocca ET AL. (2009b), o estudo afirma que, diante da tendência de apreciação cambial e das boas expectativas quanto ao crescimento econômico do Brasil, observou-se uma entrada expressiva do capital estrangeiro, proporcionando grande valorização dos ativos mobiliários .

**GRÁFICO 4. EVOLUÇÃO DOS INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS EM PORTFÓLIO 2004 - 2009, EM US\$ BILHÕES**

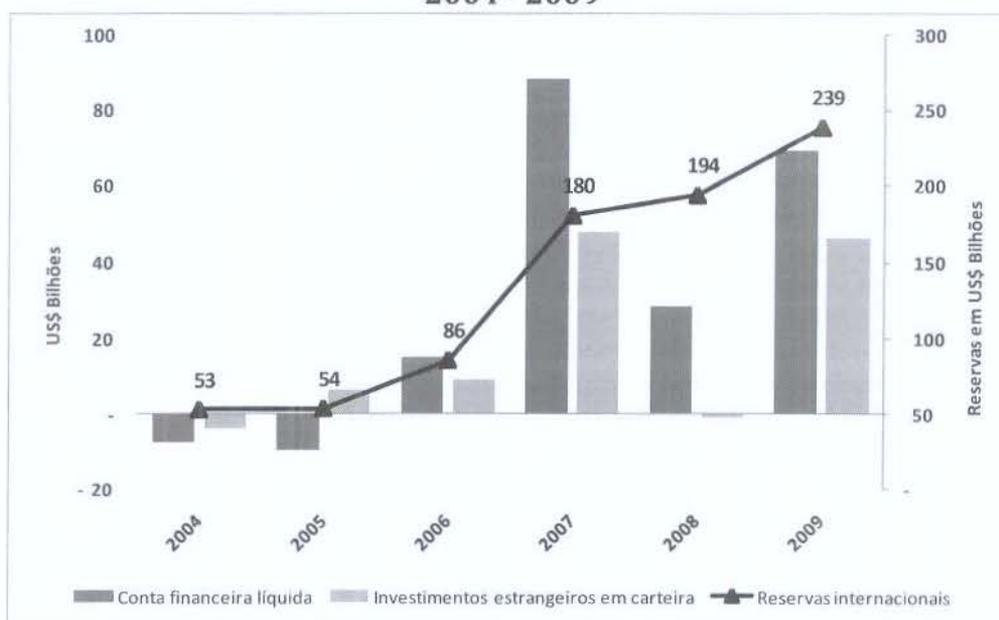


Fonte: Novo Informativo CVM. Elaboração própria

O Gráfico 5 mostra a posição líquida da conta financeira e dos investimentos estrangeiros em carteira do balanço de pagamentos brasileiro entre os anos de 2000 e 2009, assim como o nível de reservas internacionais. Observa-se o grande salto das reservas internacionais entre os anos de 2006 e 2007, quando houve um salto de US\$ 85,8 bilhões para US\$ 180,3 bilhões, devido ao grande resultado da conta financeira em

2007, influenciado fortemente pelos investimentos estrangeiros direto e em carteira. A conta financeira líquida no mesmo período, saltou de US\$ 15,1 bilhões para US\$ 88,2 bilhões, e, os investimentos estrangeiros em carteira, de US\$ 9 bilhões para US\$ 48 bilhões, sendo que desse total, US\$ 26,6 bilhões, ou 55,4% dos investimentos foram em ações. (Tabela 2)

**GRÁFICO 5. CONTA FINANCEIRA LÍQUIDA E INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS EM CARTEIRA E RESERVAS INTERNACIONAIS  
2004 - 2009**



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria

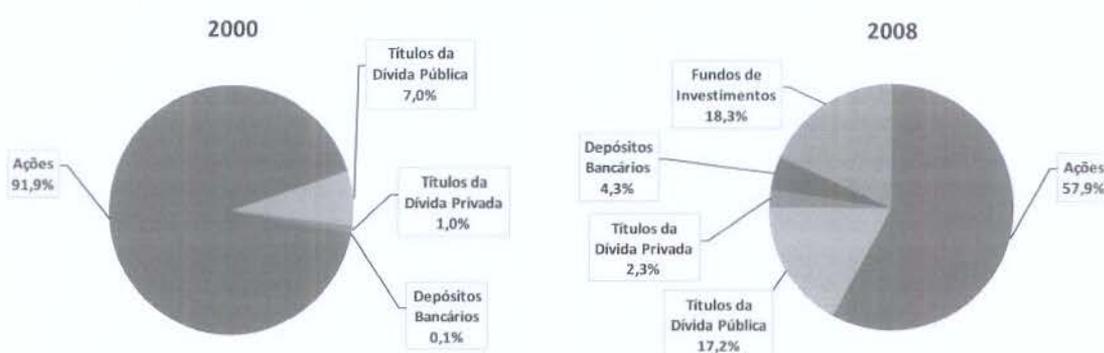
**TABELA 2. CONTA FINANCEIRA LÍQUIDA DO BRASIL E A DESTINAÇÃO DOS INVESTIMENTOS BRASILEIROS E ESTRANGEIROS EM CARTEIRA  
2004 - 2009**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Conta Financeira</b>	(7.669,93)	(9.470,43)	15.113,07	88.237,78	28.296,53	69.422,74
<b>Reservas Internacionais</b>	52.934,84	53.799,29	85.838,86	180.333,61	193.783,38	238.519,55
<b>Invest. Estrangeiros em Carteira</b>	(3.995,57)	6.655,33	9.050,61	47.989,29	(766,92)	46.158,55
<b>Ações</b>	2.080,93	6.451,25	7.715,81	26.217,34	(7.565,37)	37.071,24
<b>Renda Fixa</b>	(6.076,50)	204,08	1.334,79	21.771,95	6.798,45	9.087,31
<b>Invest. Brasileiros em Carteira</b>	(754,57)	(1.770,79)	522,63	(13,93)	1.900,05	2.974,75
<b>Ações</b>	(121,36)	(830,77)	(915,23)	(1.413,43)	257,05	2.582,19
<b>Renda Fixa</b>	(633,21)	(940,02)	1.437,86	1.399,49	1.642,99	392,56

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria

Segundo o estudo realizado por Rocca ET AL. (2009b), a carteira dos investidores estrangeiros em dezembro de 2008 foi de R\$ 287,9 bilhões, valor 4,6 vezes superior ao observado em 2000 (R\$ 62,3 bilhões). Trata-se dos ativos financeiros adquiridos por investidores estrangeiros no mercado doméstico, não incluindo, portanto as ações de empresas brasileiras compradas em bolsas do exterior via DRs. No Gráfico 6 é feita uma comparação da composição da carteira de investidores estrangeiros observada em 2000 e 2008.

**GRÁFICO 6. COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA DOS INVESTIDORES ESTRANGEIROS 2000 E 2008**



Fonte: BMF BOVESPA. Elaboração Própria

De uma situação em que as ações representavam 91,9% dos investimentos em 2000, esses investidores ampliaram consideravelmente a alocação de recursos em outros ativos e especialmente em títulos públicos. É importante observar que o valor aplicado em títulos públicos pelos investidores estrangeiros deve considerar a parcela colocada diretamente nesses papéis (17,2% da carteira em 2008) mais os recursos colocados em fundos de investimento (18,3%) de vez que para se beneficiar da isenção do imposto de renda concedida em 2006, esses fundos devem conter pelo menos 98% de títulos públicos federais; desse modo pode-se estimar em cerca de 35,5% a parcela aplicada nesses títulos.

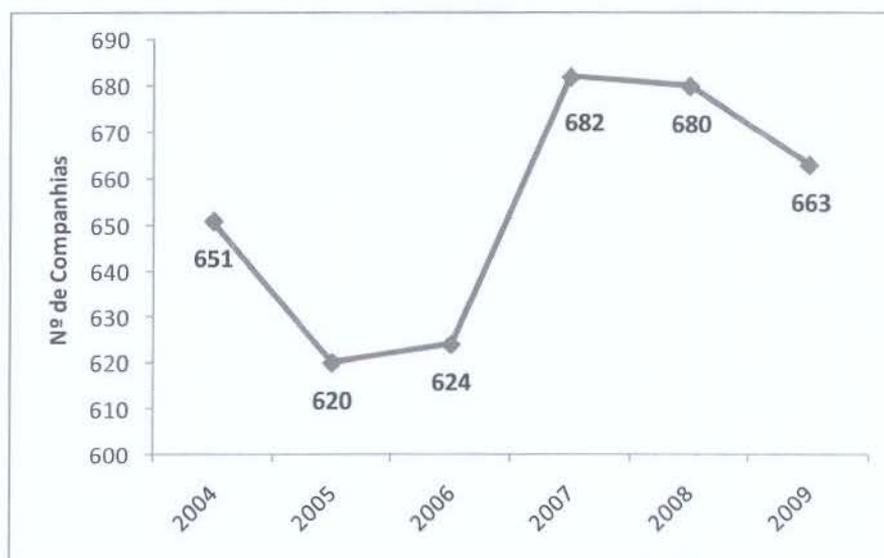
Em suma, o ingresso dos recursos externos foi decisivo na expansão do mercado de ações brasileiro, assim como foi determinante na brusca reversão dos preços das ações no segundo semestre de 2008, por conta da crise de liquidez do

sistema financeiro mundial. Isso porque a presença do investimento estrangeiro no mercado de capitais no Brasil se encontra fortemente concentrada em títulos e ações.

#### **I.4 A retomada das aberturas de capital e das ofertas públicas primárias e secundárias.**

O grande dinamismo do mercado de capitais está sendo acompanhado pelo número de companhias abertas, que havia declinado de 792 em 2002 para 620 em 2005. Segundo dados da CVM, após um discreto incremento em 2006, registra-se um salto em 2007, totalizando 682 em dezembro (Gráfico 7). Em dezembro de 2009, o número de companhias abertas era de 663, longe ainda do patamar recorde de 1034 empresas registradas em setembro de 1998.

**GRÁFICO 7. EVOLUÇÃO DO NÚMERO DE COMPANHIAS ABERTAS  
2004 - 2009, POSIÇÃO FINAL DE PERÍODO**



Fonte: Informativo Mensal CVM. Elaboração Própria

Uma das conseqüências do crescimento do mercado acionário brasileiro foi o retorno do crescimento do número de companhias abertas negociadas na Bovespa e a onda de Ofertas Públicas Iniciais (IPO).

Segundo definiu Fortuna (2002), a abertura de capital pode ocorrer de duas maneiras. A primeira através do mercado primário, no qual valores mobiliários são lançados no mercado pela primeira vez em subscrição pública e todo o capital obtido vai para a empresa. A segunda forma é por meio da distribuição secundária, no qual há

distribuição pública de títulos já existentes, detidas por acionistas ou pela empresa. Neste caso, os valores mobiliários apenas trocam de dono, não havendo qualquer entrada de capital para a empresa.

O número de emissões no mercado primário de ações que, após atingir o recorde de 31 emissões em 1995, declinou progressivamente desde 1997, reduzindo a apenas 4 em 2002, voltou a crescer, sobretudo, a partir de 2004, quando ocorreram nove emissões, das quais sete foram IPOs. Em 2007, de acordo com os dados da Bovespa, o número de emissões primárias e secundárias atingiu o número recorde de 76 emissões, representando um volume total de recursos da ordem de R\$ 78 bilhões, considerando-se os valores constantes de 2008. Desse total de emissões, foram 64 IPOs e 12 *follow-on* (distribuição secundária de ações). A diferença entre as duas é que na distribuição primária, a captação dos recursos vai para a empresa, e na distribuição secundária, os recursos vão para os controladores.

A incorporação de novos participantes no mercado acionário avançou em ritmo acelerado: 9 empresas abriram o capital em 2005, em 2006 foram 26, em 2007 foram realizadas 64 IPOs (Tabela 3). O volume captado nos IPO saltou de R\$ 5,6 bilhões em 2004 para R\$ 61,9 bilhões em 2007, ano recorde de emissões.

**TABELA 3. IPO E FOLLOW-ON NA BOVESPA  
2004 - 2009, EM R\$ BILHÕES**

Tipo de Oferta		2004*	2005	2006	2007	2008	2009	Total
IPO	Número	7,0	9,0	26,0	64,0	4,0	6,0	116,0
	Volume Total**	5.645,7	6.493,2	18.000,6	61.882,1	7.494,9	22.818,7	122.335,2
	Primária	2.145,7	3.634,3	10.621,1	35.640,0	7.494,9	13.224,9	72.760,9
	Secundária	3.500,0	2.858,9	7.379,5	26.242,0	-	9.595,9	49.576,3
Follow-On	Número	8,0	10,0	16,0	12,0	8,0	16,0	70,0
	Volume Total**	5.432,5	10.118,7	17.636,5	16.085,1	26.760,5	20.293,5	96.326,8
	Primária	3.349,9	1.538,7	8.313,9	4.635,2	24.973,1	14.378,5	57.189,3
	Secundária	2.082,6	8.580,0	9.322,6	11.449,9	1.787,5	5.914,9	39.137,5
Total	Número	15,0	19,0	42,0	76,0	12,0	22,0	186,0
	Volume Total**	11.078,2	16.611,9	35.637,1	77.967,2	34.255,4	43.112,2	218.662,0
	Primária	5.495,6	5.173,0	18.935,0	40.275,2	32.468,0	27.603,4	129.950,2
	Secundária	5.582,6	11.438,9	16.702,1	37.691,9	1.787,5	15.510,8	88.713,8

\* A partir de abril de 2004. \*\* Em R\$ bilhões de 2008.

Fonte: BM&F Bovespa, Elaboração própria

Em 2008, observamos uma queda significativa das emissões de ações, tendo atingido um volume de R\$ 34,3 bilhões, por conta das incertezas geradas pela crise que criaram condições desfavoráveis para captação de recursos via mercado acionário. Incerteza essa que se estendeu até o ano de 2009, quando tivemos no total apenas 22 operações, e um volume de R\$ 43 bilhões, números bem aquém de 2007. Embora a o mercado tivesse retomado a confiança, as empresas e os investidores mostraram-se mais cautelosos com esse tipo de operação. (Tabela 3)

De acordo com Torres (2010), a crise financeira recente serviu como alerta tanto para os investidores, que passaram a evitar participar desse tipo de operação, quanto para as empresas, que passaram a recear a entrada no mercado de capitais por conta do mau desempenho das empresas que abriram capital esse ano. Pelo comportamento das quatro ofertas que tivemos esse ano (Aliansce, Multiplus, OSX e BR Properties) a conclusão é que os bancos e as empresas emissoras estão pedindo um valor mais alto do que os investidores estão dispostos a pagar nas operações. Para resolver o impasse, as empresas foram forçadas a dar um desconto em relação ao piso do intervalo sugerido nas ofertas. Em todos os casos houve desconto em relação ao preço mínimo sugerido no prospecto. Ainda segundo o autor, essa diferença de preços considerada justa pelos investidores e a parte ofertante podem ser explicadas, em partes, pela diferença de perspectivas das duas partes quanto ao potencial de crescimento do negócio. Por um lado, as empresas abrem o capital por visualizar um grande crescimento da empresa no longo prazo. Por outro lado, o perfil dos investidores que buscam rentabilidade nos IPOs tende a ser de curto prazo. A mudança do cenário econômico e a falta de perspectiva de melhoria no curto prazo fazem com que os investidores e especuladores percam o interesse por IPOs. O resultado disso é que, primeiramente, houve uma redução drástica do número de empresas que emitiram ações no mercado após a crise, como já foi observado Tabela 3.

A grande participação dos investidores estrangeiros no MAB mostrada na seção anterior, também se confirma nos IPOs. Eles são os principais participantes das emissões primárias e secundária das empresas listadas. A Tabela 4 mostra o volume total das emissões de ações entre 2006 e março de 2010 e a participação do capital estrangeiro no volume total da distribuição.

Podemos observar que houve um aumento na participação dos estrangeiros no volume negociado nas ofertas de ações até 2007. Porém, a maior parte do capital estrangeiro participa apenas das emissões secundárias, tendo pouco ou nenhuma influência no aumento da capacidade produtiva das empresas, uma vez que os recursos das emissões secundárias são destinados aos controladores.

**TABELA 4. PARTICIPAÇÃO DOS ESTRANGEIROS NAS OFERTAS PÚBLICAS DE AÇÕES NO BRASIL 2006 - 2009**

Ano	Volume Total da Distribuição	Volume da Oferta Brasileira	Volume Estrangeiro na Oferta Brasileira	Volume Estrangeiro na Oferta Total	
	(R\$)	(R\$)	(R\$)	Part (%)	Part (%)
2006	28.501.509.787,98	27.342.032.857,98	17.952.258.000,59	65,66	67,1%
2007	65.534.322.336,50	62.716.541.669,30	46.619.351.664,10	74,3	75,4
2008	41.088.182.386,20	34.153.326.666,90	12.838.587.166,20	37,6	48,1
2009	43.544.163.597,50	35.331.456.976,00	20.824.279.715,50	58,9	66,7

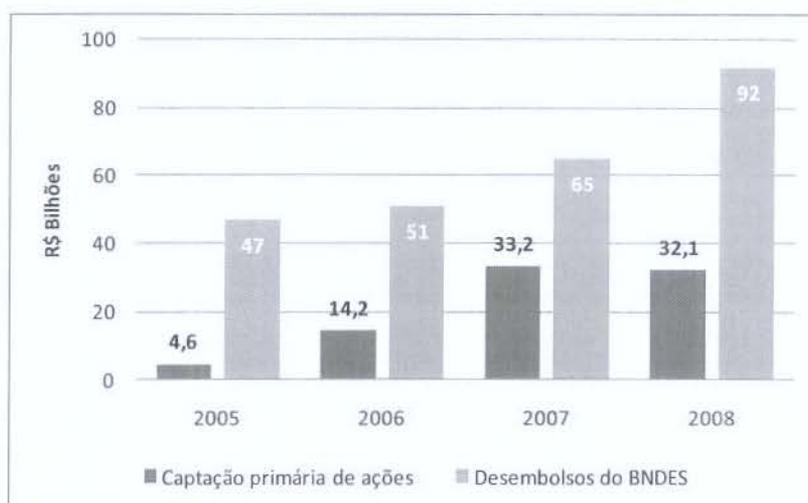
Fonte: BM&F BOVESPA. Filiação Própria

\* Até março de 2010

### **1.5 Perfil do financiamento das empresas brasileiras no período recente: O aumento do financiamento via mercado de capitais.**

De acordo com o estudo do CEMEC realizado por Rocca ET AL. (2009), os bancos (em sua maior parte o BNDES) e o mercado de capitais são as principais fontes de recursos domésticos para as empresas. Como se pode observar no Gráfico 8, a utilização do mercado de ações como padrão alternativo ou complementar de financiamento de longo prazo das empresas tem aumentado significativamente de 2005 para 2008.

**GRÁFICO 8. CAPTAÇÃO PRIMÁRIA DE AÇÕES E DESEMBOLDOS DO BNDES  
2005 - 2008, EM R\$ BILHÕES**



Fonte: Banco Central e BNDES. Elaboração própria

O mercado acionário brasileiro, nos anos 90, movimentava recursos ainda pouco expressivos quando comparados ao total da poupança financeira bruta interna, sendo os principais fatores que dificultavam o crescimento do mercado de ações no Brasil: a concentração da poupança financeira no país pelo Estado; o favorecimento do endividamento; e a estrutura familiar da grande empresa privada nacional (Graciosa, 2007). Desta forma, historicamente, o mercado de capitais brasileiro nunca cumpriu com o papel de alavancagem da atividade econômica captando grandes quantias de recursos. Entretanto, a partir de 2004, quando as emissões primárias das companhias começaram a ser retomadas no mercado brasileiro, o mercado de ações ficou mais atraente para as empresas que desejam financiar seus projetos de crescimento. A partir de 2005, o total de operações registradas na CVM evoluiu em relação aos recursos oriundos do BNDES (veja o Gráfico 8). Deste então as empresas têm recorrido mais ao mercado de capitais para financiar suas atividades e investimentos. No ano de 2007, o total de captações primárias realizado pelas companhias no mercado de ações chegou a R\$ 33,2 bilhões.

Apesar do total de recursos do BNDES ainda ser superior, a evolução do total captado via emissão primária de ações foi maior no período observado. Em 2005, a captação primária de ações foi de R\$ 4,6 bilhões, chegando a R\$ 32,1 bilhões em 2008, o que representa um crescimento de 605%. No mesmo período, os recursos do

BNDES cresceram 97,2%. Obviamente não é um crescimento nada desprezível, porém, a comparação dos dados mostra que o mercado de capitais, sobretudo o mercado de ações, está se tornando relevante para as empresas e a economia brasileira. A exemplo do que ocorre nos países desenvolvidos, cada vez mais o mercado de capitais brasileiro será uma alternativa de diversificação de capitalização de empresas para viabilizar os seus projetos de investimentos de longo prazo. (Sant'anna, 2009)

## **Conclusão do Capítulo**

O capítulo apresentou a evolução do mercado de capitais no Brasil e conclui-se que houve um crescimento acelerado do mercado de ações brasileiro e do número de IPOs entre 2004 e 2009.

O estudo sobre o crescimento recente do mercado de capitais brasileiro foi sustentado pelo conjunto de três fatores: a dinâmica do mercado internacional, o ambiente macroeconômico brasileiro favorável e as mudanças estruturais do próprio mercado de capitais. As perspectivas de estabilidade econômica no longo prazo têm resultado no aumento das atividades do mercado de ações, que teve uma grande evolução em termos de valorização dos preços das ações, do volume negociado e o número de companhias abertas.

Os números da expansão recente do mercado de capitais brasileiro, e em particular, do mercado acionário, sugerem um novo patamar alcançado e boas perspectivas quanto à continuação do crescimento. Contudo, deve-se ter cautela nas conclusões, pois o mercado é particularmente sujeito ao ciclo de liquidez internacional e ao humor dos investidores estrangeiros. A crise financeira de 2008 trouxe impactos negativos nos mercados do mundo inteiro, limitando a liquidez e aumentando a cautela dos investidores. O mercado de ações brasileiro sentiu os impactos da crise que resultou na desvalorização dos ativos e fuga de capital externo. As empresas brasileiras também sentiram o mau momento e diminuíram a euforia. Depois do recorde histórico de IPO em 2007, o mercado viu despencar o número de companhias que abriram capital nos anos subseqüentes à crise.

A análise dos dados estudados sugere que existe um grande potencial de crescimento do mercado de capitais brasileiro. Mas há ainda um longo caminho a ser

percorrido, em particular o acionário, para a sua consolidação como fonte efetiva de financiamento das empresas.

Feitas as constatações, o próximo capítulo mostrará, por meio do estudo de caso das empresas do Grupo EBX, o desempenho de algumas empresas que abriram o capital durante o período de crescimento recente do mercado de ações brasileiro.

## **II. ESTUDO DE CASO: ABERTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS DO GRUPO EBX**

O segundo capítulo estudará como foram realizadas as emissões primárias de ações das cinco empresas de capital aberto do Grupo EBX. As empresas do grupo foram selecionadas por serem contemporâneas ao período de grande crescimento do MAB estudado no primeiro capítulo. A estratégia de financiamento adotado pelas empresas do Grupo EBX destacam as singularidades do período de crescimento recente do Bovespa. Serão apresentados os detalhes das emissões das ações das empresas e o desempenho das ações desde então.

As cotações das ações e do Ibovespa foram obtidos do banco de dados do Software Económica. As informações referentes ao IPO das empresas foram obtidas dos Prospectos Definitivos de Distribuição Pública Primária de Ações, disponíveis no site da CVM. As demais informações sobre as empresas foram obtidas diretamente da área de Relação com Investidores no site do Grupo EBX.

### **II.1 Empresas do Grupo EBX**

O Grupo EBX, fundada pelo empresário brasileiro Eike Batista há quase 30 anos, é uma *holding* 100% brasileira que administra negócios nos setores de mineração, energia, logística, *real estate*, fontes renováveis e entretenimento. Nos últimos anos, o grupo tem focado seus esforços na identificação de oportunidades de investimento nos setores de infra-estrutura e recursos naturais, áreas em que o Brasil é bastante competitivo. Esses investimentos estão concentradas nas seguintes empresas: MMX (mineração), MPX (energia elétrica), LLX (logística), OGX (gás e petróleo) e OSX (serviços *offshore* e indústria naval). Todas as empresas, com exceção da LLX que é fruto de uma cisão da MPX, captaram os seus recursos iniciais por meio de IPOs entre 2006 e 2010.

De acordo com a política de investimentos descrito no site da EBX, o Grupo segue a filosofia de buscar oportunidades de empreendimento em diversos setores da economia que apresentam potencial de crescimento e de retorno financeiro, criando-se “riquezas partindo do zero”. A expressão passou a ser utilizada pela mídia e pelo

próprio Eike Batista para explicar a estratégia de crescimento da empresa: o grupo detecta as oportunidades nos setores com alto potencial de crescimento, elabora os projetos das empresas juntamente com profissionais altamente qualificados e depois recorre ao mercado de capitais para captar os recursos necessários para os investimentos.

A partir de 2000, o grupo focou os seus investimentos na América Latina, especialmente no Brasil, onde identificou diversas oportunidades únicas para o desenvolvimento de atividades relacionadas à infra-estrutura e recursos naturais, setores onde o Brasil possui importante diferencial competitivo e forte potencial de crescimento. De acordo com Eike Batista, os projetos apresentados pela empresa são grandiosos e envolve custos altos o suficiente para que quase nenhuma instituição financeira estivesse disposta a disponibilizar o montante necessário, sem considerar o peso dos encargos financeiros que um empréstimo geraria para a empresa. A solução encontrada pela empresa foi o mercado de ações.

A euforia do MAB durante o período de expansão criou um ambiente de alta liquidez no mercado de capitais. Eike Batista percebeu que havia uma oportunidade, talvez única, de conseguir os recursos necessários para os investimentos por meio do mercado de ações. A solução encontrada diminuiu os custos de captação (pois os custos de agência envolvidos nesse caso são menores do que os juros que a empresa pagaria por um empréstimo bancário), e dividiu os riscos do investimento, que em parte foram assumidos pelos acionistas quando compram a ação das empresas.

## **II.2 IPO das empresas do Grupo EBX**

Segundo os dados do Prospecto Final de Distribuição Pública Primária de cada empresa, disponíveis na CVM, as cinco empresas do Grupo que atualmente são negociadas na Bovespa, realizaram emissões primárias de ações entre julho de 2006 e março de 2010, conforme a Tabela 5.

**TABELA 5. INFORMAÇÕES DA DISTRIBUIÇÃO PRIMÁRIA DE AÇÕES DAS EMPRESAS DO GRUPO EBX**

Empresa	MMX	OGX	LLX**	MPX	OSX	Total
Setor	Mineração	Petróleo e Gás	Logística	Ener. Elétrica	Ind. Offshore	-
Data da Estréia no pregão	24/7/2006	13/6/2008	28/7/2008	14/12/2007	22/3/2010	-
Quantidade de Ações Ofertadas	1.262.590	5.192.473	-	1.903.743	3.063.000	-
Preço de Estréia (R\$)	815,00	1.131,00	-	1.006,63	800,00	-
Valor Captado no IPO (R\$ Bilhões)	1,1	6,7	-	2	2,4	12,2
Volume Estrangeiro no IPO (R\$ Bilhões)	0,9	4,3	-	1,6	2	8,8
Participação Estrangeira no IPO	80,1%	63,5%	-	77,3%	79,7%	72,1%
Free float	41,6%	38,0%	25,0%	24,2%	25%	35,95%
Valor de Mercado (R\$ Bilhões)*	5,2	52,4	5,1	2,9	5,7	71,3
Oscilação no primeiro dia de negócios	0,0%	8,3%	3,2%	0,0%	-12,5%	-
Oscilação no primeiro mês	0,0%	-28,3%	-24,2%	-0,1%	-23,6%	-
Oscilação nos primeiros 12 meses	162,6%	-0,1%	-1,5%	-85,6%	-	-
Oscilação em 2008	-86,2%	-53,5%	-68,2%	-86,4%	-	-
Oscilação em 2009	345,9%	225,1%	569,5%	231,4%	-	-
Oscilação em 2010	9,9%	-5,2%	-18,2%	-5,8%	-36,3%	-
Oscilação desde o IPO*	211,4%	43,3%	55,8%	-56,6%	-36,3%	-

\* Até 31/05/2010

\*\* Não houve IPO; a empresa surgiu de uma cisão da MMX

Fonte: Economática, BM&F Bovespa, Prospecto de Distribuição Pública. Elaboração própria

Numa análise inicial das emissões, três pontos se destacam. Primeiro, o valor de R\$ 12,2 bilhões captados nos IPOs, com destaque para a OGX que realizou o maior IPO do Brasil captando R\$ 6,7 bilhões. Nenhuma empresa (nem mesmo a BM&F Bovespa) conseguiu captar tal quantidade de recursos via mercado de ações no Brasil.

Segundo, destaca-se a grande participação dos investidores estrangeiros nos IPOs. Segundo dados da Bovespa, no total, eles foram responsáveis pela compra de 72,1% de todas as ações do Grupo no primeiro dia de negociações dos papéis. Esse fato reforça os números que comprovam a forte presença estrangeira no MAB. Na primeira distribuição pública de ações do Grupo, a participação estrangeira na operação da MMX foi de 80,1%. Mesmo depois da crise, a participação estrangeira não diminuiu. No lançamento da OSX que ocorreu esse ano, a participação estrangeira foi de 79,7%. O sucesso internacional pode ser explicada pela credibilidade que os projetos ganham

devido ao nome de Eike Batista. O empresário já é considerado um dos homens mais ricos do mundo e um dos mais influentes do meio empresarial.

Por fim, a informação que de fato consolida o bom desempenho das empresas na bolsa é o seu valor de mercado. Segundo dados disponíveis na Economática, em maio desse ano, a soma do valor de mercado das cinco empresas era de R\$ 71,3 bilhões, o que representa um crescimento de 22,8% em relação ao valor de mercado total do grupo no primeiro dia de negócios, que somou R\$ 58 bilhões.

O sucesso obtido no IPO foi diferente para cada uma das empresas, assim como o desempenho das ações desde a oferta inicial. As diferenças de desempenho surgem porque as empresas atuam em diferentes setores que possuem dinâmicas e perspectivas próprias. Além disso, as ações das empresas foram lançadas no mercado em momentos distintos da economia brasileira e mundial, enfrentando reações distintas do mercado, embora todas dentro do período de crescimento do mercado de ações brasileiro.

A seguir será detalhado como foi o IPO e o desempenho de cada uma das empresas após a realização da distribuição primária de ações. Para tal, as empresas serão divididas em dois grupos. O primeiro grupo será formado pelas empresas OGX, MMX e LLX. Essas empresas apresentaram relativo sucesso na captação e na execução dos projetos, representando casos que mostram a importância e a eficiência do mercado de ações como fonte de financiamento. O segundo grupo, será formado pela MPX e a OGX, que, além de não terem realizado o IPO com o sucesso esperado, suas ações não conseguem ter um bom desempenho. O grupo mostrará casos de pouco sucesso de obtenção de financiamento através do mercado acionário, o que coloca em dúvida a eficiência do MAB como fonte de financiamento das empresas.

## II.3 OGX, MMX e LLX: exemplos de sucesso

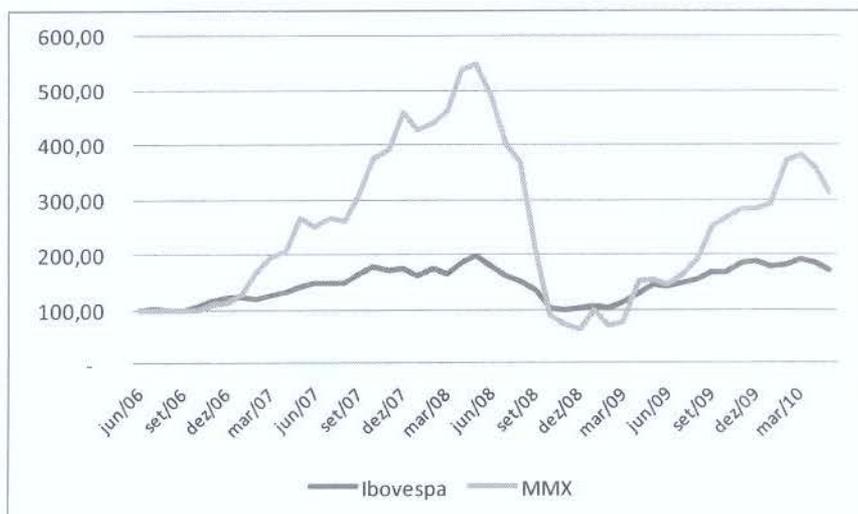
As três empresas que serão estudadas a seguir compõem o grupo cuja estratégia de financiamento deu certo. A MMX, OGX e a LLX são empresas que emitiram ações na Bovespa entre 2006 e 2008, período que antecede a crise e que foi marcado pela euforia dos investidores e rápido crescimento do MAB.

### II.3.1 MMX

A MMX, que atua no setor de mineração, foi a primeira empresa do Grupo a realizar o IPO, em julho de 2006. Segundo o Prospecto Definitivo, foram emitidas 1.262.590 ações ordinárias a um preço inicial de R\$ 815,00, realizando uma captação de R\$ 1,1 bilhões. Seu valor de mercado atingiu R\$ 5,2 bilhões em maio de 2010. Apesar de ter sido o terceiro maior IPO daquele ano, foi a empresa do Grupo que menos captou com a emissão inicial.

A empresa se destaca pela alta volatilidade da sua ação. De acordo com os dados do Economática, nos primeiros doze meses após o IPO, a ação da empresa valorizou 162,2%. Essa valorização chegou aos impressionantes 549,6 % em maio de 2006, quase 2 anos após a oferta inicial. Durante o mesmo período, o Ibovespa valorizou-se em 98,2%. (Gráfico 9)

**GRÁFICO 9. COMPARAÇÃO ENTRE IBOVESPA E MMXP3  
EVOLUÇÃO HISTÓRICA, EM BASE 100**



Fonte: Economática. Elaboração própria

De acordo com Muto (2010), a super valorização da ação ocorreu exatamente nos dois anos de plena euforia que antecederam a crise. Os papéis da MMX são um exemplo de irracionalidade que tomou conta dos investidores no período. Tanto que, com o estouro da crise, que gerou escassez de liquidez no mercado e a redução da demanda mundial por minério de ferro, o papel sofreu uma desvalorização de 88,4% entre maio e dezembro de 2008, ante uma desvalorização de 48,3% do Ibovespa. Em 2009, a ação voltou a crescer de maneira surpreendente, registrando um aumento de 345,9% no preço da ação, oferecendo uma das maiores rentabilidades do ano entre as ações listadas na Bovespa. No total, até maio de 2010, o papel oferecia aos seus acionistas, uma rentabilidade de 211,4% desde o IPO, contra uma rentabilidade de 72,1 % do Ibovespa (Economática).

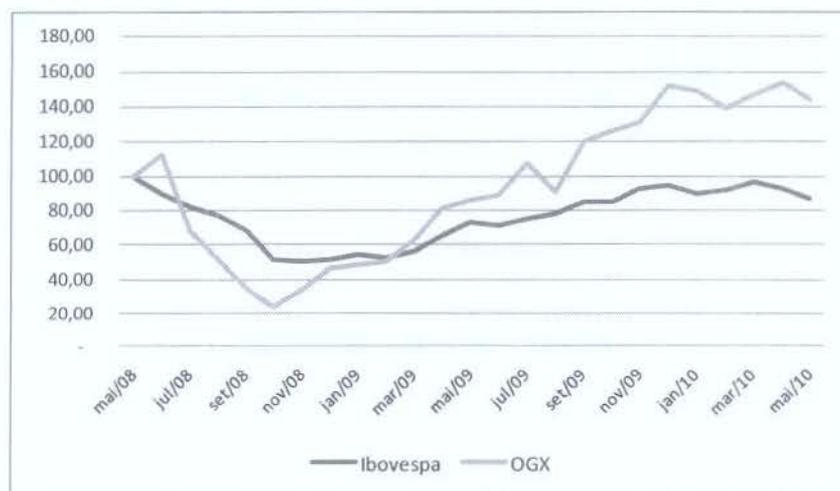
A valorização reflete as boas perspectivas para o preço do minério de ferro, puxado pela retomada da demanda mundial, sobretudo o chinês. De acordo com os resultados divulgados no primeiro trimestre de 2010, a empresa fechou o ano de 2009 com prejuízo líquido de R\$ 214,1 milhões, decorrente, principalmente, da queda de 45% na receita operacional, que foi de R\$ 696 milhões em 2008, para R\$ 386 milhões em 2009. Durante a crise financeira, por causa da redução da demanda internacional por minério de ferro, a empresa operou boa parte do ano com grande capacidade ociosa, mas a perspectiva da retomada do crescimento da economia mundial e a possibilidade de expansão da empresa voltaram a atrair os investidores estrangeiros, segundo Muto.

Essa alta volatilidade pode ser explicada pela alto percentual de *free float* da empresa, que é de 41,6% do total de ações e pela alta participação estrangeira nos negócios (80,1% no IPO) envolvendo o papel da empresa. Dessa maneira, o preço da ação fica mais sensível à variação do ciclo de liquidez internacional e ao humor dos investidores, tendo uma oscilação maior nos momentos de euforia como nos momentos de pânico do mercado.

### **II.3.2 OGX**

Pode-se dizer que atualmente a OGX é a empresa de maior sucesso do Grupo até o momento. Segundo dados do Economática, as ações da empresa valorizaram-se em 43,3% desde o início dos negócios, enquanto o Ibovespa acumula perdas de 13,2% no mesmo período. A evolução pode ser observado no Gráfico 10. O IPO do OGX foi realizado pouco antes da eclosão da crise do segundo semestre de 2008. Apesar da oferta inicial histórica realizada, ela sofreu um forte desconto de 78,45% no preço das ações nos primeiros cinco meses de negociação. Diferentemente da MMX que foi lançada num momento de plena euforia do mercado, a OGX sofreu com a desconfiança dos investidores em manter seus investimentos numa empresa pré-operacional de um setor tão complexo como a de exploração de petróleo.

**GRÁFICO 10. COMPARAÇÃO ENTRE IBOVESPA E OGXP3 EVOLUÇÃO HISTÓRICA, EM BASE 100**



Fonte: Economática. Elaboração própria

Atualmente, com um valor de mercado de R\$ 52,4 bilhões registrado em maio de 2010 (Economática), é a maior empresa do Grupo, e iniciou a captação em julho de 2007, com US\$ 1,3 bilhão, provenientes de 13 investidores, através de uma colocação privada de ações. Um ano depois, em julho de 2008, a empresa iniciou a negociação de suas ações na Bovespa. Segundo o Prospecto Definitivo, foram emitidas 5.129.473 ações ordinárias, a R\$1.131,00 por ação, captando um total de R\$ 6,7 bilhões por meio de sua Oferta Pública Inicial. A operação foi um sucesso e até hoje é o maior IPO da história da Bovespa, superando, inclusive, o volume captado pela própria BM&F Bovespa que abriu capital no ano anterior. O fundo americano Centennial Asset

Mining Fund é detentora de 62% das ações da empresa e o fundo de pensão canadense Ontario Teachers Pension Plan Board de outras 10,7%, sendo que o restante, 27,3% está distribuído entre os demais acionistas minoritários (*free float*).

Com os recursos captados, o plano da OGX está em plena execução. Nos anos subsequentes, foram adquiridos direitos de 29 blocos exploratórios em diversos pontos da costa brasileira que, juntos, somam Recursos Potenciais Líquidos de gás e petróleo, estimados em 17,6 bilhões de *boe*, que correspondem a 15 bilhões de barris de óleo; adquiriu 65% do Bloco BM-S-29 situada na Bacia dos Santos, junto à Maersk Oil do Brasil Ltda.. Com isso, tornou-se a maior empresa privada brasileira no setor de petróleo e gás em termos de áreas marítimas de exploração e o Grupo contava com US\$ 9,2 bilhões em caixa no segundo semestre de 2009. (Gomes, 2010)

Talvez nada disso seria tão excepcional se não fosse o fato de a companhia ainda estar em fase pré-operacional. Segundo a análise de Gomes, a empresa encerrou 2009 com R\$ 7,3 bilhões disponíveis em caixa, um valor de mercado superior à R\$ 30 bilhões, não possui dívidas, teve suas ações valorizadas em cerca de 200% nos últimos 12 meses e projeta investimentos na ordem dos R\$ 30 bilhões para a próxima década. Isso tudo sem nunca ter extraído uma gota de petróleo.

Segundo Gomes, o que leva o investidor a confiar seu dinheiro nas empresas pré-operacionais de Eike Batista é a execução consistente dos planos de negócios e a bem sucedida estratégia de marketing da empresa, baseada na divulgação constante de suas descobertas, investimentos e bom resultado. No caso da OGX, o cumprimento à risca do cronograma de perfurações e a comprovação da existência de petróleo foram cruciais para a boa aceitação da companhia. Atuando conforme o cronograma estabelecido no começo de 2009, a empresa perfurou seis poços no decorrer do ano. Em cinco, a presença de óleo e hidrocarbonetos foi confirmada, em linha com projeções preliminares.

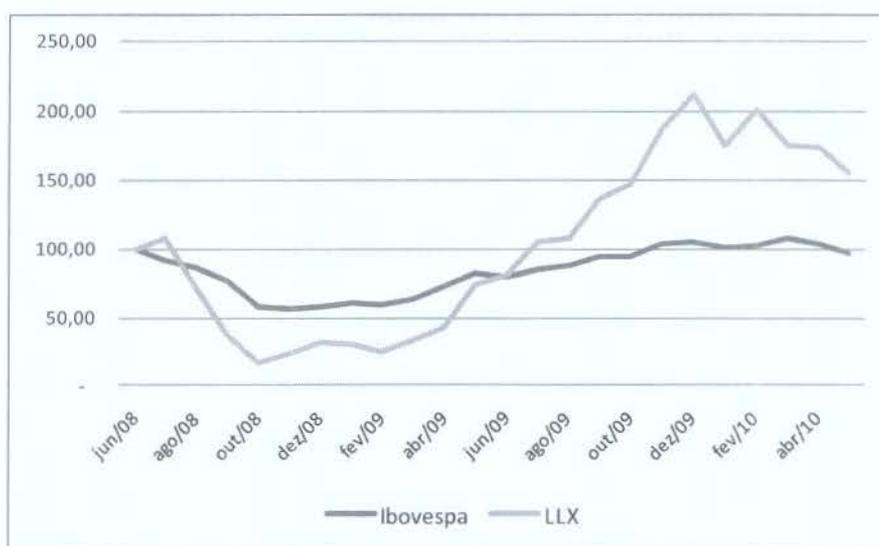
### **II.3.3 LLX**

Criada em março de 2007, a LLX é uma empresa que investe em infraestrutura e competências logísticas, principalmente no setor portuário. A empresa, ao

contrário das outras empresas do grupo, se tornou uma sociedade anônima de empresa de capital aberto a partir de uma cisão da MMX que, junto com o Ontario Teachers' Pension Plan Board era a controladora da empresa.

A exemplo da OGX, os papéis começaram a ser negociadas na Bovespa pouco antes do MAB sentir os efeitos da crise e também fechou o ano de 2008 com forte desvalorização de 86,2% no preço das ações. A recuperação aconteceu no ano seguinte, e encerrou 2009 com uma valorização de 569,5%. No histórico, desde o início das negociações até maio de 2010, a ação acumulava uma rentabilidade de 55,8%. (Gráfico 11)

**GRÁFICO 11. COMPARAÇÃO ENTRE IBOVESPA E LLXL3  
EVOLUÇÃO HISTÓRICA, EM BASE 100**



Fonte: Economática. Elaboração própria

A LLX também está em fase pré-receitas, com o início das operações programado para 2012. A vertiginosa apreciação de seus papéis tem como pano de fundo a melhoria do cenário macroeconômico brasileiro. Segundo análise de Muto, com o incremento da produção industrial e a retomada do fluxo de exportações, em conjunto com a retomada do crédito, espera-se um panorama bastante animador para o setor de logística ao longo de 2010. Além do cenário macroeconômico positivo, a LLX conseguiu boas captações em 2009. Em janeiro, obteve financiamento do BNDES no

valor de R\$ 1,3 bilhão, que viabilizará a construção do principal projeto da companhia, o Super porto do Açú.

#### **II.3.4 OGX, MMX e LLX: considerações finais**

A OGX, LLX e MMX realizaram a emissão primária de ações entre 2006 e julho de 2008, e todas são contemporâneas a um período de crescimento bastante representativo no mercado de ações no Brasil. Pelos números apresentados, as três empresas são casos bem sucedidos da estratégia de financiamento adotada pelo Grupo EBX. Juntas, as três empresas captaram quase R\$ 8 bilhões nos IPOs. Todas elas sofreram com a instabilidade financeira gerada pela crise em 2008, mas são apontados como uma boa oportunidade de investimento por apresentar bom potencial de crescimento.

Contudo, chama atenção a maneira positiva como o mercado “recebeu” empresas que literalmente vendem projetos que ainda não saíram do papel. Segundo Torres (2010), “o mercado financeiro não trabalha com o hoje, mas com expectativas, e as expectativas em relação a essas três empresas são muito grandes”.

As três empresas apresentam bons números, quase não possuem endividamentos e os projetos estão em fase avançada de execução. Obviamente, nos próximos anos, as empresas ainda terão que mostrar o resultado de todos os investimentos e provar aos acionistas que a decisão de apostar no crescimento das empresas foi correta.

De acordo com Torres, os investidores mais experientes estão de olho no movimento estratégico das três empresas e muitos consideram as suas ações como um das melhores opções de compra hoje no mercado. A reserva grande de capital garante uma sobrevida para as empresas, o que gera alguma segurança a quem aplica. Além disso, os papéis têm grande movimentação no mercado e contam com uma liquidez muito grande.

## II.4 MPX e OSX

Ao contrário do primeiro grupo de empresas estudado, a MPX e a OSX não demonstraram o mesmo sucesso. As captações realizadas no IPO ficaram abaixo do esperado e suas ações apresentam rendimentos negativos desde o início das negociações. Em partes, esse desempenho ruim se justifica pelo *market timing* praticado pelas empresas. A MPX, apesar de ter realizado boa captação no seu IPO, sofreu diretamente os efeitos da crise de 2008 e recentemente precisou que o BNDES financiasse parte dos seus investimentos. A distribuição primária de ações da OSX não teve a repercussão esperada e o volume captado ficou abaixo das expectativas. O mercado ainda não havia se recuperado totalmente da crise, e a maior cautela dos investidores fez com que diminuísse o apetite dos mesmos pelos IPOs. O resultado das duas empresas coloca em dúvida a eficiência do mercado de ações brasileiro como fonte segura de financiamento das empresas. A seguir estudaremos cada uma delas.

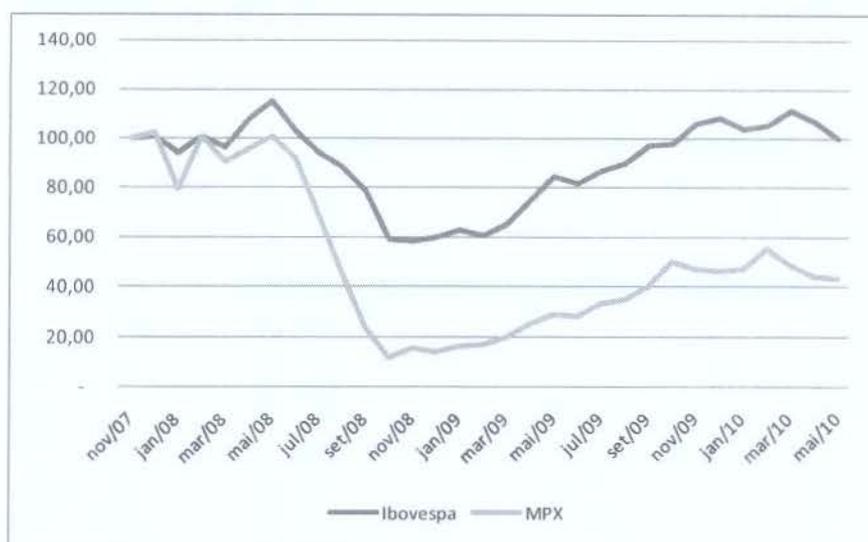
### II. 4.1 MPX: dificuldades para superar a crise

A MPX é a empresa do setor de energia elétrica que investe em sistemas integrados que incluem a exploração e comercialização de recursos naturais, logística para movimentação desses ativos, a geração e a comercialização de energia elétrica a partir dos recursos explorados ou fontes complementares, como energia solar e eólica.

Entre todas as empresas do Grupo EBX, as ações da MPX são as que acumulam o pior desempenho desde a oferta inicial. Foi a segunda empresa do Grupo a realizar o IPO, que aconteceu no em dezembro de 2007. Foram ofertadas 1.903.746 ações ordinárias, com o preço de estréia de R\$ 1.006,63, e o valor captado foi de R\$ 2 bilhões.

Apesar do relativo sucesso de captação durante o IPO, as ações da empresa não apresentaram o bom desempenho das outras. O papel foi a que mais sentiu os efeitos da crise, encerrando o ano de 2008 com uma desvalorização de 86,4%. Quem comprou as ações no dia da oferta inicial e as manteve até maio de 2010, acumula uma perda de 56,6%, valendo menos da metade do preço de oferta inicial. (Gráfico 12)

**GRÁFICO 12. COMPARAÇÃO ENTRE IBOVESPA E MPXE3  
EVOLUÇÃO HISTÓRICA, EM BASE 100**



Fonte: Economática. Elaboração própria

Segundo a entrevista concedida por Eike Batista (2010), a empresa culpa a debandada estrangeira durante a crise pela queda dos papéis. De acordo com os dados sobre a composição acionária da empresa, disponível no site da empresa, logo após o IPO, os investidores de fora do País detinham 77,3% das ações em circulação da MPX, participação que caiu para 53% no fim de 2008. O acionista majoritário da empresa é o próprio Eike Batista, com 75,8% da empresa. Em fevereiro de 2009, o percentual dos investidores estrangeiros recuou para 38%. No período mais agudo da crise, em outubro de 2008, a ação ordinária da companhia chegou a apresentar 89,6% de queda em relação ao valor de estréia na Bolsa.

Segundo Muto, a crise financeira contribuiu na desvalorização da MPX, mas seus impactos não se restringem à fuga dos investidores internacionais. Por causa da turbulência, alguns projetos foram postergados, o que acabou deteriorando ainda mais as percepções sobre a empresa. Ainda segundo o analista, o problema, em partes, foi solucionado no ano seguinte. A melhora do cenário econômico em 2009 destravou os projetos do braço de energia do grupo EBX. Com a obtenção de financiamentos da ordem de R\$ 2,6 bilhões junto ao BNDES, a MPX injetou recursos na construção das usinas Energia Pecém, MPX Pecém II e MPX Itaqui. A entrada da empresa no setor de extração de matérias-primas para usinas termelétricas e a descoberta de minas na Colômbia com capacidade total estimada em 1,74 bilhão de toneladas de carvão,

também contribui para o aumento do interesse pelas ações da companhia. O grande diferencial competitivo da MPX é a sua verticalização, pois está presente no setor de energia desde a extração da matéria-prima até a produção propriamente dita.

Desde outubro de 2008, quando o preço da ação registrou a mínima histórica, a MPX apresenta uma valorização de 273,9%, contra uma valorização de 69,2% do Ibovespa (Econômica). Apesar da forte valorização, a empresa ainda sofre desconfiança quanto à sua capacidade de crescimento. "No IPO, a MPX anunciou 10 projetos de usinas movidas a carvão, mas apenas três vingaram, estão em construção e já têm garantia de venda de energia a partir de 2012. As outras, por ora, estão engavetadas. O mercado não está mais pagando por projetos", diz o analista Sérgio Tamashiro (Revista Isto é Dinheiro, Ed. 598, 25/03/2010) sobre o desempenho das ações da MPX.

#### **II.4.2 OSX: mudança de cenário pós-crise**

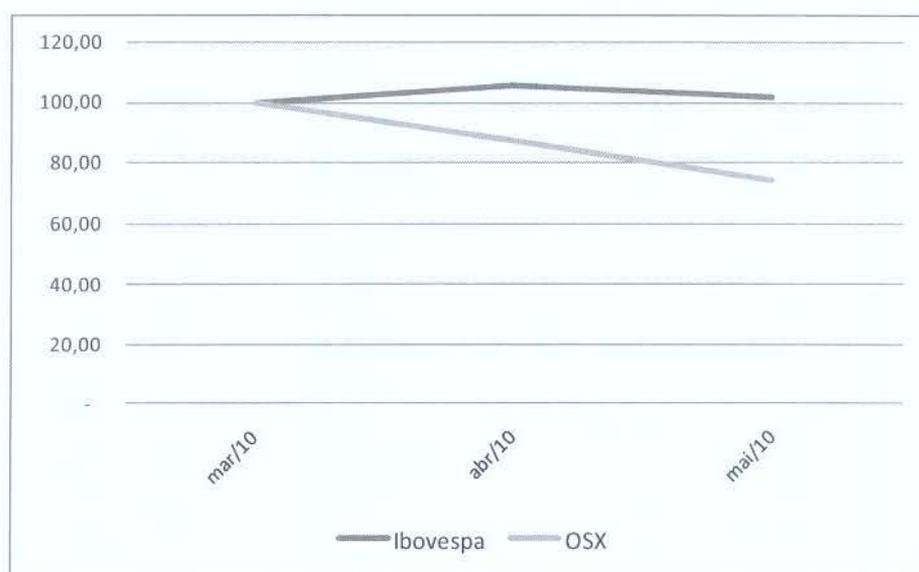
A OGX é uma empresa do setor de indústria naval e tecnologia *offshore*. Apesar de ser a grande aposta do Grupo para os próximos anos, não vem apresentando bons números desde o seu IPO. Ela foi a única das cinco empresas a realizar o IPO após a crise de 2008 e seu desempenho tem ficado aquém do esperado. Conforme destacado no primeiro capítulo, as condições observadas no mercado de capitais brasileiro após a crise não foram favoráveis para as empresas que buscaram recursos financeiros através da abertura de capital.

Diante da instabilidade econômica e da cautela dos investidores, os problemas da distribuição primária surgiram antes mesmo do dia do lançamento das ações. O preço inicial na emissão sofreu um desconto de 20% em relação ao piso do intervalo apontado no prospecto da oferta inicial da empresa, que estava entre R\$ 1.000,00 e R\$ 1.333,00. As ações foram emitidas a um preço inicial de R\$ 800,00 e sofreu uma desvalorização de 12,5% no primeiro dia de negociação, fechando o dia cotado em R\$ 700,00.

Segundo o Prospecto Definitivo, a oferta foi realizada em março de 2010, com a emissão de 3.063.000 ações ordinárias, e captou R\$ 2,4 bilhões. Apesar de ter sido o

segundo maior em volume captado, o IPO foi considerado um fracasso. Esperava-se que o grupo realizasse uma captação de R\$ 9 bilhões. De acordo com a Economática, seu valor de mercado era de R\$ 5,7 bilhões em maio desse ano. Em pouco mais de dois meses, as ações da OSX já desvalorizam 36,3%. (Gráfico 13)

**GRÁFICO 13. COMPARAÇÃO ENTRE IBOVESPA E OSXB3  
EVOLUÇÃO HISTÓRICA, EM BASE 100**



Fonte: Economática. Elaboração própria

A emissão da OSX serviu de termômetro para o Grupo medir a receptividade de novos IPO da *holding* no mercado. O resultado foi a captação de um volume bem abaixo do esperado que foi considerado insuficiente para a execução dos ambiciosos planos de investimento da empresa. Segundo Uliana (2010), a OSX foi mais uma vítima da cautela do mercado nos últimos tempos. "A OSX é uma empresa *start-up*, o que representa um risco significativo para os aplicadores", afirma. "Em um cenário de fuga do risco, esse é o tipo de papel que costuma ficar para trás. Mesmo com o bom desempenho do Brasil, o mercado de capitais brasileiro depende da conjuntura mundial. Numa época em que temos algum tipo de receio, há uma retração normal."

Para Eike Batista, ficou claro que o mercado ainda não havia recuperado o apetite por novos investimentos e que começavam a surgir sinais de saturação quanto ao modelo de financiamento das empresas do Grupo. Prova disso é que o empresário

desistiu da idéia de abrir o capital da própria *holding*, a EBX. O próprio Eike Batista assumiu que, na atual conjuntura, “não há como considerar um IPO da EBX hoje”.

Ainda é cedo para se fazer qualquer conclusão sobre o potencial da empresa ou fazer qualquer estimativa dos preços das suas ações. O sucesso do empreendimento da OSX poderá ser melhor analisado com os resultados que a empresa apresentar daqui em diante. Mas uma coisa é certa: o mercado mostra-se mais maduro após a crise, e os investidores e especuladores estão tomando as decisões de investimentos com mais cautela. É difícil prever se haverão outros momentos de pleno crescimento do MAB como nos anos anteriores à Crise. Pelo menos por ora, a tendência é que o mercado tolere cada vez menos novos “vendedores de sonhos”, como o empresário Eike Batista.

## **Conclusão do Capítulo**

A partir da análise sobre o IPO e o desempenho dos papéis feita sobre as cinco empresas, observa-se que o modelo de negócios da EBX segue basicamente a mesma fórmula: após detectar uma oportunidade de investimentos, estrutura-se o projeto cercando-o por uma equipe de profissional bem qualificada, faz-se o aporte inicial e recorre ao mercado de capitais em busca de financiamento para os projetos. Eike Batista abusou dessa fórmula o quanto pôde até o momento que o mercado se enfraqueceu por conta da crise. De acordo com o próprio empresário, em entrevista (março de 2009), as empresas OGX, MMX e LLX souberam aproveitar o momento de alta liquidez mundial para vender os projetos. Com o aporte inicial feito e com a ajuda do BNDES em alguns projetos, as três empresas apresentam bom desempenho em Bolsa e contas financeiras equilibradas.

Diante das façanhas conquistadas pelas três primeiras, o mau desempenho observado pela MPX e a OSX pode surpreender. De acordo Muto (2010), as dificuldades encontradas pela MPX em colocar os seus projetos em prática e o fracasso do IPO da OSX reflete o comedimento que toma conta do mercado de capitais. Última a abrir o capital, especialistas atribuem parte da fragilidade da OSX ao já grande número de empresas da *holding* listadas em bolsa. A explicação é que como todas as empresas são

relacionadas ao setor de infra-estrutura e interligadas, acabam compartilhando em excesso seus riscos. “Como o grosso de sua demanda controlada pela OGX, a OSX fica muito dependente dos resultados da petrolífera. Se esta for bem, tudo serão flores, mas se for mal, a OSX cairá muito”, explica um analista que não quis ser identificado.

A cautela pode ser um sinal de saturação dos papéis do Grupo, nos quais as apostas são bastante elevadas. De acordo com o Prospecto Definitivo, no total, foram R\$ 12,2 bilhões de dólares captados apenas com os IPOs, excluindo-se outras formas de financiamento como crédito bancário e investimentos diretos estrangeiros. A valorização das cotações em bolsa também ratifica esse entusiasmo, mesmo que algumas das companhias ainda não gerem um centavo de receita operacional.

Observou-se que sucesso no IPO e a contínua valorização das ações das empresas estão relacionados, sobretudo, com o momento de entrada no mercado de cada empresa. As empresas que realizaram o IPO antes da crise obtiveram mais sucesso na continuidade do seu desenvolvimento. A exceção foi a MPX, que demorou mais para se recuperar dos efeitos da crise.

## CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS

Entre 2004 e o primeiro semestre de 2008, o mercado de capitais brasileiro atravessou um período de rápido crescimento. Nesse período, o índice Ibovespa atingiu a sua cotação máxima histórica e registraram-se recordes no volume financeiro negociado na Bovespa. Esse desempenho foi, em boa medida, relacionado à expansão da liquidez internacional e à trajetória de melhoria nas condições externas da economia brasileira. Em um cenário interno e externo de elevada liquidez e de maior demanda por ativos mais rentáveis, os mercados de capitais brasileiros e, em particular, o mercado de ações encontraram condições para apresentar nos últimos anos um crescimento significativo.

Durante o estudo, ficou evidenciada a importância do ciclo internacional de liquidez por conta da grande participação dos investidores estrangeiros no dinamismo atual do mercado de capitais brasileiro. A evolução dos preços das ações, da capitalização e do volume de negócios está associada com a presença estrangeira na Bovespa. Os investidores estrangeiros também foram os principais responsáveis pela onda de IPOs observada no período.

A combinação dos fatores que levaram ao crescimento abriu uma "janela de oportunidade" no mercado de ações brasileiro que permitiu às companhias o acesso aos recursos disponíveis no mercado acionário. A análise dos dados coletados para a realização desse trabalho leva a crer que as empresas atuaram para aproveitar o *market timing*, decorrente do ciclo de ampla liquidez e escassez de ativos. No período, o número de companhias abertas registradas na CVM voltou a crescer. Abrir o capital e lançar as suas ações durante o período foi vantajoso tanto para os acionistas como para as empresas, pois ambos lucraram com a valorização das ações.

Poucos empresários souberam aproveitar tão bem essa fase de euforia como o empresário Eike Batista. Com uma estratégia ousada de investimento, o empresário resolveu "testar" o mercado, lançando ações de empresas que não tinham nada além de projetos e pequenas instalações. O estudo de caso das empresas EBX apresentado no trabalho abriu espaço para a discussão das possibilidades do mercado

de capitais, sobretudo o acionário, de se consolidar como fonte segura de financiamento das empresas.

Dentro do mesmo Grupo, pudemos observar casos bem sucedidos e outras com menos sucesso. A OGX, por exemplo, realizou o maior IPO da história da Bovespa e hoje é a maior empresa petrolífera privada do país sem nunca ter extraído petróleo. Em contrapartida, a OSX sofreu descontos no preço inicial da oferta, captou menos de um terço do valor esperado e suas ações apresentam desempenho negativo desde o IPO. O fator principal dessa diferença é o *market timing* das duas empresas. Enquanto a primeira foi lançada num momento de enorme euforia dos investidores e abundância de liquidez nos mercados antes da eclosão da crise em 2008, a segunda foi lançada num cenário pós-crise tomada pela excessiva cautela e desconfiança dos investidores.

Ficou evidente que, no caso brasileiro, apesar do crescimento, existe uma limitação do MAB como fonte de financiamento das empresas. O mercado acionário ainda tem contribuído de forma tímida na ampliação da capacidade produtiva da economia. Além disso, o mercado de ações brasileiro tem dificuldades em manter o bom desempenho em momentos de maior instabilidade internacional. Quando a crise secou as fontes de crédito e pôs fim ao ciclo de liquidez internacional, gerou-se um brutal ajuste dos ativos que diminuiu o ânimo do mercado. As emissões primárias e secundárias de ações deixaram de ser vantajosas e as empresas que as realizaram sofrem com o fraco desempenho dos papéis. O mercado de ações brasileiro reflete mais os efeitos da instabilidade externa do que da estabilidade interna, o que mostra que ainda não alcançou maturidade e autonomia suficiente em relação aos demais mercados.

Apesar da evolução do mercado de capitais brasileiro, pode-se dizer que seu aumento de escala não foi, no entanto, acompanhado por uma mudança estrutural mais profunda. No caso das ações, a despeito do grande crescimento, os lançamentos no mercado acionário continuaram limitados a um grupo pequeno de empresas e setores. Ainda é cedo para afirmar que o mercado de ações brasileiro está diante de uma trajetória que o levará a ser em breve uma alternativa consistente de financiamento aos investimentos de prazo mais longo. A maior parte das operações destina-se à

reestruturação de dívidas, fusões e aquisições e capital de giro. A alta suscetibilidade do mercado ao humor dos investidores internacionais se mostra evidente no Brasil. Essa característica torna as iniciativas destinadas para consolidar o mercado acionário como financiadora do crescimento da economia brasileira altamente arriscada.

## BIBLIOGRAFIA

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor: Estrutura de Capitais**. São Paulo: Ed. Atlas, 2003.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Registros de Estrangeiros. Capitais** Brasília: Banco Central, maio de 2010. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>

\_\_\_\_\_, **Notas Econômico-Financeiras para Imprensa - Balanço de Pagamentos e Setor Externo**. Brasília: Banco Central, 2004-2009. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/notas.asp?idioma=p&id=ecoimphist>

\_\_\_\_\_, **Boletim do BC - Relatório Anual 2009**. Brasília: Banco Central, 2009. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>

\_\_\_\_\_, **Relatório de Estabilidade Financeira do Banco Central - 2004 a 2008**. Brasília: Banco Central, 2009. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>

BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO. **Relatório Anual de 2008**. Rio de Janeiro: BNDES, dezembro de 2008.

BORÇA JR., G. R.; TORRES FILHO, E. T. **Analisando a Crise Sub-Prime**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 15, n. 30, pp. 129-159, dezembro de 2008.

CARVALHO, F. C. de et al. Mercado de títulos brasileiros – segundo relatório. In: CARVALHO, F. C. de (org.). **Perspectivas da indústria financeira brasileira e o papel dos bancos públicos**. Campinas: Cecon/IE/Unicamp; Rio de Janeiro: BNDES, maio de 2009. Cap. II.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Novo Informativo CVM**. Brasília: Ministério da Fazenda, janeiro de 2010. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>

COSTA, Cristiane Parisi da. **Padrões de Financiamento de Longo Prazo: Um estudo da experiência brasileira**. Departamento de Administração – FEA-USP.

COSTA, Fernando Nogueira da. **Blog do Fernando Nogueira da Costa**. Diversas publicações, artigos e aulas. Categoria: Finanças e Mercado de Capitais. Disponível em: <http://fernandonogueiracosta.wordpress.com/category/financas-e-mercado-de-capitais>. Acesso em maio de 2010.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: produtos e serviços** / Eduardo Fortuna. 15ª edição – Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 2002.

FUNDAP. **O mercado de capitais brasileiro no período 2003–2007: Evolução e tendências**. Fundação do Desenvolvimento Administrativo do Estado de São Paulo: Grupo de conjuntura. São Paulo, 2008.

GRACIOSA, Robson. **A Evolução do Mercado de Ações Brasileiro – 2000 2007**. Universidade Federal de Santa Catarina – Departamento de Ciências Econômicas. Florianópolis, maio de 2007.

GOMES, Adriano Cesar. **Blue Chips: OGX**. Revista InvestMais, ano 3, n. 26, pp. 18-23, maio de 2010.

MUTO, Silvio. **Análise Setorial: A força dos X**. Revista Capital Aberto, pp.38-41, abril de 2010.

OLIVEIRA, Giuliano Contento de. **O mercado de capitais brasileiro no período recente: evolução e singularidades**. 2009

RESENDE, M. F. da C. **O circuito finance-investimento-poupança-funding em economias abertas**. Revista de Economia Política, vol. 28, nº 1 (109), pp. 136-154, janeiro-março/2007.

ROCCA, C. A. A sustentabilidade do mercado de capitais e a recente turbulência internacional. In: VELLOSO, J. P. dos R. et al. **Revolução no mercado de capitais do Brasil: o crescimento recente é sustentável?**. Rio de Janeiro: IBMEC, 2008.

\_\_\_\_\_, **Soluções para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro**. Estudos Ibmecc 1. Rio de Janeiro: José Olympio, 2001. p.40-108.

ROCCA, C. A. et al. **Impacto da Crise Internacional: Impacto da Crise Internacional – Relatório CEMEC 03**. Rio de Janeiro: IBMEC/CEMEC, novembro de 2009a.

\_\_\_\_\_. **Participação do Mercado de Capitais na Mobilização de Poupança e no Financiamento da Economia Brasileira 2000-2008 – Relatório CEMEC 01**. Rio de Janeiro: IBMEC/CEMEC, novembro de 2009b.

SANT'ANNA, A. A.; BORÇA JR., G. R.; ARAÚJO, P. Q. de. **Mercado de Crédito no Brasil: Evolução Recente e o Papel do BNDES (2004-2008)**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 16, n. 31, pp.41-60, junho de 2009.

SANT'ANNA, André Albuquerque. **Decisões de Financiamento via Mercado de Capitais no período 2004-2006**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 15, n. 30, pp. 161-179, dezembro de 2008.

TORRES, Fernando. **Queda de Braço nas Ofertas**. Jornal Valor Econômico. Caderno Eu & Investimentos, pp. D1, 23/03/2010.

ULIANA, Cleveson. **IPOs em Baixa**. Revista InvestMais, ano 3, n. 26, pp. 24-27, maio de 2010.

## ENTREVISTAS

BATISTA, Eike Fuhrken. Eike Batista por Eliezer Batista. Entrevista dada a Eliezer Batista. Revista Época Negócios, março de 2009. Disponível em:

<http://epocanegocios.globo.com/Revista/Common/0,EMI62816-16380,00-EIKE+BATISTA+POR+ELIEZER+BATISTA.html>

\_\_\_\_\_, Entrevista dada a Kennedy Alencar. Folha de São Paulo. 14 de setembro de 2009.

Disponível em: <http://mais.uol.com.br/view/e0qbgxid79uv/veja-entrevista-com-empresario-eike-batista-04023072E4C92366?types=A&fullimage=1>

\_\_\_\_\_, Entrevista dada a Charlie Rose, 08 de fevereiro de 2010. Disponível em: <http://www.charlierose.com/view/interview/10851>

\_\_\_\_\_, Brazilian Richest Man. Entrevista dada a Rede CNBC, 09 de fevereiro de 2010. Disponível em:

<http://www.cnbc.com/id/15840232?play=1&video=1409319304>

\_\_\_\_\_, Entrevista dada a Cristiane Correa. Portal Exame - Exame TV, 30 de março de 2010. Disponível em:

<http://portalexame.abril.com.br/exametv/grandes-lideres/1-minhas-empresas-nao-sao-bolhas-diz-eike-batista-40133c6d0b034b3023ec26643d2b60f2.shtml>

## PROSPECTOS DEFINITIVOS DE DISTRIBUIÇÃO PÚBLICA DE AÇÕES

MMX

[http://mmx.foinvest.com.br/ptb/195/MMX Prospecto%20Definitivo Enviado%20CVM%20\(final\).pdf](http://mmx.foinvest.com.br/ptb/195/MMX%20Prospecto%20Definitivo%20Enviado%20CVM%20(final).pdf)

MPX

<http://mpx.foinvest.com.br/ptb/59/Prospecto%20Definitivo%20MPX%20SA.pdf>

OSX

[http://osx.foinvest.com.br/ptb/145/00402-Pre-Est-006 PROVA-COMPLETA-WEB 2.pdf](http://osx.foinvest.com.br/ptb/145/00402-Pre-Est-006%20PROVA-COMPLETA-WEB%202.pdf)

OGX

<http://ogx.foinvest.com.br/ptb/198/OGX%20-%20Prospecto%20Definitivo.pdf>

## SITES

EBX - <http://www.ebx.com.br/>

LLX - <http://www.llx.com.br/>

MMX - <http://www.mmx.com.br/>

MPX - <http://www.mpx.com.br/>

OSX - <http://www.osx.com.br/>

OGX - <http://www.ogx.com.br/>

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE  
CAPITAIS (ANBIMA) - <http://www.anbima.com.br/>

BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO (BNDES) - <http://www.bndes.gov.br>

BANCO CENTRAL DO BRASIL - <http://www.bcb.gov.br/>

BM&F BOVESPA - <http://www.bmfbovespa.com.br>

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM) - <http://www.cvm.gov.br/>

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI) - <http://www.imf.org>

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE) -  
<http://www.ibge.gov.br>

WORLD FEDERATION OF EXCHANGES (WFE) - <http://www.world-exchanges.org/>