

**FUNDAÇÃO ARMANDO ALVARES PENTEADO
FACULDADE DE ECONOMIA**

**O movimento de abertura de Capital das Empresas Brasileiras
a partir de 2003
Um enfoque de reflexos na sociedade.**

EDUARDO ROZANCZYK

Monografia de Conclusão do Curso
apresentada à Faculdade de Economia para
obtenção do título de graduação em *Ciências
Econômicas*, sob a orientação do Prof. Dr.
Paulo Renato Dos Santos.

São Paulo,
2009

ROZANCZYK, Eduardo. O MOVIMENTO DE ABERTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS BRASILEIRAS A PARTIR DE 2003 – UM ENFOQUE DE REFLEXOS NA SOCIEDADE, São Paulo, FAAP, 2009, 68p.

(Monografia Apresentada ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Economia da Fundação Armando Álvares Penteado)

Palavras Chave: Abertura de Capital, Mercado de Capitais, IPO, Governança Corporativa, Bovespa, BM&F, Novo Mercado.

SUMARIO

Lista de Figuras

Lista de Gráficos

Lista de Tabelas

Lista de Quadros

Lista de Siglas

Resumo

INTRODUÇÃO

1. Histórico da Bolsa de Valores.....	2
1.1. Evolução Histórica Mundial.....	2
1.2. Aparecimento das Bolsas no Brasil.....	3
1.3. Década de 60 – Estruturação Política e Legislativa do Sistema.....	4
1.4. Década de 70 - Milagre Econômico e Crescimento Desordenado das Bolsas.....	6
1.5. Década 80 – A inflação e Aplicações em Overnight.....	7
1.6. Década 90 – Plano Real, Estabilidade, Aparecimento e Fortalecimento da Estrutura Atual do Mercado de Capitais.....	9
1.7. Abertura de Capital e posterior fusão da Bovespa e BM&F	10
2. As Aberturas de Capital das Empresas Brasileiras após 2003.....	18
2.1. O Processo de Abertura de Capital.....	18
2.2. Benefícios, Despesas e Ônus relativos ao Processo de Abertura de Capital.....	26
2.3. Cenário Econômico no período de 2003 – 2008 e o Fortalecimento das Atividades no Mercado de Capitais.....	33
3. Impactos Sociais dos Processos de Abertura de Capitais.....	40
3.1. Governança Corporativa – Conceito e Implicações.....	40
3.2. Difusão das Práticas de G.C. e a Experiência Brasileira (Novo Mercado, Níveis I e II de G.C., o IBGC e a Nova Lei das SAs.).....	44
3.3. Aceitação e Performance das Empresas que Aderiram as Práticas de Governança Corporativa.....	52
3.4. Benefícios e Falhas da Utilização da Governança Corporativa e Abertura de Capital como fonte de Financiamento –Conclusão.....	59
Referências bibliográfica.....	66

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Organograma societário da BOVESPA pré abertura de capital	11
Figura 2 – Organograma societário da BOVESPA pos abertura de capital	13
Figura 3 – Organograma societário da BOVESPA pos abertura de capital	15
Figura 4 - Opções de Negociação	24
Figura 5 - Razões para abertura de capital	29
Figura 6 - Custos e obrigações	32

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Numero de Empresas Estreantes na Bolsa	37
Gráfico 2 – Volume Captado em Ofertas Primárias de Ações	37
Gráfico 3 – Dispersão percentual das opções de Níveis de Governança	55
Gráfico 4 – Comparação dos Índices – Jan. 2004/Dez. 2008	56
Gráfico 5 – Participação de Empresas Governança Corporativa na BOVESPA	58

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Listagem de Empresas Emissoras de Ações (2004 – 2008)	52
Tabela 2 – Variação Acumulada dos Índices por Período	56
Tabela 3 – Risco dos Índices no Período	58

LISTA DE QUADROS

Quadro I – Etapas da Abertura de Capital e Responsáveis	19
Quadro 2- Administração da Companhia Aberta	22
Quadro 3 – Evolução da Capitalização da BOVESPA	58
Quadro 4 – Quadro das 20 Empresas Mais Reclamadas No Procon	62

LISTA DE SIGLAS

ADR's - American Depositary Receipt

ANBID - Associação Nacional dos Bancos de Investimento

APIMEC - Assoc. dos Analistas e Profis. de Investimento do Mercado de Capitais

AGE - Assembléia Geral Extraordinária

BACEN - Banco Central do Brasil

BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo

BDRs - Brazilian depositary receipts

BM&F - Bolsa de Mercadorias & Futuros

CEO - Chief Executive Officer

CMN - Conselho Monetário Nacional

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

DTVM - Distribuidora de títulos e valores mobiliários

FIDC – Fundos de Investimento em Direitos Creditórios

G. C. – Governança Corporativa

IBOVESPA - Índice de ações da BOVESPA

IPO - Initial Public Offering

ON - Ordinária Nominativa

PN - Preferencial Nominativa

RCA – Reunião do Conselho de Administração

RI - Relação com Investidores

SA (s) - Sociedade (s) Anônima (s)

Agradecimentos

Agradeço aos meus pais, David Rozanczyk e Berenice Ferman, que me apoiaram em todos os aspectos neste caminho para obtenção desta graduação. Pai, o senhor é um modelo de vida para mim, me deu uma oportunidade única na vida de realizar coisas inigualáveis e sempre apoiou minhas decisões, independente se eram as que você teria escolhido. Mãe, você é um exemplo de dedicação e perseverança e suas contribuições não só para comigo deixaram sua marca no mundo. Agradeço aos meus irmãos pelo carinho e apoio em todos os momentos de dificuldade.

Agradeço a todo corpo docente da FAAP, em especial ao Prof. Dr. Paulo Renato dos Santos que conseguiu agüentar a minha maneira não muito ortodoxa de lidar com o mundo. Fomentou e orientou com grande êxito a busca de identidade e concretude aos meus desejos iniciais neste trabalho.

Um agradecimento especial a Profa. Dra. Lucy Sousa, que foi grande conselheira e provedora de fontes para que este trabalho fosse substanciado.

Por fim, agradeço o apoio e compreensão de meus amigos. Pessoas maravilhosas, que foram sendo agregadas ao longo desse caminho de vida, que hoje são tão próximas, que as considero família. Ao Amigo Gabriel Elias, deixo registrado toda minha admiração, você, que é parceiro para todas as horas e é exemplo de caráter, trato e amizade.

Dedico esta monografia aos meus Avós, Adolpho e Elza Fischman, exemplos de que a inteligência é construída independente de dificuldades enfrentadas e que acima de tudo a alegria tem o seu lugar.

À todos, muito obrigado.

RESUMO

O presente estudo discorre sobre os reflexos na sociedade brasileira decorrentes do aumento do número de aberturas de capital das empresas brasileiras. Avalia o estágio de desenvolvimento do mercado de capitais e os impactos das práticas da *governança corporativa* neste processo. Estabelecendo um paralelo entre as medidas de governança adotadas e o poder de induzir maiores funções sociais.

INTRODUÇÃO

O presente estudo tem como objetivo analisar o processo de abertura de capital das empresas brasileiras, no período de 2003 à 2008, identificando os fatores que favoreceram este processo, além de avaliar o estágio de desenvolvimento do mercado de capitais nacional. Neste aspecto busca-se entender como este processo se dá, num detalhamento passo a passo do mesmo; seus custos, obrigações, escolhas, aspectos legais e tomadas de decisões. Relata e pontua a maturidade alcançada pela CVM e Bovespa na formação do arcabouço legal da abertura de capital. Caracteriza e constata o crescimento deste mercado no período proposto pelo estudo e destaca os aspectos que conduziram a este crescimento.

Busca-se demonstrar a importância dos impactos da Governança Corporativa, sua aceitação e tradução ao cenário econômico brasileiro, avaliando como os princípios são aplicados e como as práticas poderiam ter maior impacto na sociedade.

Para a promoção deste estudo, foi necessária a pesquisa do cenário de desenvolvimento do mercado de capitais como um todo e sua formação, elaboração da legislação vigente no país e os cenários da economia em que as regras foram estabelecidas. Coube discorrer sobre marcos históricos no processo de criação da Bolsa e a fusão da Bovespa e BM&F.

A estruturação deste estudo foi baseada em consulta a bases de dados tais como as disponibilizadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), as séries históricas de cotação de fechamento do Yahoo Finance e a Fundação de Proteção e Defesa do Consumidor (Procon). Autores renomados e depoimentos de profissionais relevantes do mercado nacional, fundamentam o escopo desta monografia.

Capítulo I – Histórico da Bolsa de Valores

1.1. Evolução Histórica Mundial

Com dificuldades o início das atividades realizadas nas bolsas de valores pode ser precisado no tempo. Baseado em estudos sobre a civilização grega, alguns autores apontam, por certos eventos, esta localidade como ponto de partida do que hoje se denominaria Bolsa de Valores. Porém, há divergências quanto a isto pois outros estudos do mesmo gênero apontam para a civilização romana.

O que, com mais facilidade pode ser precisado é a origem do termo Bolsa para este tipo de organização de mercado. O termo, em seu sentido comercial e financeiro tem origem na cidade de Bruges, na Bélgica. Lá se realizavam assembléias de comerciantes na casa de um membro influente, Van de Burse, cujo brasão eram três bolsas, simbolizando suas armas.

Entretanto reconhece-se que a primeira bolsa formalmente estabelecida foi a de Paris em 1141 por Luis VIII, sendo regulamentada formalmente em 1304. Em 1698, dado um aumento nas negociações deste caráter na Inglaterra, formalmente foi fundada a Bolsa de Fundos Públicos de Londres e, a partir das crescentes necessidades de crédito para fomentar o desenvolvimento das atividades industriais no século XVIII, força-se grande expansão e desenvolvimento das bolsas. Este desenvolvimento vem como medida para viabilizar os empréstimos bancários e financiamentos, onde os bancos passaram a *fracionar os empréstimos em títulos de participação (Casagrande, 2000)*¹. Este crescimento de sociedades por ações alçou as bolsas a um papel de crescente importância como intermediário na oferta e procura de capitais e transferência de propriedade.

¹ CASAGRANDE NETO, Humberto; SOUSA, Luci A.; ROSSI, Maria Cecília. Abertura de capital de empresas no Brasil: um enfoque prático. 3. ed. rev. e atual. São Paulo: Atlas, 2000.

Os volumes transitados nas bolsas tiveram aumento expressivo no século XIX. Neste século começaram a ser praticadas operações de futuros com mercadorias. No século subsequente, operações de mesmo cunho foram adaptadas também para ativos financeiros. Este tipo de operação passou a ser denominado como derivativo, sendo utilizado como um *Hedge*² (*proteção*) ou meio de alavancagem. Destaca-se que o volume de recurso neste tipo de operação hoje supera o mercado à vista.

1.2. Aparecimento das Bolsas no Brasil

As atividades realizadas nas Bolsas de Valores começaram a tomar forma no Brasil em meados do século XIX, de início com a regulamentação das atividades realizadas pelos corretores. O primeiro movimento que conduziu a um mercado “formal”, nesse sentido deve-se a decreto nº 417 de 1845, que restringia o número de pessoas autorizadas a participar neste tipo de operação. Em 1849, o decreto nº 648 categorizou os corretores e foram outorgadas dez patentes de corretores de fundos públicos pelo Ministério da Fazenda, cabendo a estes cargos vitalícios.

Na Rua Direita, no Rio de Janeiro atual 1º de Março, dada sua importância nas atividades exportadoras do país, se estabeleceu um ponto de encontro para negociações de títulos e mercadorias. Em 1877, ano seguinte a da regulamentação de cotação de títulos, foi estabelecido o primeiro local formal da Bolsa, no salão da Praça do Comércio ou na Associação Comercial, com a finalidade de serem realizadas as atividades de compra e venda de títulos públicos, de ações de Bancos e companhias, de valores comerciais e de metais preciosos (*Casagrande, 2000*).

² O Hedge, é uma estratégia pela qual investidores com intenções definidas procuram cobrir-se do risco de variações de preços ou mudar o risco de crédito. (DICIONARIO DE FINANÇAS, 2008)

A partir deste decreto de 1877, de nº 6.635, a regulamentação passou a ter maior transparência, além de dispor que caberia ao poder executivo regulamentar com precisão sobre as atividades transcorridas na Bolsa. Isto trouxe maior credibilidade ao sistema e em consequência houve um aumento de 100% no número de companhias de capital aberto e aumento de cerca de 530% no volume de transações.

Nesta época, todos os decretos relacionados às Bolsas foram direcionados a regulamentar e restringir a operacionalidade destas atividades à cidade do Rio de Janeiro. Porém, após grande pressão local ao governo de São Paulo foi aprovada a instituição da Bolsa Livre de São Paulo em 1890. Em 1894 acaba por ser aprovado um tabela de corretagem local, necessidade para que os primeiros corretores de títulos públicos pudessem atuar. Por fim, em 1895 foi instituída, pelo Governo Federal, a Bolsa Oficial de Títulos Públicos. As demais cidades somente passaram a ter possibilidade de formalizarem instituição deste tipo a partir 1939 e sob a gerência do Decreto-lei nº 1.344, que passou a reger todas as atividades atreladas às Bolsas.

1.3. Década de 60 – Estruturação Política e Legislativa do Sistema

O mercado brasileiro, até a década de 60, já havia se estabelecido na forma de Bolsas, porém, enfrentava diversas dificuldades para seu pleno desenvolvimento. Os investidores nacionais ainda tinham uma preferência por investimentos em ativos reais, principalmente imóveis. A lei da usura, que limitava a cobrança de juros acima de 12% ao ano, era outro obstáculo para a atratividade nos investimentos financeiros. O cenário de crescente inflação, decorrente dos planos de crescimento do Presidente Juscelino Kubichek, acabaram por tornar as aplicações em títulos públicos e privados ainda mais desinteressantes.

Em 1964 havia uma grande preocupação quanto a controlar a inflação e neutralizar seus efeitos. O Governo Militar, que assumiu o poder neste ano, impõe uma

série de reformas estruturais que visam aperfeiçoar os sistemas tributário, financeiro e desenvolver o mercado de capitais como forma de conter a pressão inflacionária através do PAEG - Plano de Ação Econômica do Governo.

Andrezio e Lima, em seu livro Mercado Financeiro – Aspectos Históricos e Conceituais(1999, pg. 27), descrevem o sistema prévio das reformas de 1964 da seguinte forma:

“Até 1964, não havia, no Brasil, uma estrutura legal com a finalidade de regular as atividades desenvolvidas nos Mercados de Capitais. Existia apenas um conjunto de leis e decretos esparsos, em sua maioria, ultrapassados, e sem a consistência necessária de uma política única.”

Apresentado o cenário prévio das reformas, dentre as mudanças de maior impacto para o Mercado de Capitais, pode-se citar a Lei nº 4.537/64, que instituiu a correção monetária, através da criação das ORTN. A Lei nº 4.595/64, denominada lei da reforma bancária, que reformulou todo o sistema nacional de intermediação financeira e criou o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central. Por fim a Lei nº 4.728, de 14.06.65, primeira Lei de Mercado de Capitais, que disciplinou esse mercado e estabeleceu medidas para seu desenvolvimento (Souza, 1998)³.

De acordo com a Dra. Lucy Sousa(Sousa, 1998):

“A instauração do regime militar, em abril de 1964, trouxe as condições objetivas para a implantação de uma reforma financeira

³ SOUSA, Lucy Aparecida de. O Mercado de Capitais Brasileiro no período de 1987-97. Campinas: Tese de Doutorado em Economia apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, 1998.

inspirada no modelo de especialização norte-americano. No período 1964-67, houve um conjunto de atos legais que reestruturaram por completo o setor financeiro, introduziram a indexação e criaram mecanismos de formação de poupança compulsória”.

Os controles fiscalizadores e regulamentações futuras acerca do funcionamento e demais atividades desenvolvidas pelo mercado de valores mobiliários, as Bolsa de Valores, os intermediários financeiros e as companhias de capital aberto ficam a cargo de uma nova diretoria no Banco Central - Diretoria de Mercado de Capitais. Estas tarefas futuramente passam a ser exercidas pela CVM.

Como estímulo aos investidores, são criados os fundos de investimentos denominados 157, relacionados ao Decreto-Lei nº 157. Este decreto determinava que os contribuintes poderiam investir parte dos impostos devidos ao Governo em empresas de capital aberto de sua preferência.

1.4. Década de 70 - Milagre Econômico e Crescimento Desordenado das Bolsas.

As reformas e estímulos decorrentes da implementação do PAEG⁴, incidiram em um aumento expressivo na procura por ações pelos investidores. Este aumento mesmo bem-vindo e idealizado pelo Governo Federal, não foi acompanhado por emissões de ações por novas empresas e novas ofertas de empresas já de capital aberto. Resultante deste processo nos anos de 1970 e 1971, as cotações tiveram um aumento desenfreado e puramente especulativo.

⁴ PAEG – Plano de Ação Econômica do Governo datado de 1965.

O aumento desenfreado de negócios deste período fez com que investidores mais experientes, acreditando já terem obtido lucros satisfatórios, buscassem liquidar suas posições. Neste momento o mercado começa a entrar em queda, sendo esta ainda mais acentuada com o movimento de novas emissões das empresas. O cenário acaba por abalar os investidores que passam a buscar a liquidação de suas posições, dada a forte queda no período. O mercado de ações novamente sofre, um golpe junto aos investidores, que duraria até 1975.

O Mercado começa a apresentar uma certa volta à credibilidade, quando houveram entradas de outras fontes de financiamento. A principal fonte decorre da instituição do Decreto Lei nº 1401 que autorizava as Sociedades de Investimento a captar recursos no exterior e aplicar no mercado de ações. A instituição de uma reserva técnica para as seguradoras, início de contribuições como PIS/PASEP, além de aumento de investimentos por parte dos Fundos de Pensão, auxiliaram neste processo. Porém, o mercado continuava defasado em seu crescimento.

Foi dentro desse quadro de estagnação e tentativa de recuperação do mercado acionário que, em 1976, foram introduzidas duas novas normas legais, a ainda em vigor, a Lei nº 6.404/76, nova Lei das Sociedades Anônimas, que visava modernizar as regras que regiam as sociedades anônimas, até então reguladas por um antigo Decreto-Lei de 1940 e a Lei nº 6.385/76, segunda Lei do Mercado de Capitais que, entre outras inovações, criou a CVM e introduziu no mercado uma instituição governamental destinada exclusivamente a regulamentar e desenvolver o mercado de capitais, fiscalizar as Bolsas de Valores e as companhias abertas (*Portal do Investidor, 2008*)⁵.

1.5. Década 80 – A inflação e Aplicações em Overnight.

⁵ PORTAL DO INVESTIDOR. História do Mercado de Capitais do Brasil. [online] 2008.

Disponível em:

<<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acad%C3%AAmico/EntendendooMercadodeValoresMobili%C3%A1rios/Hist%C3%B3riadoMercadodeCapitaisdoBrasil/tabid/94/Default.aspx>>. Acesso em 17 nov. 2008.

O Brasil, no começo da década de 80, passava por forte crise inflacionária, sofrendo também com as crises mundo afora, principalmente a do petróleo. O Governo continuava a utilizar linhas de crédito externas para financiar seus gastos internos.

Quando do corte das linhas de crédito no exterior o governo necessitava de uma nova forma de financiar seus gastos. Para isto haviam três possibilidades:

1. Aumentar a carga tributária, que agravaria a situação de recessão econômica enfrentada pelo país.
2. Emitir Moeda, que teria efeito contrário direto no principal objetivo do Governo à época, o de controlar a inflação.
3. Endividar-se internamente.

O Governo acaba por optar pela terceira opção, submetendo-se a emitir títulos públicos, com condições de juros e prazo cada vez mais desfavoráveis. Títulos Públicos se tornaram a forma de investimento preferida pelos investidores e este movimento acabou por enfraquecer o mercado de ações.

Neste cenário, o país vê uma crescente busca da população, de todos patamares econômicos, em combater os efeitos da inflação através das aplicações conhecidas como “Overnight”. Este tipo de operação dava um rendimento atrelado aos títulos de correção monetária, oferecidos pelos bancos.

No Mercado de Capitais a década se caracteriza por uma melhora nos sistemas de liquidação automatizados, que teriam efeito positivo na década subsequente. Num plano que foge ao foco do estudo, os mercados de opções e futuros passam a ser desenvolvidos a fim de se adequar com as práticas internacionais.

1.6. Década 90 – Plano Real, Estabilidade, Aparecimento e Fortalecimento da Estrutura Atual do Mercado de Capitais.

A década de 90 começa a ver o retorno dos investimentos no mercado de ações. Ao assumir o Ministério da Fazenda, no Governo Itamar Franco, Fernando Henrique Cardoso promove mudanças substanciais na condução da política econômica, o que culminou com a edição do plano Real. O senso de estabilidade econômica, atingido através da implementação de uma moeda indexada ao dólar aliada à abertura econômica, acabam por controlar a superinflação, estabilizando a política monetária.

A operações de “overnight” já haviam sido extintas pelo governo Collor e o mercado de ações se apresentava fortemente desvalorizado e este cenário, aliado à promessa de privatização de empresas estatais para fomentar o caixa do governo, trouxe de volta tanto os investidores estrangeiros, como os locais, a investir no mercado de ações.

O cenário de estabilidade e crescimento econômico da metade final desta década, aliado a um movimento de empresas brasileiras estimuladas a acessar o mercado externo através da listagem de suas ações em Bolsas de Valores estrangeiras na forma de ADR'-s, forçam o Mercado de Capitais Nacional a se submeter a mudanças profundas atribuídas as regulamentações da SEC e aos "princípios de governança corporativa".

Estas novas demandas advindas do mercado externo e exigidas pelo investidor estrangeiro aplicador no Brasil, são as bases para a estrutura de mercado apresentada nos dias de hoje. Esta estrutura, assim como fatos relevantes e históricos serão discutidas em detalhe no próximo capítulo.

1.7. Abertura de Capital e posterior fusão da Bovespa e BM&F .

Seguindo o cenário de amadurecimento do mercado de capitais brasileiro e por via de consequência, as Bolsas de Valores e Futuros também passaram por um processo de transformação. Estas transformações passaram a ser de caráter assertivo, ao final dos anos noventa e buscaram acomodar tendências internacionais na busca por maior eficácia operacional, economias de escala e tornar a imagem institucional sólida fora do território nacional.

Assim a Bovespa - Bolsa de Valores de São Paulo e a BM&F - Bolsas de Mercadorias & Futuros ingressaram nessa tendência, ao desmutualizarem e abrirem o capital, no segundo semestre de 2007 e, mais recentemente, celebraram um acordo no qual fizeram uma fusão em fevereiro de 2008, visando adaptarem-se aos padrões internacionais de negócios.

Historicamente as Bolsas de Valores caracterizavam-se por serem associações civis sem fins lucrativos, que gozavam de autonomia operacional, financeira, gerencial e tecnológica, para realizar a intermediação das negociações no mercado. Além disso, exerciam também a função de fiscalizadoras das operações e dos agentes participantes do mercado, sempre com auxílio e sob jurisdição da CVM – Comissão de Valores Mobiliários.

Pinheiro (2006)⁶ destaca também que as funções das Bolsas de Valores podem ser sintetizadas em: levantar capital para negócios, mobilizar poupanças em investimentos, facilitar o crescimento de companhias, redistribuir a renda, aprimorar a governança corporativa, criar oportunidades de investimento para pequenos investidores, atuar como termômetro da economia e ajudar no financiamento de projetos sociais.

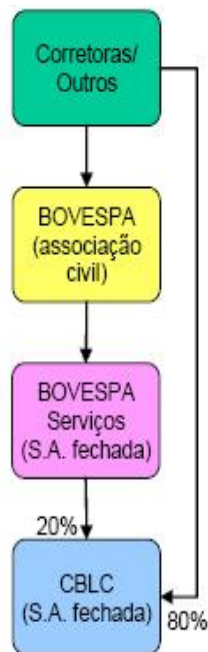
⁶ PINHEIRO, J. L. **Mercado de capitais**: fundamentos e técnicas. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

Portanto, a partir de sua própria recomendação às empresas listadas de aderirem às práticas de maior transparência induzidas na adesão a governança corporativa, não mais fazia sentido a Bovespa se manter como uma instituição de capital fechado. Em função disto, em 28 de agosto de 2007 foi aprovada a desmutualização, processo pelo qual a Bovespa deixou de ser uma associação civil sem fins lucrativos, transformando-se em uma sociedade por ações. Este fato ocasionou mudanças em sua estrutura societária, na distribuição de suas atribuições e, principalmente, nas regras de acesso aos seus ambientes de negociação.

Anteriormente a Bovespa dispunha de uma estrutura societária composta das seguintes entidades: (i) BOVESPA, associação civil sem fins lucrativos responsável pela organização e administração dos mercados de valores mobiliários; (ii) Bovespa Serviços (denominação social anterior da BVSP), sociedade por ações tendo por objeto a prestação de serviços para as demais entidades e a participação no capital de outras sociedades; e (iii) CBLC, sociedade por ações responsável, enquanto Depositária, pela guarda centralizada dos valores mobiliários e, enquanto *Clearing*, pela compensação, liquidação e gerenciamento de risco das operações registradas na BOVESPA.

A BOVESPA era a titular de ações representativas de 100% (menos uma ação, de propriedade do Superintendente Geral) do capital social da Bovespa Serviços, que, por sua vez, participava na CBLC com 19,63%. A parcela remanescente do capital social da CBLC estava distribuída preponderantemente entre as sociedades corretoras e bancos, que desempenhavam a atividade de agente de compensação, e, secundariamente, entre outros acionistas. O gráfico a seguir demonstra a estrutura societária anterior:

Figura 1 – Organograma societário da BOVESPA pré abertura de capital.



Fonte: Prospecto Definitivo de Oferta Publica Inicial de Distribuição Secundaria de Ações Ordinárias de Emissão da BOVESPA Holding S.A.(2007).

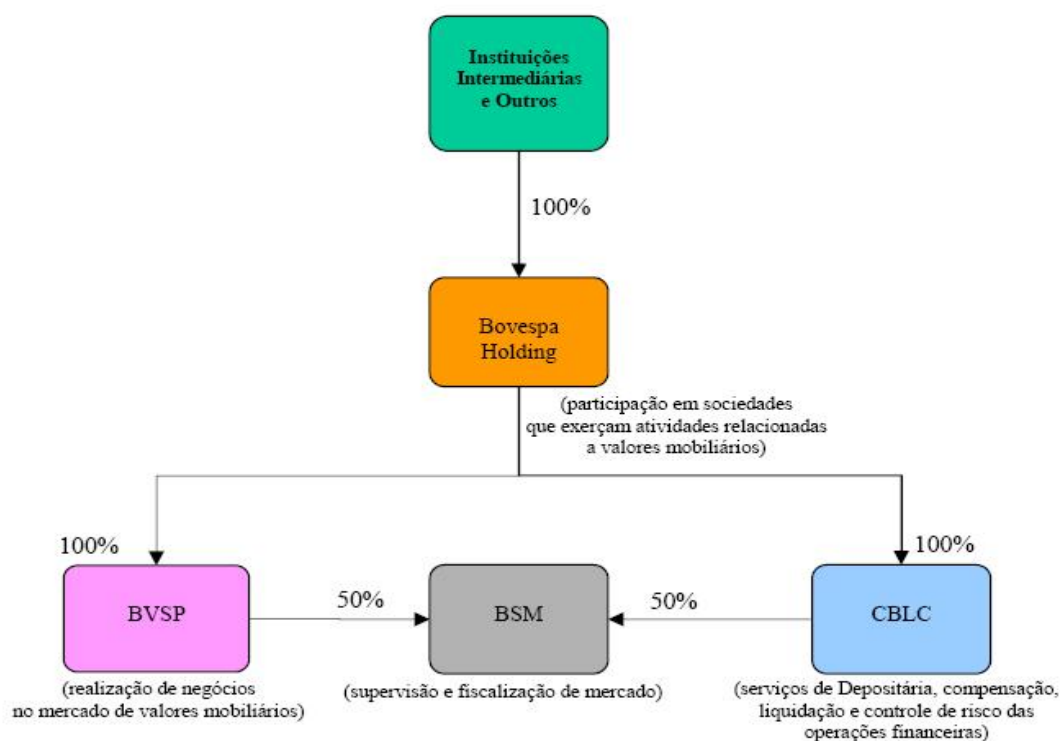
Na condução do processo de transformar a Bovespa em sociedade anônima, não mais uma instituição pertencente às sociedades corretoras, foi necessário uma reestruturação de seu quadro societário. Os seguinte passos foram tomados de acordo com o Prospecto Definitivo de Oferta Publica Inicial de Distribuição Secundaria de Ações Ordinárias de Emissão da BOVESPA Holding S.A.(2007):

- A entrega da participação societária da Bovespa Serviços na CBLC para a BOVESPA, em razão da redução do capital da Bovespa Serviços com devolução aos acionistas;
- A cisão parcial da BOVESPA, seguida de incorporação das parcelas cindidas na Bovespa Holding e na BVSP;

- A incorporação pela Bovespa Holding, sociedade criada com o fim de concentrar as participações societárias na BVSP e na CBLC, das ações da BVSP e CBLC, tornando-se, assim, controladora integral de ambas as sociedades; e
- A constituição da BSM, associação sem fins lucrativos, criada com objetivo de analisar, supervisionar e fiscalizar o mercado de forma independente, além de ser a responsável pela administração do MRP, cujo patrimônio foi constituído através de contribuições iguais de suas associadas BVSP e CBLC.

Resultante de tais modificações a estrutura societária passou a ser a seguinte:

Figura 2 – Organograma societário da BOVESPA pos abertura de capital.



Fonte: Prospecto Definitivo de Oferta Pública Inicial de Distribuição Secundária de Ações Ordinárias de Emissão da BOVESPA Holding S.A.(2007).

Já a desmutualização da BM&F, foi realizada por meio da cisão do patrimônio da BM&F-Associação e transferência de parte desse patrimônio para a BM&F e teve efeitos a partir de 1º de outubro de 2007. A BM&F deixou de desenvolver suas atividades operacionais sob a forma de associação civil sem fins lucrativos, passando a fazê-lo sob a forma de sociedade por ações, que conduz seus negócios visando o benefício de seus acionistas no longo prazo.

O objetivo social foi remodelado, difundindo as expectativas listadas a seguir conforme a Própria BM&F(2008) : i) efetuar o registro, a compensação e a liquidação, física e financeira, das operações realizadas em pregões e/ou sistemas da BM&F; ii) organizar, prover o funcionamento e desenvolver mercados livres e abertos para negociação de quaisquer espécies de títulos e/ou contratos de derivativos e futuros; iii) manter serviços de padronização, classificação, análises, cotações, estatísticas, educação, formação profissional, estudos, publicações, informações, biblioteca e software sobre assuntos que interessem à BM&F; iv) prestar serviços de custódia fungível e infungível de mercadorias, de títulos e valores mobiliários; v) participar, como sócia ou acionista do capital de outras sociedades; e vi) executar outras atividades correlatas aos negócios desenvolvidos.

Antes da colocação das ações, a BM&F havia estabelecido duas parcerias. Uma foi feita com a empresa *General Atlantic (GA)*, que, por meio do fundo *G. A. Private Equity Group*, adquiriu 9,8% do capital social da companhia por R\$1 bilhão, passando a ter assento no Conselho de Administração da BM&F S.A. A outra foi firmada com o *CME Group*, controlador da *Chicago Mercantile Exchange*, maior bolsa de futuros do mundo, para aquisição de novas ações a serem emitidas pela companhia equivalentes a cerca de 10% de seu capital social, pelo valor aproximado de R\$1,3 bilhão, em troca de participação societária de 2% no capital do *CME Group* (BM&F, 2008).

O organograma a seguir representa a estrutura societária que contempla as Bolsas na qual passou a estar inserida após a realização da oferta pública inicial, sem considerar o exercício da opção de ações suplementares:

Figura 3 – Organograma societário da BOVESPA pos abertura de capital.



Fonte: Prospecto Definitivo de Oferta Pública Inicial de Distribuição Secundária de Ações Ordinárias de Emissão da BOVESPA Holding S.A.(2007).

Em conexão com o processo de desmutualização, as bolsas efetuaram reorganizações societárias, alterações na estrutura de custos e benefícios a que eram sujeitas e promoveram a adequação das estruturas de administração, de auto-regulação e de operações para a abertura de capital. Os títulos patrimoniais que as corretoras detinham se transformaram nas ações que foram ofertadas em parte, ao mercado.

As estratégias após a desmutualização das “bolsas S/A’s” foram bem parecidas quando se considera a pretensão de ampliar volumes negociados e número de investidores nacionais e estrangeiros, mas diferenciam-se um pouco quando se trata de estratégias de longo prazo. Enquanto a BM&F mostra-se mais preocupada em desenvolver tecnologia, parcerias e expansões, a Bovespa, aparentemente, buscava racionalizar custos e buscar receitas.

Após a desmutualização, a Bovespa (BOVH3) e a BM&F (BMEF3) lançaram suas ações no mercado em 25/10/2008 e 29/11/2008, respectivamente. Segundo os prospectos definitivos da BM&F S.A. e Bovespa Holding S.A., as ofertas consistiram de uma distribuição pública secundária, não foi recebido nenhum recurso proveniente das ações, os quais foram integralmente destinados aos acionistas vendedores (corretoras-membro). Os custos da abertura de capital foram arcados exclusivamente pelas bolsas.

A Bovespa obteve melhores resultados em seu IPO do que a BM&F, pois captou 642 milhões a mais do que esta e suas ações foram mais valorizadas antes e depois da abertura de capital, em mais de 50% no primeiro pregão. A participação estrangeira em ambas as bolsas aproximou-se dos 80% e os recursos captados foram destinados às corretoras. Os preços das ações de lançamento superaram as expectativas das bolsas, das corretoras e dos analistas do mercado.

Decorrente de ambos os processos de abertura de capital é notável um fortalecimento de ambas as instituições frente às expectativas de investidores e companhias interessadas em ingressar em atividades ofertadas por ambas. Também causou impacto o volume de recurso provenientes do exterior na compra de ações de ambas. Porém, em uma tentativa de se tornarem ainda mais rentáveis e menos vulneráveis às ofertas de aquisições estrangeiras, as Bolsas anunciaram, em menos de um ano de suas aberturas de capital que realizariam uma fusão.

Em uma operação de permuta de ações que consolidou 100% das ações de ambas as companhias, além de suas respectivas instituições controladas em uma terceira companhia, nasceu o BM&F BOVESPA S. A.. A nova companhia já nasce como a terceira maior bolsa do mundo e líder de mercado na América Latina. Com este cenário, é viável que os custos de corretagem nas corretoras devam cair, assim como as bolsas devem se beneficiar de ganhos em áreas como tecnologia, estrutura operacional e em corte de custo de serviços gerais.

Conforme o professor de mercado financeiro da Trevisan Escola de Negócios, Alcides Leite, em artigo Ygor Salles (2008):

“há a vantagem da fusão jogar holofotes ao mercado nacional -- atraindo assim mais investidores e alavancando as receitas. Uma nova bolsa forte dá maior visibilidade ao mercado financeiro

nacional e expõe as empresas nela cotadas aos investidores internacionais"

Neste cenário o mercado de capitais no Brasil está consolidado em suas condições atuais.

Capítulo II – As Aberturas de Capital das Empresas Brasileiras após 2003

Após os anos de estagnação do mercado de capitais, a partir de 2003 a bolsa de valores teve uma forte expansão. A estabilidade econômica provocada pela responsabilidade e conservadorismo do novo governo, apesar das constantes altas da taxa de juros americana no período de 2000 a 2006 e a forte ascensão da República da China, algo que poderia afetar o apetite do capital estrangeiro causando uma fuga dos mercados emergentes, o mercado brasileiro demonstrou um excelente desempenho na manutenção e aumento do capital estrangeiro. (VIAN & RIBEIRO WALTER, 2007)

Cabe aqui avaliar, entender e esclarecer os aspectos que levam as companhias a buscarem financiamento junto ao Mercado de Capitais. Apontando como se dá este processo, em um detalhamento do passo a passo do mesmo, seus custos, obrigações, escolhas, aspectos legais e decisões do processo. Ao mesmo passo, evidenciar os aspectos do processo que demonstram uma natureza madura das exigências do mesmo formulado pela CVM e as Bovespa. Por fim, caracterizar e constatar o crescimento deste mercado no período proposto pelo estudo e evidenciar os aspectos que conduziram a este crescimento.

2.1. O Processo de Abertura de Capital.

O principal normativo que disciplina e estrutura o perfil societário da companhia aberta é a Lei 6404/76 e suas alterações, também conhecida com Lei das S/As. Essa lei estipula as diretrizes básicas para a transformação de uma sociedade em companhia aberta, destacando-se os direitos dos acionistas, a reforma do Estatuto Social, a formação dos Conselhos de Administração e Fiscal, a nomeação do Diretor de Relações com Investidores e a adoção de padrão contábil internacional. (Sousa, 2008).

Porém, o processo de abertura de capital para uma empresa passa em seu primórdio pela questão de qual será a melhor forma de otimizar a captação de recursos para suas atividades e a qual propósito final que se espera chegar nesse processo. Essa decisão de ordem estratégica da empresas é o fundamento da dinâmica a ser adotada. A emissão de ações e obrigações representam fontes alternativas de financiamento para as empresas em relação ao tradicional crédito bancário. Ou seja, o mercado de capitais reduz a importância da intermediação financeira na economia.

O quadro a seguir apresenta as etapas, o cronograma e os participantes de um processo de abertura de capital e distribuição de ações.

Quadro I – Etapas da Abertura de Capital e Responsáveis

Etapas da Abertura de Capital	Responsáveis				
	Empresa e Especialistas	Intermediário(s) Financeiro(s)	CVM	Bolsa(s) de Valores	Investidor(es)
1ª Análise preliminar sobre a conveniência da abertura	x	x			
2ª Escolha de Auditoria Independente e Estruturação da Área de RI	x				
3ª Escolha do Coordenador Líder	x	x			
4ª Definição das Características da Operação	x	x			
5ª Contrato de distribuição de valores mobiliários	x	x			
6ª Adaptação do estatuto e outros procedimentos legais	x	x			
7ª Elaboração do Prospecto	x	x			
8ª Processo de registros junto a CVM	x	x	x		
9ª Processo de Registro em Bolsa	x	x		x	
10ª Aviso ao Mercado e Marketing junto aos investidores potenciais (road show)	x	x			x
11ª Início do Período de Reservas e <i>Bookbuilding</i>		x			x
12ª Obtenção de Registro CVM e Anúncio de Início de Distribuição Pública		x	x		
13ª Subscrição e Liquidação dos novos títulos ou leilão em Bolsa	x	x		x	x
14ª Início da negociação em bolsa				x	x
15a. Anúncio de Encerramento da Distribuição		x			

fonte: Sousa 2008.

A seguir serão discutidos passo a passo os 15 procedimentos acima conforme apontados pela **Professora Lucy Sousa (2008), Presidente Nacional da APIMEC:**

1) Conforme, mencionado acima, a **análise preliminar sobre a conveniência da abertura** é a identificação quanto à necessidade, possibilidade e utilização desta forma de capitalização. Recomenda-se que seja contratada uma consultoria especializada para se ponderar as seguintes condições:

- As razões que levam os controladores ou investidores estratégicos a considerarem a abertura de capital;
- Atual situação societária, bem como eventual necessidade de reestruturação da empresa ou do grupo, segregando ativos não ligados ao negócio e aumentando a profissionalização da administração;
- A disposição para atender às exigências legais, desenvolver a atividade de relações com investidores e adotar boas práticas de governança corporativa;
- A conjuntura do mercado e a atratividade da emissão; e
- Custos estimados da abertura de capital e emissão.

2) O segundo passo do processo, uma vez que se decide pela abertura de capital é o de se **adequar às demonstrações financeiras atuais** e do passado aos padrões exigidos por lei, as instruções da CVM e requisitos da BOVESPA. É válido citar que as empresas deverão adotar o padrão contábil internacional (IFRS). Esta parte do processo é reconhecidamente onerosa e seu tempo de conclusão está atrelado à qualidade do material produzido no passado. Porém de acordo com a BOVESPA, em média, a conclusão deste processo dura entre nove e doze semanas. Ao passo em que estas adequações financeiras serão elaboradas será necessário que a **área de Relacionamento com o Investidor** comece a ser desenvolvida. Esta área necessitará da contratação de um profissional do ramo, porém, este pode ser recrutado internamente na medida em que deve receber treinamento externo de capacitação nas praticas a serem desenvolvidas pela área.

3) O processo segue, em seu terceiro passo, através da **escolha de um intermediário financeiro devidamente credenciado**, como exemplos banco múltiplo, banco de investimento, corretora de valores ou distribuidora – que coordenará a distribuição

pública. Está instituição coordenadora, que também recebe a designação de *underwriter*⁷, exercerá papel de coordenação dos procedimentos de registro na CVM e na Bovespa, modelagem da oferta, processo de formação de preço, plano de distribuição e organização da apresentação da operação ao mercado, esta conhecida por road show.

A modelagem da oferta, a ser definida em conjunto com o *underwriter*, não necessariamente tem de ser realizada através da emissão primária de ações na bolsa. Esta capitalização pode ser executada na modalidade de debêntures, notas promissórias, certificados de recebíveis, quotas de fundos ou títulos de investimento coletivo e outras opções menos comuns.

4) Na quarta etapa da operação o coordenador vai desenvolver estudos técnicos, com base nas demonstrações financeiras e entrevistas com a companhia emissora. O objetivo é **definir o volume da operação, a faixa de preço indicativa (no caso de bookbuilding⁸), garantias de colocação, público-alvo, plano de distribuição e outras condições.**

5) A **assinatura do contrato de distribuição** é o quinto passo. Nesta parte do processo o *underwriter* também irá definir quais instituições financeiras serão incluídas como membros do *pool* de distribuição. Esta escolha deve ser feita com base no investidor alvo e assim buscar instituições que tenham amplo acesso ao público escolhido. Os participantes por sua vez analisarão a viabilidade da distribuição e comissões decorrentes desta operação.

6) Na sexta etapa serão feitas **adaptações no Estatuto Social e adotados outros procedimentos legais**. A abertura de capital exige a transformação da empresa em sociedade por ações mediante realização de Assembléia Geral Extraordinária (AGE) que também aprovará a reforma do Estatuto Social. Entre as modificações destacam-se a nova denominação social, a adaptação da composição do capital social (se for o caso), os

⁷ *underwriter*, é o intermediário de instituições financeiras responsável pelo processo de colocação de subscrição pública de ações.

⁸ ***bookbuilding***, é um procedimento de coleta de intenções de investimento, com ou sem recebimento de reservas, a partir da divulgação do prospecto preliminar e do protocolo do pedido de registro junto à CVM.

direitos dos acionistas e a reforma da Administração da Companhia. As principais características que a Administração da Companhia Aberta deve ter, nos termos da lei societária, estão no quadro a seguir :

Quadro 2- Administração da Companhia Aberta

Administração da Companhia Aberta: Compete à Diretoria e ao Conselho de Administração. As companhias abertas terão necessariamente conselho de administração.
Diretoria: Composta por no mínimo dois diretores, eleitos pelo Conselho de Administração. Nas companhias abertas, é obrigatório o cargo de Diretor de Relações com Investidores.
Conselho de Administração: Composto por no mínimo três membros, eleitos pela assembléia geral dos acionistas. Compete ao conselho de administração fixar a orientação geral dos negócios da companhia, eleger diretores, fiscalizar a gestão da diretoria, manifestar-se acerca do relatório e contas da diretoria, escolher a auditoria externa, entre outros.
Conselho Fiscal: O estatuto social definirá se a companhia terá um conselho de funcionamento permanente. Caso contrário, poderá ser instalado a pedido dos acionistas. Composto por no mínimo três e no máximo cinco membros, eleitos pela assembléia geral. Compete ao conselho fiscal fiscalizar os atos dos administradores, opinar sobre o relatório anual da administração, examinar demonstrações financeiras, denunciar os órgãos da administração quando estes não protegerem os interesses da companhia, entre outros.

No caso da empresa a ser listada no Novo Mercado da Bovespa, as disposições estatutárias ou compromissos contratuais são de maior amplitude, incluindo a emissão exclusiva de ações ordinárias e a adesão à Câmara de Arbitragem. A instituição coordenadora pode orientar no processo de adaptação estatutária, mas é importante que a empresa também acione o seu departamento jurídico ou um apoio legal externo.

No caso de abertura de capital por distribuição primária, o lançamento de novos valores mobiliários também precisa ser autorizado pelos atuais acionistas na AGE.

7) O sétimo passo do processo é considerado por analistas do setor como o mais importante. A **elaboração do prospecto** é alçada a este grau de importância, pois será o documento fundamental para distribuição pública. Este documento deverá ser elaborado em conjunto pelo coordenador com a companhia emissora ou o ofertante. Cabe indicar que, em caso de emissão secundária por parte de um ofertante, a elaboração de um novo prospecto deve ser fornecida, assim disponibilizando as informações e os documentos necessários. A CVM permite que seja disponibilizada ao público uma versão preliminar do referido documento quando do protocolo do registro de distribuição, que será

discutido mais adiante. Porém, o Prospecto Definitivo deverá ser disponibilizado à época do início do processo de distribuição.

8) Nesta etapa se fazem necessários dois **registros junto a CVM**, correspondendo à oitava etapa do processo. De início, é necessário obter dois registros simultâneos na CVM: Registro de Companhia Aberta, disciplinado pela Instrução CVM 202 e o Registro da Distribuição Pública, disciplinado pela Instrução CVM 400/03.

O prazo de análise da CVM para concessão de registro é de 20 dias úteis contados a partir da data de entrega de toda a documentação necessária, sendo obrigatório o pagamento prévio da Taxa de Fiscalização, nos termos da Lei 7.940/89. O regulador, comumente, apresenta exigências extras quanto à atualização ou prestação de informações adicionais, sendo que a CVM fará a revisão do cumprimento das exigências em 10 dias úteis. Atendidas todas as exigências, o deferimento do registro será comunicado por ofício ao coordenador líder da distribuição e à companhia emissora.

A partir da obtenção do registro de companhia aberta, a empresa terá obrigação de prestar informações periódicas e eventuais e pagar também a taxa de fiscalização da CVM.

9) Concomitantemente ao processo de registros, o emissor e o coordenador líder deverão definir qual será o **segmento do mercado secundário** em que os valores mobiliários serão comercializados e listados. Cabendo a opção de se inserir nos mais variados níveis de Governança Corporativa, que serão discutidos no terceiro capítulo. As opções são apresentadas nesta ilustração fornecida pela Bovespa:

Figura 4 - Opções de Negociação.



fonte: Horng, 2009

Os documentos requeridos para a listagem são os mesmos do processo CVM, mais o contrato de adesão voluntária ao segmentos de negociação escolhido.

10) Uma vez que seja obtido o protocolo do pedido de registro de distribuição, fica autorizado o início do esforço de venda. Neste momento é necessário que seja divulgado **Aviso ao Mercado**, em jornal escolhido pela empresa, para a publicação de seus atos societários.

A partir da publicação do Aviso ao Mercado e com a disponibilização do prospecto preliminar, os distribuidores da operação começam a procurar potenciais investidores, de forma a agilizar a distribuição pública, quando ela for autorizada pela CVM. Nesta etapa, podem ser adotadas práticas de marketing que consistem, entre outras, em:

- Produção e divulgação de material publicitário, sintetizando informações do prospecto;
- Reuniões com investidores potenciais, organizadas pelos coordenadores da operação (*road show*);
- Organização de visitas à empresa, direcionadas a investidores potenciais;

- Promoção de apresentações para analistas e profissionais de investimento, como as organizadas pela APIMEC.

Com relação às reuniões, visitas e apresentações referidas, é importante destacar que as informações disponibilizadas não podem inovar relativamente ao conteúdo dos documentos que estão sendo submetidos à CVM no processo de pedido de registro.

- 11) Na 11ª etapa dá se início ao período de reservas de cotas para investimento. Este processo, também é utilizado para realização do processo de bookbuilding, de onde poderá ser determinado o preço das cotas. Em uma prática mais usual, a determinação de preço é realizada através de uma consulta de intenção de investimento junto a investidores institucionais, que são os únicos considerados para este cálculo.
- 12) Em seqüência a obtenção de registros junto a CVM, inicia-se o período formal de distribuição pública que deve ser amplamente divulgado em jornais de grande circulação, através do Anúncio de Início de Distribuição Pública, que corresponde à **abertura da subscrição**, ou seja o ato do investidor adquirir o valor mobiliário (**etapa doze**). Neste anúncio devem constar as principais características da operação, o nome das instituições financeiras intermediárias e o número de registro de emissão. No caso de distribuição secundária, o anúncio é substituído pelo Edital de Distribuição Secundária.
- 13) A décima terceira etapa consiste na promoção da **liquidação financeira da operação**, a ser realizado pela instituição líder. Esta consiste no recebimento dos valores dos investidores e seu repasse para a companhia emissora ou para o acionista que vendeu sua posição na distribuição.
- 14) A partir da liquidação financeira fica **liberada a negociação no mercado secundário**, conforme acordado com a BOVESPA. Neste momento ensejando o segmento de Governança Corporativa escolhido.

15) Por fim, deverá haver um Comunicado em periódico de grande circulação informando o **Anúncio de Encerramento da Distribuição**. Este procedimento deve ocorrer imediatamente após a distribuição da totalidade dos valores mobiliários ofertados ou, assim que estiver encerrado o prazo estipulado, o que ocorrer primeiro. Caso tenha havido a previsão de *greenshoe*⁹ (opção de lote adicional), o anúncio só sairá depois do exercício da opção. O Anúncio de Encerramento deverá apresentar os dados finais da colocação.

2.2. Benefícios, Despesas e Ônus relativos ao Processo de Abertura de Capital.

O processo de abertura de capital oferece claros benefícios, como o aumento da liquidez patrimonial, a redução de custos com empréstimos e ou investimentos dos empreendedores, a melhora da imagem resultando em um fortalecimento da companhia, o aumento das disponibilidades e, conseqüentemente, da oportunidade de mercado. Mas tudo isto deve ser comparado com os custos que a abertura de capital causará, pois a abertura de capital resulta em maior obrigação no que diz respeito à prestação de informação.

A prestação de contas ao mercado, mesmo que onerosa no sentido de haver a necessidade da contratação de auditores externos para realização de novas demonstrações de resultados, tende a ser o primeiro benefício advindo da abertura de capital da empresa. Ao passo que as informações passam a ser divulgadas ao público de maneira mais coesa e bem elaboradas, o público pode melhor avaliar o estado atual da companhia e, assim, concluir mais claramente as expectativas quanto ao futuro da mesma. Isso tende a resultar em maior disposição a investir e subseqüentemente faculta a possibilidade de se realizar novas emissões para captação de recursos para novos projetos.

⁹ Greenshoe, cláusula contratual que dá ao underwriter a opção de comprar do emissor um lote suplementar de até 15% da oferta inicial ao preço de distribuição.

Ao passo que novas emissões podem ser realizadas com fonte de financiamento, a captação de recursos para o financiamento dos projetos de expansão da empresa junto a instituições financeiras também é beneficiada, as taxas de juros ofertadas a empresas de capital aberto são de menor custo, dado o reforço na imagem institucional da companhia.

Analisando o aumento do patrimônio líquido obtido com a abertura do capital, ocorre também uma maior liquidez do patrimônio, possibilitando que os acionistas majoritários ou controladores tenham uma maior liquidez do seu capital. Conseqüentemente com uma maior proporção de capital acionário em relação ao capital de terceiros, o risco empresarial da companhia tende a diminuir. Neste sentido acaba por ser ofertado maior facilidade de entrada e saída de acionistas.

A abertura de capital por si só, também é válida como uma forma de marketing para a companhia, pois ao passo que investidores buscam informações de investimentos sobre a mesma, o mercado a qual a mesma está inserido e sua produção de produtos e serviços se torna mais conhecido. Empresas negociadas na bolsa também tendem a receber maior espaço na mídia por serem freqüentemente analisadas em suas performances e mencionadas em estudos sobre o setor que estão operando. Este tipo de marketing é tratado como marketing espontâneo.

A necessidade forçada pelas normativas da lei das S.A. de se tornar companhia aberta, forçando a criação de um conselho de administração e um processo decisório consultivo, também podem ser encarados como aspectos positivos da Abertura de Capital. Em casos de partilha de heranças ou estratégias empresariais, especialistas societários poderão ver uma boa saída na abertura de capital devido às inúmeras opções de independência e eficiência fiscal que se apresentam na lei das S.A..

Resultante, também, da abertura do capital da empresa há impreterivelmente um aumento na profissionalização dentro da empresa. Esse aspecto não é resultante somente da necessidade de contratação de profissionais mais gabaritados para o atendimento dos investidores e exigências do mercado financeiro, mas também da necessidade de melhora

do funcionamento da empresa como um todo para se atender a exigências de resultado, crescimento e compromissos estabelecidos à época da obtenção dos recursos junto aos investidores.

O quadro existente de funcionários também normalmente passa a receber maiores atenções e investimentos no que diz respeito a melhorias. A tendência é de que haja aumento dos benefícios ofertados para educação e especialização.

Mas a fonte de maior incentivo passa pela possibilidade de oferta aos funcionários de se tornar sócios da companhia onde trabalham. Neste caso o funcionário trabalhará com maior motivação sabendo que os resultados do seu trabalho aumentarão não só os rendimentos da companhia, mas também os seus.

Por fim, o aspecto de maior impacto no que diz respeito aos benefícios decorrentes da abertura de capital estão inseridos na negociação diária dos valores mobiliários no mercado secundário. O volume e preços das negociações das ações em bolsas se tornam uma espécie de *feedback* diário aos gestores. Jorge Gerdau Johannpeter oferta insight sobre a formação deste relacionamento:

Para o administrador de empresa, esse processo de abertura de capital é extremamente vantajoso. Com a abertura de capital ele passa a ter um público, os acionistas, cobrando resultados e seu relacionamento com esse público tem que ter racionalidade. O administrador passa a ser obrigado a prestar contas sobre as expectativas de resultados que terá de cumprir. Quando este tipo de cobrança não existe, predomina freqüentemente uma mistura de relacionamento profissional com relacionamento paternalista, que provoca distorções nos objetivos programados. Além disso, não existe uma clara análise do grau de sucesso das decisões tomadas. Numa empresa de capital aberto, todas as decisões de investimento ou processos de adaptação à realidade são analisados segundo a

perspectiva do acionista, ou seja, levando-se em conta se vão ou não beneficiar os acionistas. Assim, estou convencido de que a empresa de capital aberto passa ter, internamente, um processo constante de aperfeiçoamento que é altamente benéfico para sua estrutura. (GERDAU JOHANNPETER, 2003)

Figura 5 - Razões para abertura de capital.



Fonte: CASAGRANDE NETO *et al.* (2000, p. 40).

Conforme visto acima, existem diversos benefícios decorrentes da abertura de capital. Em contrapartida, como também apontado anteriormente, um estudo profundo deve ser realizado para se identificar quais são os pontos onde a abertura de capital pode vir a ser prejudicial à companhia. Nestes casos, passos, análises e lançamentos mal preparados podem ser letais a uma outrora promissora empresa, por ainda ser grande o número de organizações que vem a decretar falência por uma abertura feita em momento errado.

A principal desvantagem da abertura de capital encontra-se no alto custo que se demanda para manter a companhia aberta e, de forma que os investidores a vejam com bons olhos. Os custos são muitos, para exemplificar, só o processo de abertura do capital pode ultrapassar R\$ 1,4 milhão. Os valores para manutenção da companhia aberta

também são onerosos, mesmo depois do valor supra citado com a parte inicial do processo. A composição destes custos pode ser atribuída às despesas abaixo relacionadas:

- Manutenção de um departamento especializado em acionistas;
- Manutenção de um departamento especializado em relações com investidores, o qual será de grande importância, pois é através deste departamento que o mercado obterá as informações referentes à companhia;
- Contratação de uma empresa ou de um departamento que esteja especializado em emissão de ações, custódia de debêntures, serviços de planejamento e de corretagem, e *underwriting*;
- Taxas da CVM e das Bolsas de valores onde se pretende colocar as ações a venda;
- Contratação de auditores independentes para cumprir com as exigências fiscais das companhias abertas; e
- Custos de publicações dos balanços da Companhia.

Os custos geralmente são altos e de uma grande diversidade. Há custos com taxas para manter a companhia aberta, custos com publicidade para a divulgação da companhia, custos com os intermediários do mercado financeiro bem como os custos com a contratação de profissionais qualificados para atender a demanda de informações que se faz necessária em uma Companhia Aberta.

Outro fator apontado como prejudicial decorrente da abertura de capital, segundo a experiência do mercado, se dá na hora da divulgação dos balanços da companhia. Competidores que outrora não conseguiam identificar a fonte de vantagens comparativas na estruturação de passivos e forma de operacionalização de fluxo de caixa frente despesas, passam a ter acesso a números confiáveis e compreensivos deste funcionamento.

Tiago Lethbridge em artigo para a revista *exame* (2006), aponta o caso da abertura de capital da companhia aérea Gol. Onde a sua maior concorrente a TAM Linhas Aéreas teve acesso a informações deste gênero e se aproveitou das mesmas para adequar sua operação:

Por um lado, os investidores exigem transparência para analisar a estratégia e os números da companhia. Por outro, a empresa teme que essa transparência signifique entregar informações valiosas aos concorrentes. Em muitos casos, esse temor tem fundamento. Tome-se como exemplo o caso da Gol. Sua estrutura de custos sempre foi sua maior vantagem competitiva. Enquanto ela se manteve fechada, seus concorrentes foram incapazes de identificar como a empresa liderada por Constantino de Oliveira Júnior conseguia operar de forma tão enxuta. Desde a abertura de capital, há dois anos, a Gol é obrigada a divulgar de onde vem boa parte dessa eficiência -- o que tem mostrado à TAM, sua principal rival, quais são os pontos mais importantes a atacar. De 2003 até hoje, a diferença entre os custos das duas empresas caiu de mais de 30% para cerca de 15%. "Você acaba perdendo a privacidade", diz Richard Lark, vice-presidente financeiro da Gol.

Considerando a mudança na estrutura societária, onde Jorge Gerdau Johannpeter aponta como um processo benéfico em última instância para a companhia acima, existe um lado negativo decorrente da modificação. A companhia que tem donos visionários e ágeis tende a sofrer com a burocracia instaurada no processo de tomada de decisões. Outro fator que se vê afetado, neste mesmo sentido, é a exposição a riscos, onde no passado os antigos donos contrariando as tendências e visão do mercado se anteciparam e muitas vezes tiveram sucesso inimaginável. Este é um claro reflexo de contratempo a criatividade e em alguns casos tende a derrubar a identidade estabelecida pela companhia.

Novamente, é válido citar Lethbridge (2006) sobre este processo da abertura de capital:

Uma empresa fechada responde basicamente às vontades de seu fundador, ou de seus herdeiros. Quando os donos têm talento, esse jeito de administrar traz vantagens inegáveis: a companhia toma decisões rapidamente e sai na frente da concorrência, sem prestar contas. Quando o empresário Samuel Klein, da Casas Bahia, diz que vai inaugurar mais 100 lojas no período de um ano ou que o faturamento vai crescer 100%, não precisa convencer mais ninguém de que essa é a melhor estratégia para a sua companhia. "Numa empresa fechada, você acha que é o rei", diz José Olympio Pereira, diretor do banco Credit Suisse. No dia seguinte à emissão de ações, porém, os controladores passam a responder aos humores do mercado, aos desejos de fundos de investimento estrangeiros e às dúvidas de analistas.

Figura 6 - Custos e obrigações.



Fonte: CASAGRANDE NETO *et al.* (2000, p.41).

Por isso, os administradores devem ter muito cuidado antes de decidir abrir o capital, não se empolgar com a possibilidade de capitalização de grande escala a baixo custo. Deve ser feita uma análise preliminar de viabilidade onde seja analisado o nível de atividade da companhia, pois em alguns casos, é mais aconselhável e menos oneroso que a companhia busque recursos através do endividamento com terceiros do que na abertura de capital.

2.3. Cenário Econômico no período de 2003 – 2008 e o Fortalecimento das Atividades no Mercado de Capitais.

Precedente ao período de estudo, o Brasil vivia a expectativa e reflexos econômicos da transição do governo de Fernando Henrique Cardoso sucedido por Luiz Inácio Lula da Silva. Uma transição delicada, atribuindo ao fato de a esquerda brasileira retornar ao poder depois de longo hiato desde João Goulart. O mercado financeiro, de antemão, parecia entender que o compromisso com a estabilidade e com a austeridade fiscal era exclusividade do governo antecessor. A dúvida pairava quanto à continuidade deste regime e atitudes a serem tomadas pelo “novo governo”. (Fernandes, 2008).

Apesar dos temores o governo Lula não promoveu nenhuma espécie de ruptura. As mudanças de comportamento outrora utilizado pelo Partido dos Trabalhadores tiveram início ainda na campanha eleitoral do Presidente Lula e se consolidaram no decorrer de seu primeiro ano de mandato. Conforme o Prof. Orlando Assunção Fernandes(2008, pg. 30-31) os fatores desta mudança são confirmado nos atos listados na seqüência:

- 1. A Carta ao Povo Brasileiro, no qual o PT se comprometia a preservar o superávit primário;*
- 2. A Nota sobre o Acordo com FMI, na qual o partido, se eleito, comprometia-se a respeitar o acordo com o FMI negociado no final do Governo Fernando Henrique;*
- 3. A escolha de Antonio Palocci para o Ministério da Fazenda e a de Henrique Meirelles para a presidência do BC;*

4. *A divulgação, em 2003, do documento “Política Econômica e Reformas Estruturais”, no qual o governo propunha um modelo de desenvolvimento que preservasse a estabilidade econômica e o compromisso com a austeridade fiscal.*

A continuidade do regime econômico anterior persistiu com a manutenção de metas de inflação auspiciosas para os anos subseqüentes. No mesmo intuito houve a manutenção da seqüência de elevação da taxa Selic, manutenção dos targets de superávit primário e promoção de cortes de gastos públicos.

Estas atitudes do governo acalmaram as expectativas pessimistas do mercado e gradualmente reduziram a taxa de cambio, as expectativas futuras de inflação e o risco país. As medidas adotadas aliadas a uma política fiscal expansionista e a política de gastos públicos contracionista, trouxeram uma legitimidade e confiança do Mercado Interno e Internacional ao rumo do Governo Lula.

O Mercado de Capitais Brasileiro, nesse cenário de continuidade e re-estabelecimento de confiança, também se vê beneficiado por outros fatores, conforme evidenciado com clareza em estudo realizado pela **FUNDAÇÃO DO DESENVOLVIMENTO ADMINISTRATIVO DO ESTADO DE SÃO PAULO:**

Em primeiro lugar, mencione-se o cenário internacional favorável, e em particular, o ciclo de liquidez para os países periféricos iniciado em 2003, mas que beneficiou o Brasil, sobretudo, a partir de 2005, se traduzindo na ampliação dos fluxos de investimento estrangeiro de carteira. 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.

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

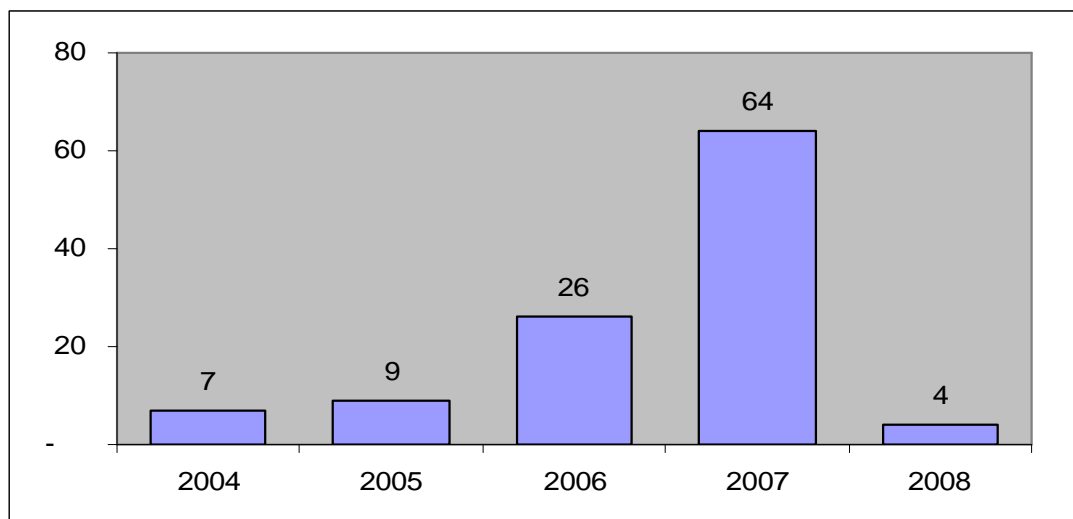
Nesse cenário de condições externas extremamente favoráveis, de maior estabilidade macroeconômica interna, a progressiva redução da taxa básica de juros, a partir de setembro de 2005, também é um importante fator explicativo do dinamismo recente do mercado de capitais. A queda na taxa Selic e a menor rentabilidade dos títulos públicos e dos fundos de investimento referenciados aos títulos públicos 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 em troca de retornos maiores.

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.

Em terceiro lugar, cabe salientar, as mudanças regulatórias que permitiram criação e/ou aperfeiçoamento de instrumentos de securitização de dívida (como o FDIC e CRI - Certificados de Recebíveis Imobiliários) e o aperfeiçoamento na infra-estrutura do mercado de capital brasileiro. Além do efetivo progresso na adoção de padrões avançados de negociação, compensação, liquidação e custódia de títulos e valores mobiliários, uma mudança estrutural importante foi a criação de um novo segmento de listagem de companhias abertas na Bovespa, o chamado Novo Mercado, no qual vigora rígidas exigências em termos de transparência das informações para os investidores, práticas contábeis e proteção aos direitos dos acionistas minoritários. A adesão voluntária das empresas a esse segmento que só permite a emissão de ações ordinárias (com direito a voto) tem contribuído para fortalecer a confiança dos investidores, criando assim um círculo virtuoso de maior demanda pelas emissões iniciais nesse segmento e de estímulo para abertura de capital de novos ingressantes no mercado acionário.

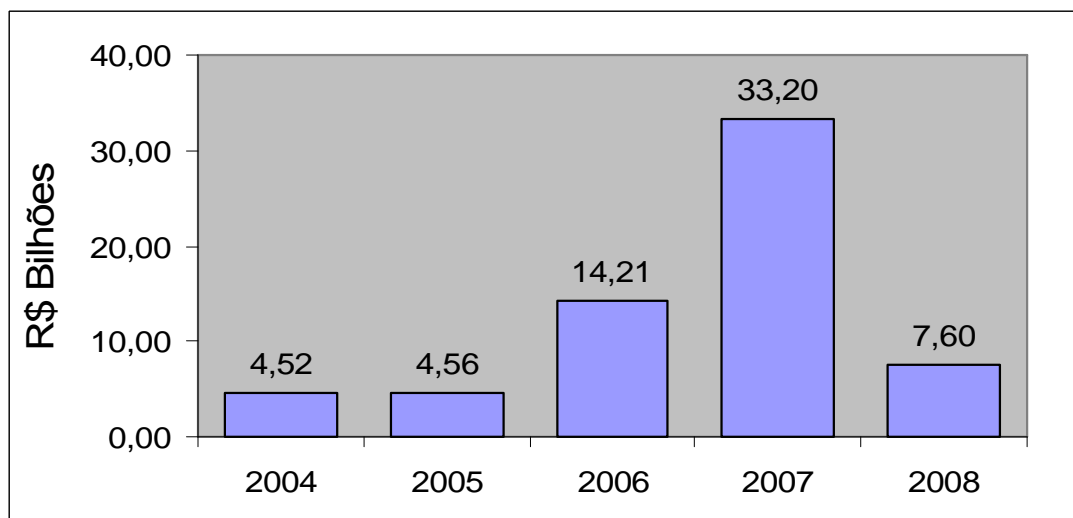
Decorrente do cenário apontado pelo estudo mencionado, o Mercado de Capitais brasileiro pode passar um por um processo de forte capitalização. O gráfico de número 1, aponta o expressivo aumento do número de empresas estreadas na Bovespa, passando de 7 em 2004 para 64 ao final de 2007.

Gráfico 1 – Numero de Empresas Estreantes na Bolsa

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Elaboração: Nossa

A busca das empresas por financiamento através da emissão de ações evidencia o desenvolvimento de maturidade e consolidação das atividades em bolsa no país. O gráfico de numero 2 também aponta para o expressivo aumento no volume de recursos angariados em ofertas primarias de ações. Destaca-se o aumento no período de R\$ 4,52 bilhões em 2004 para a ordem de R\$ 33,20 bilhões em 2007.

Gráfico 2 – Volume Captado em Ofertas Primárias de Ações

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Elaboração: Nossa

Fica claro que as atividades deste gênero na bolsa foram fortemente afetadas no ano de 2008. A professora Lucy Sousa (2009) oferece um claro insight deste movimento expansivo e explicação quanto à desaceleração no ano de 2008:

A análise das distribuições públicas de valores mobiliários do período 2004-08 aponta para a recuperação do mercado de capitais, estando em vigor e assimiladas as novas regras de distribuição da CVM e incorporadas práticas voluntárias de maior transparência e governança, por parte das principais companhias emissoras e intermediários financeiros. No período 2004-07, ocorreram 106 operações de abertura de capital, sendo que 70% foram dentro do segmento de maior governança corporativa, o Novo Mercado. Assim, pode-se afirmar que o mercado de capitais foi, no período 2004-7, relevante opção de financiamento das empresas brasileiras de grande porte, assim como instrumento de reestruturação societária. O movimento chegou a atingir companhias de médio porte, seja pelo lançamento de ações, como por operações de securitização. Os principais tomadores das ofertas de ações foram os investidores estrangeiros, estimulados pelos coordenadores das ofertas, na maioria das vezes bancos estrangeiros, com destaque para o Credit Suisse e o UBS....

Cabe destacar que um dos setores produtivos que mais se beneficiaram no curto prazo foi o da construção civil. Mais de 20 empresas tornaram-se companhias abertas e fortaleceram sua estrutura de capital para enfrentar o ciclo de expansão setorial, estimulado pelo crescimento macroeconômico, elevado déficit habitacional, aumento do crédito e ajuste do marco regulatório. Contudo, as expectativas de continuar se financiando através do

mercado de capitais em 2008 não se realizaram, em face da crise internacional, dando início ao processo de fusões e aquisições do setor.

A partir de 2008 as empresas se defrontaram com um mercado avesso a ofertas primárias de ações, havendo espaço apenas para lançamentos de renda fixa (debêntures e fundos de securitização), a custos crescentes. As empresas que ainda conseguiram se financiar no mercado acionário em 2008 pertenciam aos setores de petróleo, mineração e siderurgia (commodities), dos grupos Eike, Vale e Gerdau ou ao setor financeiro (empresas de leasing). (Sousa, 2009)

Por fim cabe destacar que o mercado secundário de ações (a compra e venda de ações entre investidores sem que os recursos sejam repassados as empresas emissoras) também teve um aumento expressivo no decorrer do período mencionado. Mas este tema será abordado juntamente a análise de performance dos índices referenciais no sub capítulo 3.3.

Cabe constatar que houve, aumento expressivo de arrecadação em outras modalidades de financiamento no mercado de capitais. Principalmente na modalidade de Debêntures, Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC) e *Commercial Papers*. Este movimento é identificado pelos autores supra citados, porem é de menor relevância para o estudo realizado.

Capítulo III – Impactos Sociais dos Processos de Abertura de Capitais

Uma vez analisado o histórico de formação do Mercado de Capitais brasileiro, a convergência às expectativas internacionais e fortalecimento através da fusão da BM&F e BOVESPA, evidenciado os passos do processo de abertura de capital e suas propriedades, aspectos positivos e negativos e percepções quanto a sua utilidade e, por fim, caracterizado o cenário de crescimento e a ampla importância que o movimento de abertura de capitais teve no país, fica claramente caracterizado o amadurecimento do mesmo, atualmente. Como reflexo disto, o aumento expressivo da exigibilidade dos investidores trouxe claras mudanças sociais ao Brasil.

Estes Impactos decorrem de uma exigência maior por transparência nos processos de administração das empresas, que se financiam no Mercado de Capitais, por parte dos investidores. Assim a Governança Corporativa é um conceito que ganhou destaque neste papel. Cabe aqui identificar quais as predisposições deste conceito, evidenciar sua aceitação e introdução no Brasil, avaliar a performance de empresas que aderiram a estas práticas e, por fim, identificar os reflexos positivos e áreas onde a mesma, aliada a abertura de capital deixam a desejar.

3.1. Governança Corporativa – Conceito e Implicações

A estrutura de formação das empresas brasileiras em seu nascimento provêm, em grande parte, do fruto de agremiações familiares ou de sociedades de acionistas pouco pulverizadas. Neste tipo de formação o controle das ações corporativas são controladas ou são facilmente controláveis por seus interessados para manutenção de seus interesses. Mas, com a evolução das estruturas de financiamento, principalmente as ações de abertura de capital das companhias, onde o controle acionário se torna altamente diluído, a manutenção dos interesses junto a corporações de maior porte se torna precária.

Neste cenário onde o investidor tem seu poder fortemente diminuído, o papel do administrador passa a ser de fundamental importância. Na dinâmica especulativa adquirida pelo mercado de capitais, onde a preocupação do investidor se volta cada vez mais para a performance de suas ações relegando o funcionamento do dia-a-dia da companhia para o segundo plano, dá-se abertura para que práticas de interesse do administrador sejam implementadas mesmo aquelas que sejam contra os interesses dos acionistas.

Os Princípios de Governança Corporativa são apresentados como uma ponderação contra tais aspectos acima descritos, como uma forma de manutenção de controle por parte destes acionistas pulverizados. S. P. VIEIRA & A. G.S. T. MENDES (2004), claramente expõem o contexto e oferece *insight*¹⁰ no papel destas práticas:

[...] a profissionalização da gestão das empresas, pressionada por um mercado de capitais cada vez mais competitivo, faz com que os proprietários ficassem cada vez mais ausentes do dia-a-dia da empresa e passassem a efetivar sua influência nas decisões fundamentalmente através do conselho de administração. Essa evolução enfatizava uma nova questão: como conduzir a gestão da empresa de modo a maximizar o interesse dos proprietários? Entre as várias abordagens da governança corporativa, esta pode ser entendida como um problema de agente-principal em que é necessário estabelecer mecanismos adequados para que os administradores (agente) conduzam a companhia de forma a atender aos interesses dos seus acionistas (principal).

A governança corporativa pode ser vista aqui como um mecanismo que busca propiciar maior transparência, disciplina e responsabilidade

¹⁰ *Insight* é um olhar amplo e bem informado sobre informações caracterizado pelo conhecimento de detalhes internos de uma operação.

dos administradores das empresas para com os acionistas. Segundo Pound (2000¹¹),
“... at its core, corporate governance is not about power but about ensuring that decisions are made effectively.¹²” (Vieira e Mendes, 2004)

Portanto, em seus principais aspectos a GOVERNANÇA CORPORATIVA: refere-se ao papel do conselho diretivo, acionistas ordinários e outras ações que possam influenciar o processo de tomada de decisões em nível corporativo. Economistas utilizam o termo para definir a ação dos gestores na proteção dos interesses dos proprietários. (Ivan Pricoli Calvo, 2003)

Calcado no conceito exposto, a G.C. remete a quatro princípios básicos, disseminados e aplicados com variado grau de efetividade:

- *Compliance* – conformidade legal;
- *Accountability* – prestação responsável de contas;
- *Disclosure* – mais transparência;
- *Fairness* – senso de justiça;

Estes princípios da governança foram aprimorados para equilibrar e gerir os interesses dos acionistas, em suas relações com os conselhos de administração e a direção executiva das corporações. Porém, aplicado a corporação com um todo, seu alcance pode chegar até outros interessados internos como empregados, terceirizados, e outros e externos como credores, fornecedores, cliente, consumidores finais, governo, a sociedade, e outros.

¹¹ POUND, J. The promise of the governed corporation. *Harvard Business Review on Corporate Governance*, p. 79-104, 2000.

¹² Em seus fundamentos, a Governança Corporativa não trata sobre poder, mas sim sobre assegurar que decisões sejam tomadas de maneira mais eficiente. (Tradução nossa)

Na obra Governança Corporativa: Abrangência, Raízes e Fatores de Desenvolvimento, os autores Andrade e Rossetti – Editora Atlas – Edição 2004 – página 53, Apresentam um cenário mais abrangente do aprimoramento da Governança:

[...] Pelas diversas extensões de seus raios de ação, há diferentes conceitos de governança corporativa. Eles podem ser agrupados segundo ênfases que atribuem aos diferentes aspectos do processo de governança. Há os que enfatizam os sistemas de relações pelos quais as corporações são controladas e dirigidas. Outros relatam as estruturas de poder e os sistemas de governo a que remetem. E há também os que destacam sistemas de valores, padrões de comportamento e sistemas normativos. Sintetizando-os, pode-se definir a governança como um conjunto de valores, princípios, propósitos e regras que rege o sistema de poder e os mecanismos de gestão das corporações, buscando a maximização da riqueza dos acionistas e o atendimento dos direitos de outras partes interessadas, minimizando oportunismos conflitantes com este fim.[...]

[...] Para englobar a diversidade dos arranjos que possam atender aos diferentes conjuntos de interesses envolvidos na gestão corporativa, são também diversos os modelos de governança. Dois se destacam. O primeiro, predominantemente praticado nos Estados Unidos e no Reino Unido, objetiva mais estritamente os interesses dos acionistas, como a maximização do retorno do empreendimento e do valor da empresa. O segundo, inspirado em recomendações de organizações multilaterais, como a OCDE, estende os propósitos da governança a um leque mais aberto de interesses, sociais e ambientais, não obstante mantenha como

essenciais os bons resultados patrimoniais e financeiros das corporações. [...]

3.2. Difusão das Práticas de G.C. e a Experiência Brasileira (Novo Mercado, Níveis I e II de G.C., o IBGC e a Nova Lei das SAs.)

Os princípios de regulamentação, atendendo as prerrogativas descritas anteriormente, no sentido de proteger os acionistas pulverizados, têm seu “berço” após a crise norte americana de 1929. Os primeiros passos foram dados no sentido de regulamentar o mercado e habilitar um órgão governamental a fiscalizar o funcionamento das companhias auferindo bases protetoras aos acionistas. O referido órgão é a SEC, existente até os dias de hoje.

Porém, ainda nos Estados Unidos, mesmo após um substancial aumento nos investimentos em empresas de capital aberto, principalmente por parte de fundos de pensão no início da década de 1980, verificou-se que as leis criadas pela SEC ainda não atendiam as novas necessidades de transparência e sobretudo de proteção ao investidor nas gestões corporativas. Na figura de Robert Monks, um advogado corporativo de grande influencia, apresentou-se como grande defensor e idealizador de melhorias no processo de Governança Corporativa. Os apelos e idéias advogadas, por ele sempre tiveram intuito de divulgar e exigir que os gestores destas empresas tivessem comportamento condizente com os interesses dos investidores em detrimento de suas regalias e que o público se tornar-se fiscalizador deste atos, até a fim de minimizar crises corporativas futuras.

No Brasil a regulamentação neste sentido somente tomou uma forma consolidada em 1976, com a criação das Leis 6.385 e 6.404, onde foi criada a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e estabelecida a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.A.), respectivamente. A Lei 6.404 regulamentava a estrutura básica que as empresas deveriam seguir em sua contabilidade, forma organizacional, direitos e deveres de dirigentes e

acionistas, além de padronizar diversas práticas existentes. Embora já previsse questões como publicidade de informações, legalidade, responsabilização, prestação de contas, dentre outros fatores que poderiam estar associados a boas práticas de governança, a lei se mostrava inócua em relação à proteção dos acionistas em linhas de novas emissões, fechamento de capital e garantia de valor mínimo de compra em caso de fusão ou aquisição.

O Brasil manteve esta base de estrutura de organizações intacta até o início do milênio atual. A época da virada do século verificou-se queda nos volumes de transações nas bolsas locais. O investidor estrangeiro foi um dos grandes responsáveis por esta queda, identificou-se que a falta de medidas protetoras dos interesses dos acionistas mantinha uma percepção junto ao investidor de alto grau de risco.

Assim, a demanda do mercado de capitais por transparência, um tratamento equânime para os acionistas e uma estrutura de conselho adequada eram pontos importantes a serem equacionados em prol do crescimento e da diversificação do sistema financeiro. Crises de credibilidade de registros, impulsionadas por escândalos com empresas norte-americanas e européias, deixavam evidente a necessidade de alterações. (VIEIRA & MENDES, 2004).

Alexandre Di Micelli da Silveira (2002) aponta os mais importantes incentivos para a difusão da G.C. no Brasil. Este movimento é resultado de iniciativas institucionais e governamentais e contribuíram positivamente nesse processo de difusão:

- a criação do Instituto Brasileiro de governança corporativa (IBGC), em 1995;
- a aprovação da lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001, conhecida como a Nova Lei das SAs;
- a criação dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa e do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa);
- o estabelecimento de novas regras pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC) para definição dos limites de aplicação dos recursos dos fundos de pensão;

- a definição, pelo BNDES, da adoção de práticas de boa governança corporativa como um requisito preferenciais para concessão de financiamentos.

Ainda de acordo com Di Micelli (2002, pg. 34-36), o autor expõe o impacto de duas destas iniciativas, começando por apontar a importância da criação do IBGC:

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) foi criado em 1995 com o objetivo de melhorar a governança corporativa no Brasil, sendo a única organização da América Latina totalmente focada na discussão do tema. Em 1995 o IBGC lançou o primeiro "Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa" do país, abordando temas como o relacionamento entre controladores e minoritários e diretrizes para o funcionamento do Conselho de Administração. Este código foi revisado em 2002, sendo a versão atual dividida em seis temas: propriedade, Conselho de Administração, função do Presidente, Auditoria, Conselho Fiscal e ética/conflito de interesses. O tema sobre a propriedade lida primordialmente com o combate ao desequilíbrio de poder entre os acionistas. Para amenizá-lo, o código recomenda que as empresas tenham apenas ações com direito a voto. Àquelas que já possuem grande parte do capital composto por ações preferenciais, a recomendação seria atribuir-lhes esse direito. Nas situações de transferência do controle, o IBGC sugere que a empresa estabeleça em estatuto a obrigatoriedade de que o comprador ofereça a todos os acionistas o direito de vender ações pelo mesmo preço a ser pago ao controlador, direito este conhecido como *tag along*. Se a intenção for fechar o capital, o código prevê que as ofertas públicas para retirada das ações do mercado sejam feitas pelo valor econômico, a partir de estudo elaborado por empresa independente. O código

também define regras para o acordo de acionistas, com o objetivo de igualar os níveis de informação. Segundo o IBGC, o acordo de acionistas deve estar disponível para conhecimento de todos os acionistas. O código do IBGC também faz diversas recomendações sobre a transparência das informações ao mercado, recomendando que a remuneração de cada um dos conselheiros e diretores deva estar expressa no relatório anual e que toda informação que possa influenciar decisões de investimento deva ser divulgada simultaneamente para todos os acionistas. O Instituto sugere ainda que as demonstrações financeiras sejam apresentadas sob as normas internacionais. Com relação ao Conselho Fiscal, o IBGC trata-o como uma criação brasileira para preencher uma lacuna nas atividades do conselho, afirmando que o Conselho Fiscal não precisaria existir, caso o Conselho de Administração desempenhasse bem as suas funções. Com relação aos serviços de auditoria, o IBGC chama atenção para a possível perda de independência quando uma mesma companhia oferecer serviços simultâneos de auditoria e consultoria.

O autor prossegue quanto a reformulação da lei das SAs:

A Nova Lei das SAs, promulgada no final de 2001 e com vigência a partir de março de 2002, visa, por meio do estabelecimento de novas regras de funcionamento para as Sociedades Anônimas, promover maior proteção aos acionistas ordinaristas, minoritários e preferencialistas. Entre as principais alterações, estão:

- a obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações pelo valor econômico aos ordinaristas minoritários, em caso de cancelamento do registro de companhia aberta, elevação da participação acionária à porcentagem que impeça a liquidez de

mercado das ações remanescentes, ou em caso de fusão ou aquisição;

- a obrigatoriedade do adquirente do controle de companhia aberta realizar oferta pública de aquisição das ações ordinárias dos demais acionistas da companhia, em caso de alienação direta ou indireta de controle, sendo assegurado a estes acionistas minoritários preço equivalente a no mínimo 80% do valor pago pelo adquirente pelas ações representativas do bloco de controle;
- o direito dos preferencialistas elegerem um membro para o Conselho de Administração, desde que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social da companhia;
- o direito dos acionistas minoritários elegerem um membro para o Conselho de Administração, desde que representem, no mínimo, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto;
- a possibilidade de participação no Conselho de Administração de representantes dos empregados, facultada a decisão à empresa;
- A limitação da emissão de ações preferenciais a 50% do total de ações emitidas, ao invés dos 67% anteriores, para as sociedades anônimas instituídas após a publicação da lei;
- O fortalecimento da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), concedendo ao órgão maior independência funcional e financeira;
- a possibilidade do estatuto social prever a arbitragem como mecanismo de solução das divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, propiciando uma forma mais rápida para resolução de conflitos.

Apesar de alguns avanços, a Nova Lei das SAs teve no artigo 118 um retrocesso com relação às boas práticas de governança corporativa. Este artigo, que regulamenta o acordo de acionistas, estabelece no parágrafo oitavo que o voto do conselheiro

representante do grupo ligado por acordo de acionistas não deverá ser computado quando sua decisão for contrária às premissas do acordo de acionistas, retirando a liberdade e independência do conselheiro e confundindo seu papel com o do acionista.

A consolidação da figura do controlador pode ser considerado outro retrocesso na Nova Lei das SAs, com o termo aparecendo 25 vezes no projeto aprovado, mesmo número de aparições do termo nos 300 artigos da lei vigente. Em suma, a Nova Lei das SAs trouxe alguns avanços na defesa dos acionistas minoritários, mas não pode ser considerada uma legislação que causará o fomento do mercado de capitais brasileiro, principalmente após frustrar boa parte do mercado com o veto de 10 artigos e 27 parágrafos na data de sua aprovação.

O surgimento do Novo Mercado no Brasil se inspirou em várias experiências bem sucedidas em outros países. O *Neur Markt*, na Alemanha, é o melhor exemplo. Além dele, operam também com destaque: o *Noveau Marché*, na França; o AIM (*Alternative Investment Market*), em Londres; além de outros mercados menores em Portugal, Espanha, Japão e Itália. (APARECIDA FERREIRA, SOARES DA SILVA, BENEDETE DA SILVA, 2009).

Ribeiro Neto e Fama (2001) expõem a criação do *Neur Markt* na Alemanha:

“O *Neur Markt* surgiu em 1997, como uma reação da bolsa alemã a enorme concentração do mercado principal, 70% do volume negociado era de apenas 10 ações. Assim, as empresas alemãs que queriam obter fundos recorriam direto ao Nasdaq americano. Os bancos de investimento não apoiaram o *Neur Markt* no começo, pois achavam que o tamanho das

operações não seria interessante, não visualizam ganhar recursos com esse segmento. Exceção feita a alguns bancos menores alemães. Com o sucesso do mercado, todos passam a se interessar pelo mercado.”

A Bovespa, se identificando com as experiências ocorridas nestes países apresenta sua própria resposta as estas demandas, o Novo Mercado e os Níveis I e II de G.C.. Esta resposta conforme a própria Bovespa (2002), é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação.

Segundo a Bovespa(2009) As companhias no Nível 1 comprometem-se com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. As principais práticas agrupadas no Nível 1 são:

- *manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;*
- *realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;*
- *melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;*
- *cumprimento de regras de disclosure em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;*
- *divulgação de acordos de acionistas e programas de stock options; e*
- *disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.*

Aos entrantes do Nível 2 caberá atender as iniciativas proposta ao Nível 1 e cumprimento dos seguintes parâmetro concomitantemente:

- *mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração;*
- *disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS;*
- *extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% desse valor para os detentores de ações preferenciais;*
- *direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e as empresas do mesmo grupo;*

- *obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Nível 2; e*
- *adesão à Câmara de Arbitragem para a resolução de conflitos societários.*

Adicionalmente, de acordo com a Bovespa (2009), a companhia aberta participante do Novo Mercado tem como obrigações adicionais:

- *Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (tag along).*
 - *Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado.*
 - *Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes.*
 - *Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais – entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa.*
 - *Melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais – entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa.*
 - *Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém informações corporativas – entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições.*
 - *Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano.*
 - *Apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembleias, divulgação de resultados etc.*
 - *Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas.*
 - *Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores.*
 - *Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia.*
 - *Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.*
- No que diz respeito a divulgação de informações financeiras, as companhias devem se comprometer a divulgá-las em padrão internacional, como o US GAAP (United States Generally Accepted Accounting Principles) e o IAS (Internacional Accounting Standards), e traduzidas para a língua inglesa.*
- *Também deve ser utilizada a Câmara de Arbitragem para solucionar conflitos através do Regulamento de Arbitragem, agilizando a solução de eventuais conflitos societários e proporcionando aos seus participantes um grupo de árbitros especializados em matérias societárias, economia de tempo e, conseqüentemente, economia de recursos.*

3.3. Aceitação e Performance das Empresas que Aderiram as Práticas de Governança Corporativa.

No período proposto pelo estudo, de 2003-2008, cabe apontar que a adesão as práticas de Governança Corporativa são expressivas. Conforme a Tabela 1 houveram 110 aberturas de capital junto a BOVESPA. Paralelo a isto se pode evidenciar aspectos esperados, dada a adesão aos princípios de G.C., no sentido de maior disposição dos investidores em aplicar recursos nestas companhias, melhor performance de valorização das mesmas no mercado secundário, menor suscetibilidade a crises, níveis maiores de liquidez e menor risco associado ao investimento.

Tabela 1 – Listagem de Empresas Emissoras de Ações (2004 – 2008)

Ano	Empresa	Segmento de listagem	Natureza da oferta	Volume R\$ milhões	Nº de investidores
	OGX Petroleo	Novo Mercado	Primária	6.712	1.377
	Le Lis Blanc	Novo Mercado	Primária	150	273
	Hypermarcas	Novo Mercado	Primária	612	13.008
2008	Nutriplant	BOVESPA Mais	Primária	21	2
2007	Tempo Part	Novo Mercado	Mista	420	3.807
	MPX Energia	Novo Mercado	Primária	2.035	164
	BMF	Novo Mercado	Secundária	5.984	255.001
	Panamericano	Nível 1	Primária	700	21.222
	Laep	BDR	Primária	508	563
	Helbor	Novo Mercado	Primária	252	723
	Amil	Novo Mercado	Mista	1.401	4.398
	BR Brokers	Novo Mercado	Mista	699	13
	Bovespa Hld	Novo Mercado	Secundária	6.626	64.775
	Agrenco	BDR	Primária	666	805
	Marisa	Novo Mercado	Primária	506	13.177
	SEB	Nível 2	Mista	413	3.709
	Tenda	Novo Mercado	Primária	603	10.172
	Trisul	Novo Mercado	Primária	330	2.444
	BicBanco	Nível 1	Mista	822	5.197
	Sul America	Nível 2	Primária	775	19.261
	Satipel	Novo Mercado	Mista	413	6.807
	Cosan Ltd**	BDR	Primária	275	1.572
	Estacio Part	Nível 2	Mista	447	10.890
	Generalshopp	Novo Mercado	Primária	287	4.999

Multiplan	Nível 2	Mista	925	24.419	
Providencia	Novo Mercado	Primária	469	11.135	
Springs	Novo Mercado	Mista	656	7.383	
ABC Brasil	Nível 2	Mista	609	6.050	
Triunfo Part	Novo Mercado	Mista	513	7.139	
Guarani	Novo Mercado	Primária	666	12.388	
Kroton	Nível 2	Mista	479	11.297	
MRV	Novo Mercado	Mista	1.193	15.657	
Patagonia**	BDR	Mista	76	2.846	
Minerva	Novo Mercado	Mista	444	11.660	
Invest Tur	Novo Mercado	Primária	945	17	
Redecard	Novo Mercado	Mista	4.643	29.766	
Indusval	Nível 1	Mista	253	290	
Tegma	Novo Mercado	Mista	604	6.776	
Marfrig	Novo Mercado	Mista	1.021	4.933	
Daycoval	Nível 1	Mista	1.092	7.585	
Cruzeiro Sul	Nível 1	Mista	574	4.221	
EZTec	Novo Mercado	Primária	542	5.553	
Log-In	Novo Mercado	Mista	848	26.898	
SLC Agrícola	Novo Mercado	Mista	490	9.750	
Parana	Nível 1	Primária	529	8.586	
Inpar S/A	Novo Mercado	Primária	756	9.614	
Tarpon	BDR	Primária	444	10.714	
Sofisa	Nível 1	Mista	505	7.269	
Wilson Sons	BDR	Mista	706	11.915	
Cremer	Novo Mercado	Mista	552	9.419	
Agra Incorp	Novo Mercado	Mista	786	5.375	
CR2	Novo Mercado	Primária	308	2.810	
Bematech	Novo Mercado	Mista	407	8.718	
Metalfrío	Novo Mercado	Mista	453	9.672	
HSF Part	Novo Mercado	Primária	432	4.561	
Fer Heringer	Novo Mercado	Mista	350	9.275	
BR Malls Par	Novo Mercado	Primária	657	13.909	
Even	Novo Mercado	Primária	460	11.366	
Pine	Nível 1	Mista	517	20.251	
JBS	Novo Mercado	Mista	1.617	22.984	
Anhanguera	Nível 2	Mista	512	13.742	
GVT Holding	Novo Mercado	Primária	1.076	14.597	
Sao Martinho	Novo Mercado	Mista	424	24.686	
Iguatemi	Novo Mercado	Primária	549	16.889	
Tecnisa	Novo Mercado	Mista	791	17.436	
CC Des Imob	Novo Mercado	Mista	522	22.294	
Rodobensimob	Novo Mercado	Primária	449	14.181	
PDG Realt	Novo Mercado	Mista	648	12.018	
2006	Dufrybras	BDR	Secundária	850	10.177
	Lopes Brasil	Novo Mercado	Secundária	475	9.930
	Positivo Inf	Novo Mercado	Mista	604	18.814
	Odontoprev	Novo Mercado	Mista	522	8.860
	Ecodiesel	Novo Mercado	Primária	379	9.446
	Terna Part	Nível 2	Mista	627	6.509

	Profarma	Novo Mercado	Mista	401	4.609
	Brascan Res	Novo Mercado	Mista	1.188	4.319
	M.Diasbranco	Novo Mercado	Secundária	411	3.460
	Santos Bras	Nível 2	Mista	933	4.209
	Klabinsegall	Novo Mercado	Mista	527	4.720
	Medial Saude	Novo Mercado	Mista	742	3.131
	Abyara	Novo Mercado	Primária	164	6
	MMX Miner	Novo Mercado	Primária	1.119	18
	Datasul	Novo Mercado	Mista	317	5.514
	GP Invest**	BDR	Primária	706	2.373
	Lupatech	Novo Mercado	Mista	453	11.453
	BrasilAgro	Novo Mercado	Primária	583	3
	CSU CardSyst	Novo Mercado	Mista	341	14.637
	ABnote	Novo Mercado	Secundária	480	15.453
	Equatorial	Nível 2	Mista	540	7.521
	Totvs	Novo Mercado	Mista	460	16.322
	Company	Novo Mercado	Mista	282	13.166
	Gafisa	Novo Mercado	Mista	927	14.028
	Copasa	Novo Mercado	Primária	813	15.802
	Vivax	Nível 2	Mista	529	7.916
	UOL	Nível 2	Mista	625	13.234
	Cosan	Novo Mercado	Primária	886	9.079
	Nossa Caixa	Novo Mercado	Secundária	954	7.666
	OHL Brasil	Novo Mercado	Mista	496	1.084
	Energias BR	Novo Mercado	Mista	1.185	468
	TAM S/A	Nível 2	Mista	548	1.212
	Localiza	Novo Mercado	Secundária	265	809
	Submarino	Novo Mercado	Mista	473	4.022
2005	Renar	Novo Mercado	Primária	16	1.698
	Porto Seguro	Novo Mercado	Mista	377	5.919
	DASA	Novo Mercado	Mista	437	2.892
	Grendene	Novo Mercado	Secundária	617	7.905
	CPFL Energia	Novo Mercado	Mista	821	2.750
	ALL Amer Lat	Nível 2	Mista	588	3.425
	Gol	Nível 2	Mista	878	11.397
2004	Natura	Novo Mercado	Secundária	768	4.445

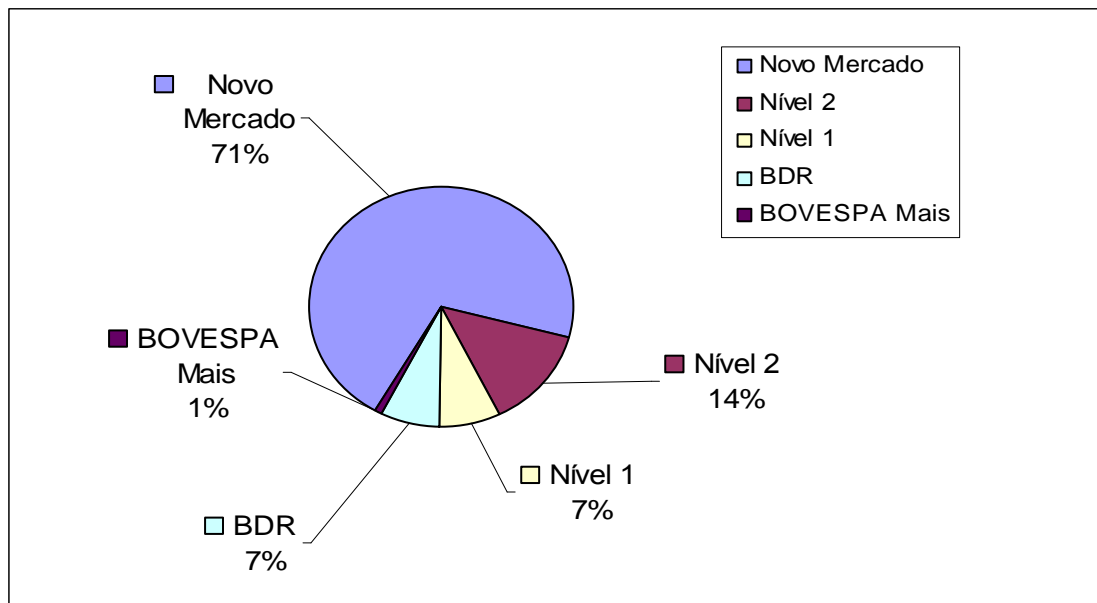
Fonte: Bovespa

Elaboração: Nossa

O Gráfico 3 apresentado evidencia a forte adesão das companhias emissoras, com 92% delas escolhendo um dos níveis de Governança Corporativa propostos pela adesão voluntária recomendado pela BOVESPA. Cabe destacar que 71% das adesões foram ao nível mais exigente, o Novo Mercado. Houve no período, também, a primeira adesão ao segmento da BOVESPA MAIS, que é um segmento de listagem direcionado a empresas de pequeno e médio porte, onde as praticas de governança corporativas também são

aplicadas. O processo de aceitação e disseminação é factível ao destacar que somente oito empresas aderiram ao mercado comum da BOVESPA na forma de BDR.

Gráfico 3 – Dispersão percentual das opções de Níveis de Governança



Fonte: Bovespa

Elaboração: Nossa

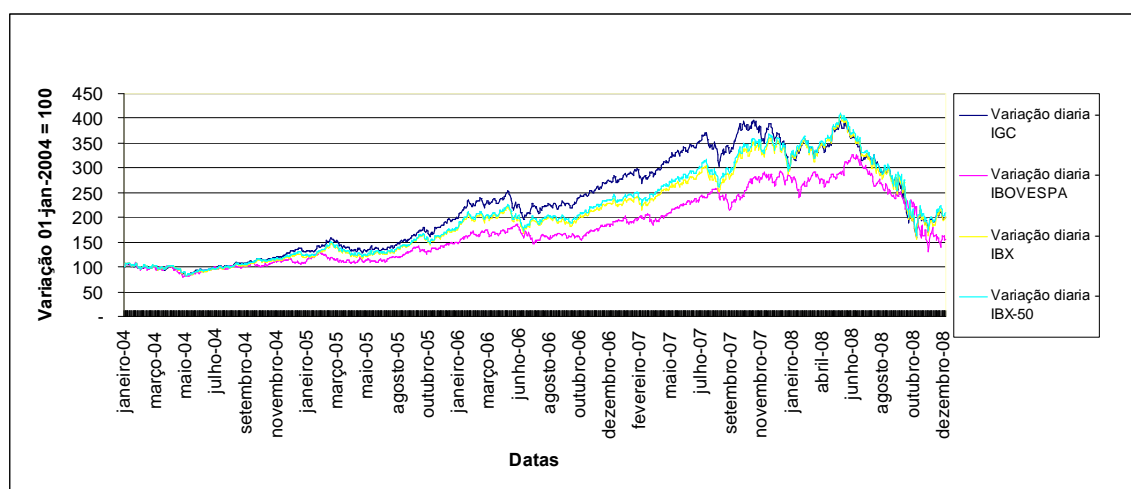
Ao passo que se pode apontar a ampla aceitação das práticas de Governança Corporativa junto às empresas no período. Sua performance pode ser destacada e estudada com maior precisão, baseado em seus resultados no mercado secundário. Neste sentido, avaliando a performance do IGC¹³ aponta claras evidências sobre o impacto das práticas junto aos investidores.

O gráfico 4 a seguir confronta a evolução dos principais índices não setoriais da Bovespa com a *performance* do IGC. Observa-se uma forte correlação entre o IGC e os índices IBrX, em especial o IBrX-50. Porém notadamente o IGC tem melhor performance entre todos os índices no período de janeiro de 2004 a dezembro de 2007.

¹³ O IGC foi criado pela Bovespa em junho de 2001 e contempla todas as empresas admitidas à negociação no Novo Mercado e nos Níveis 1 e 2

Os efeitos da Crise sub-prime, no decorrer do ano de 2008, apontam que mesmo que a performance destas ações são melhores que as demais em períodos de crescimento, durante períodos de crise os impactos são tão grandes ou até maiores, assim descaracterizando um dos pontos apontados no início deste sub-capítulo. A tabela 2, exemplifica o mesmo, contribuindo com uma ótica estatística.

Gráfico 4 – Comparação dos Índices – Jan. 2004/Dez. 2008



Fonte: Yahoo Finance

Elaboração: Nossa

Tabela 2 – Variação Acumulada dos Índices por Período

	IBOVESPA	IBrX-100	IBrX-50	IGC
Variação do Índice ano de 2004	16,71%	26,69%	29,85%	37,92%
Variação do Índice ano de 2005	30,07%	39,89%	39,00%	44,19%
Variação do Índice ano de 2006	32,73%	32,47%	35,03%	41,08%
Variação do Índice ano de 2007	43,65%	48,03%	44,88%	29,04%
Variação do Índice ano de 2008	-40,22%	-41,95%	-40,58%	-44,36%
Variação do Índice no período	67,30%	101,13%	108,83%	100,34%

Fonte: Yahoo Finance

Elaboração: Nossa

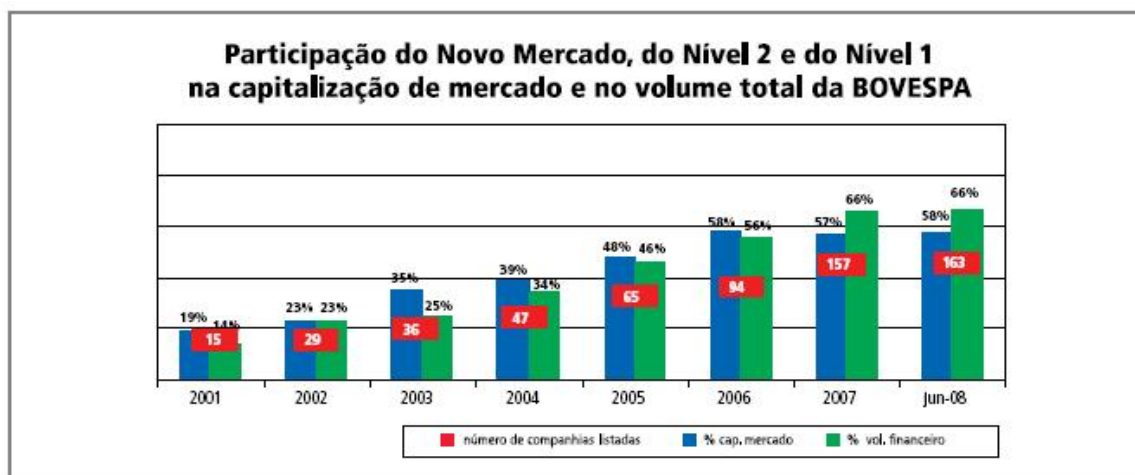
As evidências de que investidores são mais atraídos por ações das empresas que praticam a governança corporativa foram realmente confirmadas quando a *McKinsey & Co*, em parceria com o Banco Mundial, conduziu a pesquisa “*Investors Opinion Survey*” junto a investidores. Foi possível detectar e medir eventuais acréscimos de valor às companhias que adotassem boas práticas de governança corporativa. No Brasil a época

das consultas em 2002, 80% dos investidores indicaram que estariam dispostos a desembolsar um Premium a mais por empresas desta classificação. Apurou-se que os investidores pagariam entre 18 e 28% a mais por ações de empresas que adotam melhores práticas de administração e transparência. (*McKinsey & Co, 2002*)

Ainda conforme a pesquisa acima referida os entrevistados classificaram como a questão mais importante de governança corporativa da América Latina a defesa dos direitos dos acionistas, e a maior parte desses dizem que as práticas do Conselho de Administração são pelo menos tão importantes quanto a performance financeira quando estão avaliando companhias para investimentos. Isso se deve, em grande parte, à limitação e a má qualidade dos relatórios financeiros na América Latina e na Ásia, impedindo que os investidores confiem apenas em números. Os investidores estrangeiros estão dispostos a pagar mais pelas ações e participações em empresas brasileiras caso as companhias nacionais tenham uma administração mais eficiente, ou, mais especificamente, com um bom projeto de governança corporativa. (*McKinsey & Co, 2002 e APARECIDA FERREIRA, SOARES DA SILVA, BENEDETE DA SILVA, 2009*)

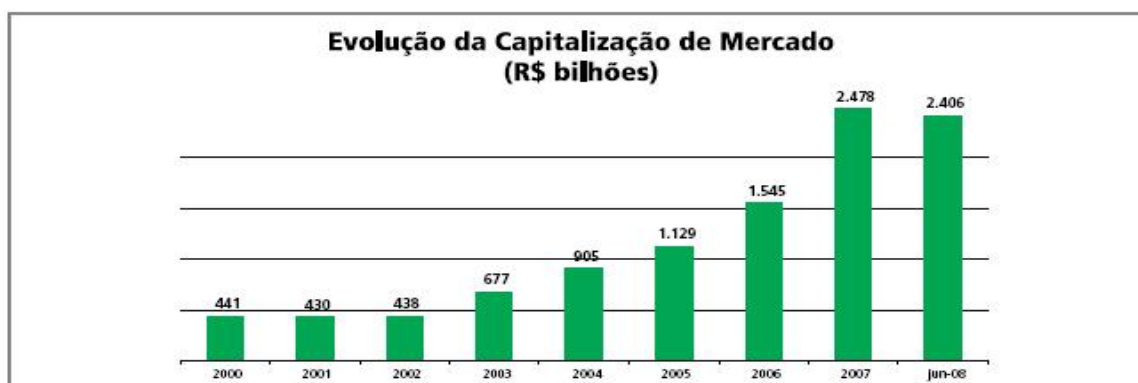
Quanto ao quesito de maior liquidez cabe apontar o relatório de Dados e Fatos de composição da Bovespa ao fim do primeiro semestre de 2008. Conforme o Gráfico 5, as empresas participantes do Novo Mercado e Níveis 1 e 2 da Bovespa, em Junho de 2008 atingiram 163, angariando 66% do volume financeiro transacionado na Bovespa. Para uma melhor mensuração o quadro 3, indica a evolução da capitalização de mercado da Bovespa, que passou de R\$ 430 bilhões em 2002 para R\$ 2,4 trilhões na metade de 2008.

Gráfico 5 – Participação de Empresas Governança Corporativa na BOVESPA



Fonte: Bovespa

Quadro 3 – Evolução da Capitalização da BOVESPA



Fonte: Bovespa

Quanto ao risco do investimento o período de estudo, de 2004 – 2008, realmente aponta para uma menor volatilidade das ações transacionadas no segmento do IGC. O cálculo do risco foi efetuado com base no desvio padrão das cotações diárias dos índices pela totalidade do período.

Tabela 3 – Risco dos Índices no Período

	IBOVESPA	IBrX-100	IBrX-50	IGC
Risco no Período	2,08%	2,11%	2,03%	1,94%

Fonte: Yahoo Finance

Elaboração: Nossa

Fica claro, a partir das evidências constatadas, que em sua maioria as expectativas em relação ao mercado, listada no início deste sub-capítulo, quanto à adesão das empresas aos princípios de Governança Corporativa são atendidos. Porém o fator de menor sensibilidade à crise é descartado, indicando que ainda há uma certa desconfiança as propriedades de amadurecimento do mercado brasileiro.

3.4. Benefícios e Falhas da Utilização da Governança Corporativa e Abertura de Capital como fonte de Financiamento – Conclusão.

Apresentados os cenários da positiva aceitação e preferência dos investidores por empresas que promovam práticas de Governança Corporativa, Santana (2001) lista os benefícios para todos os envolvidos neste patamar de disseminação das práticas:

Para as empresas

- **melhora da imagem institucional**
- **maior visibilidade**
- **maior demanda pelas ações**
- **valorização das ações**
- **menor custo de capital**

Para os investidores

- **maior precisão na precificação das ações**
- **melhora do processo de acompanhamento e fiscalização**
- **maior segurança quanto aos seus direitos societários**
- **redução de risco para o país**
- **Canalização de mais poupança para a capitalização das companhias**
- **Investimentos mais seguros e diversificados**
- **Empresas mais fortes e competitivas**
- **Dinamização da economia**

Baseado no que aponta Santana cabe traçar um paralelo quanto aos quesitos básico que buscam a Governança Corporativa. Os quatro princípios básicos como apontados neste capítulo, são: *Compliance* – conformidade legal; *Accountability* – prestação responsável de contas; *Disclosure* – mais transparência; *Fairness* – senso de justiça.

Fica claro que o que é proposto pela nova Lei das SAs, Novo Mercado e Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa e a Criação e Instruções do IBGC, atendem os princípios básico de G.C., em sua integridade quanto a *Compliance, Accountability e Disclosure*. Em relação ao senso de justiça o quesito de *Fairness*, para acionistas minoritários é talvez o que mais tenha obtido avanço decorrente da disseminação destes princípios.

Porém o conceito de G.C., relacionados à *Fairness* se estende além dos acionistas minoritários. A abrangência dos interesses é sintetizada em quatro modelos principais, conforme Andrade e Rossetti (2004, pg 54):

[...] A abrangência dos interesses considerados pelas práticas de governança é sintetizada em quatro modelos: 1– Stakeholder limitado, centrado em interesses internos restritos; 2. Stakeholder estendido, voltado para interesses internos ampliados; 3. Stakeholder restrito, aberto a partes interessadas diretamente envolvidas nas cadeias de negócios, como credores, fornecedores e consumidores; e 4. Stakeholder avançado, aberto a objetivos que conciliam a maximização dos resultados expressos nos balanços econômico-financeiros, com bons balanços ambientais e sociais.
[...]

O que é evidenciado trata não só de acionistas, mas de reflexos a diversos setores. O que se pode apontar é que seria necessário difundir práticas relacionadas a sustentabilidade da cadeia produtiva, preservação do meio ambiente e mais importante reflexos sobre a sociedade, como melhor prestação de serviços e qualidade de produtos, além de obras assistenciais de desenvolvimento social.

Propondo a abordagem destes aspectos, fica evidente que nem uma das predisposições atuais de G.C. exigem mudanças nas conduções empresariais no sentido de buscar estas providencias.

Como agravante são os fatos apontados pelo Procon. Onde a maioria das empresas que aparecem em seu ranking de reclamações, vide o quadro 4 abaixo de 2007 são companhias de capital aberto e algumas participantes das práticas de G.C., como por exemplo os Bancos Bradesco e Caixa Econômica Federal.

Quadro 4 – Quadro das 20 Empresas Mais Reclamadas No Procon**RANKING GERAL (20 mais reclamadas)**

	FORNECEDOR	ATENDIDAS	NÃO ATENDIDAS	TOTAL
1	TELEFÔNICA	4.240	165	4.405
2	ITAU	874	670	1.544
3	BENQ (CELULAR SIEMENS)	222	522	744
4	VIVO	573	114	687
5	MITSUBISHI / AIKO / EVADIN	616	20	636
6	EMBRATEL	494	113	607
7	TIM	267	210	477
8	SANTANDER / BANESPA	155	244	399
9	CARTÃO C&A	179	152	331
10	MOTOROLA	260	69	329
11	BRADESCO / FINASA	156	164	320
12	BANCO FININVEST	181	135	316
13	CLARO / BCP S/A	216	93	309
14	CITIBANK S/A	167	116	283
15	LG / LG ELETRONICS	219	39	258
16	SABESP	110	118	228
17	CAIXA ECONOMICA FEDERAL	78	132	210
18	UNIBANCO	128	78	206
19	SAMSUNG ELETRONICA DA AMAZONIA LTDA	196	6	202
20	ELETROPAULO METROPOLITANA	99	100	199

Fonte: Procon

Repostas a estes tipos de problemas deveriam ser tratados dentro das disposições existentes de G.C. no Brasil. A valorização de mercado de ações de companhias listadas são intrinsecamente ligadas à performance junto a sua base de clientes. Neste aspecto diretrizes quanto à qualidade do que é ofertado ao mercado é de extrema importância. A base consumidora também deveria se orientar por tais fatos antes de investir.

Cabe apontar também, que o envolvimento institucional em questões de investimentos em desenvolvimento social é opcional no Brasil e normalmente tratado como uma questão de posicionamento de marketing. O beneficiário final da capitalização a mercado deve ser a sociedade como um todo não só seus acionistas. No mesmo sentido a Sustentabilidade da Cadeia produtiva é atingida, sob a mesma ótica. Não há qualquer disposição em relação ao mercado investidor em buscar que o direcionamento da gestão empresarial em buscar parcerias idôneas e que estas sejam mantidas em patamares de benefício de todos os envolvidos. Aliás, com a pressão imposta nos resultados destas empresas, a gestão neste quesito é relegada a um plano secundário para obtenção de condições cada vez mais exploratórias visando a obtenção de maiores lucros.

Conclusivamente, a G.C. no Brasil obtém ótimos resultados nos aspectos financeiros e aumento de transparência e investimentos. As bases neste quesito foram bem fundamentadas e os resultados quanto ao aumento de investimentos e valorização são documentados e apontados neste trabalho juntamente com um “amadurecimento” do Mercado de Capitais brasileiro. Porém nos quesitos sociais estas medidas se apresentam, todavia, um tanto quanto de “Hipermetropicos”, não consegue influenciar diretamente as empresas emissoras em aspectos de ordem de gestão da base consumidora, oferta de seus produtos e condução de caráter público. Decisivamente, este seria o canal adequado para realização destes movimentos, pois se a proposta é de se financiar publicamente e o respaldo a sociedade como um todo deveria ser exigido como contrapartida, para um efetivo comprometimento corporativo com a base social que deve constituir a sua razão de existir.

Referências bibliográfica

ANDRADE, Adriana e ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa - fundamentos, desenvolvimento e tendências.** Editora Atlas, 2004.

ANDREZO, A. F; LIMA. Iran S. **Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais.** São Paulo: Pioneira, 1999.

APARECIDA FERREIRA, Patrícia; SOARES DA SILVA, Sabrina; BENEDETE DA SILVA, Antonio Thiago. **Governança Corporativa e o Novo Mercado: uma estratégia de capitalização para o setor sucroalcooleiro.** Disponível em:

<http://www.ead.fea.usp.br/Semead/9semead/resultado_semead/trabalhosPDF/326.pdf>.

Acesso em 12 mai. 2009.

BM&F. **Prospecto Definitivo de Oferta Pública de Distribuição Secundária de Ações Ordinárias de Emissão da Bolsa de Mercadorias & Futuros – BM&F S.A.** 2007.

BOVESPA – Bolsa de Valores do Estado de São Paulo. **Regulamento dos níveis 1 e 2 de governança: empresas – níveis de governança corporativa.**

São Paulo: Bovespa, Disponível em:

<http://www.novomercadobovespa.com.br/nm_publicacoes.shtml>

Acesso em: 12 mai. 2009.

BOVESPA – Bolsa de Valores do Estado de São Paulo. **Regulamento Novo Mercado.** Disponível em:

<http://www.novomercadobovespa.com.br/nm_publicacoes.shtml>

Acesso em: 12 mai. 2009.

BOVESPA – Bolsa de Valores do Estado de São Paulo. **Como e por que tornar-se uma companhia aberta.**

Disponível em < <http://www.bovespa.com.br/pdf/guiaaber.pdf> >. Acesso em: 13 nov.2008.

BOVESPA. Prospecto Definitivo de Oferta Pública Inicial de Distribuição Secundária de Ações Ordinárias de Emissão da Bovespa Holding S.A. 2007.

CASAGRANDE NETO, Humberto; SOUSA, Luci A.; ROSSI, Maria Cecília. **Abertura de capital de empresas no Brasil: um enfoque prático.** 3. ed. rev. e atual. São Paulo: Atlas, 2000.

DALLA CORTE, Tiago Rubens; PEGORARO ,Paulo Roberto. **Abertura de Capital, Benefícios e Restrições.** In: Revistas UTFPR, Pato Branco. 2007. Disponível em: < <http://revistas.pb.utfpr.edu.br/revistas/index.php/ecap/article/viewFile/440/207> >.

FERNANDES, Orlando Assunção.São Paulo, 2009. (Apostila do Curso de Economia Brasileira Contemporânea II – Faculdade de Economia da Fundação Armando Álvares Penteado).

FUNDAÇÃO DO DESENVOLVIMENTO ADMINISTRATIVO DO ESTADO DE SÃO PAULO. **O mercado de capitais brasileiro no período 2003-2007: evolução e tendências.** Publicada por Grupo de Conjuntura.

GERDAU JOHANNPETER, Jorge. **Abertura de Capital, Profissionalização Empresarial e Novas Fórmulas de Gestão.** Bolsa de Valores do Paraná. 11 dez. 2003.

HORNG, Wang Jiang. **Novo Mercado e o processo de abertura de capital.** Disponível em <http://www.siqueiracastro.com.br/downloads/wang_jiang.ppt#23>. Acesso em: 01 jun. 2009.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código brasileiro das melhores práticas de governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 12 mai. 2009.

LETHBRIDGE, T. **O Que Vem Depois da Bolsa**: Como a vida de uma empresa se transforma após sua abertura de capital: para o bem e para o mal. Portal Exame, Março de 2006, Disponível em: < [http:// www.portalexame.abril.com.br](http://www.portalexame.abril.com.br), portal/ > Acesso em: 01 jun. 2009

McKinsey & Co. Global Investor Opinion Survey on Corporate Governnace – 2002. IRBRI Seminar. São Paulo, dez 2002.

PINHEIRO, J. L. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

PROCON. **CADASTRO DE RECLAMAÇÃO CADASTRO DE RECLAMAÇÕES FUNDAMENTADAS - Período de 2007**. [online] 2008. Disponível em: <<http://www.procon.sp.gov.br/pdf/Kit%20Imprensa%202008.pdf>> acesso em 18 nov. 2009

PORTAL DO INVESTIDOR. **História do Mercado de Capitais do Brasil**. [online] 2008. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Acad%C3%AAmico/EntendendooMercadodeValoresMobili%C3%A1rios/Hist%C3%B3riadoMercadodeCapitaisdoBrasil/tabid/94/Default.aspx>>. Acesso em 17 nov. 2008.

RIBEIRO NETO, R. M.; FAMÁ R. **Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro – o novo mercado**. In: V SEMEAD, 2001, São Paulo. Anais

SALLES, Y. **Fusão dá fôlego aos papéis de Bovespa e BM&F, dizem analistas.** Folha Online, São Paulo, 2008. Disponível em: <<http://www.folhaonline.com.br>>. Acesso em: 06 out. 2009.

SANTANA, M.H. **O novo mercado e a governança corporativa.** Revista da CVM, São Paulo, p. 04 - 08, Dezembro. 2001.

SILVEIRA, Alexandre. Di. Micelli. da. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil.** 2002. 165p. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

SOUSA, Lucy Aparecida de. **O Mercado de Capitais Brasileiro no período de 1987-97.** Campinas: Tese de Doutorado em Economia apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, 1998.

SOUSA, Lucy. **Acontece nas melhores famílias:Repensando a empresa familiar.** Melo, org., S.Paulo; Saraiva, 2008

SOUSA, Lucy. **O mercado de Capitais como fonte do financiamento: Comparação do Mercado Brasileiro com Chinês (2003-2008).** In: Revista de Economia e Relações Internacionais, São Paulo, Vol. 8, numero 15, (2009)

TOLEDO FILHO, Jorge Ribeiro de. **Mercado de capitais brasileiro uma introdução.** 1. ed. São Paulo: Thomson, 2006.

VIAN, João Victor; RIBEIRO WALTER, Alessandro. **Abertura de Capital no Brasil – Uma Análise dos Pros e Contras.** In: Revista Repensando, Campinas, Edição 1/2007 – 1º. Semestre de 2007

VIEIRA, S. P.; MENDES, A.G.S.T. **Governança Corporativa: Uma Análise de sua Evolução e Impactos no Mercado de Capitais Brasileiro.** Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 11, n. 22, p. 103-122, dez. 2004.