

DOI: <http://dx.doi.org/10.12660/gvcasosv3n2c10>

BOVESPA: VIABILIZANDO A PRIMEIRA IPO DE BOLSA NO BRASIL¹ ***Bovespa: making the first stock market IPO in Brazil feasible***

RICARDO HUMBERTO ROCHA – ricardohr@insper.edu.br

Inspere Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo - SP, Brasil

LUCAS GUIMARÃES OLIVEIRA – lucasgui@gmail.com

Inspere Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo - SP, Brasil

Submissão: 30/04/2013 | Aprovação: 10/10/2013

Resumo

O caso se passa em 2007, época em que a Bolsa de Valores de São Paulo dá início ao seu processo de IPO. O protagonista é Raymundo Magliano, presidente do conselho administrativo na ocasião.

O caso pode ser utilizado, na Graduação, em disciplinas como Mercado Financeiro, Investimentos Financeiros, Finanças Corporativas. Em cursos de MBA, em disciplinas como Mercado Financeiro e de Capitais, Finanças Corporativas, Avaliação de Empresas.

Palavras-chave: Bolsa de valores, Finanças, Avaliação de empresas, Mercado Financeiro, Finanças Corporativas.

Abstract

The case happened in 2007, just when the São Paulo Stock Market was beginning its IPO process. The protagonist was Raymundo Magliano, chairman of the board at the time.

The case can be used on graduate courses in disciplines like the financial market, financial investments and corporate finance. It can also be used on MBA courses, in disciplines like financial and capital markets, corporate finance and company evaluation.

Keywords: Stock Exchange; Finance; Company Evaluation; Finance Market; Corporate Finance.

Terça-feira, 28 de agosto de 2007

Raymundo Magliano Filho, presidente do Conselho de Administração da Bovespa, deixou sua casa pela manhã e dirigiu-se ao escritório da companhia, como fazia todos os dias, desde que havia se tornado o principal membro do Conselho. Iria reunir-se com Gilberto Mifano, CEO da Bovespa. O dia estava levemente nublado e o trânsito seguia seu fluxo normalmente, porém, diferentemente dos outros dias, Magliano não conseguia afastar os seus pensamentos da reunião que teria em poucas horas, certamente a mais importante desde que havia assumido a presidência do Conselho e, talvez, uma das mais importantes de sua vida. A pauta era de extrema relevância para a

¹ Os autores do caso agradecem o apoio e a colaboração de Raymundo Magliano Filho e Gilberto Mifano na sua revisão.

companhia: os sócios da Bovespa fariam uma votação para decidir se a empresa deveria ou não iniciar um processo de oferta pública de suas ações. Seria a mais importante mudança nos 117 anos de história da instituição.

Apesar de sua experiência e conhecimento de mercado, Magliano havia se preparado durante meses para aquele momento, devido ao peso da Assembleia e à importância da decisão de seus colegas para o futuro da Bovespa e do mercado de capitais no Brasil. Como um dos principais defensores da IPO, Magliano sabia que alguns sócios ainda estavam reticentes com a abertura de capital da empresa e, embora fossem minoria, eram em número suficiente para atrasar o andamento do processo, e, com isso, a companhia poderia perder a janela de oportunidade que havia se formado e que, na opinião de seu CEO, era ideal para a IPO.

Os primeiros *insights* referentes a uma possível abertura de capital tinham ocorrido há cerca de 10 anos, porém os estudos haviam começado oficialmente há pouco mais de um ano, em março de 2006. Magliano e Mifano eram os principais defensores da abertura de capital da Bovespa e, embora, na ocasião, houvessem encontrado um número grande de opositores, conseguiram convencer seus colegas de que ambos, em conjunto com autoridades de mercado, desenvolveriam um estudo sobre os prós e contras da IPO e apresentariam em uma Assembleia Geral Extraordinária, em que seria votado o tema e os sócios da companhia decidiriam sobre o futuro da instituição.

Com o andamento dos estudos, e em face de diversos acontecimentos ocorridos no período, tanto no Brasil quanto no mundo, o grupo de simpatizantes da IPO foi aumentando, no entanto alguns sócios ainda pareciam irredutíveis. O encontro com Mifano, naquela manhã, tinha como objetivo revisar os pontos principais da análise e quais argumentos deveriam ser utilizados durante a discussão. Todos os detalhes eram fundamentais para a tomada de decisão.

História da Bovespa²

A Bovespa foi fundada em 23 de agosto de 1890, por Emilio Pestana. Até as reformas do sistema financeiro e do mercado de capitais, implementadas pelo governo no biênio 1965-1966 (Lei nº 4.728), as bolsas de valores brasileiras eram entidades oficiais corporativas, vinculadas às secretarias de finanças dos governos estaduais e compostas por corretores nomeados pelo poder público.

Após as reformas, as bolsas assumiram a característica institucional que mantêm até hoje, transformando-se em associações civis sem fins lucrativos, com autonomia administrativa, financeira e patrimonial. A antiga figura individual do corretor de fundos públicos foi substituída pela da sociedade corretora, empresa constituída sob a forma de sociedade por ações nominativas ou por cotas de responsabilidade limitada. Dentro desse arranjo organizacional, embora a Bovespa tenha expandido e aumentado o número de corretoras associadas ao longo dos anos, o perfil interno dos sócios era bastante heterogêneo, envolvendo desde empresas familiares até grandes bancos.

Como fruto das mudanças ocorridas na economia brasileira e, sobretudo, nas bolsas de valores de todo o mundo, a Bovespa vem crescendo e se modernizando, sempre em sintonia com as novas tecnologias e tendências. Até 1997, grande parte dos negócios ainda era realizada por meio do pregão viva-voz e pelo *software* Cats, mas, a partir de então, todos os negócios com ações e opções são realizados pelo sistema Mega Bolsa. Em março de 1999, a Bovespa lançou o sistema Home Broker, que permitia que investidores pudessem comprar e/ou vender ações e opções em suas casas, pela internet. Esse sistema foi interligado ao Mega Bolsa e oferecido por uma ampla variedade de corretoras, cada qual com um serviço distinto. O sucesso do Home Broker no Brasil foi total e, em pouco tempo, os pequenos investidores passaram a ter uma maior participação no número e no volume de negócios da Bovespa, tendência que também se verificou nos anos seguintes, evidenciando a maior popularização e democratização do acesso à bolsa, além do aumento das empresas listadas por meio da realização de IPOs (veja Anexos 1, 2, 3, 4 e 9). O crescimento das

² Fontes: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br> (acesso em: 10 dez. 2010); Revista Bovespa, out./dez. 2007; Galuppo, R. O road show não pode parar: desmutualização e IPO da Bovespa. Cultura, 2009.

negociações e das empresas listadas impactou diretamente os indicadores financeiros da empresa, que mostraram, nos últimos anos, melhorias bastante expressivas (veja Anexos 13, 14 e 15).

Transparência, acesso, visibilidade, responsabilidade socioambiental são, para Magliano, os pilares que demarcam esse quadro e que levam a bolsa a tornar-se uma “empresa-cidadã”, atendida também com questões que envolvem toda a sociedade. Vêm daí iniciativas como os programas “Bovespa Vai Até Você” (que disseminaram informações sobre o mercado para sindicatos, universidades, clubes); a criação do *ombudsman*; a introdução dos segmentos especiais de governança corporativa, com destaque para o Novo Mercado; e a implantação, recente, do novo Instituto Bovespa de Responsabilidade Social e Ambiental.

Desmutualização e abertura de capital das bolsas no mundo³

Tradicionalmente, as bolsas de valores no mundo todo firmaram-se como entidades sem fins lucrativos, constituídas pelas sociedades corretoras por meio de um investimento coletivo (mútuo), numa estrutura fechada. A principal característica desse tipo de organização é o fato de que os sócios, os gestores e os usuários são constituídos pelas mesmas pessoas, permitindo, portanto, que apenas as corretoras integrantes atuem na bolsa. Novos associados são permitidos mediante a aquisição de cotas, que podem chegar a custar milhões de reais, o que cria uma barreira de entrada para novas empresas operarem. Além disso, como a empresa não possui fins lucrativos, a tendência é que os valores cobrados pelos seus serviços sejam o suficiente para custear suas operações, e qualquer investimento em tecnologia e infraestrutura é realizado mediante aporte dos sócios.

Paralelamente a esse modelo de associação, outro arranjo organizacional tem ganhado força entre as bolsas no mundo. Nesse novo modelo, a bolsa torna-se uma entidade privada, e os papéis de proprietário, gestor e cliente passam a poder ser exercidos por pessoas diferentes. Esse processo, conhecido como desmutualização, começou com a bolsa de Estocolmo, em 1993, e ganhou força nos últimos anos, atingindo diversas bolsas ao redor do mundo. Nesse novo arranjo, as barreiras de entrada para corretoras diminuem, tornando a bolsa mais democrática e fomentando o surgimento de novas corretoras. A bolsa também passa a depender de sua própria capacidade de gerar lucros para poder reinvestir em suas operações, tornar-se eficiente, concorrer com outras bolsas e expandir seus negócios, transferindo para seus gestores, e não mais para seus sócios, a responsabilidade pelo sucesso da companhia. Como exemplo da força desse movimento, até meados de 2007, foram registrados 352 processos envolvendo desmutualizações, fusões, aquisições e IPOs, em processos que envolveram os principais mercados acionários do mundo, como as bolsas de Londres, Nova York, Chicago, Frankfurt e Tóquio (veja Anexo 5).

Atualmente, as bolsas abertas concentram 75% da capitalização global. O que leva as bolsas ao mercado é a busca por eficiência. Fechadas, elas são entidades sem fins lucrativos controladas por seus membros, pelos bancos e pelas corretoras. Pamela Hughes, advogada, sócia do escritório jurídico canadense Blake, Cassels & Graydon, com vasta experiência no mercado financeiro e em IPOs, afirma: "As decisões só podem ser tomadas em consenso e todo o lucro é devolvido aos membros na forma de descontos nos custos de operação". A frase de Pamela aplica-se à realidade da Bovespa, que, em 2006, devolveu todo o seu lucro, de 274 milhões de reais, para os bancos e corretoras que a controlam. Com o passar dos anos, o aumento da pressão por inovações tecnológicas e a concorrência internacional trazem consigo a necessidade de um novo modelo de operação para que as empresas não precisem buscar fazer seus IPOs em mercado externos. Segundo Pamela, "Hoje, há mais integração entre os mercados e as bolsas precisam de agilidade e de recursos para competir".

Se a desmutualização apresenta diversos aspectos positivos, porém, a Organização Internacional de Valores Imobiliários (IOSCO, siga em inglês para International Organization of Securities Commissions), em seus estudos sobre o tema, aponta para alguns questionamentos a

³ Fontes: *Revista Bovespa*, out./dez. 2007; *Revista Resenha BM&F Brasil*, n. 176; *Revista Exame*, 1 nov. 2007, “O fenômeno Bovespa na Bovespa”; <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/> (acesso em 10 dez. 2010); Galuppo (op.cit.).

serem considerados no momento da decisão de mudança de associação sem fins lucrativos para empresa privada. Os principais pontos são:

- conflito de interesses criados ou ampliados entre uma organização que visa ao lucro e que também possui a função reguladora;
- Mapear a necessidade de se criar um regime de governança especial para a bolsa, de modo a proteger o interesse público;
- Equilibrar a necessidade de lucro e a necessidade de se investir numa infraestrutura que otimize as funções regulatórias.

Embora os documentos publicados pela IOSCO levantem vários questionamentos pertinentes à desmutualização das bolsas, poucas respostas ou sugestões são feitas, cabendo, portanto, às bolsas e órgãos regulatórios de cada país ajustar a resposta a esses questionamentos à realidade econômica e maturidade do mercado de capitais de cada país.

O momento do mercado de capitais do Brasil⁴

Nos últimos três meses, era de tensão o clima entre os empresários que pretendiam lançar ações de suas empresas na Bovespa. Desde o renascimento das aberturas de capital de empresas na bolsa brasileira, em 2004, os investidores estrangeiros sempre tiveram um papel crucial, respondendo, em média, por 70% do total aplicado. Embora seja visível e crescente a propensão a investir nos emergentes, em particular no Brasil, no final de julho de 2007, com a crise financeira internacional provocada por problemas no mercado imobiliário americano, passou-se a temer que o apetite de americanos e europeus em bolsas de países emergentes pudesse ter chegado ao fim. Duas notícias contribuíram para mostrar que problemas estavam por vir: a divulgação do Bear Sterns de que não conseguiria resgatar seu dinheiro aplicado em fundos de alto risco e a do presidente do Federal Reserve, Ben Bernanke, que previa um rombo de 100 bilhões na economia americana, decorrente dos investimentos nos fundos chamados *subprimes*. Desde então, oito companhias abriram o capital na bolsa paulista, mas o desempenho foi apenas razoável – a maioria das ações foi vendida pelo preço mínimo. Já havia quem afirmasse que os 92 lançamentos de ações de empresas brasileiras, de maio de 2004 até julho deste ano, tinham ocorrido numa janela de oportunidade e que, agora, a vida de empresas estreantes na bolsa seria bem mais difícil.

Ante tamanho cenário de dúvida, havia grande desconforto entre os sócios da Bovespa quanto às possibilidades de sucesso de uma estratégia de IPO. Uma vez que a bolsa ganha com as taxas pagas por bancos e corretoras a cada operação de compra e venda de ações, seu único atrativo seria o futuro do mercado de capitais brasileiro, que mostrava sinais de enfraquecimento. Os aplicadores só investiriam em papéis da Bovespa se mais e mais empresas lançassem ações e cumprissem suas promessas de expansão. Ana Novaes, economista, ex-pesquisadora do Banco Mundial e autora do tema mercado financeiro, afirma: "O sucesso da IPO da Bovespa seria um divisor de águas e apontaria para uma nova fase do mercado de capitais no país". Os investidores, entretanto, precisariam estar confiantes nesse futuro promissor. Além disso, ainda havia um mito de que o mercado brasileiro realizava apenas IPOs pequenas, já que a maioria delas não ultrapassavam o valor de um bilhão de reais.

Números da associação internacional World Federation of Exchanges mostram que a Bovespa ocupa o quinto lugar no *ranking* mundial de bolsas que mais sediaram IPOs de empresas neste ano. Foram 46 operações entre janeiro e agosto, que movimentaram quase 16 bilhões de dólares, volume maior que o de mercados tradicionais, como o alemão e o espanhol (veja Anexo 6). "A bolsa é avaliada pelos investidores e analistas como qualquer outra empresa aberta, e uma companhia nessa situação é um excelente negócio", diz um gestor de fundos. "Números como esses mostram que a bolsa brasileira mudou de patamar", diz Carlos Alberto Rebello Sobrinho, superintendente da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), responsável pelo registro de

⁴ Fontes: *Revista Exame*, 1 nov. 2007, "O fenômeno Bovespa na Bovespa"; Galuppo (op.cit.).

companhias abertas. Em 2003, o valor de mercado de todas as empresas listadas na Bovespa somava 226 bilhões de dólares, o que a colocava na 21^a posição no *ranking* mundial. Hoje, com uma capitalização de mercado cinco vezes maior, ocupa a 15^a colocação e apresenta valores que chegam próximos a 65% do PIB (veja Anexos 7, 8, 10 e 11). Além da posição ocupada pela Bolsa de Valores de São Paulo como sólida instituição financeira, a perspectiva de que o mercado brasileiro conquistasse o Investment Grade levava os analistas a acreditarem que haveria um fluxo positivo de capital estrangeiro no País.

Tendências e cenários no mercado de bolsas⁵

Uma mudança que tem ocorrido com as bolsas que abrem capital é a busca por consolidação – via fusões, aquisições ou parcerias com outros mercados. Um exemplo recente é a fusão entre a bolsa de Nova York e a europeia Euronext, anunciada neste ano.

“A centralização das bolsas tem uma vantagem óbvia”, observa Richard J. Herring, professor de Finanças da Wharton. Poucas décadas atrás, a maior parte das ações ficava nas mãos de indivíduos. Hoje, grande parte delas está em poder de instituições, como os fundos mútuos, fundos de *hedge*, fundos de pensão e companhias de seguros.

As enormes transações realizadas por essas instituições requerem uma liquidez monumental que só as grandes bolsas podem proporcionar, observa Marshall E. Blume, professor de Finanças da Wharton. “Os acionistas institucionais estão se tornando cada vez mais sofisticados e, além disso, preocupam-se enormemente com custos.” E só as bolsas de maior porte desfrutam de economias de escala que lhes permitem reduzir os custos das transações, tornando-se atraentes. Com o aumento do volume de transações, torna-se mais fácil o encontro entre compradores e vendedores. A melhora da liquidez faz com que os preços das ações reajam mais rapidamente e de modo mais preciso às oscilações da oferta e da demanda.

“Em parte, o que se vê decorre de uma tendência de unificação dos serviços financeiros”, avalia Franklin Allen, professor de Finanças e de Economia da Wharton. “Trata-se de um movimento importante na Europa. Atualmente, há um número excessivo de bolsas. As operações de compensação [parte da contabilidade que cuida da conclusão das transações] não são nem de longe tranquilas como deveriam ser; além disso, os custos das transações são altos demais.”

Embora tais argumentos façam sentido para os que apoiam as fusões, não há garantias de que uma fusão entre instituições dos EUA e da Europa valha de fato a pena, observa Eric K. Clemons, professor de Administração e de Operações da Wharton e ex-consultor da bolsa de Londres. “Do ponto de vista econômico, não vejo nenhuma razão convincente o bastante para isso.”

Uma vez que continuariam a existir duas grandes entidades significativamente separadas, uma nos EUA e outra no exterior, é provável que não haja muitas oportunidades para cortes de custos — que é, via de regra, um dos principais objetivos de qualquer consolidação, acrescenta Clemons. Embora algumas empresas e negociadores não sejam simpáticos à regulamentação, o mercado de valores mobiliários dos EUA é, há tempos, o mais bem-sucedido de todo o mundo, apesar de suas inúmeras regras; na verdade, há quem veja nas regras um ponto positivo, porque proporcionam um nível de segurança e de transparência sem paralelo.

Além disso, diz Clemons, a consolidação com uma entidade estrangeira pode não propiciar vantagens muito mais significativas do que aquelas que poderiam advir facilmente de algum tipo de parceria – por exemplo, duas companhias aéreas que entram em acordo para oferecer possibilidades de rotas que nenhuma das duas poderia oferecer isoladamente.

Por fim, a criação de uma grande bolsa internacional pode atender a uma necessidade que não existe. Segundo Clemons, os negociadores já podem comprar e vender em bolsas estrangeiras por meio de corretoras, como a Merrill Lynch, que operam nas bolsas do mundo todo. “Pode-se negociar em qualquer bolsa, não importa onde você esteja.”

⁵ Fontes: *Revista Exame*, 1 nov. 2007, “O fenômeno Bovespa na Bovespa”; Galuppo (op.cit).

Embora a validade econômica de fusões com instituições externas seja questionável, contudo, as bolsas do mundo todo parecem estar convencidas de que quanto maior forem, melhor – e que os que não se unirem à festa acabarão sem par na pista de dança. A fusão entre a NYSE e a Euronext pode ter sido motivada, entre outras coisas, por medo de ficar sem par, bem como pelo desejo febril de lançar as bases de um império, assinala Clemons. “São muitas as razões que levam as equipes de gestão a se sentirem atraídas pelo controle de empreendimentos maiores.” Segundo um estudo da consultoria Ernst & Young, consolidar-se e ganhar escala é algo atraente para as bolsas porque permite que elas atraiam negócios de outros países e reduzam seus custos fixos com tecnologia e sistemas. “Isso já ocorreu com as companhias de aço e de automóveis”, diz James Klein, da Ernst & Young. “Agora, é a vez das bolsas.”

Perspectivas para a Bovespa⁶

Quanto a se a Bovespa acompanhará essa tendência, executivos do mercado já traçam alguns possíveis cenários. O primeiro deles prevê a desmutualização seguida de uma IPO. Com a abertura de capital, o controle da Bovespa passaria a ser pulverizado entre milhares de acionistas, e as decisões seriam tomadas por um Conselho de Administração com alguns membros independentes. Estima-se que o lucro da Bovespa subiria para um bilhão de reais dentro de dois anos com a IPO – dinheiro que poderá remunerar quem comprou ações. Na prática, isso significa o fim de descontos e isenções de taxas para as corretoras, levando a uma elevação dos preços. O que poderá barrar a alta de preços é o aumento da competição entre as corretoras, com a entrada de um número maior de concorrentes estrangeiros.

Outra alternativa aponta para uma fusão entre a Bovespa e a Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F), que também já demonstrou interesse em abrir seu capital. A união poderia criar um gigante financeiro com valor de mercado superior a 40 bilhões de reais, maior que CSN, Gerdau e Unibanco, nas estimativas dos analistas. Essa fusão, inclusive, poderia ocorrer antes de ser realizada uma IPO, trazendo maior potencial de sucesso quando ela viesse a acontecer. Separadas, a Bovespa e a BM&F podem cair na irrelevância em uma época em que tamanho e musculatura são cada vez mais uma questão de vida ou morte no mundo financeiro globalizado. Uma das maiores lições do século 20 é que não se faz uma potência econômica sem um grande centro financeiro. Não por coincidência, os cinco primeiros colocados no *ranking* das maiores economias – Estados Unidos, Japão, Alemanha, China e Inglaterra – são os países que hospedam as seis bolsas mais importantes do mundo. A união colocaria o Brasil na briga dos grandes centros financeiros globais. “O Brasil está ampliando sua presença no mercado financeiro global, e não tenho dúvidas de que o país terá um papel cada vez mais relevante”, diz David Lewis, prefeito da City, coração financeiro de Londres.

Bovespa e BM&F já haviam tentado se unir alguns anos antes, mas os estudos não foram em frente. Os grandes protagonistas dessas tentativas foram Raymundo Magliano Filho, presidente do Conselho de Administração da Bovespa, e Manoel Felix Cintra Neto, que ocupa o mesmo cargo na BM&F. Magliano foi responsável pela recente popularização da bolsa paulista, que passou a fazer parte do dia a dia de milhões de brasileiros. Também foi ele quem deu impulso ao Novo Mercado, segmento que reúne as empresas com alto padrão de governança corporativa. Em paralelo, Cintra Neto transformou a BM&F numa bolsa enxuta, muito avançada tecnologicamente e com altos padrões de eficiência. A discordância em relação ao valor de mercado de cada uma das bolsas acabou sendo uma barreira intransponível nas conversas sobre fusão. Os executivos da BM&F achavam que a bolsa de futuros valia mais que a bolsa de valores. E, como era de se esperar, o pessoal da Bovespa pensava justamente o contrário. Dados o novo cenário e a janela de oportunidades, todavia, as conversas poderiam ser retomadas agora. “A integração faz todo o sentido, porque criaria uma empresa mais competitiva e com condições de concorrer globalmente”, diz Aldo Musacchio, professor da Harvard Business School e autor de diversos estudos sobre o desenvolvimento do mercado de capitais.

⁶ Fontes: *Revista Exame*, 1 nov. 2007, “O fenômeno Bovespa na Bovespa”; Galuppo (2009).

Para o País, a expansão do mercado de bolsas é a comprovação de que o capitalismo brasileiro subiu um patamar. Nesse sentido, outro cenário para a Bovespa seria comprar bolsas latino-americanas. Outra alternativa para a Bovespa seria ser comprada por um concorrente internacional, porém isso dificultaria a continuidade da expansão do mercado de capitais no Brasil. Não é que uma economia não possa sobreviver sem uma bolsa local. Em teoria, as empresas podem buscar dinheiro em bolsas do exterior. Na prática, porém, é muito mais difícil para as companhias, em particular para as de menor porte, acessar o mercado financeiro se ele estiver sediado em outro país. "Sem uma bolsa local, não teríamos visto o número de IPOs que foram feitos no Brasil nos últimos anos", diz Pedro Moreira Salles, presidente do Unibanco. "Para as companhias médias do país, não é fácil abrir o capital em Nova York ou Londres, por causa dos custos e da necessidade de se adaptar às regras locais." Por aqui, tudo é mais tranquilo – metade das companhias que fizeram IPO na Bovespa em 2007 era de médio porte. O exemplo da Itália ilustra os problemas de quem permite que a bolsa local perca relevância e deixe de cumprir o papel de financiar as atividades produtivas. Com sede em Milão, a bolsa italiana sofreu constante desgaste ao longo dos últimos anos, o que culminou com sua venda para a bolsa de Londres, em junho de 2007. Neste ano, as ofertas de ações na Itália somaram apenas 11 bilhões de dólares – cifra irrisória ante os 82 bilhões da bolsa inglesa, apesar de as duas economias terem porte semelhante.

Os impactos da IPO para as corretoras e bancos⁷

Segundo analistas de mercado, uma IPO da Bovespa, somada a uma IPO da BM&F, renderia cerca de R\$ 10 bilhões às corretoras e bancos que hoje detêm títulos patrimoniais nas duas bolsas.

As corretoras manifestam a certeza de que, caso ocorram as IPOs das bolsas, o setor passará por um período de fusões e aquisições, consequência imediata da capitalização das corretoras. As instituições resultantes desse processo de consolidação, com porte maior, serão as candidatas à próxima leva de abertura de capital.

Os grupos mais beneficiados por uma eventual IPO da Bovespa serão o Unibanco, que deverá receber cerca de R\$ 396 milhões, e os estrangeiros Credit Suisse (R\$ 324 milhões) e UBS Pactual (R\$ 288 milhões). As corretoras estrangeiras precisavam ter pelo menos 12 títulos patrimoniais da bolsa para ter direito de operar no pregão, o dobro do exigido para as nacionais. Por isso, detêm boa parte dos títulos.

No caso dos bancos brasileiros, os títulos foram acumulados após o intenso processo de consolidação dos últimos anos. Itaú e Santander, por exemplo, detêm mais de 3% do capital da Bovespa, cada um, em razão das várias aquisições de concorrentes no passado.

Para os bancos médios, a IPO das bolsas seria uma oportunidade de capitalização praticamente sem custos. Algumas dessas instituições, que abriram capital recentemente, chegaram a citar, nas apresentações aos investidores, a perspectiva desse ganho. Vários bancos transferiram a posse dos títulos das corretoras para seu patrimônio, já na expectativa da venda desses papéis.

Aspectos da infraestrutura regulatória

No mundo, a grande problemática de uma IPO de bolsa gira em torno do conflito de interesses entre o papel de uma bolsa fiscalizadora e o de uma empresa com fins lucrativos. Para evitar esse problema, a CVM determina que as bolsas tenham uma estrutura de autorregulação para o mercado de capitais composta de um departamento específico (que funciona como a área técnica da CVM, identificando irregularidades), um conselho de autorregulação (órgão semelhante ao colegiado da CVM, com objetivo de julgar os casos) e um diretor para a área (papel igual ao do presidente da CVM). Esse diretor também fará parte do conselho de autorregulação e será escolhido pelo Conselho de Administração. Para blindar o executivo contra possíveis pressões, a CVM determina, ainda, que

⁷ Fonte: Valor Online. Disponível em: <http://www.valor.com.br> (acesso em 10 dez. 2010).

sua destituição deverá ser aprovada pelo conselho e sancionada pelos acionistas das bolsas em assembleia extraordinária (veja Figura 1).

A reunião do Conselho de Administração da Bovespa

Magliano, na sua função de presidente do conselho, conduz a assembleia e as discussões e pede que os presentes façam suas considerações sobre o assunto.

Nesse momento, um dos participantes recebe uma mensagem em seu Blackberry: após sete altas seguidas, a Bovespa fechava em queda de 3,18%, recuando para 51.389 pontos. O volume financeiro negociado ao longo do dia também havia caído: R\$ 3,4 bilhões, valor abaixo da média diária do ano, de R\$ 4,3 bilhões. O resultado poderia ser um indício da crise no setor imobiliário dos EUA e da ata, publicada pelo FED no dia 7 daquele mesmo mês, que apontava a necessidade de uma intervenção na política monetária. O assunto é trazido ao conhecimento dos participantes, que não escondem seu desconforto ao escutar a notícia.

Aproveitando o silêncio provocado pela notícia, um dos participantes pede a palavra e relembra as sociedades corretoras de todo o histórico de sucesso da Bovespa, calcado sempre no modelo de entidade fechada, onde os interesses de todos são atendidos. Ele também alerta dos riscos da desmutualização e da abertura de capital, ao permitir a entrada de novas corretoras no mercado, aumentando a competição e exigindo rápida adequação dos associados, e do processo de mudança cultural, que não seria fácil.

"A bolsa passará a cobrar por serviços que eram gratuitos ou muito baratos em razão dos descontos que hoje temos, como os cancelamentos das ordens de compra e venda dos clientes, e, com isso, nossos custos vão subir cerca de 30%", diz o diretor de uma corretora. "Parte desse aumento terá que ser repassado aos investidores."

Apresentando estudo com estimativas do montante de recursos a ser levantado com a abertura de capital, Mifano reforça às corretoras que elas poderão recuperar suas parcelas de investimentos feitos na bolsa. Enfatiza que, com esses recursos, as corretoras poderiam investir em profissionalização, preparando-se para enfrentar a competição que estava por vir, e ainda expandir nacional e internacionalmente a sua atuação, reduzindo seus custos e trazendo novos negócios.

"Senhores, vamos proceder com a assembleia", disse Magliano, terminadas as considerações. Os representantes das corretoras associadas se entreolham, calados, por algum tempo. Até mesmo aqueles que já tinham uma posição convicta antes da reunião estão reticentes. É difícil saber qual a decisão mais acertada, tendo em vista os fortes argumentos apresentados.

Anexo 1

IPOs realizadas na Bovespa 2004

| 2004 | | | | | | |
|-------------------|------------------|-------------------|---------------------|---------------|---------------------------|---------------------------|
| Empresa | Setor | Primária (R\$ MM) | Secundária (R\$ MM) | Total (R\$MM) | Participação Estrangeiros | Receita Líquida (R\$ MM)* |
| Natura | Cosméticos | 0 | 768 | 768 | 67% | 1.329 |
| Gol | Aviação Civil | 498 | 380 | 878 | 75% | 1.654 |
| ALL | Logística | 267 | 321 | 588 | 71% | 760 |
| CPFL Energia | Energia Elétrica | 685 | 136 | 820 | 69% | 6.057 |
| Grendene | Calçados | 0 | 617 | 617 | 64% | 1.061 |
| DASA | Diagnósticos | 126 | 311 | 437 | 68% | 364 |
| Porto Seguro | Seguradora | 129 | 248 | 377 | 71% | - |
| TOTAL 2004 | | 1.705 | 2.781 | 4.485 | | |

Fonte: Endeavor

Anexo 2

IPOs realizadas na Bovespa 2005

| 2005 | | | | | | |
|-------------------|-------------------|-------------------|---------------------|---------------|---------------------------|---------------------------|
| Empresa | Setor | Primária (R\$ MM) | Secundária (R\$ MM) | Total (R\$MM) | Participação Estrangeiros | Receita Líquida (R\$ MM)* |
| Renar Maçãs | Agrícola | 16 | 0 | 16 | 5% | 47 |
| Submarino | Varejo Eletrônico | 135 | 338 | 473 | 75% | 276 |
| Localiza | Locação Veíc. | 0 | 265 | 265 | 93% | 616 |
| TAM | Aviação Civil | 384 | 165 | 548 | 74% | 4.520 |
| EDP | Energia Elétrica | 1.170 | 15 | 1.185 | 26% | 3.703 |
| OHL | Concessões Rod | 135 | 361 | 496 | 70% | 268 |
| Nossa Caixa | Bancário | 0 | 954 | 954 | 71% | - |
| Cosan | Agrícola | 886 | 0 | 886 | 72% | 5.068 |
| UOL | Internet | 323 | 302 | 625 | 71% | 408 |
| TOTAL 2005 | | 3.049 | 2.398 | 5.447 | | |

Fonte: Endeavor

Anexo 3

IPOs realizadas na Bovespa 2006

| 2006 | | | | | | |
|-------------------|---------------------|-------------------|---------------------|---------------|---------------------------|---------------------------|
| Empresa | Setor | Primária (R\$ MM) | Secundária (R\$ MM) | Total (R\$MM) | Participação Estrangeiros | Receita Líquida (R\$ MM)* |
| Copasa | Saneamento | 813 | 0 | 813 | 74% | 1.453 |
| Vivax | TV a cabo | 59 | 470 | 529 | 69% | 263 |
| Gafisa | Imobiliário | 494 | 433 | 927 | 72% | 494 |
| Company | Imobiliário | 208 | 74 | 282 | 64% | 143 |
| Totvs | Tecnologia | 345 | 115 | 460 | 69% | 219 |
| Equatorial | Energia | 256 | 284 | 540 | 77% | 665 |
| Abnote | Serviços banc. | 0 | 480 | 480 | 80% | 389 |
| CSU | Serviços banc. | 100 | 241 | 341 | 83% | 314 |
| BrasilAgro | Agrícola | 583 | 0 | 583 | 82% | - |
| Lupatech | Bens de capital | 191 | 262 | 453 | 78% | 173 |
| GP | Investments Holding | 706 | 0 | 706 | 78% | - |
| Datasul | Tecnologia | 151 | 166 | 317 | 80% | 125 |
| MMX | Mineração | 1.119 | 0 | 1.119 | 76% | - |
| Abyara | Imobiliário | 164 | 0 | 164 | 83% | - |
| Medial | Saúde | 474 | 268 | 742 | 76% | 832 |
| Klabin Segall | Imobiliário | 361 | 167 | 527 | 69% | 95 |
| Santos Brasil | Logística | 925 | 8 | 933 | 80% | 354 |
| M.Dias Branco | Alimentos | 0 | 411 | 411 | 72% | 1.593 |
| Brascan | Imobiliário | 940 | 248 | 1.188 | 87% | 323 |
| Profarma | Farmacêutico | 311 | 91 | 401 | 70% | 1.508 |
| Terna | Energia | 418 | 209 | 627 | 65% | 478 |
| Brasil Ecodiesel | Combustíveis | 379 | 0 | 379 | 68% | - |
| Odontoprev | Saúde | 162 | 360 | 522 | 63% | 170 |
| Positivo | Tecnologia | 67 | 538 | 604 | 69% | 853 |
| Lopes | Imobiliário | 0 | 475 | 475 | 71% | 79 |
| Dufry | Comércio | 0 | 850 | 850 | 69% | 809 |
| TOTAL 2006 | | 9.225 | 6.149 | 15.373 | | |

Fonte: Endeavor

* Receita líquida nos quatro trimestres anteriores à oferta

Anexo 4

IPOs realizadas na Bovespa 2007

| Empresa | Setor | 2007 | | Total (R\$MM) | Participação Estrangeiros | Receita Líquida (R\$ MM)* |
|-------------------|--------------------------|-------------------|---------------------|---------------|---------------------------|---------------------------|
| | | Primária (R\$ MM) | Secundária (R\$ MM) | | | |
| PDG | Imobiliário | 432 | 216 | 648 | 93% | 130 |
| Rodobens | Imobiliário | 449 | 0 | 449 | 67% | 42 |
| Camargo Corrêa | Imobiliário | 479 | 43 | 522 | 56% | 112 |
| Tecnisa | Imobiliário | 591 | 201 | 791 | 68% | 206 |
| Iguatemi | Shopping Center | 549 | 0 | 549 | 72% | 110 |
| São Martinho | Agronegócio | 260 | 164 | 424 | 53% | 900 |
| GVT | Telecomunicação | 1.076 | 0 | 1.076 | 76% | 769 |
| Anhanguera Educ | Instituição de Ensino | 427 | 85,5 | 512 | 77% | 143 |
| JBS | Frigorífico | 1.217 | 400 | 1.617 | 84% | 3968 |
| Pine | Bancário | 357 | 160 | 517 | 90% | - |
| Even | Imobiliário | 460 | 0 | 460 | 53% | 205 |
| BR Malls | Shopping Center | 657 | 0 | 657 | 74% | 86 |
| Heringer | Agronegócio | 222 | 127 | 349 | 65% | 1.426 |
| JHSF | Imobiliário | 432 | 0 | 432 | 89% | 135 |
| Metalrio | Indústria - Refrigeração | 302 | 151 | 453 | 57% | 296 |
| Bematech | Indústria - Informática | 270 | 137 | 407 | 70% | 200 |
| CR2 | Imobiliária | 308 | 0 | 308 | 0% | - |
| Agra | Imobiliária | 752 | 34 | 786 | 67% | 167 |
| Cremer | Produtos Hospitalares | 210 | 342 | 552 | 80% | 243 |
| Wilson Sons | Logística | 261 | 444 | 706 | 74% | 334 |
| Sofisa | Bancário | 497 | 7 | 505 | 76% | - |
| Tarpon** | Holding | 402 | 0 | 402 | N/D | - |
| Inpar | Imobiliário | 756 | 0 | 756 | 70% | 293 |
| Parana** | Bancário | 529 | 0 | 529 | N/D | - |
| SLC Agrícola** | Agrícola | 308 | 118 | 426 | N/D | 233 |
| Log-In** | Logística | 441 | 304 | 745 | N/D | 352 |
| EZTec** | Imobiliária | 471 | 0 | 471 | N/D | 114 |
| Cruzeiro Sul** | Bancário | 429 | 131 | 560 | N/D | - |
| Daycoval** | Bancário | 936 | 14 | 950 | N/D | - |
| Marfrig** | Frigorífico | 887 | 0 | 887 | N/D | - |
| Tegma** | Logística | 252 | 273 | 525 | N/D | - |
| TOTAL 2007 | | 15.620 | 3.352 | 18.971 | | |

Fonte: Endeavor

* Receita líquida nos quatro trimestres anteriores à oferta

** Dados preliminares

Anexo 5

Exemplos de desmutualização e abertura de capital de bolsas ao redor do mundo

| Bolsa | Data | Aspectos gerais/fatos ocorridos |
|--------------------------------|------|---|
| Suécia (bolsa de Estocolmo) | 1993 | <ul style="list-style-type: none"> - A Suécia possui duas bolsas, a bolsa de Estocolmo e a OM, que atuam em mercados diferentes - A bolsa de Estocolmo realizou uma primeira oferta restrita, antes de listar suas ações no mercado aberto - Bolsa de Estocolmo: redução do quadro de diretores de 22 membros para 9, sendo que os membros anteriores representavam os interesses de vários grupos sociais, partidos políticos, investidores, sindicatos, e o novo quadro seria composto por decisão dos acionistas - Regulação e inspeção realizada pela Swedish Finansinspektionen (SFI) |
| Austrália (ASX) | 1998 | <ul style="list-style-type: none"> - Embora a bolsa da Austrália tenha mantido seu papel de autorregulação do mercado, ela deveria reportar-se periodicamente para a Australian Securities and Investments Commission (ASIC) como uma forma de minimizar possíveis conflitos de interesses - Na disputa pela compra da bolsa de Sydney, entre a ASX e a empresa Computershare, surgiu um conflito de interesses causado pelo duplo papel da ASX como agente do mercado e autorregulador. Ambas as ofertas foram rejeitadas - Em novembro de 2000, a ASX criou a subsidiária ASX Supervisory Review, com o papel de operar de modo independente e assumir as atividades de supervisão e fiscalização do mercado |
| Londres (LSE) | 1999 | <ul style="list-style-type: none"> - Bolsa inglesa desmutualiza-se para tornar-se mais competitiva e atender as mudanças impostas pelo mercado - Após a desmutualização, o mercado primário passou a ser regulado pela UK Listing Authority (UKLA), e o secundário continuaria a ser regulado pela LSE |
| Bolsa de Toronto (TSE) | 1999 | <ul style="list-style-type: none"> - Operação aprovada pelo governo e a Ontario Securities Commission (OSC), que também definiu características das desmutualização, limite de capital por pessoa (5%), regras para poder operar no mercado (que passaria a ser por contrato, e não por propriedade) - A função regulatória seria exercida por um órgão apartado, chamado TSE Regulatory Services |
| Cingapura (SGX) | 1999 | <ul style="list-style-type: none"> - Manutenção da função autorreguladora, porém a atividade de <i>clearing</i> seria de responsabilidade de um subsidiária do grupo - A bolsa estaria submetida à fiscalização da Autoridade Monetária de Cingapura, que deveria aprovar o <i>chairman</i> e CEO da SGX, a composição do Comitê de Nomeação (responsável por definir os diretores da SGX) e acionistas que desejem adquirir um volume superior a 5% das ações da empresa |
| Hong Kong (HKEx) | 2000 | <ul style="list-style-type: none"> - Desmutualização e fusão da bolsa de Hong Kong e <i>clearing house</i> para formação de uma <i>holding</i> - Quadro de diretores composto 50% por membros apontados pelos acionistas e 50% pela Secretaria do Tesouro - Divisão de papéis entre a HKEx e a Securities and Futures Commission (SFC), cabendo à primeira monitorar e avaliar o risco das operações do mercado e à segunda o papel de monitorar a liquidez das empresas e a segurança dos sistemas utilizados para operar no mercado. De modo geral, a HKEx estava submetida ao monitoramento e controle da SFC |
| Chicago (CME) | 2000 | <ul style="list-style-type: none"> - Primeiro caso de uma bolsa americana a desmutualizar-se - Não foi realizada uma IPO, mas uma conversão das antigas cotas das corretoras por ações classe "A" (com direito a operar e atuar na administração da empresa) e classe "B" (somente com o direito de operar) - Não houve grandes mudanças no aspecto regulatório e na fiscalização, uma vez que a Securities Exchange Commission (SEC) sempre exerceu grande influência no mercado americano |
| Nasdaq | 2000 | <ul style="list-style-type: none"> - Desmutualização em duas etapas de oferta privada de ações - SEC determina a mudanças na estrutura da Nasdaq, limitando o poder individual de voto de cada acionista e aumentando o quadro de diretores de modo a garantir a representatividade dos novos acionistas |

Fonte: IOSCO. *Issues paper on exchange demutualization*. 2001

Anexo 6**Ranking de empresas nas bolsas mundiais (volume de IPOs em bilhões de dólares)**

| | | |
|----|-----------|------|
| 1º | Nova York | 48,4 |
| 2º | Londres | 36,4 |
| 3º | Xangai | 20,0 |
| 4º | Hong Kong | 17,8 |
| 5º | São Paulo | 15,9 |

Dados até 31.8.2007. Exclui a bolsa de Tóquio, que não informa o total captado.

Fontes: bolsas, Dealogic e World Federation of Exchanges

Anexo 7**Ranking das bolsas mundiais (valor de mercado das empresas listadas, em trilhões de dólares)**

| | | |
|-----|-----------|------|
| 1º | Nova York | 16,0 |
| 2º | Tóquio | 4,6 |
| 3º | Euronext | 4,2 |
| 4º | Londres | 4,0 |
| 5º | Xangai | 2,6 |
| 15º | São Paulo | 1,2 |

Dados até 30.9.2007.

Fontes: bolsas, Dealogic e World Federation of Exchanges

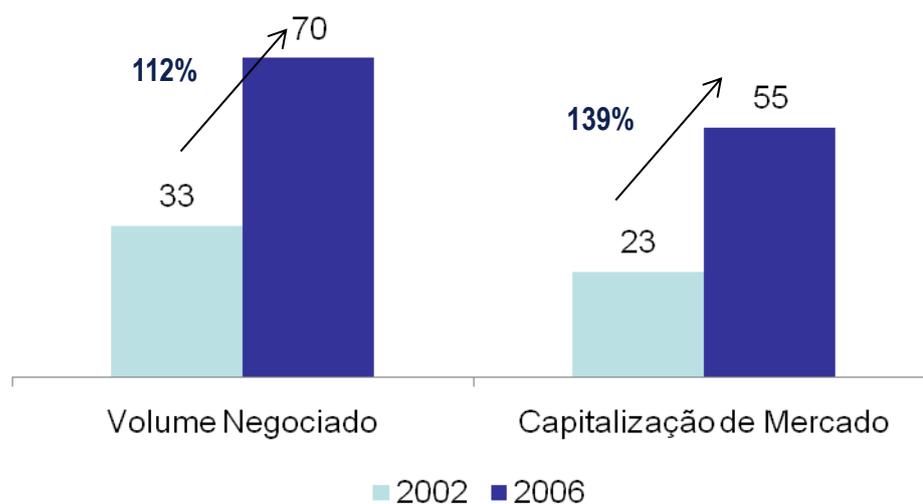
Anexo 8**Capitalização de mercado em % do PIB (2007)**

| | | |
|-----|----------------|------|
| 1º | Hong Kong/SAR | 960% |
| 2º | África do Sul | 290% |
| 3º | Cingapura | 281% |
| 4º | Malásia | 152% |
| 5º | Reino Unido | 150% |
| 6º | Austrália | 139% |
| 7º | Estados Unidos | 116% |
| 8º | Japão | 108% |
| 9º | Espanha | 103% |
| 10º | Noruega | 81% |
| 11º | Brasil | 65% |
| 12º | México | 41% |
| 13º | China | 34% |

Anexo 9 Evolução do Índice Bovespa (2000-2007)

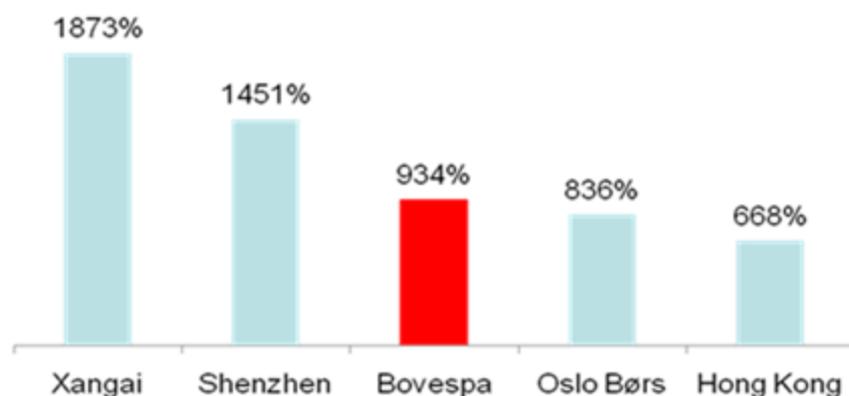


Anexo 10 Crescimento mundial do mercado de bolsas (em trilhões de dólares)



Anexo 11

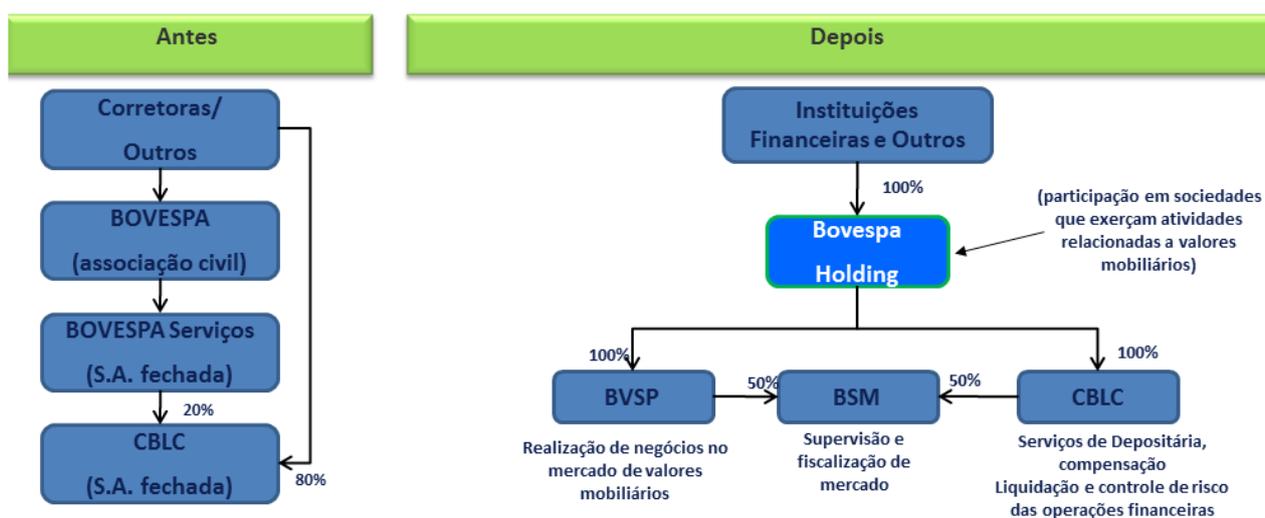
Crescimento das bolsas emergentes (2002 a 2007) – volume médio diário negociado em dólares



Fonte: bolsas

Anexo 12

Estrutura proposta para a Bovespa Holding S.A.



Anexo 13

Informações financeiras Bovespa

| | Exercício encerrado em 31 de dezembro de | | | | Semestre encerrado em 30 de junho de | | Variação % entre jun/06 e jun/07 |
|--|---|--------|--------|---------|--------------------------------------|--------|--|
| | 2004 | 2005 | 2006 | CAGR(1) | 2006 | 2007 | |
| | (em R\$ milhões, exceto se de outra forma indicado) | | | | | | |
| Receitas Operacionais Líquidas | 231,4 | 302 | 434,7 | 37,10% | 216,4 | 343,3 | 58,6 |
| Receitas Operacionais Líquidas "Pro forma" | NA | NA | 408,4 | NA | NA | 323,2 | NA |
| EBITDA(2) | 65,7 | 103,4 | 205,4 | 76,80% | 110,7 | 217,7 | 96,7 |
| EBITDA "Pro-Forma"(2) | NA | NA | 179,6 | NA | NA | 197,8 | NA |
| Margem de EBITDA(3) | 28,40% | 34,20% | 47,30% | NA | 51,20% | 63,40% | NA |
| Margem de EBITDA "pro forma"(4) | NA | NA | 44% | NA | NA | 61,20% | NA |
| Lucro Líquido | 112,5 | 184,6 | 274 | 56,10% | 142,2 | 243,7 | 71,4 |
| Lucro Líquido "pro forma" | NA | NA | 199,2 | NA | NA | 177,6 | NA |

Fonte: Prospecto IPO Bovespa

(1) *Compound Annual Growth Rate (CAGR)* – representa a taxa anual composta de crescimento.

(2) A inclusão de informações relativas à EBITDA e EBITDA pró-forma tem como intuito apresentar uma medida de *performance* operacional. Nosso EBITDA consiste do resultado operacional acrescido de despesas de depreciação e amortização. Nosso EBITDA pró-forma consiste de nosso EBITDA ajustado de modo a representar qual seria o efeito tributário se fôssemos, no semestre findo em 30 de junho de 2007 e no exercício social findo em 31 de dezembro de 2006, sujeitos, como uma sociedade com fins lucrativos, ao recolhimento de tributos, exceto em relação às receitas relativas à administração do Fundo de Garantia, cuja administração foi transferida para a BSM. De acordo com as Práticas Contábeis Adotadas no Brasil, o EBITDA não é uma medida de *performance* financeira e não deve ser considerado isoladamente, não representa o fluxo de caixa para os períodos apresentados e não deve ser considerado como substituto para o lucro líquido como indicador do nosso desempenho operacional ou como substituto para o fluxo de caixa como indicador de liquidez. O EBITDA não possui significado padronizado, e a definição de EBITDA aqui utilizada pode não ser comparável àquelas utilizadas por outras sociedades.

(3) A margem de EBITDA representa o EBITDA dividido pela receita líquida.

(4) A margem de EBITDA pró-forma representa o EBITDA pró-forma dividido pela receita operacional líquida pró-forma.

Anexo 14

Informações operacionais Bovespa

| | Exercício encerrado em 31 de dezembro de | | | | | Semestre encerrado em 30 de junho de | |
|--|---|-------|-------|----------|----------|--------------------------------------|----------|
| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2006 | 2007 |
| | (R\$ bilhões, exceto números relacionados a ofertas públicas e listagens) | | | | | | |
| Capitalização de Mercado | 438,3 | 676,7 | 904,9 | 1.128,50 | 1.544,90 | 1.285,00 | 1.970,80 |
| Volume médio diário | 0,6 | 0,8 | 1,2 | 1,6 | 2,4 | 2,4 | 4 |
| Ativos em Custódia | 211,1 | 324,1 | 388,9 | 518,6 | 729,8 | 588,4 | 894,8 |
| Nº. de Ofertas Públicas de Ações | 5 | 6 | 15 | 19 | 42 | 23 | 35 |
| Volume Total das Ofertas Públicas de Ações | 6,1 | 2,7 | 8,8 | 13,9 | 30,4 | 14,8 | 20,8 |
| Emissores listados | 573 | 553 | 560 | 567 | 624 | 587 | 667 |
| Companhias listadas em bolsa | 436 | 410 | 390 | 381 | 394 | 382 | 419 |
| Companhias listadas no Novo Mercado | 2 | 2 | 7 | 18 | 44 | 31 | 69 |
| Companhias listadas no Nível 2 | 3 | 3 | 7 | 10 | 14 | 13 | 15 |
| Companhias listadas no Nível 1 | 24 | 31 | 33 | 37 | 36 | 34 | 38 |

Fontes: CVM e Bovespa.

Anexo 15

Demonstrações de resultado Bovespa

| | Exercícios findos em 31 de dezembro | | | | | | Período de seis meses findos em 30 de junho de 2007 | | | | | | Var. (%) 2007/2006 |
|---|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|-----------------------|
| | 2006 | | 2005 | | 2004 | | Variação (%) | | 2007 | | 2006 | | |
| | R\$ | Part. | R\$ | Part. | R\$ | Part. | 2006/ | 2005/ | R\$ | Part. | R\$ | Part. | |
| | milhões | (%) | milhões | (%) | milhões | (%) | 2005 | 2004 | milhões | (%) | milhões | (%) | |
| Receitas Operacionais Brutas | 456,2 | 104,9 | 316,7 | 104,9 | 242 | 104,6 | 44 | 30,9 | 360,5 | 105 | 227 | 104,9 | 58,8 |
| Receitas de negociação | 371,2 | 85,4 | 252,3 | 83,5 | 190,5 | 82,3 | 47,1 | 32,4 | 303,1 | 88,3 | 186,7 | 86,3 | 62,3 |
| Emolumentos de pregão | 243,4 | 56 | 164,4 | 54,4 | 124,9 | 54 | 48,1 | 31,6 | 195,6 | 57 | 122,9 | 56,8 | 59,2 |
| Taxas de compensação e liquidação | 127,8 | 29,4 | 87,9 | 29,1 | 65,6 | 28,3 | 45,4 | 34 | 107,5 | 31,3 | 63,8 | 29,5 | 68,5 |
| Empréstimo de valores mobiliários | 17,7 | 4,1 | 10,8 | 3,6 | 4,3 | 1,9 | 63,9 | 151,2 | 19,5 | 5,7 | 9,3 | 4,3 | 109,7 |
| Listagem de valores mobiliários | 18,7 | 4,3 | 16,7 | 5,5 | 14,1 | 6,1 | 12 | 18,4 | 10 | 2,9 | 8,6 | 4 | 16,3 |
| Depositária, custódia e back-office | 20 | 4,6 | 13,4 | 4,4 | 8,4 | 3,6 | 49,3 | 59,5 | 12,2 | 3,6 | 9,4 | 4,3 | 29,8 |
| Cotações e informações de mercado | 9 | 2,1 | 8,1 | 2,7 | 8 | 3,5 | 11,1 | 1,3 | 5,2 | 1,5 | 4,1 | 1,9 | 26,8 |
| Proc. de dados, licenc. de software e telefonia | 7,5 | 1,7 | 8,3 | 2,7 | 9,4 | 4,1 | -9,6 | -11,7 | 2,7 | 0,8 | 3,8 | 1,8 | -28,9 |
| Outras | 12,1 | 2,8 | 7,1 | 2,4 | 7,3 | 3,2 | 70,4 | -2,7 | 7,8 | 2,3 | 5,1 | 2,4 | 52,9 |
| Impostos Sobre Receitas Operacionais | 21,5 | 4,9 | 14,7 | 4,9 | 10,6 | 4,6 | 46,3 | 38,7 | 17,2 | 5 | 10,6 | 4,9 | 62,3 |
| COFINS e PIS | 16,3 | 3,7 | 11,3 | 3,7 | 8,2 | 3,5 | 44,2 | 37,8 | 13,3 | 3,9 | 8 | 3,7 | 66,3 |
| ISS | 5,2 | 1,2 | 3,4 | 1,1 | 2,4 | 1 | 52,9 | 41,70 | 3,9 | 1,1 | 2,6 | 1,2 | 50 |
| Receitas Operacionais Líquidas | 434,7 | 100 | 302 | 100 | 231,4 | 100 | 43,9 | 30,5 | 343,3 | 100 | 216,4 | 100 | 58,6 |
| Despesas | 245,7 | 56,5 | 215 | 71,2 | 181,7 | 78,5 | 14,3 | 18,3 | 134,4 | 39,1 | 113,8 | 52,6 | 18,1 |
| Pessoal | 97,5 | 22,4 | 82,4 | 27,3 | 70,9 | 30,6 | 18,3 | 16,2 | 56,5 | 16,5 | 44,5 | 20,6 | 27 |
| Processamento de dados e sistemas de telefonia | 62,9 | 14,5 | 55,9 | 18,5 | 44,6 | 19,3 | 12,5 | 25,3 | 30 | 8,7 | 30,4 | 14 | -1,3 |
| Programa de aprimoramento tecnológico | 14,3 | 3,3 | 13,6 | 4,5 | 11,9 | 5,1 | 5,1 | 14,3 | 7,1 | 2,1 | 6,9 | 3,2 | 2,9 |
| Serviços de terceiros | 9,3 | 2,1 | 11,4 | 3,8 | 9,2 | 4 | -18,4 | 23,9 | 4,8 | 1,4 | 4,3 | 2 | 11,6 |
| Ocupação, despesas gerais e administrativas | 5,3 | 1,2 | 5,7 | 1,9 | 5 | 2,2 | -7 | 14 | 3,2 | 0,9 | 2,6 | 1,2 | 23,1 |
| Marketing, | 18 | 4,1 | 15 | 5 | 10,5 | 4,5 | 20 | 42,9 | 11,1 | 3,2 | 6,9 | 3,2 | 60,9 |
| Comunicação | 6,4 | 1,5 | 3,5 | 1,2 | 3,1 | 1,3 | 82,9 | 12,9 | 4,7 | 1,4 | 3,1 | 1,4 | 51,6 |
| Depreciação e amortização | 16,4 | 3,8 | 16,4 | 5,4 | 16 | 6,9 | - | 2,5 | 8,8 | 2,6 | 8,1 | 3,7 | 8,6 |
| Impostos e taxas | 5,8 | 1,3 | 4,8 | 1,6 | 4,9 | 2,1 | 20,8 | -2 | 3,3 | 1 | 2,9 | 1,3 | 13,8 |
| Outras despesas | 9,8 | 2,3 | 6,3 | 2,1 | 5,6 | 2,4 | 55,6 | 12,5 | 4,9 | 1,4 | 4,1 | 1,9 | 19,5 |
| Resultado Operacional | 189 | 43,5 | 87 | 28,8 | 49,7 | 21,5 | 117,2 | 75,1 | 208,9 | 60,9 | 102,6 | 47,4 | 103,6 |
| Resultado financeiro | 136 | 31,3 | 136,2 | 45,1 | 95,6 | 41,3 | -0,1 | 42,5 | 73,5 | 21,4 | 67,3 | 31,1 | 9,2 |
| Resultado não operacional | -0,5 | -0,1 | -2,2 | -0,7 | -6,8 | -2,9 | -77,3 | -67,6 | 4,7 | 1,4 | -1,8 | -0,8 | -361,1 |
| Lucro Líquido antes do IR e da CSLL | 324,5 | 74,6 | 221 | 73,2 | 138,5 | 59,9 | 46,8 | 59,6 | 287,1 | 83,6 | 168,1 | 77,7 | 70,8 |
| IR e CSLL | 50,5 | 11,6 | 36,4 | 12,1 | 26 | 11,2 | 38,7 | 40 | 43,4 | 12,6 | 25,9 | 12 | 67,6 |
| Lucro Líquido | 274 | 63 | 184,6 | 61,1 | 112,5 | 48,6 | 48,4 | 64,1 | 243,7 | 71 | 142,2 | 65,7 | 71,4 |

Fonte: Prospecto IPO Bovespa

Anexo 16

Balanços patrimoniais

| | Exercícios findos em 31 de dezembro | | | | | | Período de seis meses findos em 30 de junho de 2007 | | | | | | |
|--|-------------------------------------|-------------|---------------|-------------|--------------|-------------|---|-------------|---------------|-------------|----------------|-------------|--------------|
| | 2006 | | 2005 | | 2004 | | Variação (%) | | 2007 | | 2006 | | Var. (%) |
| | R\$ | Part. | R\$ | Part. | R\$ | Part. | 2006/ | 2005/ | R\$ | Part. | R\$ | Part. | |
| | milhões | (%) | milhões | (%) | milhões | (%) | 2005/ | 2004 | milhões | (%) | milhões | (%) | 2007/ 2006 |
| CIRCULANTE | 1425,7 | 91,5 | 1060,6 | 89,6 | 860,3 | 87,7 | 34,4 | 23,3 | 1859,3 | 93,4 | 1 225,3 | 90,4 | 51,7 |
| Disponibilidades e aplicações financeiras | 1347,2 | 86,4 | 999 | 84,5 | 818,5 | 83,4 | 34,9 | 22,1 | 1707,1 | 85,8 | 1129,2 | 83,3 | 51,2 |
| Contas a receber | 60,3 | 3,9 | 41,1 | 3,5 | 22,3 | 2,3 | 46,7 | 84,3 | 108,3 | 5,4 | 62,5 | 4,6 | 73,3 |
| Impostos a recuperar e antecipações | 1,5 | 0,1 | 4,2 | 0,4 | 2,8 | 0,3 | -64,3 | 50 | 20 | 1 | 16,8 | 1,2 | 19 |
| IR e CSLL diferidos | 2,5 | 0,2 | 2,5 | 0,2 | 2,5 | 0,3 | - | - | 1,3 | 0,1 | 2,5 | 0,2 | -48 |
| Despesas | 4,9 | 0,3 | 5,9 | 0,5 | 2,5 | 0,3 | -16,9 | 136 | 9 | 0,5 | 5,5 | 0,4 | 63,6 |
| Outras contas a receber | 5,1 | 0,3 | 3,7 | 0,3 | 4,2 | 0,4 | 37,8 | -11,9 | 5,7 | 0,3 | 4,5 | 0,3 | 26,7 |
| Bens destinados à venda | 2,1 | 0,1 | 2,1 | 0,2 | 2,2 | 0,2 | - | 4,5 | 5,5 | 0,3 | 2,1 | 0,2 | 161,9 |
| Venda de imóveis a receber | 1,4 | 0,1 | 1,4 | 0,1 | 1,4 | 0,1 | - | - | 1,1 | 0,1 | 1,4 | 0,1 | -21,4 |
| Outros créditos | 0,7 | 0 | 0,7 | 0,1 | 3,9 | 0,4 | - | -82,1 | 1,3 | 0,1 | 0,8 | 0,1 | 62,5 |
| REALIZÁVEL A LONGO PRAZO | 9,7 | 0,6 | 13,4 | 1,1 | 14,3 | 1,5 | -27,6 | -6,3 | 9,2 | 0,5 | 10,2 | 0,8 | -9,8 |
| Venda de imóveis a receber | 0,4 | 0 | 1,8 | 0,2 | 3,2 | 0,3 | -77,9 | -43,8 | - | - | 1,1 | 0,1 | -100 |
| Créditos oriundos de ações judiciais | 0,6 | 0 | 0,6 | 0,1 | 0,6 | 0,1 | - | - | 0,6 | - | 0,6 | - | - |
| Contas a receber | 2,5 | 0,2 | 2,2 | 0,2 | 2,5 | 0,3 | 13,6 | -12 | 2,1 | 0,1 | 2,2 | 0,2 | -4,5 |
| Depósitos judiciais | 4,6 | 0,3 | 4,2 | 0,4 | 3,8 | 0,4 | 9,5 | 10,5 | 5,2 | 0,3 | 4,4 | 0,3 | 18,2 |
| Bens destinados à venda | 1,3 | 0,1 | 4,3 | 0,4 | 4,2 | 0,4 | -69,8 | -2,4 | 1,3 | 0,1 | 1,6 | 0,1 | -18,8 |
| Outros créditos | 0,3 | 0 | 0,3 | 0 | 0 | 0 | - | - | - | - | 0,3 | - | -100 |
| PERMANENTE | 123,4 | 7,9 | 109,3 | 9,2 | 106,6 | 10,9 | 12,9 | 2,5 | 122 | 6,1 | 120,3 | 8,9 | 1,4 |
| Investimentos | 17,1 | 1,1 | 14,6 | 1,2 | 15,3 | 1,6 | 17,1 | -4,6 | 16,8 | 0,8 | 17,2 | 1,3 | -2,3 |
| Imobilizado | 94,2 | 6 | 82,7 | 7 | 77,1 | 7,9 | 13,9 | 7,3 | 95,1 | 4,8 | 91,5 | 6,7 | 3,9 |
| Diferido | 12,1 | 0,8 | 12 | 1 | 14,2 | 1,4 | 0,8 | -15,5 | 10,1 | 0,5 | 11,6 | 0,9 | -12,9 |
| TOTAL DO ATIVO | 1558,8 | 100 | 1183,3 | 100 | 981,2 | 100 | 31,7 | 20,6 | 1990,5 | 100 | 1355,8 | 100 | 46,8 |
| CIRCULANTE | 333,7 | 21,4 | 208,2 | 17,6 | 147,3 | 15 | 60,2 | 41,4 | 531,8 | 26,7 | 252,3 | 18,6 | 110,8 |
| Depósito em garantia de operações | 145,6 | 9,3 | 56,7 | 4,8 | 24,6 | 2,5 | 156,8 | 130,5 | 279,1 | 14 | 54,9 | 4 | 408,4 |
| Proventos e direitos sobre títulos em custódia | 26,8 | 1,7 | 20,8 | 1,8 | 16,1 | 1,6 | 28,8 | 29,2 | 30,9 | 1,6 | 24,7 | 1,8 | 25,1 |
| Fornecedores e contas a pagar | 14,5 | 0,9 | 11,9 | 1 | 10,5 | 1,1 | 21,8 | 13,3 | 13,2 | 0,7 | 11,4 | 0,8 | 15,8 |
| Encargos Sociais e provisões | 11,3 | 0,7 | 9,4 | 0,8 | 8,1 | 0,8 | 20,2 | 16 | 13,6 | 0,7 | 10,7 | 0,8 | 27,1 |
| Impostos e taxas a recolher | 10,2 | 0,7 | 8,9 | 0,8 | 5,4 | 0,6 | 14,6 | 64,8 | 13,6 | 0,7 | 9,6 | 0,7 | 41,7 |
| Retenção por compra de títulos patrimoniais | 1,7 | 0,1 | 2,2 | 0,2 | - | - | -22,7 | - | 6,1 | 0,3 | 2,8 | 0,2 | 117,9 |
| Provisão para contingências | 5,8 | 0,4 | 3,3 | 0,3 | 3,4 | 0,3 | 75,8 | -2,9 | 3,8 | 0,2 | 5,8 | 0,4 | -34,5 |
| Provisão para IR e CS | 5,9 | 0,4 | 0,6 | 0,1 | 1 | 0,1 | 883,3 | -40 | 35,2 | 1,8 | 19,4 | 1,4 | 81,4 |
| Receitas a apropriar | - | - | - | - | - | - | - | - | 11,8 | 0,6 | 11,3 | 0,8 | 4,4 |
| Outras contas a pagar | 1,5 | 0,1 | 0,2 | - | 3,1 | 0,3 | 650 | -93,5 | 1,7 | 0,1 | 0,4 | - | 325 |
| Fundo de reserva – Fundo de Garanti | 110,4 | 7,1 | 94,3 | 8 | 75,1 | 7,7 | 17,1 | 25,6 | 122,8 | 6,2 | 101,3 | 7,5 | 21,2 |
| PATRIMÔNIO LÍQUIDO | 1225,1 | 78,6 | 975 | 82,4 | 833,9 | 85 | 125,7 | 16,9 | 1458,7 | 73,3 | 1103,5 | 81,4 | 32,2 |
| Patrimônio/Capital Social | 763,1 | 49 | 663,1 | 56 | 615,6 | 62,7 | 115,1 | 7,7 | 763,1 | 38,3 | 763,1 | 56,3 | - |
| Ações e títulos patrimoniais em tesou | -3,5 | -0,2 | -20,7 | -1,7 | -48 | -4,9 | 16,9 | -56,9 | -3,6 | -0,2 | -3,5 | -0,3 | - |
| Reserva para aquisição de títulos pat | 70 | 4,5 | 55 | 4,6 | 35 | 3,6 | 127,3 | 57,1 | 70 | 3,5 | 70 | 5,2 | - |
| Reserva de lucros – legal | 16,3 | 1 | 12,6 | 1,1 | 10,1 | 1 | 129,4 | 24,8 | 19,5 | 1 | 14,5 | 1,1 | 34,5 |
| Resultado/Superávit acumulados | 379,2 | 24,3 | 265 | 22,4 | 221,2 | 22,5 | 143,1 | 19,8 | 609,6 | 30,6 | 259,4 | 19,1 | 135 |
| TOTAL DO PASSIVO | 1558,8 | 100 | 1183,3 | 100 | 981,2 | 100 | 131,7 | 20,6 | 1990,5 | 100 | 1355,8 | 100 | 46,8 |

Fonte: Prospecto IPO Bovespa