

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

MARCOS ANTONIO ZORZAN

ABERTURA DE CAPITAIS NO BRASIL: QUAIS SÃO OS PRINCIPAIS
PROCESSOS E CUSTOS PARA AS EMPRESAS QUE INGRESSAM NO
MERCADO DE CAPITAIS ATRAVÉS DE OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES (IPO)

Porto Alegre

2016

MARCOS ANTONIO ZORZAN

ABERTURA DE CAPITAIS NO BRASIL: QUAIS SÃO OS PRINCIPAIS
PROCESSOS E CUSTOS PARA AS EMPRESAS QUE INGRESSAM NO
MERCADO DE CAPITAIS ATRAVÉS DE OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES (IPO)

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia, com ênfase em Controladoria, modalidade profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. Paulo Schmidt

Porto Alegre

2016

CIP - Catalogação na Publicação

Zorzan, Marcos Antonio

Abertura de capitais no Brasil: quais são os principais processos e custos para as empresas que ingressam no mercado de capitais através de oferta pública de ações (IPO) / Marcos Antonio Zorzan. -- 2016.

88 f.

Orientador: Paulo Schmidt.

Dissertação (Mestrado) -- Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Programa de Pós-Graduação em Economia, Porto Alegre, BR-RS, 2016.

1. Abertura de capital. 2. Mercado de capitais. 3. Oferta Pública de Ações (IPO). I. Schmidt, Paulo, orient. II. Título.

MARCOS ANTONIO ZORZAN

ABERTURA DE CAPITAIS NO BRASIL: QUAIS SÃO OS PRINCIPAIS
PROCESSOS E CUSTOS PARA AS EMPRESAS QUE INGRESSAM NO
MERCADO DE CAPITAIS ATRAVÉS DE OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES (IPO)

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia, com ênfase em Controladoria, modalidade profissionalizante.

Aprovada em: Porto Alegre, 31 de março de 2016.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Paulo Schmidt – Orientador
UFRGS

Prof. Dr. Ariel Behr
UFRGS

Prof. Dr. José Luiz dos Santos
UNIFIN

Prof. Dr. Paulo Roberto Pinheiro
UNIFIN

RESUMO

Ao longo do tempo o contexto da economia mundial e brasileira é de expansão, salvo alguns períodos de retração, onde a economia fica estagnada, a exemplo do momento atual que vivemos. Apesar disso, as produções de riqueza vêm crescendo nos últimos anos e, por consequência, as empresas brasileiras, de um modo geral, têm buscado se desenvolver da mesma forma. Para financiar este desenvolvimento as empresas podem captar recursos através de instituições financeiras com que se relacionam. Entretanto este modelo apresenta limitações em relação ao volume de crédito disponível e também tem se mostrado um dos mais caros do mundo. Desta forma buscam-se outras alternativas de financiamentos não convencionais, como por exemplo o Mercado de Capitais. Este mercado tem amadurecido bastante no Brasil nos últimos anos, tornando-se uma alternativa para as empresas que buscam acompanhar este crescimento. São inúmeras as vantagens proporcionadas, mas, por outro lado, também são muitas as dificuldades do processo de preparação para acessar a este mercado, principalmente pelo pouco preparo das empresas para atender níveis elevados de governança corporativa. O objetivo, então, nesse contexto, na esfera do mercado de capitais é de identificar quais são as adaptações necessárias para as empresas ingressarem neste mercado, através da Oferta Pública de Ações (*IPO*), bem como identificar quais as mudanças necessárias na empresa, suas regras e principais custos que envolvem a operação, além das exigibilidades legais com a implantação de *IPO*. Conclui-se que alternativas e soluções existem para as dificuldades encontradas, e que o desafio é justamente enfrenta-las, para o próprio amadurecimento da empresa e também para criar diferencial competitivo frente à concorrência.

Palavras-chave: Abertura de capital. Mercado de capitais. *IPO*.

ABSTRACT

Over time, the context of the global and the Brazilian economy's has been the expansion, except for some periods of retraction or stagnant, like the current moment that we are living. Nevertheless, the wealth of productions has been growing in recent years ended, consequently, in general, Brazilian companies has sought to develop in the same way. To finance their development, companies can raise funds through financial institutions. However, this model has limitations, like line of credit and volume, and also Brazilian cost has been one of the most expensive in the world. Thus, some companies are seeking others alternatives for unconventional financing, such as Capital Markets. That market increase a lot in Brazil, in recent years and became an alternative for companies that are seeking to monitor this growth. There are many advantages provided, and by the other hand, many difficulties in preparation of process to access the market, especially in to meet high standards governance corporate. The goal, then, in this context, is to identify what are the adaptations necessary for companies to enter in this market through Initial Public Offering (IPO), just like identified the necessary changes in the company, their rules and main costs involving on the operation, and in addition, legal liabilities with the IPO deployment. It is concluded, that there are alternatives and solutions to the difficulties find, and the challenge is to confront them, for to get the own maturity and also to create a competitive over the competition.

Keywords: Initial public offering. Capital markets. IPO.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	7
1.1	PROBLEMA.....	9
1.2	OBJETIVO GERAL.....	9
1.2.1	Objetivos Específicos.....	9
2	MÉTODO DE PESQUISA.....	11
3	REVISÃO DE LITERATURA.....	12
3.1	<i>IPO</i> – OFERTA PÚBLICA INICIAL.....	12
3.2	SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL	14
3.2.1	Estrutura do Sistema Financeiro Nacional.....	17
3.2.2	Sistema Normativo	19
3.2.3	Subsistema de Intermediação	30
3.3	MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS NO BRASIL	35
3.3.1	Estrutura Atual do Mercado de Capitais.....	35
4	PRINCIPAIS PROCESSOS E CUSTOS PARA ACESSAR O MERCADO DE CAPITAIS	47
4.1	RAZÕES PARA A ABERTURA DE CAPITAL	47
4.2	OBSTÁCULOS À ABERTURA DE CAPITAL DA EMPRESA PRIVADA NACIONAL.....	53
4.2.1	Estrutura Empresarial Brasileira	53
4.2.2	Visão de Curto Prazo.....	55
4.2.3	Fixação do preço de emissão.....	55
4.2.4	Desconhecimento do mercado.....	56
4.3	ALTERNATIVAS E INSTRUMENTOS PARA A ABERTURA DE CAPITAL .	57
4.3.1	Ações	58
4.3.2	Bônus de Subscrição	60
4.3.3	Debêntures	60
4.3.4	Notas Promissórias para Distribuição Pública	60
4.3.5	Títulos ou Contratos de Investimento Coletivos	61
4.3.6	Brasilian Depositary Receipts (BDRs)	61
4.4	FASES DO PROCESSO DE ABERTURA DE CAPITAL	61
4.4.1	Preparações Preliminares.....	62

4.4.2	Contratação de Advogados e Consultores	63
4.4.3	Aconselhamento com a BM&FBOVESPA.....	64
4.4.4	Organização da Área de Relações com Investidores.....	64
4.4.5	Reordenamento Societário e Corporativo	65
4.5	ESCOLHA DA AUDITORIA INDEPENDENTE	65
4.6	ESCOLHA DO COORDENADOR LIDER DA DISTRIBUIÇÃO	66
4.7	DEFINIÇÃO DAS CARACTERÍSTICAS DA OPERAÇÃO	69
4.7.1	Formação do Preço	70
4.7.2	Público Alvo e Plano de Distribuição.....	72
4.7.3	Custos que envolvem a Abertura de Capital.....	73
4.8	CONTRATO DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.....	76
4.9	ADAPTAÇÃO DO ESTATUTO, ASSEMBLEIAS E OUTROS PROCEDIMENTOS LEGAIS	77
4.9.1	Adaptação do Estatuto.....	78
4.9.2	Registro do Emissor perante a CVM.....	81
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	85
	REFERÊNCIAS	87

1 INTRODUÇÃO

À medida que as economias se desenvolvem, a maior parte das empresas necessita de recursos para financiar seus projetos de expansão; deste modo, o sistema de distribuição de valores mobiliários torna-se relevante por oferecer às empresas diversas alternativas de financiamento.

Os mercados de capitais têm a capacidade de unir, de um lado, os que têm capacidade de poupança (investidores), e, de outro, aqueles que estão carentes de recursos de longo prazo, ou seja, que apresentem déficit de investimento. A função básica do mercado de capitais, então, seria promover a riqueza nacional por meio da participação da poupança de cada agente econômico.

Apesar da forte abertura do mercado financeiro ao investidor estrangeiro, da aceleração dos processos de privatização e do crescimento da indústria de fundos, o mercado de capitais brasileiro ainda está carente quanto à sua utilização como padrão alternativo ou complementar de financiamento da economia brasileira. Nos últimos anos, houve avanços inegáveis; contudo, apesar das possibilidades criadas, a relação entre a capitalização das empresas negociadas em Bolsa no Brasil e o PIB, ainda está muito aquém das apresentadas por empresas de países com economia desenvolvida.

Os movimentos neste mercado devem continuar, devido as grandes perspectivas de crescimento das empresas brasileiras, além, é claro, da possibilidade de obter uma boa rentabilidade, frente às taxas de juros praticadas em outros países.

O ingresso no Mercado de Capitais através da Oferta Pública Inicial (*IPO*) é uma das decisões mais importantes para qualquer empresa. Afinal é uma decisão estratégica que altera de forma definitiva a gestão, os controles internos e a transparência da empresa. Contudo o processo de abertura de capital pode ser longo e apresentar alguns desafios muito particulares que as empresas precisam estar preparadas para enfrentar.

Uma Oferta Pública Inicial Ações (*IPO*) constitui um evento de transformação na organização. Receber novos sócios pela via do mercado significa uma mudança de paradigma na gestão e na cultura da empresa.

A preparação para se tornar uma Companhia de Capital Aberto com ações listadas em bolsa é tão importante quanto à preparação para o “dia seguinte” à

abertura do capital. A empresa precisará atender as exigências adicionais e terá obrigações permanentes na condição de Companhia Aberta, o que poderá exigir novos conjuntos de competências da administração e dos funcionários, controles adicionais e em alguns casos mudanças nos negócios. Preparar-se para atender a essas exigências antecipadamente e desenvolver um plano adequado é fundamental para uma transição bem-sucedida para a vida de Companhia de Capital Aberto, bem como para reduzir as surpresas após a oferta pública inicial.

Desta forma, a espinha dorsal do mercado de capitais, são as bolsas de valores, as quais provêm o recinto para as transações de instrumentos de dívida e participações acionárias. Baseada na legislação brasileira vigente, a condição de companhia aberta decorre da colocação de valores mobiliários em negociação nas Bolsas de Valores ou no mercado de balcão.

Segundo Casagrande Neto (2010), companhia aberta é a que tem seus valores mobiliários distribuídos publicamente e admitidos à negociação nas bolsas de valores ou no mercado de balcão. A legislação define como valores mobiliários: Ações, Bônus de subscrição, debêntures, notas promissórias para distribuição pública, partes beneficiadas, títulos ou contratos de investimento coletivo ofertado publicamente e *Brazilian Depositary Receipts* (BDRs). As ações são títulos nominativos, negociáveis, representativos da propriedade de uma fração do capital social de uma sociedade por ações. Esses valores mobiliários distribuem aos acionistas dividendos, bonificações e juros sobre o capital próprio. Quanto à espécie, as ações podem ser ordinárias, preferenciais e de fruição. Quanto à forma podem ser nominativas registradas ou nominativas escriturais.

As diversas modalidades de financiamento realizadas pelas companhias abertas e os instrumentos financeiros negociados no âmbito do mercado de capitais nacional e internacional podem ser classificados, conforme Assaf Neto (2008), em: financiamento de capital de giro; operações de repasses; arrendamento mercantil; oferta pública de ações e debêntures; securitização de recebíveis; mercado de BDRs; *warrants* e títulos conversíveis; *forfeiting* e caderneta de poupança.

Segundo ainda Assaf Neto (2008), a Abertura de Capital com oferta pública de ações (*IPO*) torna-se uma possibilidade de levantamento de recursos que merece destaque, pois se apresenta como a mais vantajosa, para aquelas empresas que estão estabelecidas como sociedades anônimas, e que possuem um porte considerável e produtos ou serviços bem aceitos pela comunidade em geral.

Nesse contexto, na esfera do mercado de capitais, o presente trabalho se propõe a identificar quais são as adaptações necessárias para as empresas ingressarem neste mercado, através da Oferta Pública de Ações (IPO). Pretende-se identificar o que muda na empresa, quais são as regras e custos para empresa, bem como as exigibilidades legais com a implantação do processo de IPO.

1.1 PROBLEMA

As empresas em sua grande maioria buscam linhas de financiamento de curto e médio prazo em instituições financeiras que na maioria das vezes não é a solução mais adequada às suas necessidades, devido a alta taxa de juros no momento da contratação e a disponibilidade do montante de recursos que necessita. Uma alternativa é a possível captação através do mercado de capitais com custos mais acessíveis, porém, para isso a empresa necessita passar por algumas etapas para abrir seu capital.

Diante deste cenário, surgiu o seguinte problema de pesquisa: quais os principais processos e custos que envolvem as empresas que decidem ingressar no mercado de capitais através da Oferta Pública de Ações (IPO)?

1.2 OBJETIVO GERAL

Apresentar os principais processos e custos que a empresas terão para acessar o mercado de capitais através da Oferta Pública de Ações (IPO).

1.2.1 Objetivos Específicos

Para atender o objetivo geral, foram estabelecidos os objetivos específicos que desdobram o objetivo geral e estão relacionados à empresa, ao mercado na qual, a mesma, pretende se inserir e ao conjunto legal e regulamentar do processo de abertura de capital com Oferta Pública de Ações:

- a) descrever os principais processos e custos que envolvem as empresas que decidem ingressar no mercado de capitais, através da Oferta Pública de Ações (IPO);

- b) demonstrar as principais razões que poderiam motivar uma empresa a fazer a Oferta Pública Inicial (IPO) de Ações;
- c) identificar as etapas e os principais obstáculos a serem superados pelas empresas que pretendem ingressar neste mercado.
- d) identificar as alternativas e instrumentos disponíveis para a Abertura de Capital de uma empresa.

A partir deste estudo, qualquer empresa, terá condições de avaliar os impactos no dia a dia da empresa, bem como seus benefícios, para a correta tomada de decisão.

2 MÉTODO DE PESQUISA

A presente pesquisa é caracterizada como exploratória tendo sido escolhido como método de procedimento, a revisão bibliográfica.

A pesquisa bibliográfica ocorre a partir de material já elaborado, sendo estes, livros, trabalhos acadêmicos e artigos científicos. Caracteriza-se também por tratar-se de um método de busca e análise de artigos de uma determinada área da ciência. Esta metodologia é amplamente utilizada em pesquisas na área de ciências sociais, onde há grandes massas de dados e fontes de informações, além de possibilitar um amplo conhecimento e análise das principais contribuições teóricas sobre o assunto.

Para Yin (2005), a opção por um determinado *IPO* de estudo depende principalmente da questão de pesquisa que se busca responder. A preferência pela revisão bibliográfica deve-se ao fato da amplitude e complexidade do tema.

De acordo com Bonoma (1985), este método mostra-se útil quando um fenômeno é amplo e complexo, propiciando com isso um estudo com maior profundidade sobre o tema.

Segundo Gil (2007), pesquisa pode ser definida como sendo um procedimento racional e sistemático cujo objetivo seria proporcionar respostas aos problemas propostos. Esta pesquisa se realiza em várias fases, desde a descrição do problema, até a apresentação e discussão dos resultados. Possui caráter exploratório, pois permite maior familiaridade com o problema, aprimoramento de ideias ou descoberta de intuições.

A pesquisa procurou apresentar conceitos sobre a abertura de capital sob o ponto de vista de diferentes autores.

3 REVISÃO DE LITERATURA

A revisão de literatura tem como objetivo formar o panorama geral dos principais processos e custos relacionados à abertura de capital de uma empresa, baseado em artigos e livros de renomados autores na área de mercado de capitais e finanças. Desta maneira, são apresentados os principais conceitos que fundamentam o estudo sobre Abertura de Capitais.

A intenção não é esgotar o assunto, mas sim gerar uma contribuição acadêmica sobre o tema, voltada a empreendedores que tenham uma visão de expansão de suas empresas e/ou captação de recursos para projetos de expansão, utilizando-se deste instrumento.

3.1 IPO – OFERTA PÚBLICA INICIAL

Oferta pública inicial, usualmente referida como IPO, do inglês *Initial Public Offering* é um tipo de oferta pública em que as ações de uma empresa são vendidas ao público em geral numa bolsa de valores pela primeira vez. É o processo pelo qual uma empresa se torna numa empresa de capital aberto.

Segundo Casagrande Neto (2010), a decisão da abertura de capital está atrelada à decisão de investimento e financiamento da companhia. Enquanto a decisão de investimento envolve o risco do empreendimento e as expectativas de retorno, a decisão de financiamento define seu risco financeiro, que remete ao custo e estrutura de capital, à geração de caixa futura e ao nível de solvência. Cabe ao administrador financeiro maximizar a riqueza do acionista, devendo, portanto, definir qual a estrutura ótima de capital para alcançar o objetivo, balanceando convenientemente a presença de recursos próprios e recursos de terceiros (emissão de ações destinadas a novos acionistas, emissão de títulos de dívida e financiamentos bancários). Dessa forma, a fonte de recursos deve estar compatível com o projeto que consumirá os recursos e também com a estrutura de capital da companhia.

Segundo o mesmo autor, para definir essa estrutura ótima de capital são considerados vários fatores como:

- a) custo e disponibilidade de capital próprio e de terceiros;

- b) índices comparativos setoriais (liquidez, endividamento oneroso, rentabilidade, prazo de maturação de projetos, etc.);
- c) grau de risco financeiro aceito pelo empresário;
- d) importância dos investimentos planejados (exemplo: sem a compra de determinado equipamento, a empresa perderá competitividade frente à concorrência).

De acordo com Assaf Neto (2008), o financiamento de uma empresa mediante recursos próprios pode desenvolver-se pela retenção de seus resultados líquidos (autofinanciamento) e, principalmente, pelo lançamento de ações ao público. A colocação de ações no mercado pode ocorrer tanto pela emissão de novas ações pela empresa, como pela oferta pública de ações detidas por um investidor. O lançamento público de novas ações, também conhecido por *underwriting*, é uma operação na qual a sociedade emitente coloca seus valores mobiliários no mercado primário mediante a intermediação de uma instituição financeira. Desta forma, a sociedade atrai novos sócios pela subscrição e integralização de novas ações (capital), cujos recursos financeiros são direcionados para financiar seu crescimento. Um acionista (ou grupo de acionistas) pode também fazer lançamento de ações, contudo, esta modalidade de oferta pública constitui-se na verdade de oferta secundária, pois os recursos financeiros não são transferidos para empresa; é conhecida como *block trade*.

A abertura de capital é justificada, principalmente, pela necessidade sentida pelas empresas de aporte de recursos permanentes visando financiar novos projetos de investimentos e promover o crescimento e a modernização de suas atividades. No processo de colocação de ações junto ao público, a empresa realiza geralmente *Road show*, que equivale a uma “mostra” de suas principais informações disponibilizadas para avaliação dos investidores interessados na subscrição de papéis (ASSAF NETO, 2008).

Cavalcante (2005) ressalta que, quando a empresa decide abrir seu capital, sua administração necessita ficar mais transparente, desencadeia-se um processo de profissionalização, que eleva sua eficiência administrativa, criando a imagem de empresa competente, séria, bem administrada e prestadora de bons serviços. Segundo ele, os recursos obtidos através da emissão de ações não são baratos, mas sim recursos estáveis, pois serão pagos aos investidores através da distribuição de dividendos e da retenção de lucros que, bem reaplicados, valorizarão o preço das

ações em bolsa de valores. Fica evidente que o pagamento de dividendos e a retenção de lucros somente serão devidos em caso de lucro. Se a empresa não operar com lucro, não pagará dividendos e seu patrimônio se reduzirá, provocando queda nas suas cotações em Bolsa de Valores.

Conforme Bomfim, Santos e Pimenta Júnior (2007), para que se alcance o objetivo principal da empresa, inicialmente se faz necessário uma análise preliminar de todo o processo de abertura capital, com intuito principal de avaliar os prós e contras. Esta análise pode contar com o apoio de consultores externos de mercado de capitais, com intermediários financeiros e envolvendo os principais executivos da empresa. Além disso, caso se opte por avançar, há uma série de providências a serem tomadas, como por exemplo a necessidade de contratar auditoria externa registrada na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entre outros, conforme já descrito por outros autores.

De acordo com Silva e Famá (2011), sempre que for colocado títulos no mercado pela primeira vez, recebe a denominação de *Initial Public Offering (IPO)*. Essas emissões são decorrentes de operação de *Underwriting* ou subscrição pública. Recebe este nome sempre que uma instituição financeira coordena ou em algumas vezes garante a colocação dos títulos no mercado.

A instituição que for escolhida será o elo entre a companhia emissora e os investidores, ficando com ela também a responsabilidade de condução do processo de subscrição pública.

Cunha, Silva e Fernandes (2011), salientam que é no mercado acionário que ocorre a canalização direta de todos os recursos monetários, que ficam disponíveis aos poupadores, para suportar o crescimento das empresas. O acesso a estes recursos se dá através da venda inicial de ações ou da oferta pública de ações (*IPO*), de parte ou de toda empresa.

3.2 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Em Fortuna (2006), o conceito de Sistema Financeiro Nacional é bastante abrangente, que poderia ser a de um conjunto de instituições que se dedicam, de alguma forma, ao trabalho de propiciar condições satisfatórias para a manutenção de um fluxo de recursos entre poupadores e investidores. O mercado financeiro, onde se processam essas transações, permite que um agente econômico qualquer

(um indivíduo ou empresa), sem perspectiva de aplicação em algum empreendimento próprio, da poupança que é capaz de gerar (denominado como um agente econômico superavitário), seja colocado em contato com outro, cujas perspectivas de investimento superam as respectivas disponibilidades de poupança (denominado como um agente econômico deficitário).

O mercado financeiro pode ser considerado como elemento dinâmico no processo de crescimento econômico, uma vez que permite a elevação das taxas de poupança e investimento.

Dentro do sistema financeiro nacional encontram-se as instituições financeiras, que segundo o Banco Central do Brasil, art. 17 da Lei nº 4.595, de 1964, são:

Considera-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas e privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, a intermediação ou a aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros.

[...]

Para os efeitos desta Lei, e da legislação em vigor, equiparam-se as instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual. (BRASIL, 1964, não paginado).

Fortuna (2006) caracteriza estas instituições em dois grandes grupos: os intermediários financeiros e as chamadas instituições auxiliares. As primeiras possuem como diferencial, o fato de poderem efetuar a captação de recursos diretamente dos poupadores, por iniciativa e responsabilidade própria, e investirem os recursos junto aos investidores, através de empréstimos e financiamentos. Enquadram-se neste grupo os bancos comerciais, de investimento, de desenvolvimento, a Caixa Econômica Federal, as sociedades de crédito, financiamento e investimento e os bancos múltiplos.

Ainda segundo mesmo autor as instituições auxiliares têm como principal função facilitar o acesso direto entre os poupadores e os investidores. Podemos citar como exemplo, as bolsas de valores, que tem como papel principal o de proporcionar liquidez às ações emitidas por empresas, ampliando a participação de demais instituições no mercado secundário. A partir do aumento de liquidez no mercado secundário, criam-se as condições necessárias para que se tenha aceitação às subscrições efetuadas pelas empresas.

Da mesma forma, encontram-se as sociedades corretoras e distribuidoras, que propiciam a ligação entre os poupadores e investidores, fazendo a emissão dos títulos das empresas junto ao público (FORTUNA, 2006). Menciona ainda que outra característica que as instituições financeiras possuem é a capacidade de criar, ou não, moeda escritural. As instituições que tem este poder fazem parte do sistema monetário, uma derivação do mercado financeiro, e possuem essa característica devido ao fato de captarem depósito a vista e ficarem com apenas uma fração dos depósitos em sua posse, aplicando a outra parte em empréstimo e/ou em títulos.

Segundo Assaf Neto (2008), o sistema financeiro é composto por um conjunto de instituições financeiras públicas e privado, e seu órgão normativo máximo é o Conselho Monetário Nacional (CMN). Por meio do Sistema Financeiro Nacional, viabiliza-se a relação entre agentes carentes de recursos para investimento e agentes capazes de gerar poupança e, conseqüentemente, em condições de financiar o crescimento da economia. Por agentes carentes de recursos entendem-se aqueles que assumem uma posição de tomadores no mercado, isto é que despendem em consumo e investimento valores mais altos que suas rendas. Os agentes superavitários, por seu lado, são aqueles capazes de gastar em consumo e investimento menos do que a renda auferida, formando um excedente de poupança.

Assaf Neto (2008) menciona também que uma característica presente na estrutura do Sistema Financeiro Nacional são os conglomerados financeiros, criados em função da política de concentração bancária desenvolvida nas últimas décadas por intermédio principalmente de fusões e aquisições. Esses conglomerados financeiros, por meio das diversas instituições que estão sob seu controle, costumam atuar-nos diversos segmentos financeiros do mercado, limitando bastante a atuação de instituição independente.

De acordo com a BM&F BOVESPA (2010), o Sistema Financeiro Nacional, é composto de instituições responsáveis pela captação de recursos financeiros, pela distribuição e circulação de valores e pela regulação desse processo. O Conselho Monetário Nacional, seu organismo maior, presidido pelo ministro da fazenda, é quem define as diretrizes de atuação do sistema. Diretamente ligados a ele estão o Banco Central do Brasil, que atua como seu órgão executivo, e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que responde pela regulamentação e fomento do mercado de valores mobiliários (de bolsa e de balcão).

3.2.1 Estrutura do Sistema Financeiro Nacional

Segundo Assaf Neto (2008), o Sistema Financeiro Nacional pode ser entendido como um conjunto de instituições financeiras e instrumentos financeiros que visam, em última análise, transferir recursos dos agentes econômicos (pessoas, empresas e governo) superavitários para os deficitários.

Todo processo de desenvolvimento de uma economia exige a participação crescente de capitais, que são identificados por meio da poupança disponível em poder dos agentes econômicos e direcionados para os setores produtivos carentes de recursos mediante intermediários e instrumentos financeiros. E é em função desse processo de distribuição de recursos no mercado que se evidencia a função econômica e social do sistema financeiro.

Ainda segundo Assaf Neto (2008), o Sistema Financeiro Nacional foi estruturado e regulado pela Lei de Reforma Bancária (1964), Lei do Mercado de Capitais (1965) e, mais recentemente, com a Lei de Criação dos Bancos Múltiplos (1988). É constituído por todas as instituições financeiras, públicas ou privadas, existentes no país. As instituições financeiras podem ser classificadas em dois *IPOs*: bancárias ou monetárias e não bancárias ou não monetárias. As instituições financeiras conhecidas por bancárias são aquelas a quem se permite a criação de moeda por meio do recebimento de depósitos à vista (moeda escritural. Operam basicamente com ativos financeiros monetários que representam os meios de pagamento da economia (dinheiro em poder do público mais depósitos a vista em bancos). Essas instituições são representadas fundamentalmente pelos bancos comerciais e múltiplos. As instituições financeiras não bancárias, ao contrário, não estão legalmente autorizadas a receber depósitos a vista, inexistindo, portanto, a faculdade de criação de moeda. Essas instituições trabalham basicamente com ativos não monetários, tais como ações, letras de câmbio, certificados de depósitos bancários, debêntures, etc. e são constituídas por praticamente todas as instituições financeiras que operam no mercado financeiro, exceto bancos comerciais e múltiplos. Exemplo de instituições não bancárias: sociedades corretoras, bancos de investimento, sociedades financeiras, sociedades de arrendamento mercantil, etc.

Segundo Fortuna (2006), o Sistema Financeiro Nacional, carecia de uma estrutura racional adequada às necessidades e carências da sociedade como um

todo. A partir de então, foi editada uma série de leis que possibilitou esse reordenamento.

Este mesmo autor conceitua o Sistema Financeiro Nacional de forma bastante abrangente, podendo ser um conjunto de instituições que se dedicam, de alguma forma, ao trabalho de propiciar condições satisfatórias para a manutenção de um fluxo de recursos entre poupadores e investidores. O mercado financeiro, onde se processam essas transações, permite que um agente econômico qualquer (um indivíduo ou empresa), sem perspectiva de aplicação em algum empreendimento próprio, da poupança que é capaz de gerar (denominado como um agente econômico superavitário), seja colocado em contato com outro, cujas perspectivas de investimento superam as respectivas disponibilidades de poupança (denominado como um agente econômico deficitário). O mercado financeiro pode ser considerado como um elemento dinâmico no processo de crescimento econômico, uma vez que permite a elevação das taxas de poupança e investimento. Dentro desta linha de abordagem, no que toca às instituições financeiras, a Lei de Reforma Bancária (4.595/64), em seu Art. 17, Caracteriza-as com mais exatidão: “Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas e privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, a intermediação ou a aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros”. E complementa em seu parágrafo único: “Para os efeitos desta lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual”.

De acordo com Fortuna (2006), essas instituições caracterizam-se em dois grandes grupos: os intermediários financeiros e as chamadas instituições auxiliares. As primeiras distinguem-se das últimas, basicamente, no seguinte: emitem seus próprios passivos, ou seja, captam poupança diretamente do público por sua própria iniciativa e responsabilidade e, posteriormente, aplicam esses recursos junto às empresas, através de empréstimos e financiamentos. Incluem-se neste segmento os bancos comerciais, de investimento, de desenvolvimento, a Caixa Econômica Federal, as sociedades de crédito financiamento e investimento e os bancos múltiplos. Ao contrário destas, as instituições ditas auxiliares propõem-se a colocar em contato, poupadores com investidores, facilitando o acesso destes àqueles.

Nestes casos, figuram, por exemplo, as bolsas de valores, cuja finalidade, em última instância, consiste em propiciar liquidez aos títulos emitidos pelas empresas (ações), através de institucionalização do mercado secundário para esses ativos. Este processo garante as condições fundamentais para a aceitação dos lançamentos primários (subscrição) das empresas. Na mesma situação encontram-se as sociedades corretoras e distribuidoras, constituindo-se no elemento de ligação entre poupadores e investidores, atuando na colocação de papéis das empresas junto ao público. Outra caracterização de instituição financeira poderá ser dada sob a ótica da capacidade que ela tem de criar ou não moeda escritural.

3.2.2 Sistema Normativo

Segundo Assaf Neto (2008), essa subdivisão do Sistema Financeiro Nacional é constituída por instituições que estabelecem, de alguma forma, diretrizes de atuação das instituições financeiras operativas e controle do mercado. Compõe esse subsistema o Conselho Monetário Nacional, o Banco Central do Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários, o Banco do Brasil, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social e a Caixa Econômica Federal.

Serão apresentadas a seguir as instituições que compõem este sistema.

3.2.2.1 Conselho Monetário Nacional (CMN)

Segundo Fortuna (2006), o conselho monetário nacional é o responsável pela criação das diretrizes de política monetária, creditícia e cambial do país, e não possui função executiva. Devido à abrangência de suas normas, o CMN se transforma num conselho de política econômica.

O autor frisa que, com a Medida Provisória 542, de 06/94, que criou o Plano Real, simplificou a composição do conselho monetário nacional, definindo seu foco monetário, sendo composta pelos seguintes membros: Ministro da Fazenda (Presidente), Ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão, e o Presidente do Banco Central. O CMN é a entidade superior do sistema financeiro, sendo de sua competência:

- a) adaptar os meios de pagamento de acordo com as necessidades da economia;

- b) regular o valor interno e externo da moeda;
- c) orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras públicas ou privadas, de forma a garantir condições favoráveis ao desenvolvimento equilibrado da economia nacional;
- d) propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, de forma a tornar mais eficiente o sistema de pagamento e mobilização de recursos;
- e) zelar pela liquidez e pela solvência das instituições financeiras;
- f) coordenar a política monetária, de crédito, orçamentária, fiscal e da dívida pública interna e externa;
- g) estabelecer a meta de inflação.

A partir dessas funções básicas, o CMN fica responsável por todo um conjunto de atribuições específicas, cabendo destacar:

- a) autorizar as emissões de papel-moeda;
- b) aprovar os orçamentos monetários preparados pelo BC;
- c) fixar diretrizes e normas da política cambial;
- d) disciplinar o crédito em suas modalidades e as formas das operações creditícias;
- e) estabelecer limites para a remuneração das operações e serviços bancários ou financeiros;
- f) determinar as taxas do recolhimento compulsório das instituições financeiras;
- g) regulamentar as operações de redesconto de liquidez;
- h) outorgar o BC o monopólio de operações de câmbio quando o balanço de pagamento o exigir;
- i) estabelecer normas a serem seguidas pelo BC nas transações com títulos públicos;
- j) regular a constituição, o funcionamento e a fiscalização de todas as instituições financeiras que operam no país.

De acordo com Assaf Neto (2008), o Conselho Monetário está revestido de amplas atribuições, que podem ser identificadas na finalidade principal de sua criação: formulação de toda a política de moeda e do crédito, objetivando atender

aos interesses econômicos e sociais do país. O Conselho Monetário Nacional é atualmente composto por somente três representantes: Ministro da Fazenda, seu presidente, Ministro do Planejamento e o Presidente do Banco Central do Brasil. Estão previstos também, Comissões Consultivas, que tem por objetivo assessorar o Conselho Monetário Nacional nos assuntos que lhe forem pertinentes. Algumas das comissões consultivas em funcionamento são: Bancária, Mercado de Capitais e Mercados Futuros, Crédito Rural e Crédito Industrial, Política Monetária e Cambial, etc.

3.2.2.2 Banco Central do Brasil

Em Fortuna (2006), o Banco Central é a entidade criada para atuar como órgão executivo central do sistema financeiro, cabendo-lhe a responsabilidade de cumprir e fazer cumprir as disposições que regulam o funcionamento do sistema e as normas expedidas pelo CMN. Possui as seguintes atribuições de sua privativa competência:

- a) emitir papel-moeda e moeda metálica nas condições e limites autorizados pelo CMN;
- b) executar os serviços de meio circulante;
- c) receber os recolhimentos compulsórios dos bancos comerciais e os depósitos voluntários das instituições financeiras e bancárias que operam no país;
- d) realizar operações de redesconto e empréstimo às instituições financeiras dentro de um enfoque de política econômica do Governo ou como socorro a problemas de liquidez;
- e) regular a execução dos serviços de compensação de cheques e outros papéis;
- f) efetuar, como instrumento de política monetária, operações de compra e venda de títulos públicos federais;
- g) emitir títulos de responsabilidade própria, de acordo com as condições estabelecidas pelo CMN;
- h) exercer o controle de crédito sob todas as suas formas;
- i) exercer a fiscalização das instituições financeiras, punindo-as quando necessário;

- j) autorizar o funcionamento, estabelecendo a dinâmica operacional, de todas as instituições financeiras;
- k) estabelecer as condições para o exercício de quaisquer cargos de direção nas instituições financeiras privadas;
- l) vigiar a interferência de outras empresas nos mercados financeiros e de capitais;
- m) controlar o fluxo de capitais estrangeiros garantindo o correto funcionamento do mercado cambial, operando, inclusive, via ouro, moeda ou operações de crédito no exterior;
- n) determinar via Copom, a taxa de juros de referência para as operações de um dia – a taxa Selic.

Em resumo, é por meio do Banco Central que o estado intervém diretamente no sistema financeiro e, indiretamente, na economia.

Segundo Assaf Neto (2008), o Banco Central é o principal poder executivo das políticas traçadas pelo Conselho Monetário e órgão fiscalizador do Sistema Financeiro Nacional. Atendendo a uma conceituação mais abrangente de sua atuação, pode-se tratar o Banco Central como um banco fiscalizador e disciplinador do mercado financeiro, ao definir regras, limites e condutas das instituições, banco de penalidades, ao serem facultadas pela legislação a intervenção e a liquidação extrajudicial em instituições financeiras, e gestor do Sistema Financeiro Nacional, ao expedir normas e autorizações e promover o controle das instituições financeiras e de suas operações. É também considerado um executor da política monetária, ao exercer o controle dos meios de pagamento e executar o orçamento monetário e um banco do governo, na gestão da dívida pública interna e externa.

3.2.2.3 Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) foi criada pela Lei 6.385, em 07/12/76, e ficou conhecida como a Lei da CVM, pois até aquela data faltava uma entidade que absorvesse a regulação e a fiscalização do mercado de capitais, especialmente no que se refere às sociedades de capital aberto.

De acordo com Fortuna (2006), a Comissão de Valores Mobiliários fixou-se, como o órgão normativo do sistema financeiro, especificamente voltado para o desenvolvimento, a disciplina e a fiscalização do mercado de valores mobiliários não

emitidos pelo sistema financeiro e pelo Tesouro Nacional. Com a implantação da Lei 10.303, mais popularmente conhecida como a Nova Lei das S.A., editada em 30/10/2001, em conjunto com o Decreto 3.995 e a Medida Provisória oito consolidaram e alteraram os dispositivos da Lei 6.404, de 15/12/1976 – Lei das Sociedades por ações -, e da Lei da CVM e das pequenas modificações em ambas introduzidas anteriormente, pela Lei 9.457, de 15/05/97. Os poderes fiscalizatório e disciplinador da CVM foram ampliados para incluir as Bolsas de Mercadorias e Futuros, as entidades de mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários que, da mesma forma que as Bolsas de Valores, funcionam como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários.

Elas operam com autonomia administrativa, financeira e patrimonial e responsabilidade de fiscalização direta de seus respectivos membros e das operações com valores mobiliários nelas realizadas, mas, sempre, sob a supervisão da CVM. Sob a disciplina e a fiscalização da CVM foram consolidadas as seguintes atividades:

- a) emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado;
- b) negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;
- c) negociação e intermediação no mercado de derivativos;
- d) organização, funcionamento e operações das Bolsas de Valores;
- e) organização, funcionamento e operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros;
- f) administração de carteiras e custódia de valores mobiliários;
- g) auditoria das companhias abertas;
- h) serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

Redefiniram-se os valores mobiliários sujeitos ao regime da nova Lei, como sendo:

- a) as ações, debêntures e bônus de subscrição;
- b) os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativo aos valores mobiliários;
- c) os certificados de depósito de valores mobiliários;
- d) as cédulas de debêntures;

- e) as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
- f) as notas comerciais;
- g) os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacente sejam valores mobiliários;
- h) outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes e;
- i) quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Foram textualmente excluídos do regime da nova Lei:

- a) os títulos de dívida pública federal, estadual ou municipal;
- b) os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

Em resumo sob a ótica da Bovespa e do SOMA, os objetivos fundamentais da CVM ficam caracterizados como o do fortalecimento do mercado de ações e dos demais valores mobiliários, através do:

- a) estímulo à aplicação de poupança no mercado acionário;
- b) garantia do funcionamento eficiente e regular das bolsas de valores e instituições auxiliares que operem neste mercado;
- c) proteção aos titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e outros *IPOs* de atos ilegais que manipulem preços de valores mobiliários nos mercados primários e secundários de ações;
- d) fiscalização da emissão, do registro, da distribuição e da negociação de títulos emitidos pelas sociedades anônimas de capital aberto.

Segundo Assaf Neto (2008), a CVM é uma autarquia vinculada ao poder executivo (Ministério da Fazenda), que age sob a orientação do Conselho Monetário Nacional. É administrada por um presidente e quatro diretores, todos nomeados pelo Presidente da República. Possui como finalidade básica a normatização e o controle do mercado de valores mobiliários, representado principalmente por ações, partes beneficiárias e debêntures, *commercial papers* e outros títulos emitidos pelas

sociedades anônimas e autorizados pelo Conselho Monetário Nacional. São funções básicas da Comissão de Valores Mobiliários, entre outras, promover medidas incentivadoras à canalização das poupanças ao mercado acionário; estimular o funcionamento das bolsas de valores e das instituições operadoras do mercado acionário, em bases eficientes e regulares; assegurar a lisura nas operações de compra e venda de valores mobiliários e promover a expansão de seus negócios; dar proteção aos investidores de mercado.

A atuação da CVM abrange, dessa forma, três importantes segmentos de mercado:

- a) instituições financeiras do mercado;
- b) companhias de capital aberto, cujos valores mobiliários de sua emissão encontram-se em negociação em Bolsas de Valores e mercado de balcão;
- c) investidores, à medida que é seu objetivo atuar de forma a proteger seus direitos.

3.2.2.4 Banco do Brasil

Esta instituição teve uma função típica de autoridade monetária até janeiro de 1986, quando por decisão do CMN, foi suprimida a conta movimento, que colocava o Banco do Brasil na posição privilegiada de banco corresponsável pela emissão de moeda, via ajustamento das contas das autoridades monetárias e do Tesouro Nacional.

Segundo Fortuna (2006), hoje o Banco do Brasil é um conglomerado financeiro de ponta, que vem aos poucos se ajustando à estrutura de um banco múltiplo tradicional embora ainda opere, em muitos casos, como agente financeiro do Governo Federal. É o principal executor da política oficial do crédito rural. Conserva, ainda, algumas funções que não são próprias de um banco comercial comum, mas típicas de parceiro principal do governo federal na prestação de serviços bancários como, por exemplo:

- a) administrar a Câmara de Compensação de cheques e outros papéis;
- b) efetuar os pagamentos e suprimentos necessários à execução do Orçamento Geral da União;
- c) a aquisição e o financiamento dos estoques de produção exportável;
- d) agenciamento dos pagamentos e recebimentos fora do País;

- e) a operação dos fundos de investimento setorial como Pesca e Reflorestamento;
- f) a captação de depósitos de poupança direcionados ao crédito rural e a operação do Fundo de Constitucional do Centro – Oeste – FCO;
- g) a execução da política de preços mínimos dos produtos agropastoris;
- h) a execução do serviço da dívida pública consolidada;
- i) a realização, por conta própria, de operações de compra e venda de moeda estrangeira e, por conta do BC, nas condições estabelecidas pelo CMN;
- j) o recebimento, a crédito do Tesouro Nacional, das importâncias provenientes da arrecadação de tributos ou rendas federais; e,
- k) como principal executor dos serviços bancários de interesse do Governo Federal, inclusive suas autarquias, receber em depósito, com exclusividade, as disponibilidades de quaisquer entidades federais, compreendendo as repartições de todos os ministérios civis e militares, instituições de previdência e outras autarquias, comissões, departamentos, entidades em regime especial de administração e quaisquer pessoas físicas ou jurídicas responsáveis por adiantamentos.

De acordo com Assaf Neto (2008), o Banco do Brasil é uma sociedade anônima de capital misto, cujo controle acionário é exercido pela União. Até 1986, a instituição era considerada uma autoridade monetária, atuando na emissão de moeda no país por meio do acesso direto à conta movimento do Tesouro Nacional. Por decisão do Conselho Monetário Nacional, esse privilégio do banco do Brasil foi revogado, conservando ainda a função de principal agente financeiro do Governo Federal. Segundo o autor o Banco do Brasil assume três funções, descritas a seguir:

- a) Agente Financeiro do Governo Federal – na execução de sua política creditícia e financeira, atuando sob a supervisão do CMN;
- b) exercendo a função de Banco Comercial – ao exercer as atividades próprias dessas instituições, mantendo conta corrente de pessoas físicas e jurídicas, caderneta de poupança, concessão de empréstimos, etc.;
- c) exercendo a função de um Banco de Investimento e Desenvolvimento – operando em algumas modalidades, com créditos a médio e a longo prazos, financiando diversas atividades, além de fomentar a economia de diversas regiões.

3.2.2.5 Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)

De acordo com Fortuna (2006), o BNDES é a instituição responsável pela política de investimento de longo prazo do Governo Federal. É a principal instituição financeira de fomento do país e tem como objetivos básicos:

- a) impulsionar o desenvolvimento econômico e social do País;
- b) fortalecer o setor empresarial nacional;
- c) atenuar os desequilíbrios regionais, criando novos polos de produção;
- d) promover o desenvolvimento integrado das atividades agrícolas, industriais e de serviços; e,
- e) promover o crescimento e a diversificação das exportações.

Para a consecução desses objetivos, conta com um conjunto de fundos e programas especiais de fomento. Foi da responsabilidade do BNDES, durante os governos Collor, Itamar e FHC o encargo de gerir todo o processo de privatização das empresas estatais.

Segundo Assaf Neto (2008), o BNDES é uma empresa pública federal que está atualmente vinculada ao ministério do desenvolvimento, indústria e comércio exterior. Constitui-se no principal instrumento, de médio e longo prazos, de execução da política de financiamento do Governo Federal. Apesar de operar algumas vezes de forma direta, a atuação do banco desenvolve-se geralmente por meio de agentes financeiros, como Bancos Comerciais, Bancos de Investimentos e Sociedades Financeiras. Esses agentes recebem uma comissão do BNDES, denominada de Del Credere, para executarem essa intermediação entre a instituição e o financiamento, tornando-se corresponsáveis também pela liquidação da dívida junto ao banco. O objetivo principal do BNDES é o de reequipar e fomentar, por meio de várias linhas de crédito voltadas para os setores industrial e social, as empresas consideradas de interesse ao desenvolvimento do país. O BNDES possui quatro subsidiárias, cujas atuações básicas são descritas a seguir:

- a) **Finame – Agência Especial de Financiamento Industrial** – voltada para o financiamento de máquinas e equipamentos industriais a empresas nacionais;

- b) **Embramec – Mecânica Brasileira S.A** – objetiva fundamentalmente impulsionar o processo de substituição de importações de bens de capital, ampliando, como consequência, a capacidade de produção instalada no país;
- c) **Fibasa – Insumos Básicos S.A., Financiamento e Participações** – objetiva desenvolver empreendimentos nacionais voltados à produção de insumos básicos;
- d) **Ibrasa– Investimentos Brasileiros S.A** – visa reforçar a capitalização da empresa nacional participando, como acionista minoritário, do capital social.

Mais recentemente ocorreu a fusão da Embramec, Ibrasa, Fibasa, originando-se uma nova empresa: **BNDES Participações S.A – BNDESPAR**, controlada pelo BNDES. Seu objetivo principal é o de promover a capitalização da empresa nacional por meio de participações acionárias. Alternativamente à concessão de um financiamento, o BNDESPAR adquire ações das empresas, injetando recursos próprios para financiar seus investimentos. Após consolidado o investimento, o banco coloca as ações adquiridas à venda no mercado. Outra forma de atuação do BNDESPAR é a garantia oferecida no lançamento público de novas ações e financiamento para que os acionistas venham a subscrever o aumento de capital da empresa.

3.2.2.6 Caixa Econômica Federal (CEF)

A Caixa é a instituição financeira responsável pela operacionalização das políticas do Governo Federal para habitação popular e saneamento básico, caracterizando-se cada vez mais como o banco de apoio ao trabalhador de baixa renda.

Segundo Fortuna (2006), suas principais atividades estão relacionadas com a captação de recursos em caderneta de poupança, em depósitos judiciais e a prazo, e sua aplicação em empréstimos vinculados, preferencialmente à habitação. Os recursos obtidos junto ao Fundo de Garantia por Tempo de Serviço – FGTS – São direcionados, quase na sua totalidade, para as áreas de saneamento e infraestrutura urbana. Cabe a Caixa também a administração das loterias, de fundos e de

programas, entre os quais se destacam o FGTS, o Fundo de Compensação de Variações Salariais – FCVS, o Programa de Integração Social – PIS, o Fundo de Apoio ao Desenvolvimento Social – FAZ, e o Fundo de Desenvolvimento Social – FDS.

De acordo com Assaf Neto (2008), a CEF executa além do papel social e atividades características de bancos comerciais e múltiplos, adiantamentos a governos com garantia na arrecadação futura de impostos, empréstimo sob consignação a funcionários de empresas com desconto em folha de pagamento. Pode também executar operações de arrendamento mercantil e promover o crédito direto ao consumidor, por meio do financiamento de bens duráveis. A CEF tem alternado diversos programas de financiamento à aquisição ou construção da casa própria ao longo do tempo, procurando melhor viabilizar o acesso da população mais pobre à moradia.

3.2.2.7 Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN)

Encontra-se em Fortuna (2006) que o CRSFN foi criado para julgar em segunda e última instância, os recursos e interpostos das decisões relativas à aplicação de penalidades administrativamente pelo Banco Central do Brasil e Comissão de Valores Mobiliários. É integrado por oito conselheiros, de reconhecida competência e possuidores de conhecimentos especializados em assuntos relativos aos mercados financeiros e de capitais, observada a seguinte composição:

- a) um representante do Ministério da Fazenda;
- b) um representante do Banco Central;
- c) um representante da Secretaria de Comércio Exterior do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio;
- d) um representante da Comissão de Valores Mobiliários;
- e) quatro representantes das entidades de classe, dos mercados financeiro e de capitais, por elas indicados em lista tríplice, por solicitação do Ministro da Fazenda.

A principal atribuição deles é julgar os recursos interpostos das decisões relativas à aplicação de penalidades administrativas do Banco Central do Brasil e Comissão de Valores Mobiliários.

3.2.3 Subsistema de Intermediação

Segundo Assaf Neto (2008), esse subsistema, também denominado de operativo, é composto das instituições (bancárias e não bancárias) que atuam em operações de intermediação financeira. O subsistema foi estruturado, conforme demonstrado, em cinco grandes grupos de instituições: Bancárias; Não Bancárias; Sistema de Poupança e Empréstimo – SBPE; Auxiliares e Instituições não Financeiras.

De acordo com Fortuna (2006) no agrupamento das instituições financeiras, os bancos comerciais, por suas múltiplas funções, constituem a base do sistema monetário e, devido aos serviços prestados, são, sem dúvida, a mais conhecida das instituições financeiras.

3.2.3.1 Instituições Financeiras Bancárias ou Monetárias

São as instituições que possuem depósitos à vista e, portanto, multiplicam a moeda. Englobam os Bancos Comerciais, Bancos Múltiplos e Caixas Econômicas.

De acordo com Fortuna (2006), seu objetivo precípua é proporcionar o suprimento oportuno e adequado dos recursos necessários para financiar, a curto e médio prazos, o comércio, a indústria, as empresas prestadoras de serviços e as pessoas físicas. Incluem-se neste item também os bancos múltiplos e caixas econômicas.

Para atender a esses objetivos, podem:

- a) descontar títulos;
- b) realizar operações de abertura de crédito simples ou em conta corrente (contas garantidas);
- c) realizar operações especiais, inclusive de crédito rural, de câmbio e comércio internacional;
- d) captar depósitos à vista e a prazo fixo; obter recursos junto às instituições oficiais para repasse aos clientes;
- e) obter recursos externos para repasse;
- f) efetuar a prestação de serviços, inclusive mediante convênio com outras instituições.

É importante frisar que a captação de depósitos à vista, que nada mais são do que as contas correntes livremente movimentáveis é a atividade básica destes bancos, configurando-os como instituições financeiras monetárias. Tal captação de recursos, junto com a captação via CDB, via cobrança de títulos e arrecadação de tributos e tarifas públicas, permite aos bancos repassar tais recursos às empresas, sob a forma de empréstimos que vão girar a atividade produtiva (estoques, salários, etc.).

Segundo Assaf Neto (2008), englobam os Bancos Comerciais, Bancos Múltiplos e Caixas Econômicas, e são instituições financeiras constituídas obrigatoriamente sob a forma de sociedades anônimas. Executam operações de crédito caracteristicamente de curto prazo, atendendo, dessa maneira, às necessidades de recursos para capital de giro das empresas. A grande característica dos bancos comerciais é a sua capacidade de criação de moeda. Houve grande incentivo por parte do Governo nos últimos anos para que esses bancos processassem fusões e incorporações, diminuindo consideravelmente o número de sedes bancárias e promovendo um acentuado incremento na quantidade de agências. Em verdade, essa tendência de concentração dos bancos comerciais pode ser estendida também às demais instituições do Sistema Financeiro Nacional, formando conglomerados financeiros com atuação nos vários segmentos do mercado.

Os Bancos Comerciais têm a prestação de serviços como uma importante atividade, podendo realizar pagamento de cheques, transferências de fundos e ordens de pagamentos, cobranças diversas, recebimento de impostos e tarifas públicas, aluguel de cofres e custódia de valores, serviços de câmbio, etc.

3.2.3.2 Instituições Financeiras Não Bancárias ou Não Monetárias

São as instituições que captam recursos para empréstimo, através da emissão de títulos e, portanto, intermediam a moeda. São as que não apresentam capacidade de emitir moeda ou meios de pagamento, como os bancos comerciais. Destacam-se os Bancos de Desenvolvimento, Bancos de Investimento, As Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento (Financeiras), Sociedades de Arrendamento Mercantil, as Cooperativas de Crédito, as Sociedades de Crédito Imobiliário e as Associações de Poupança e Empréstimo.

A seguir alguns comentários de alguns deles.

3.2.3.2.1 Bancos de Desenvolvimento

O BNDES é o principal agente do governo para financiamento de médio e longo prazos aos setores primário, secundário e terciário.

As principais instituições de fomento regional são o Banco do Nordeste- BNB, e o Banco da Amazônia – BASA.

De acordo com Fortuna (2006), os bancos estaduais de desenvolvimento, ainda existentes, incluem-se em um conjunto de instituições financeiras controladas pelos governos estaduais e destinados ao fornecimento de crédito de médio e longo prazos às empresas localizadas nos respectivos estados. Normalmente, operam com repasses de órgãos financeiros do Governo Federal.

Segundo Assaf Neto (2008), os Bancos de Desenvolvimento constituem-se em instituições públicas de âmbito estadual, que visam promover o desenvolvimento econômico e social da região onde atuam. Diante desse objetivo, os bancos de desenvolvimento apoiam formalmente o setor privado da economia, por meio principalmente de operações de empréstimos e financiamentos, arrendamento mercantil, garantias, entre outras.

3.2.3.2.2 Bancos de Investimento

Foram criados para canalizar recursos de médio e longo prazos para suprimento de capital fixo ou de giro das empresas.

Segundo Fortuna (2006), seu maior objetivo é o de dilatar o prazo das operações de empréstimos e financiamento, sobretudo para fortalecer o processo de capitalização das empresas, através da compra de máquinas e equipamentos e da subscrição de debêntures e ações. Não podem manter contas correntes e captam recursos pela emissão de CDB, através de captação e repasses de recursos de origem interna ou externa ou pela venda de cotas de fundos de investimento por eles administrados. Devem orientar, prioritariamente, a aplicação dos seus recursos repassados, no fortalecimento do capital social das empresas, via subscrição ou aquisição de títulos; na ampliação da capacidade produtiva da economia, via expansão ou localização de empreendimentos; no incentivo à melhoria da atividade,

através da reorganização, da racionalização e da modernização das empresas; na promoção de uma melhor ordenação da economia e maior eficiência das empresas, através de fusões, cisões ou incorporações, na promoção ao desenvolvimento tecnológico, via treinamento ou assistência técnica. Em síntese as operações ativas que podem ser praticadas pelos Bancos de Investimento são:

- a) empréstimo a prazo mínimo de um ano para financiamento de capital fixo;
- b) empréstimo a prazo mínimo de um ano para financiamento de capital de giro;
- c) aquisição de ações, obrigações ou quaisquer outros títulos e valores mobiliários para investimento ou revenda no mercado de capitais (operações de *underwriting*);
- d) repasses de empréstimos obtidos no exterior;
- e) repasse de recursos obtidos no País;
- f) prestação de garantia de empréstimo no País ou provenientes do exterior.

De acordo com Assaf Neto (2008), os Bancos de Investimento são os grande municiadores de créditos de médio e longo prazos no mercado. Como agentes financiadores dessas empresas, essas instituições efetuam, principalmente, operações de maior escala, como repasses de recursos oficiais de crédito, repasse de recursos captados no exterior, operações de subscrição pública de valores mobiliários (ações e debêntures), *lease-back* e financiamentos de bens de produção a profissionais autônomos.

Uma operação mais recente realizada pelos bancos de investimento é a securitização de recebíveis que consiste, em essência, na transformação de valores a receber e créditos das empresas em títulos negociáveis no mercado. Os bancos de investimento podem dedicar-se também à prestação de vários *IPOs* de serviços, tais como: avais, fianças, custódias, administração de carteiras de títulos e valores mobiliários, etc.

3.2.3.2.3 Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento – Financeiras

Sua função é financiar bens de consumo duráveis por meio do popularmente conhecido “crediário” ou crédito direto do consumidor.

De acordo com Fortuna (2006), estas sociedades não podem manter contas correntes, e os seus instrumentos de captação restringem-se à colocação de letras de câmbio – LC (nos dias de hoje praticamente inexistentes) – que são títulos de crédito sacados pelos financiados e aceitos pelas financeiras para colocação junto ao público. Por ser uma atividade de grande risco, suas operações passivas estão limitadas a determinado múltiplo de seu patrimônio de referência – PR. Está também limitada a sua responsabilidade direta de empréstimos por cliente. Na esfera das financeiras, giram as chamadas promotoras de vendas, constituídas, em geral, sob a forma de sociedades civis servindo de elo entre o consumidor final, o lojista, e a financeira, por meio de contratos específicos, em que figuram com poderes especiais, inclusive para sacar letras de câmbio na qualidade de procuradores dos financiados e, também, prestando garantia Del Credere dos contratos intermediados.

Segundo Assaf Neto (2008), estas sociedades, mais conhecidas como financeiras, dedicam-se basicamente ao financiamento de bens duráveis às pessoas físicas (usuários finais) por meio do mecanismo denominado crédito direto ao consumidor – CDC. Podem também as financeiras realizar repasses de recursos governamentais, financiar profissionais autônomos legalmente habilitados e conceder crédito pessoal. Além dos recursos próprios gerados em suas operações, a principal fonte de recursos dessas instituições consiste no aceite e na colocação de Letras de Câmbio no mercado. As letras são emitidas pelo mutuário do financiamento, ou seja, o devedor do contrato, e aceitas pela instituição financeira. Ao adquirirem esses papéis, os investidores tem, em verdade, duas garantias: do emissor (financiado) e da financeira, que aceitou a letra de câmbio.

Ainda segundo este mesmo autor outra forma de atuação das sociedades financeiras é o crédito com interveniência. Nessa modalidade, a instituição adquire os créditos comerciais de uma loja. Por ser o credor do contrato de crédito firmado, a empresa comercial emite as letras de câmbio correspondentes e a financeira as aceita. O crédito é liberado à loja líquido dos encargos financeiros cobrados, os quais são repassados ao cliente no preço de venda cobrado das mercadorias. As sociedades financeiras podem ser classificadas como:

- a) independentes, quando atuam sem nenhuma vinculação com outras instituições do mercado financeiro;
- b) ligadas a conglomerados financeiros;
- c) ligadas a grandes estabelecimentos comerciais;
- d) ligadas a grandes grupos industriais, como montadoras de veículos, por exemplo.

3.3 MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS NO BRASIL

De acordo com a Comissão de Valores Mobiliários (2014), conhecer de antemão as principais características dos ativos financeiros disponíveis em um mercado facilita ao investidor planejar a alocação de seus investimentos naqueles que melhor se ajustem aos seus objetivos, prazo e perfil de risco. No mercado de capitais esses ativos são chamados de valores mobiliários. São valores mobiliários, quando ofertados publicamente, quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

3.3.1 Estrutura Atual do Mercado de Capitais

O mercado de capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários, que tem o propósito de proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização. É constituído pelas bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas.

No mercado de capitais, os principais títulos negociados são os representativos do capital de empresas – as ações – ou de empréstimos tomados, via mercado, por empresas – debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e “*comercial papers*” – que permitem a circulação de capital para custear o desenvolvimento econômico.

O mercado de capitais abrange, ainda, as negociações com direitos e recibos de subscrição de valores mobiliários, certificados de depósitos de ações e demais derivativos autorizados à negociação.

Conforme Casagrande Neto (2010), o Mercado de Capitais compreende o conjunto de operações com valores mobiliários, ou seja, ações, debêntures, notas promissórias (*comercial papers*), bônus, opções e outros compromissos securitizados. Essas operações realizam-se, predominantemente, em bolsas e mercados de balcão organizados, sendo que os principais participantes são, de um lado, os chamados investidores institucionais (fundos de investimento, de previdência e seguradoras), os investidores de varejo (pessoas físicas e jurídicas) e os investidores não residentes e, do outro lado, os emissores de valores mobiliários. Os intermediários são os bancos de investimento, bancos múltiplos com carteira de investimento, as corretoras e as distribuidoras de valores mobiliários. Porque não são feitas por bancos comerciais, as operações de mercado de capitais são entendidas como desintermediação bancária.

Ainda segundo o autor, o mercado de capitais brasileiro tem a CVM como órgão regulador. Algumas atividades e principalmente alguns investidores são também regulados pelo Banco Central (investidor não residente), pela PREVIC (Entidades de previdência fechadas), pela SUSEP (entidades de previdência abertas, seguradoras e sociedades de capitalização) e, ainda, pela Receita Federal do Brasil (tributação). Na sequência serão apresentadas as atribuições das principais instituições.

De acordo com Cavalcante, (2005), as operações no mercado de capitais usualmente são de longo prazo e podem envolver a compra de participação acionária no empreendimento. Segundo o autor, os principais títulos negociados são os representativos do capital das empresas (ações) ou de empréstimos feitos via mercado por empresas (debêntures conversíveis, bônus de subscrição, etc.) sem participação de intermediários bancários.

3.3.1.1 Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

Segundo Casagrande Neto (2010), a CVM é uma autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda. De acordo com a Lei 6.385/76 (BRASIL, 1976a), compete à CVM:

- a) regular, com a observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas na lei que a criou e na Lei das Sociedades por Ações;

- b) administrar registros instituídos pela lei que a criou, tais como: registro de emissores, de ofertas públicas, de fundos de investimento, de auditores independentes, de consultores e de analistas de valores mobiliários;
- c) fiscalizar a negociação e intermediação de valores mobiliários, a negociação e o funcionamento das Bolsas de Valores; a administração e custódia de títulos e valores mobiliários; a auditoria de companhias abertas; os serviços de consultor e analista de valores mobiliários; a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem e aos valores ne negociados;
- d) fiscalizar emissores de valores mobiliários.

Ainda segundo o mesmo autor, a CVM, no uso de suas atribuições, tem poderes para:

- a) examinar livros e documentos; exigir informações e esclarecimentos; requisitar informações de qualquer órgão público, autarquia ou empresa pública; obrigar as companhias abertas a republicar com correções balanços, demonstrativos, etc.;
- b) apurar, mediante inquérito administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores de companhias abertas e de qualquer participante no mercado, bem como aplicar penalidades previstas;
- c) suspender a negociação de um título ou colocar em recesso a Bolsa de Valores, divulgar informações a fim de orientar os participantes no mercado e suspender ou cancelar registros.

Para exercer seu mandato, a CVM conta com entidades auxiliares, as quais são dotadas de poderes de auto regulação, como, por exemplo, as bolsas, e entidades conveniadas, com as quais celebra convênios para execução de atividades específicas, como ocorre com associações de classe.

3.3.1.2 Bolsas de Valores, Mercadorias e Futuros e Mercados de Balcão Organizados

Conforme Casagrande Neto (2010), e de acordo com a Resolução CMN 2.690/2000, as Bolsas de Valores são associações civis ou sociedades anônimas, cujos objetivos e atividades são:

- a) manter local ou sistema adequado à realização de operações de compra e venda de títulos e valores mobiliários em mercado livre e aberto, organizado e fiscalizado pela própria bolsa, sociedades membros e pelas autoridades competentes;
- b) dotar, permanentemente, o referido local ou sistema de todos os meios necessários à pronta e eficiente realização e visibilidade das operações;
- c) estabelecer sistemas de negociação que propiciem continuidade de preços e liquidez ao mercado de títulos e ou valores mobiliários;
- d) criar mecanismos regulamentares e operacionais que possibilitem o atendimento, pelas sociedades membros, de quaisquer ordens de compra e venda dos investidores, sem prejuízo de igual competência da CVM, que poderá, inclusive, estabelecer limites mínimos considerados razoáveis em relação ao valor monetário das referidas ordens;
- e) efetuar o registro das operações;
- f) preservar elevados padrões éticos de negociação, estabelecendo, para esse fim, normas de comportamento para as sociedades membros e para as companhias abertas e demais emissores de títulos e ou valores mobiliários, fiscalizando sua observância e aplicando penalidades, no limite de sua competência, aos infratores;
- g) divulgar as operações realizadas, com rapidez, amplitude e detalhes;
- h) conceder, à sociedade membro, crédito para assistência de liquidez, com vistas a resolver situação transitória, até o limite do valor de seus títulos patrimoniais ou de outros ativos especificados no estatuto social mediante apresentação de garantias subsidiárias adequadas, observando o que a respeito dispuser a legislação aplicável;
- i) exercer outras atividades expressamente autorizadas pela CVM.

Ainda de acordo com o autor, a Instrução CVM 461/2007 disciplinou o funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários, a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores e de mercados de balcão, organizados ou não. Essa instrução disciplinou os poderes de auto regulação a serem exercidos pelas entidades as quais disciplina. Os mercados organizados correspondem ao espaço físico ou eletrônico destinados à negociação e registro de operações com valores mobiliários realizados por participantes autorizados a operar. Tais mercados compreendem as bolsas de valores, de mercadorias e de futuros, assim como os mercados de balcão organizados, devendo os mesmos serem administrados por entidades autorizadas pela CVM. Já os mercados de balcão não organizados correspondem a operações com valores mobiliários em que intervém como intermediário qualquer membro do sistema de distribuição de valores mobiliários (nos termos da Lei 4.728/65), sem atender as características dos mercados organizados ou ainda que correspondam à atividade de subscrição de valores mobiliários.

3.3.1.3 Sociedades Corretoras

Segundo Casagrande Neto (2010), são instituições financeiras constituídas como sociedades anônimas ou sociedades por quotas e responsabilidade limitada. Sua principal função é promover, de forma eficiente, a aproximação entre os compradores e os vendedores de títulos e valores mobiliários, dando a estes negociabilidade adequada por meio de leilões realizados em recinto próprio (pregão das bolsas de valores). Dessa forma, as sociedades corretoras exercem o papel de unificadoras do mercado, dando segurança e liquidez aos títulos transacionados. Suas principais atividades são as seguintes:

- a) operar em recinto ou sistema mantido por Bolsa de Valores, desde que satisfaça as condições por esta exigidas;
- b) operar em bolsas de mercadorias e futuros, desde que satisfaça às condições por estas exigidas;
- c) comprar, vender e distribuir títulos e valores mobiliários, por conta de terceiros, e efetuar lançamentos públicos de ações (operações de *underwriting*);

- d) encarregar-se da administração de carteiras de valores e da custódia de títulos e valores mobiliários;
- e) instituir, organizar e administrar fundos de investimento e clubes de investimento;
- f) prestar serviços, como transferência de títulos, desdobramento de cautelas, recebimento de juros, dividendos e encarregar-se da subscrição de títulos e valores mobiliários, etc.;
- g) intermediar as operações de câmbio;
- h) prestar assessoria em operações do mercado de capitais, além de outras atividades regulamentadas.

Ainda segundo o mesmo autor, as corretoras são normatizadas pelo CMN, pela CVM e pela BM&F Bovespa, esta última especialmente através do Programa de Qualificação Operacional (PQO). Adicionalmente, a CVM estabeleceu normas e procedimentos específicos para a organização e o funcionamento de corretoras de mercadorias que negociem ou registrem operações com valores mobiliários em bolsa de mercadorias e futuros.

Cavalcante (2005) descreve que Sociedades Corretoras são instituições financeiras (ainda que muitos as classifiquem como instituições do Sistema de Distribuição), constituídas como sociedades anônimas ou sociedades por quotas de responsabilidade limitada. Sua função e principais atividades são as mesmas das descritas no parágrafo anterior.

As Sociedades Corretoras são credenciadas pelo Banco Central do Brasil e pela CVM e são fiscalizadas pelas Bolsas de Valores.

3.3.1.4 Sociedades Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários

De acordo com Casagrande Neto (2010), as sociedades distribuidoras são firmas constituídas como sociedades anônimas, sociedades por quotas de responsabilidade limitada ou, ainda, como firmas individuais, cuja autorização para funcionamento é dada pelo Banco Central do Brasil, que também estipula os capitais mínimos a que estão obrigadas em função da região em que atuam. As distribuidoras estão principalmente voltadas para as operações de varejo do mercado de capitais. Suas atividades básicas são:

- a) subscrever, isoladamente ou em consórcio com outras sociedades autorizadas, emissões de títulos e valores mobiliários para revenda;
- b) intermediar a colocação de emissões de títulos e valores mobiliários no mercado;
- c) comprar e vender títulos e valores mobiliários, por conta própria ou de terceiros;
- d) encarregar-se da administração de carteiras e da custódia de títulos e valores mobiliários;
- e) exercer funções de agente fiduciário;
- f) instituir, organizar e administrar fundos mútuos e clubes de investimento;
- g) prestar serviços de intermediação e de assessoria ou assistência técnica, administrativa e comercial em operações e atividades nos mercados financeiro e de capitais.

Ainda de acordo com o autor, entre os desdobramentos da reforma nos mecanismos de negociação em bolsa, também se destaca a possibilidade de as distribuidoras de valores mobiliários operarem diretamente na bolsa (Decisão conjunta CVM-BC 17/2009), atendidos os requisitos de capital e tecnologia definidos pela BM&F Bovespa.

3.3.1.5 Bancos Múltiplos e Bancos de Investimento

Segundo Casagrande Neto (2010), os Bancos Múltiplos e os de Investimento, na área de valores mobiliários, atuam como *underwriters* e administradores de recursos de terceiros; podem, portanto, coordenar, liderar e participar de emissões (mercado primário) e administrar carteiras (mercado secundário).

3.3.1.6 Administradores de Carteira

De acordo com Casagrande Neto (2010), os Administradores de Carteira são pessoas físicas ou jurídicas, credenciadas junto à CVM, cuja atividade é administrar recursos de terceiros. De acordo com a Resolução CMN 2.451/97 e instrução CVM 306/99, e seguindo tendência internacional, as instituições financeiras devem segregar a administração de recursos de terceiros das demais atividades da

instituição, constituindo divisão com diretoria própria ou contratando administradora de recursos independente.

3.3.1.7 Agentes Autônomos de Investimento

Segundo Casagrande Neto (2010), são pessoas, física ou jurídica uni profissional, que tenham como atividade a distribuição e mediação de títulos, valores mobiliários, quotas de fundos de investimento e derivativos, sempre sob a responsabilidade e como preposto das instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários de que trata o art. 15 da Lei 6.385/76. Para o exercício da sua atividade, o agente autônomo de investimento deve:

- a) ser julgado apto em exame de certificação organizado por entidade autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários;
- b) obter a autorização da Comissão de Valores Mobiliários;
- c) manter contrato para distribuição e mediação com uma ou mais das instituições do sistema de distribuição;
- d) realizar a sua atividade de distribuição e mediação exclusivamente como preposto das referidas instituições;
- e) abster-se de receber ou entregar aos investidores, por qualquer razão, numerários, títulos, valores mobiliários ou quaisquer outros valores, que somente devem ser movimentados por meio de instituições financeiras e do sistema de distribuição.

3.3.1.8 Investidores Institucionais

De acordo com Casagrande Neto (2010), os investidores institucionais representam aplicações coletivas de poupança voluntária ou compulsória, administrados por terceiros ou não. São figuras de grande importância para o mercado de valores mobiliários, tendo-se em vista que garantem fluxo de recursos razoavelmente constante e parte deles tem objetivos de longo prazo, o que confere certa estabilidade ao sistema. Os principais são:

- a) Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Fundos de Pensão) e Entidades Abertas de Previdência Complementar;

- b) Fundos de Aposentadoria Programa Individual (FAPI) e Planos Geradores de Benefício Livre (PGBL, VGBL e outros);
- c) Sociedades Seguradoras e de Capitalização;
- d) Fundos de Investimento, que serão discutidos em detalhes no item 2.1.9.

Conforme Fortuna (2006), os Investidores Institucionais não compõem uma instituição em si, mas constituem um *IPO* de investidor que por gerenciar recursos de terceiros, e/ou para garantir suas obrigações contratuais com terceiros, deve aplicar os recursos de que dispõem de acordo com as regras previamente definidas pela entidade fiscalizadora do seu segmento de atividade.

3.3.1.9 Fundos de Investimento

Segundo Casagrande Neto (2010), Fundo de Investimento é uma comunhão de recursos, administrados profissionalmente por instituição credenciada pela CVM para gerir recursos de terceiros. O Fundo é organizado sob a forma de condomínio, em que os cotistas possuem os mesmos objetivos de investimento, usufruem do mesmo tratamento, diferindo apenas quanto à quantidade de cotas detidas. O Fundo pode ser constituído sob a forma de condomínio aberto, em que os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas a qualquer tempo, ou fechado, em que as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo, podendo, ainda, ser negociadas no mercado secundário. Essa e todas as demais características do fundo são dispostas num documento registrado publicamente no órgão regulador, denominado regulamento. Os fundos possuem personalidade jurídica e CNPJ próprios. Pelo fato de captar mais dinheiro do que um pequeno ou médio investidor conseguiria individualmente aplicar, o fundo consegue diversificar suas aplicações, diminuindo a exposição de sua carteira ao risco de mercado, bem como negociar taxas mais vantajosas em diversas operações. Além disso, ele conta com gerenciamento profissional, mais capacitado tecnicamente a investir e negociar, a utilizar instrumentos mais sofisticados de gestão, como os derivativos, além de ser submetido à fiscalização do órgão regulador (CVM) e da entidade de auto regulação (ANBIMA).

De acordo com a instrução CVM 409, os fundos estão agrupados nas seguintes classes, que se aplicam também aos fundos de investimento em cotas de fundos de investimento:

- a) **curto prazo:** são fundos que investem seus recursos exclusivamente em títulos públicos federais ou privados de baixo risco de crédito. Esses títulos podem ser de renda fixa, pós ou pré-fixados, e geralmente sua rentabilidade está atrelada à taxa de juros usada nas operações entre os bancos (conhecida como taxa do CDI). Investem em papéis com prazo máximo a decorrer de 375 dias e o prazo médio da carteira é de, no máximo, 60 dias;
- b) **referenciados:** identificam-se em sua denominação o indicador de desempenho que sua carteira tem por objetivo acompanhar. Para tal, devem investir no mínimo 80% em títulos públicos federais ou em títulos de renda fixa privados classificados na categoria baixo risco de crédito.
- c) **renda fixa:** aplicam uma parcela significativa de seu patrimônio (mínimo de 80%) em títulos de renda fixa, incluindo também os títulos privados, como as debêntures. os títulos podem ser prefixados ou pós-fixados.
- d) **ações:** são fundos que investem no mínimo 67% de seu patrimônio em ações negociadas em bolsa ou mercado de balcão organizado. Desta forma, estão sujeitos às oscilações de preços das ações que compõe sua carteira. Alguns fundos dessa classe tem como objetivo de investimento acompanhar a variação de um índice de mercado acionário, tal como o Ibovespa ou o IBRX;
- e) **cambial:** esses fundos devem manter, no mínimo, 80% do seu patrimônio investido em ativos que sejam relacionados, direta ou indiretamente, ou a uma taxa de juros (o chamado cupom cambial).
- f) **dívida externa:** aplicam no mínimo 80% do seu patrimônio em títulos brasileiros negociados no mercado internacional. Os 20% restantes podem ser aplicados em outros títulos de crédito transacionados no exterior. Os títulos componentes de sua carteira são mantidos no exterior. Além disso, podem utilizar instrumentos derivativos transacionados no Brasil ou no exterior, com o objetivo exclusivo de proteção.
- g) **multimercado:** são fundos que possuem políticas de investimento que envolvem vários fatores de risco, pois combinam investimentos nos

mercados de renda fixa, câmbio, ações entre outros. Além disso, podem se utilizar ativamente de instrumentos derivativos para alavancagem de suas posições, para tomada de posição de risco ou para proteção de suas carteiras.

Há, ainda, fundos de regulamentação específica, constituídos como condomínios fechados, tais como o Fundo de Investimento em Empresas Emergentes (FIEE), o Fundo de Investimento Imobiliário (FII), o Fundo de Investimento em Participação (FIP) e o Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC) cada um, disciplinado por Instrução CVM própria.

3.3.1.10 Clubes de Investimento

De acordo com Casagrande Neto (2010), o Clube de Investimento, é um condomínio, isto é, uma propriedade conjunta constituída por pessoas físicas para aplicar seus recursos e valores mobiliários, emitidos por companhias, por bancos e pelo governo. O clube tem como principais objetivos ser um instrumento de aprendizado para o pequeno investidor e um canal de acesso ao mercado de capitais. Apesar de não serem considerados como investidores institucionais, são uma forma de investimento coletivo, apresentando vantagens relativamente à aplicação individual, seja pela redução de custos (em virtude do rateio destes entre os participantes), seja pelo profissionalismo da gestão, que pode constar com a assessoria de uma corretora de valores. Assim como os fundos de investimento, os clubes de investimento também dispõem de CNPJ próprio, apresentando, dessa forma, maior segurança ao investidor quanto à segregação do patrimônio do clube em relação ao da instituição administradora. A vantagem dos clubes em relação aos fundos de investimento reside na possibilidade de seus membros participarem da gestão da carteira do clube, sob a supervisão profissional da corretora, que deve, adicionalmente, manter controle das operações do clube, da composição da carteira do acordo com as normas aplicáveis, da custódia dos ativos e da posição individual de seus membros.

3.3.1.11 Investidores Estrangeiros

Conforme Casagrande Neto (2010), a participação dos investidores estrangeiros no mercado de capitais brasileiro dá-se através dos mecanismos da Resolução 2.689/2000. As principais características da referida Resolução são as seguintes:

- a) podem investir no Brasil tanto investidores institucionais, quanto investidores individuais;
- b) os investidores não residentes podem investir nos mesmos produtos disponíveis para os aplicadores locais. Não há restrições para aplicações em derivativos ou renda fixa. Esses investidores podem aplicar também em fundos de investimento em títulos e valores mobiliários e fundos de renda fixa. É possível migrar de investimentos em bolsa para a renda fixa;
- c) para fazer aplicações no país, o investidor não residente precisa nomear um representante, que ficará responsável pela prestação de informações e registros junto ao Banco Central e CVM;
- d) a tributação do investimento do não residente depende da regulamentação tributária do país de procedência dos recursos.

Além do disposto na Resolução CMN 2.689/2000, existe a possibilidade de o investidor estrangeiro investir em valores mobiliários de emissores brasileiros através dos Programas Internacionais de Recibos de Depósitos – *Depositary Receipts*, negociados no exterior.

4 PRINCIPAIS PROCESSOS E CUSTOS PARA ACESSAR O MERCADO DE CAPITAIS

A seguir será apresentado os principais processos e custos que as empresas terão quando decidirem ingressar no mercado de capitais, através da Oferta Pública de Ações (*IPO*).

4.1 RAZÕES PARA A ABERTURA DE CAPITAL

De acordo com Casagrande Neto (2010), a tomada de decisão de abrir o capital envolve dois aspectos: técnico e subjetivo. O aspecto técnico corresponde aos cálculos de viabilidade de projetos, taxas de retorno, fontes de financiamento, custos, disponibilidade de recursos, preço de emissão, etc. Já o aspecto subjetivo corresponde aos aspectos ligados á cultura empresarial, ou seja, a disposição dos acionistas controladores em assumir riscos, prestar informações ao público, aceitar a presença de novos acionistas, respeitar os direitos dos acionistas minoritários, entre outros. Para tomar a decisão, o administrador deve ter perfeitamente equacionados esses aspectos.

A abertura de capital proporciona um instrumento de capitalização permanente de recursos. Se bem manejada, a companhia poderá dispor de recursos para novos investimentos e também para a reestruturação de passivos com perfil inadequado, ocorrendo redução de vulnerabilidade à dinâmica do mercado financeiro. Paralelamente, no caso de emissão de ações, ocorre a divisão do risco com novos sócios e o aumento da alavancagem financeira. O aprimoramento da imagem institucional da empresa, junto aos meios financeiros, cliente e fornecedores, com conseqüente aumento da capacidade de negociação, é outro aspecto positivo de uma abertura de capital bem elaborada. No processo de atendimento às exigências legais e na implantação de programas de relações com investidores, a empresa torna-se, mais visível, suas informações econômico-financeiras ganham mais credibilidade e o acesso ao mercado internacional fica facilitado. A Abertura do Capital cria liquidez para o patrimônio do acionista, sendo ainda usual o crescimento do valor de mercado da empresa cujas ações são listadas em bolsa ou mercado de balcão organizado, em função do crescimento dos

investidores potenciais, notadamente os institucionais (CASAGRANDE NETO, 2000).

Ainda segundo o autor, questões relativas à reestruturação societária, como processo sucessório, partilha de heranças e exclusão de sócios, podem ser solucionadas através da abertura de capital a novos sócios, o que também concorre para o desencadeamento da profissionalização da empresa. A abertura de capital pode ainda ser instrumento para mudanças no relacionamento com os funcionários, se a estes forem oferecidas ações da companhia. Esse procedimento, frequente no mercado internacional passou a ser utilizado no Brasil, particularmente no processo de privatização. Ainda nesse campo, vale mencionar que a abertura de capital proporciona a atração e retenção de talentos, pois todo profissional quer ter sua imagem ligada à de uma companhia de sucesso. Inegavelmente, uma empresa aberta goza de mais prestígio do que uma empresa fechada com as mesmas características e porte. Com isso, abertura de capital funciona também como um instrumento de gestão da política de recursos humanos.

Finalmente a entrada de novos acionistas na companhia significa que parte dos resultados futuros deverá ser distribuída aos mesmos, seja sob a forma de dividendos ou de juros sobre o capital próprio.

Fazendo um balanço dos prós e contras, conclui-se que as vantagens são realmente atraentes e as desvantagens podem ser perfeitamente equacionadas, pois:

- a) as informações a serem fornecidas, em geral, não chegam a prejudicar o sigilo empresarial. Podem eventualmente tornar a empresa mais conhecida aos concorrentes, mas essa abertura fortalece a empresa, na medida em que a mesma precise ser mais eficiente;
- b) não há maiores dificuldades para atender às exigências legais, apesar da quantidade de dados e informações requeridas;
- c) o volume dos resultados distribuídos aos novos acionistas é consequência do fortalecimento da companhia depois da capitalização. Além disso, os recursos distribuídos podem perfeitamente retornar à empresa através de futuros aumentos de capital, que certamente terá boa receptividade junto aos acionistas se a companhia estiver com boas perspectivas e estiver sendo bem administrada;

- d) os custos incrementais de um departamento de acionistas e de um programa de Relações com Investidores não chegam a ser significativos, principalmente se a companhia for de grande porte.

Dessa forma, numa análise preliminar, parece claro que a captação de recursos através do lançamento de valores mobiliários é interessante. A decisão final, entretanto, deverá levar em conta vários aspectos, tais como:

- a) a situação macroeconômica, setorial e do mercado de capitais: o mercado de valores mobiliários é cíclico; nem sempre, portanto, está pronto para receber uma emissão a um preço considerado justo pelos atuais acionistas. Assim, para que não seja exigido sacrifício muito grande dos acionistas atuais, é necessário que a operação seja “levada a mercado” no momento certo, que nem sempre coincide com a necessidade de recursos da empresa. Isso exige planejamento de médio prazo;
- b) o custo ponderado de capital da companhia: ou seja, se, por um lado, a emissão de ações pode melhorar a relação de capital próprio/capital de terceiros, por outro, o uso excessivo de ações pode diluir tanto o lucro disponível aos acionistas que torne o investimento desinteressante para os mesmos.
- c) no caso de lançamento de instrumento de renda fixa, a utilização destes pode elevar o endividamento total a ponto de comprometer a liquidez e a rentabilidade da companhia;
- d) o acesso ao mercado de capitais é seletivo, ou seja, é necessário que a companhia tenha porte, tradição, administração profissional, atue num mercado interessante e tenha perspectivas para que possa ser aceita. Dificilmente o mercado aceite um “projeto de empresa”, a não ser que esteja ligado a algum grupo de tradição. Assim, é necessário “primeiro construir, pelo menos parcialmente, para depois dividir para crescer”.

Portanto, pode-se concluir que a captação de recursos através da emissão de valores mobiliários é uma decisão mesclada de aspectos subjetivos (disposição do grupo controlador em assumir a “nova cultura” e grau de risco que pretende assumir diante do projeto) e aspectos técnicos (disponibilidade de financiamentos a custos compatíveis, conjuntura econômica e setorial, momento do mercado de capitais,

entre outros). Isso significa que não há uma “fórmula de decisão” que sirva indiscriminadamente para qualquer empresa e para qualquer momento. A decisão deve ser tomada pela direção da empresa, assessorada pelo seu staff e também por especialistas do mercado de valores mobiliários.

Conforme artigo publicado na Revista de Administração (Out/Nov/Dez 2007) a captação de recursos pelo lançamento de valores mobiliários constitui uma alternativa aos financiamentos bancários, viabilizando o acesso a investidores potenciais, não só no Brasil, como também no exterior, tendo em vista a possibilidade de captação de recursos externos, por meio de processos de lançamento de recibos de depósito negociáveis nos mercados de capitais de outros países, com aprovação da CVM e do Banco Central. Os recursos podem ser destinados ao financiamento de projetos, expansão, mudança de escala ou diversificação de negócios, ou mesmo à reestruturação dos passivos financeiros. Salienta também que esta alternativa (abertura do capital na bolsa) pode ser à solução de questões relativas à reestruturação societária, decorrentes de estratégia empresarial, partilha de heranças, processo sucessório, ou saída de algum dos principais acionistas.

Conforme Steffen e Zanini (2012), de acordo com a teoria do ciclo de vida, as empresas abrem seu capital em determinados momentos dos seus ciclos de crescimento. Uma das primeiras teorias formais sobre motivações para o *IPO* foi a de Zingales (1995¹ *apud* STEFFEN; ZANINI, 2012, p 103), que observa que é muito mais fácil para uma empresa compradora notar um alvo de aquisição quando possui capital aberto. Além disso, os empreendedores entendem que os compradores podem influenciar mais no sentido da aquisição de uma empresa alvo se puderem pressionar os investidores estrangeiros.

Através do *IPO*, os empreendedores conseguem facilitar a aquisição das suas empresas por um valor muito superior ao que ganhariam numa venda direta. Porém Black e Gilson (1998² *apud* STEFFEN; ZANINI, 2012, p. 103) argumentam que os empreendedores muitas vezes ganham o controle dos investidores de capital de risco nos *IPOs* (*VENTURE CAPITAL*), já que a quantidade de acionistas é pulverizada e, assim, os investidores perdem uma boa parte do controle da

¹ ZINGALES, L. Insider ownership and the decision to go public. **Review of Economic Studies**, v. 60, p. 425-448, 1995.

² BLACK, B. S.; GILSON, R. J. Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. **Journal of Financial Economics**, v. 47, p. 243-277, 1998.

empresa. Essa observação é confirmada por Chemmanur e Fulghieri (1999³ *apud* STEFFEN; ZANINI, 2012, p 103), que discutem que um *IPO* permite a dispersão da propriedade de uma empresa entre muitos investidores pequenos, reduzindo assim o controle dos investidores de risco na empresa com a pulverização do capital. Esses investidores geralmente não circulam pela empresa e, assim, não tem acesso para por em risco informação empresarial confidencial, aumentando assim o controle dos administradores.

De acordo com Maksimovic e Pichler (2001⁴ *apud* STEFFEN; ZANINI, 2012, p. 104), uma empresa que abre seu capital ao mercado pode ganhar vantagem competitiva e maior prestígio no mercado. A empresa aumenta seu valor de mercado, incrementando assim a confiança dos outros investidores, clientes e credores, por exemplo.

As empresas também abrem seu capital em algumas situações, porque necessitam de mais capital de crescimento, e em outras porque seus proprietários e investidores originais querem diversificar seus negócios. A maioria dos resultados mostra que 75% dos executivos concordaram que um benefício do *IPO* foi à obtenção de recursos adicionais para o crescimento no curto prazo, e 71,8% concordaram que o *IPO* também beneficiou o crescimento de longo prazo. Esses resultados são consistentes com aqueles de Pagano (1993⁵ *apud* STEFFEN; ZANINI, 2012, p 106) e Assaf Neto (2000⁶ *apud* STEFFEN; ZANINI, 2012, p. 106), que afirmam que os *IPOs* representam uma fonte de fundos permanentes para o crescimento da empresa.

Conforme Oliveira e Cunha (2015), os condicionantes do processo do *IPO* estão vinculados aos objetivos dos donos iniciais, que podem escolher entre pulverizar as ações no mercado de ações ou negociar diretamente com algum grupo, de forma a manter o *status* de capital fechado da empresa.

Ao avaliar 16.598 *IPO*'s em 38 países durante o período de 1990 e 2003, Kim e Weisbach (2005⁷, *apud* OLIVEIRA; CUNHA, 2015, p. 76) argumentam que

³ CHEMMANUR, T. J.; FULGHERI, P. A theory of the going-public decision. **Review of Financial Studies**, v. 12, p. 249-279, 1999.

⁴ MAKSIMOVIC, V.; PICHLER, P. Technological innovation and initial public offerings. **Review of Financial Studies**, v. 14, p. 459-494, 2001.

⁵ PAGANO, M. The flotation of companies on the stock market: a coordination failure model. **European Economic Review**, v. 37, p. 101-1125, 1993.

⁶ ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. São Paulo: Atlas. 2000.

⁷ KIM, W.; WEISBACH, M. S. **Do Firms go public to raise capital?** Cambridge, MA: NBER, 2005. (NBER working paper, n. 11197).

[...] as razões que levam uma empresa a fazer uma oferta de ações primárias são explicadas majoritariamente pela necessidade de capital para investimento, com destaque para investimentos em pesquisa e desenvolvimento, despesas de capital e estoque. Ademais, os autores apontam que, em um ano após o *IPO*, há uma redução de endividamento bancário, de modo que uma parte dos recursos captados via mercado acionário é utilizada para liquidação de dívidas junto a credores, diminuindo a alavancagem financeira das empresas.

Para Pagano, Panetta e Zingales (1998⁸ *apud* OLIVEIRA; CUNHA, 2015, p. 76),

[...] as empresas que fazem abertura de capital possuem algumas características em comum. Normalmente, elas são empresas grandes, quando comparadas com as outras empresas de capital fechado do mesmo setor, e possuem uma elevada relação do valor de mercado sobre valor patrimonial, além de possuírem a meta de se reequilibrarem financeiramente depois de um período de altos investimentos. Descrevem que existe seleção adversa na abertura de capital, uma vez que, em razão de investidores e emissores possuírem diferentes níveis de informação acerca da firma, algumas empresas de pior qualidade são estimuladas a abrir capital, afetando de forma negativa o preço das empresas de boa qualidade. Outro fator relevante são os elevados custos administrativos e as taxas inerentes ao processo de abertura. Há também o receio em relação à perda de confidencialidade dos dados da empresa, já que, por se tornarem públicas, suas informações passam a ser acessadas pelos órgãos reguladores e investidores.

No Brasil, Rossi e Marotta (2010⁹ *apud* OLIVEIRA; CUNHA, 2015, p. 76) estudam a existência de *Market timing* e seu efeito na estrutura de capital das empresas brasileiras. Os autores concluem que as empresas brasileiras se aproveitam de momentos oportunos para emitir ações e que não há uma mudança estrutural no nível de alavancagem no longo prazo depois da emissão.

Nesta mesma linha o trabalho de Aldrighi (2010¹⁰ *apud* OLIVEIRA; CUNHA, 2015, p. 76) destaca

[...] os sólidos fundamentos macroeconômicos, avanços nas reformas microeconômicas e a farta liquidez internacional como fatores determinantes para o boom de emissão de *IPO* no Brasil entre 2004 e 2007. Aponta ainda que as empresas maiores, com maiores lucratividades, gastos de investimento mais elevados e que mais crescem possuem uma maior probabilidade de lançar uma *IPO*. E que por fim a reestruturação financeira

⁸ PAGANO, M.; PANETTA, F.; ZINGALES, L. Why companies go public? An empirical analysis. **Journal of Finance**, v. 53, p. 27-64, 1998.

⁹ ROSSI, J. L. J.; MAROTTA, M. Equity market timing: testando através de *IPO* no Mercado brasileiro. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 8, n. 1, p. 85-101, 2010.

¹⁰ ALDRIGHI, D. M. As Ofertas Públicas Iniciais na Bovespa no período recente: características das empresas, estrutura de propriedade e de controle, e desempenho. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA DA ANPEC, 38., 2010, Salvador. **Anais...** Salvador: ANPEC, 2010.

e a diversificação da riqueza dos empresários não constituem como motivações para as IPOs.

Por meio do enfoque multivariado Oliveira e Frascaroli (2014 ¹¹ *apud* OLIVEIRA; CUNHA, 2015, p. 77) analisam quais relações as emissões de *IPO* no mercado brasileiro guardam com as variáveis macroeconômicas, partindo do pressuposto de que aspectos conjunturais podem impactar na captação de recursos externos durante o período de janeiro de 1998 a janeiro de 2012. Os resultados apontam que existe uma relação inversa entre taxa básica de juros, inflação com a emissão das ofertas públicas, sinalizando que quando ocorrem aumentos nessas variáveis os investimentos de longo prazo se tornam menos atrativos.

4.2 OBSTÁCULOS À ABERTURA DE CAPITAL DA EMPRESA PRIVADA NACIONAL

Conforme Casagrande Neto (2010), foi visto anteriormente que a decisão de abrir o capital de uma empresa é complexa e envolve desde aspectos relacionados à personalidade do empresário até dados técnicos da companhia e da emissão. Além dos custos envolvidos já mencionados anteriormente, são vários os motivos alegados para a não abertura (no caso de empresas novas) ou pequena utilização do mercado (no caso de companhias já abertas), mas podem-se agrupar esses motivos em quatro grandes justificativas, podendo as demais ser enquadradas como subproduto.

4.2.1 Estrutura Empresarial Brasileira

De acordo com Casagrande Neto (2010), o modelo tripartite (capital privado nacional + capital estrangeiro + capital estatal), que foi bem sucedido nos anos 70 do século XX e deu origem a muitas companhias abertas, notadamente em projetos petroquímicos, foi esgotado pela crise de endividamento externo e interno dos anos 80 e pelo conseqüente desinteresse dos empresários em iniciar novos projetos. Assim, os anos 80 foram uma época de estagnação para a estrutura produtiva

¹¹ OLIVEIRA, J. C. T.; FRASCAROLI, B. F. Impacto dos fatores macroeconômicos na emissão de ações na bolsa de valores. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, Salvador, v. 4, n. 1, p. 30-51, jan./abr., 2014.

brasileira e os grupos empresariais adotaram posturas defensivas, frente a um quadro macroeconômico com fortes desequilíbrios. Já nos anos 90, a estrutura empresarial brasileira passou por consideráveis transformações societárias, fruto do processo de privatização e abertura comercial e financeira. Embora as mudanças tenham implicado a profissionalização da gestão empresarial e a emergência de organizações mais modernas e dinâmicas, questões referente à modelagem do processo de privatização e a onda de fusões e aquisições criaram, de início, obstáculos à abertura do capital.

Com relação ao processo de privatização, a própria modelagem, ao privilegiar a venda para “blocos estratégicos” em detrimento da venda pulverizada, não contribuiu para dinamizar o mercado de *underwriting*. Adicionalmente, a Lei 9.457/97, que modificou alguns artigos da Lei 6.404/76 (das sociedades por ações) para agilizar as privatizações, retirou direitos dos acionistas minoritários afastando-os do mercado.

Quanto às fusões e aquisições, verificou-se movimento expressivo de compra de companhias de capital privado nacional por parte do capital estrangeiro. Muitas das aquisições referiram-se a companhias abertas, sendo que em geral o comprador estrangeiro não mostrou interesse em continuar ativo no mercado doméstico, tratando em alguns casos de fechar o capital.

Em resumo, até o final dos anos 90, as grandes companhias não se interessaram por captar recursos no mercado de capitais doméstico, em especial as empresas de controle estrangeiro. As companhias menores, por sua vez, não se mostraram atrativas aos grandes investidores domésticos, porque o porte de suas emissões não conferia subsequente liquidez aos negócios no mercado secundário. Por outro lado, o acionista minoritário de pequeno e médio porte, potencial comprador de companhias de médio porte, foi afastado do mercado.

Esse quadro foi agravado pela deterioração dos preços e da liquidez do mercado acionário doméstico, decorrente da “crise dos países emergentes” de 1997 – 1998, que desestimulou a abertura de capital por parte das companhias, seja qual fosse seu porte ou estrutura de capital. Tal quadro negativo perdurou até 2003.

A situação mudou consideravelmente a partir de 2004, com a volta do interesse do investidor estrangeiro, a consolidação dos novos segmentos especiais de listagem introduzidos pela Bovespa (atual BM&F Bovespa) e a expectativa de o país atingir o grau de investimento. Nesse processo, os empresários brasileiros

passaram a considerar o mercado de capitais como uma relevante opção de financiamento, dispendo-se, inclusive, a transformar suas empresas em companhias de capital compartilhado ou pulverizado.

4.2.2 Visão de Curto Prazo

Para Casagrande Neto (2010), a abertura de capital, antes de ser considerada uma fonte para cobrir eventual necessidade de recursos, deveria ser encarada como um passo estratégico da companhia em busca do crescimento e ou consolidação de posições, além de uma nova cultura empresarial. Na maioria das vezes, porém, a companhia que não precisa de recursos num curto prazo reluta em abrir o capital, mesmo sabendo que no longo prazo poderá ter necessidade de recursos para novos projetos. O mercado de capitais estará sempre mais receptivo às empresas que se relacionam com ele constantemente, ou seja, àquelas que fazem emissões periodicamente, organizam reuniões com analistas, promovem eventos, enfim, empresas que criam “tradição de mercado”. Se aparecer um novo projeto, será mais fácil para a empresa tradicional no mercado promover e colocar uma emissão (pois ela já é conhecida e merece a confiança do investidor) do que uma companhia nova que, além de ter de “vender” o seu projeto, terá também de “vender” sua eficiência, imagem e idoneidade.

Assim fica claro que o mercado de capitais é uma espécie de linha de crédito aberta permanentemente, mas é necessário planejamento e profissionalização. Cabe ressaltar ainda que determinadas empresas captam recursos esporadicamente no mercado e adotam uma postura de afastamento do mesmo depois de satisfeitas suas necessidades. Esse comportamento faz com que a companhia seja penalizada, tanto na cotação das ações no mercado secundário, quanto nas comissões e preços de futuras novas chamadas de capital.

4.2.3 Fixação do preço de emissão

De acordo com Casagrande Neto (2010), existe uma diferença básica entre comprar ações adquirindo o controle acionário de uma empresa e comprar ações visando uma aplicação financeira. No primeiro caso, o preço deverá espelhar não só

o patrimônio, e as perspectivas da companhia, como também o prêmio de controle. Já no segundo caso, o preço deverá estar compatível com a rentabilidade de outras aplicações financeiras alternativas. Nesse ponto reside uma das maiores resistências à abertura de capital. O acionista majoritário espera que as ações de sua companhia sejam lançadas aos mesmos preços relativos das companhias já negociadas no mercado, ou mais, enquanto o investidor analisa a lucratividade que o valor mobiliário proporcionará, utilizando-se para tanto de indicadores como o Preço/Lucro Projetado (Índice P/L), ou valor da firma/LAJIDA e, principalmente, preço justo pelo método do Fluxo de Caixa Descontado. Adicionalmente, o investidor considera que o preço de abertura de capital deva apresentar um desconto, pois do contrário será melhor adquirir ações de empresas já conhecidas na bolsa.

É necessário que o empresário que vai abrir o capital da empresa enxergue além da captação dos recursos na oferta inicial, pois em troca do eventual desconto oferecido ele estará abrindo novos horizontes para a empresa e mudando definitivamente seu destino. O investidor por outro lado, será sempre influenciado pela taxa de juros real, que determinará seu custo de oportunidade. Como no Brasil as taxas de juros historicamente sempre foram altíssimas, esse sempre foi um fator de inibição do mercado, além da fragilidade macroeconômica do passado.

Desse conjunto de fatores emana a dificuldade de fixação do preço (ou faixa de preço) de lançamento das ações, que muitas vezes inibiu os lançamentos primários de ações. Cabe colocar, contudo, que o mecanismo de *bookbuilding* (coleta de intenção de investimento), inspirado na prática internacional e introduzido pela instrução CVM 400, tem contribuído para a superação desse obstáculo uma vez que os investidores consultados participam do processo de formação de preço da oferta pública.

4.2.4 Desconhecimento do mercado

Segundo Casagrande Neto (2010), na maioria das companhias fechadas nota-se o desconhecimento do mercado de valores mobiliários ou apenas noção acadêmica do mesmo, o que faz com que o empresário afaste, a priori, essa possibilidade. Deste desconhecimento derivam falácias tais como: há possibilidade

de perda do controle acionário, o sigilo empresarial fica comprometido, a empresa será mais vigiada pelo governo, a concorrência irá se aproveitar da transparência da companhia aberta, entre outras.

Atualmente, existe uma divulgação muito maior do mercado, seja nos meios acadêmicos, seja na mídia. Além disso, a profissionalização da gestão das empresas tem levado para dentro das mesmas profissionais mais bem formados e preparados para lidar com o tema de forma mais amigável.

4.3 ALTERNATIVAS E INSTRUMENTOS PARA A ABERTURA DE CAPITAL

De acordo com Casagrande Neto (2010), companhia aberta é aquela que tem seus valores mobiliários distribuídos publicamente e admitidos à negociação nas Bolsas de Valores ou no Mercado de Balcão. Distribuição Pública, de acordo com a Instrução CVM 400, é a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação do pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste, entre outros, qualquer um dos seguintes elementos:

- a) utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma;
- b) procura no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou ainda a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento;
- c) negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados, ou;
- d) utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através dos meios de comunicação de massa ou eletrônicos, com o fim de promover a subscrição ou alienação de valores mobiliários.

De acordo com a legislação vigente (Leis 6.404/76 e 6.385/76 e respectivas alterações), a condição de companhia aberta decorre da admissão de seus valores mobiliários à negociação nas Bolsas de Valores ou no mercado de balcão. São considerados valores mobiliários emitidos por companhias: Ações, bônus de subscrição, debêntures, notas promissórias para distribuição pública, recibos de depósito e contratos de investimento coletivo.

A seguir, encontra-se a descrição dos valores mobiliários mais utilizados para captação de recursos.

4.3.1 Ações

De acordo com Casagrande Neto (2010), ações são títulos nominativos, negociáveis, representativos de propriedade de uma fração do capital social de uma sociedade por ações. As ações podem garantir aos acionistas, por exemplo, dividendos, juros sobre o capital próprio e bonificações. Ente outros, elas podem ser:

- a) **quanto á espécie: Ordinárias** (tem direito a voto nas assembleias deliberativas) ou **preferenciais**, normalmente sem direito a voto, ou com voto restrito, mas com preferência na distribuição de resultados, ou no reembolso do capital em caso de liquidação da sociedade, cumulativamente ou não. Para emitir ações preferenciais, a empresa deve assegurar no mínimo um dos seguintes direitos: Dividendos 10% superiores aos das ordinárias ou dividendo mínimo correspondente a 3% do patrimônio líquido por ação, ou ainda o mesmo direito ao “*Tag along*” conferido ás ordinárias. O limite legal de ações preferenciais para novas companhias abertas é de até 50% do total das ações emitidas;
- b) **quanto à forma:** Nominativas registradas, com ou sem emissão de certificado, ou escriturais nominativas, em conta corrente de ações. As ações nominativas registradas podem ser controladas pela empresa emissora ou por terceiros. As escriturais nominativas exigem designação externa de instituição financeira prestadora de serviço de ações escriturais.

De acordo com Cavalcante (2005), uma ação, representa a menor parcela do capital social de uma empresa (sociedade anônima, sociedade por ações ou

companhia), pois o detentor de uma ação não é um credor da empresa, mas sim um de seus proprietários e, como tal, possui direito a participação nos resultados da empresa proporcionalmente ao número de ações que detém. Ações, normalmente, não possuem prazo de resgate e podem ser negociadas em mercados organizados (bolsas de valores). Por serem objetos de negociação diária, os preços das ações podem aumentar ou diminuir, de acordo com o maior ou menor interesse dos investidores, ou seja, o preço da ação em bolsa é fruto das condições de mercado (oferta e demanda) que refletem as condições estruturais e comportamentais da economia do país e, especificamente, da empresa e do seu setor.

Assaf Neto (2008) afirma que as ações representam a menor fração do capital social de uma empresa (sociedade anônima, sociedade por ações ou companhia). Desta forma, o acionista não é um credor, mas um sócio proprietário com direito a participação em seus resultados. As ações não têm prazo de resgate, podendo ser convertidas em dinheiro a qualquer momento mediante negociação no mercado. O investidor pode, sempre que desejar, alterar sua participação acionária, desfazendo-se de títulos possuídos ou mesmo vendendo as ações de uma empresa e adquirindo de outras.

Segundo o mesmo autor as sociedades anônimas emitentes de ações podem ser de dois *IPOs*: abertas ou fechadas. Uma companhia é aberta quando tem suas ações distribuídas entre um número mínimo de acionistas, podendo ser negociadas em Bolsas de Valores. Essas sociedades devem ser registradas na Comissão de Valores Mobiliários como de capital aberto e fornecem ao mercado, de forma periódica, uma série de informações de caráter econômico, social e financeiro. As companhias de capital fechado, por seu lado, são tipicamente empresas familiares, com circulação de suas ações restrita a um grupo identificado de investidores.

Conforme artigo publicado na Revista de Administração (out/nov/dez – 2007) o mercado de ações pode ser dividido em duas etapas: o mercado primário e o mercado secundário. O mercado primário compreende o lançamento de novas ações no mercado, ocorrendo o aporte de recursos à companhia. Uma vez ocorrido o lançamento inicial no mercado, as ações passam a ser negociadas no mercado secundário, que compreende mercados de balcão, organizados ou não, e bolsas de valores. Também pode ocorrer o lançamento inicial de ações secundárias no mercado. Neste caso, ações que já se encontravam em poder de acionistas passam a ser negociadas em mercados organizados e, como não se subscrevem novas

ações, os recursos movimentados não são revertidos para a companhia. é importante ressaltar a diferença entre o processo de *IPO* e o lançamento de ações primárias, pois o segundo pode ocorrer sempre que a empresa optar pela captação de recursos através do mercado de capitais. O *IPO* ocorre, no entanto, somente uma vez.

4.3.2 Bônus de Subscrição

Conforme Casagrande Neto (2010), os bônus de subscrição são títulos nominativos, negociáveis, que conferem ao seu proprietário o direito de subscrever ações da companhia emissora, nas condições previamente definidas.

4.3.3 Debêntures

De acordo com Casagrande Neto (2010), as debêntures são títulos nominativos, negociáveis, representativos de dívida de médio/longo prazos contraída pela companhia junto ao debenturista. As debêntures rendem juros, prêmios e outros rendimentos fixos ou variáveis e podem ter garantias, sendo todas as características definidas na escritura de emissão. As debêntures podem ainda ser conversíveis em ações, ou seja, de acordo com cláusula estipulada em escritura, o debenturista pode converter suas debêntures em ações da companhia emissora, assumindo a condição de acionista e não mais de credor. Para agilizar o processo de registro, a CVM, através da Instrução 404/2004, disciplinou o uso das debêntures padronizadas.

4.3.4 Notas Promissórias para Distribuição Pública

Segundo Casagrande Neto (2010), as notas promissórias são títulos nominativos, negociáveis, representativos de direito de curto prazo contra a companhia emitente. Esses valores mobiliários tem prazo de 30 a 360 dias, sendo que sua remuneração, por orientação da CVM, é preferencialmente prefixada, na forma de deságio sobre o valor de face. A regulamentação básica das notas promissórias é dada pela Instrução CVM 134/90, completada pela Instrução CVM

155/91, que abriu a possibilidade de lançamento por parte de companhias fechadas, respeitadas algumas condições.

4.3.5 Títulos ou Contratos de Investimento Coletivos

De acordo com Casagrande Neto (2010), estes títulos ou contratos recentemente foram considerados como valores mobiliários, tais títulos ou contratos geram direito de participação, parceria ou remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços. Exemplos disso são os contratos ligados à pecuária, em que o investidor compra determinada quantidade de cabeças de gado de uma fazenda, esta passando a se ocupar da engorda e venda, cobrando taxa de administração no processo.

4.3.6 Brazilian Depositary Receipts (BDRs)

Segundo Casagrande Neto (2010), os *BDRs*, são recibos representativos de valores mobiliários emitidos por companhias abertas ou assemelhadas sediadas no exterior, negociados no mercado brasileiro. Os *BDRs* são a versão doméstica dos *Depositary Receipts*, utilizados nas praças internacionais para negociar ações de companhias estrangeiras. Para captar novos recursos no mercado brasileiro através desse instrumento, a companhia sediada no exterior deverá lançar *BDR* nível III, sendo obrigatório obter registro de companhia aberta junto à CVM. As características básicas dos Programas de *BDRs* foram dadas pelas instruções CVM 331 e 332/2000.

4.4 FASES DO PROCESSO DE ABERTURA DE CAPITAL

De acordo com Casagrande Neto (2010), a abertura de capital é o processo de transformação de uma empresa em companhia aberta, o que requer o atendimento das disposições da Lei 6.404/76 e o registro de emissor na CVM, disciplinado pela instrução 480/2009. De acordo com essa instrução, a negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados, no Brasil, depende da obtenção prévia do registro do emissor. Toma-se por base o texto deste autor por entender ser o mais didático, e este capítulo propõe-se a apresentar as principais

etapas da abertura de capital e subsequente oferta pública de valores mobiliários, com foco nas ações e debêntures.

4.4.1 Preparações Preliminares

Segundo Casagrande Neto (2010), a análise sobre a conveniência da abertura é de suma importância. Essa etapa pode se restringir ao ambiente interno da empresa ou ser compartilhada com consultores, a Bolsa ou ainda intermediários financeiros. De qualquer forma é imprescindível que seja constituído um grupo interno para desenvolver o projeto. Durante o processo de análise procura-se identificar:

- a) as razões que levam a companhia a considerar a abertura de capital;
- b) os planos de investimentos da empresa;
- c) a atual situação societária, bem como eventual necessidade de reestruturação na sociedade da empresa ou do grupo;
- d) a disposição para atender as exigências legais, desenvolver a atividade de relações com investidores e adotar boas práticas de governança corporativa;
- e) a conjuntura do mercado e a atratividade da emissão;
- f) o instrumento(s) de captação mais adequado(s) e;
- g) os custos estimados da abertura de capital e emissão.

Analisado os fatores anteriores, é definido o perfil preliminar da operação, ou seja, levando-se em consideração as razões da abertura, a conjuntura do mercado e os custos, são sugeridos os instrumentos de captação/abertura de capital.

A abertura de capital com distribuição pública pode ocorrer tanto através da venda de uma nova emissão de valores mobiliários, que é uma **distribuição primária** e traz recursos à companhia emissora, quanto através da venda ao público de um lote já existente, sendo esta última operação chamada de **distribuição secundária**, também conhecida no mercado como *block trade*. Nesse caso, a operação não resulta na captação de novos recursos para a companhia, mas sim em liquidez para o ofertante do lote. No caso de ações, o ofertante é, em geral, acionista que faz parte do bloco controlador da companhia, ou investidor de *private equity*.

Ainda segundo este autor, o mercado considera que a plena abertura de capital ocorre quando do lançamento de ações ao público para negociação em bolsa. Contudo, no caso da necessidade de captação de recursos, algumas companhias optam por abrir o capital através da distribuição primária de debêntures, o que pode ser explicado pela maior disposição dos investidores em adquirir instrumentos de renda fixa, tendo em vista as taxas de juros vigentes no país e o relativamente bom risco de crédito dos emissores. Os bônus de Subscrição e as notas promissórias são valores mobiliários menos adequados para um processo de abertura de capital, sendo indicados para momentos especiais (captações de curto prazo ou planejamento financeiro), quando a companhia já é aberta.

De acordo com Gianechini e Decourt (2013), outra forma de preparar a empresa para o ingresso no mercado de capitais seria uma associação com estes fundos, pois teriam uma atuação por tempo determinado, sendo extremamente exigentes e interessados em recuperar seu investimento, que precisa ser devidamente remunerado após a abertura de capital da empresa. Para isso, estes fundos buscam no mercado empresas de capital fechado com potencial de crescimento e geração de caixa que aceitam um novo sócio, o qual irá participar da gestão da empresa, emprestando sua competência gerencial e cobrando resultados.

Diversos estudos identificaram que a presença de um destes sócios na empresa, antes de uma oferta pública inicial *IPO*, sugere um melhor desempenho no retorno das ações no longo prazo após o *IPO*. Todavia, o valor da empresa depende da capacidade de geração de recursos financeiros futuros e do risco da companhia.

4.4.2 Contratação de Advogados e Consultores

De acordo com Casagrande Neto (2010), a companhia emissora pode contratar consultores para o desenvolvimento da “modelagem” e distribuição da oferta ou se responsabilizar por documentos ou procedimentos requeridos ou citados no prospecto, que é o documento essencial da distribuição. Como exemplo, destacam-se os consultores legais (escritórios de advocacia), os consultores de Governança Corporativa, a relação com investidores e a comunicação corporativa e as agências de classificação de risco. Em geral, é requerida uma investigação prévia das reais condições da empresa (a chamada *due-diligence*), especialmente em

operações mais complexas e colocações internacionais. Os nomes e endereços dos advogados e consultores deverão constar no prospecto.

4.4.3 Aconselhamento com a BM&FBOVESPA

Segundo Casagrande Neto (2010), durante a fase de avaliação e formatação da operação é conveniente que representante da companhia entre em contato com a BM&FBOVESPA. Para as empresas que estão na fase inicial, a Bolsa poderá contribuir na formação de uma opinião mais aprofundada sobre a conveniência da abertura. Poderá esclarecer e orientar sobre os fatores mais importantes para o sucesso da operação, como, por exemplo, o grau de preparação interna para ser uma companhia aberta e a percepção do mercado. Também é possível obter orientação sobre os trâmites legais e procedimentos formais que a empresa deverá adotar perante os órgãos reguladores. A bolsa possui, inclusive, um programa educacional voltado para administradores e funcionários de companhias fechadas interessadas em conhecer o processo de abertura de capital e consolidação da cultura de companhia aberta. Se a análise sobre a conveniência de abertura já se encontrar em estágio avançado, a Bolsa poderá ajudar a companhia a desenvolver atividades que aumentem sua visibilidade e exposição frente à comunidade financeira.

4.4.4 Organização da Área de Relações com Investidores

De acordo com Casagrande Neto (2010), consolidada a decisão de abrir o capital, é muito importante que seja iniciada a estruturação da área de relações com investidores. Além da escolha do futuro Diretor de Relações com Investidores (DRI), exigência da regulamentação, é recomendável desde essa etapa selecionar os futuros profissionais de relações com investidores que trabalharão junto com esse diretor. Não se deve deixar para depois da abertura a contratação desses profissionais, porque a companhia poderá encontrar dificuldades para contratá-los num momento de mercado aquecido, assim como uma contratação tardia pode sinalizar ao mercado que o processo de abertura não foi devidamente planejado, mas sim uma decisão oportunista.

4.4.5 Reordenamento Societário e Corporativo

Segundo Casagrande Neto (2010), quando a companhia emissora fizer parte de um grupo de empresas, será necessária uma avaliação da estrutura societária e corporativa do grupo, para que a companhia seja aceita pelo mercado. O quadro de controle acionário e o relacionamento entre as empresas do grupo deverão ter uma conformação tal que não dê margem a suspeitas de “desvio de lucros” por parte do controlador. Em certos casos, é recomendável a promoção de incorporações de forma a adequar a companhia à abertura. Por exemplo: uma empresa pode ter uma série de subsidiárias pequenas, dificultando o entendimento de suas atividades pelo investidor. Nesse caso recomenda-se que seja feita uma fusão dessas empresas, a não ser que haja vantagens fiscais para que se mantenha a estrutura.

4.5 ESCOLHA DA AUDITORIA INDEPENDENTE

Segundo Casagrande Neto (2010), uma das exigências do processo de abertura de capital é a contratação de auditoria externa e entrega de demonstrações financeiras já auditadas. Tendo em vista que a auditoria inicial para a abertura de capital demanda razoável quantidade de tempo, a escolha da empresa de auditoria deve ser considerada prioritária no processo. Adicionalmente, a instrução CVM 400/2003 prevê que a opinião da auditoria deve ser apresentada no Prospecto de Emissão, quando forem incluídas previsões relativas à evolução da atividade e dos resultados da emissora.

O relacionamento entre companhia emissora e empresa de auditoria é disciplinado pela Instrução CVM 308/99, que prevê o rodízio da auditoria a partir de cinco anos consecutivos de prestação de serviços, com carência de três anos para recontração. Adicionalmente, essa mesma instrução restringe o escopo dos serviços de consultoria que a empresa responsável pela auditoria também pode prestar, proíbe a aquisição de títulos ou valores mobiliários da companhia auditada e disciplina o manejo de informação privilegiada. A partir da abertura de capital, as informações contábeis e financeiras deverão ser enviadas pela empresa à CVM e à Bolsa, em períodos intermediários e no final de cada exercício social, devidamente auditadas e acompanhadas dos respectivos pareceres dos auditores independentes. A seguir, apresenta-se o Quadro 1, com os principais deveres e responsabilidades.

Quadro 1 – Principais deveres e responsabilidade de auditores e administradores

Dos Auditores Independentes	Dos Administradores no relacionamento com Auditores
Executar o serviço de auditoria de acordo com as exigências legais.	Fornecer todos os elementos e condições necessários ao desempenho dos trabalhos de auditoria.
Informar à CVM casos de inconsistência nas publicações legais.	Informar sobre fatos que possam afetar as demonstrações contábeis.
Elaborar relatório à administração, apontando falhas nos controles internos e procedimentos contábeis.	Garantir a efetiva independência dos trabalhos.
Atentar para atos dos administradores que, em desacordo com a legislação, possam vir a refletir nas operações e contas da companhia.	

Fonte: Elaboração própria (2015).

4.6 ESCOLHA DO COORDENADOR LIDER DA DISTRIBUIÇÃO

Segundo Casagrande Neto (2010), a regulamentação exige que a distribuição pública seja coordenada por um intermediário financeiro devidamente credenciado – banco múltiplo, banco de investimento, corretora de valores ou distribuidora. As empresas geralmente consultam seus parceiros financeiros habituais, mas é recomendável que a empresa consulte mais de uma instituição para cotejar comissões e modelos de operação. As propostas com condições básicas e custos são apresentadas pelos intermediários consultados após visita de seus respectivos técnicos e elaboração de avaliação prévia sobre a empresa e a operação planejada.

Ainda segundo o mesmo autor a instituição coordenadora líder (também chamada de *Underwriter*), conjugando os interesses de todos os envolvidos, exercerá papel de coordenação dos procedimentos de registro na CVM, estruturação e *timing* da oferta, processo de formação de preço, plano de distribuição e organização da apresentação da operação ao mercado, esta conhecida como *Road show*. Pode-se observar no mercado um determinado padrão na relação entre porte do intermediário e volume das operações. De modo geral, as sociedades corretoras e bancos de investimento de menor porte coordenam pequenas e médias emissões, enquanto grandes bancos coordenam grandes operações. Dependendo do porte e amplitude da operação, a companhia poderá contratar mais de um intermediário financeiro para atuar como coordenador. No caso

de a companhia selecionar mais de uma instituição, será necessário eleger uma instituição como coordenador líder.

Quanto aos custos, é recomendável que a companhia observe a relação custo/benefício. A tentativa de economizar no processo de emissão ou a contratação fora das práticas observadas no mercado pode comprometer o sucesso da operação. A companhia deve pesquisar se a comissão e as demais condições estabelecidas pelo intermediário estão dentro dos padrões de mercado, se foram mapeados todos os custos relevantes da operação, se o *underwriter* dispõe de equipe capacitada e se esse intermediário tem proposta de serviços para apoiar o desenvolvimento de liquidez do valor mobiliário no mercado secundário.

Além das comissões, existem vários aspectos que a empresa deve considerar quando da escolha do *underwriter*. Algumas instituições podem ser mais indicadas para determinados *IPOs* de operação, seja devido ao seu porte ou sua experiência no mercado de *underwriter*. Verificar a adequação do intermediário ao perfil da operação e ao público-alvo é fundamental. Outro aspecto relevante é a credibilidade do intermediário, pois uma instituição reconhecida no mercado reforça, com sua imagem, a qualidade da operação. Cabe também ao coordenador líder a organização do *pool* de distribuição, ou seja, o consórcio de intermediários financeiros envolvidos na distribuição pública dos valores mobiliários. Esses intermediários consorciados serão convidados em função de sua compatibilidade com o perfil escolhido para a operação, sendo que o interesse dos mesmos decorrerá de sua percepção sobre a viabilidade da distribuição e das comissões correspondentes.

Cavalcante (2005) complementa utilizando uma denominação um pouco diferente, para as formas de subscrição de ações, a citar: a) *Underwriting firme*, em que a instituição assume totalmente o risco da colocação no mercado, responsabilizando-se, pelo pagamento, à sociedade emitente, o valor total de ações lançadas; b) *Melhor esforço ou Best Effort Underwriting*, onde a instituição financeira não assume nenhuma responsabilidade sobre a integralização das ações e o risco fica totalmente com a emissora. Ela compromete-se apenas em dedicar o melhor esforço no sentido de colocar o maior número possível de ações no mercado em determinado tempo. c) *Residual ou Stand-by Underwriting* onde a instituição financeira se compromete a negociar as novas ações dentro de certo prazo. Quando

o prazo termina, a instituição financeira subscreve a parcela que o mercado não absorveu.

Da mesma forma, Assaf Neto (2008) faz referência, utilizando as mesmas formas de subscrição de ações (Subscrição do IPO firme; IPO residual (*stand-by*) e o IPO do melhor esforço (*Best effort*)), as quais funcionam da mesma forma.

- a) **Tradição do Underwriter** – a tradição e o porte do *underwriter* no mercado também influenciam de forma positiva o sucesso da operação, pois se uma instituição renomada aceita a colocação, ela está dando seu aval ao papel. Sabe-se, também, de maneira informal, quais *underwriters* fixam preços adequados, criam mercado e cuidam da imagem da empresa. Fora isso, alguns *underwriters* poderão mesmo após a conclusão da emissão, assessorar a empresa em assuntos relacionados ao mercado de valores mobiliários, tais como, quanto pagar de dividendos, quando fazer outra subscrição, dar ou não desdobramento (*split*), organizar reuniões com analistas, etc.
- b) **Comissão de intermediação** - deve-se sempre focar a preocupação na qualidade dos serviços, principalmente em casos de abertura de capital e não nos custos, claro, conservados os limites do absurdo. O preço cobrado pelo intermediário financeiro em uma oferta pública compõe-se principalmente de três *IPOs* de comissão, a saber:
- **Comissão de coordenação** - remuneração sobre os serviços de colocação do papel junto ao tomador final;
 - **Comissão de garantia** – remuneração paga pela garantia de colocação, que poderá ser estabelecida sobre a emissão toda, sobre as sobras ou, ainda, sobre parte da emissão previamente estabelecida. Quando o contrato é o de melhores esforços, esta comissão é suprimida;
 - **Comissão de colocação** – remuneração que o intermediário, que realizou a colocação do papel junto ao tomador final, vai receber.

Cavalcante (2005) complementa as informações de Casagrande Neto (2010), informando que os custos com a comissão de coordenação da operação, garantia (se houver) e colocação (venda) variam de acordo com as condições de mercado, características da emissão e poder de barganha da emissora.

Assaf Neto (2008) segue a mesma linha de Casagrande Neto (2010) e adverte que a lei exige a presença de um intermediário financeiro nas operações de subscrição de ações, que poderá ser um banco de investimentos, banco múltiplo, sociedade corretora ou sociedade distribuidora. Ressalta que a experiência e qualificação técnica são fatores essenciais na escolha da instituição, influenciando diretamente sobre o sucesso da colocação de ações no mercado. Afirma também que a instituição financeira intermediadora constitui-se basicamente em um elo entre a empresa tomadora de recursos e os agentes econômicos superavitários, identificados no mercado primário.

4.7 DEFINIÇÃO DAS CARACTERÍSTICAS DA OPERAÇÃO

De acordo com Casagrande Neto (2010), uma vez que a empresa emissora (ou o ofertante da distribuição secundária) tenha concretizado as primeiras etapas descritas, devem ser iniciados, em conjunto com coordenador líder, os procedimentos de estruturação da operação. A instituição coordenadora líder enviará à companhia sua equipe técnica para a condução de estudos sobre, por exemplo, sua situação financeira, expectativas de resultados e determinação do perfil mais conveniente para a operação. Os estudos técnicos elaborados são bastante abrangentes e compreendem:

- a) análise das informações financeiras retrospectivas (auditadas ou em processo de auditoria);
- b) visita às instalações responsáveis pela geração da receita da empresa seja industrial ou de serviços;
- c) entrevistas com as áreas financeiras, operacional, comercial, de marketing e de planejamento estratégico;
- d) análise da concorrência e do setor de atuação da companhia;
- e) análise de documentos societários, contratos e acordos e levantamento de passivos trabalhistas, fiscais e ambientais (*due diligence*);
- f) desenvolvimento de projeções de resultado, incluindo simulações com aportes de recursos;
- g) discussão com a área financeira acerca dos valores obtidos nas projeções e definição de faixa de preços pretendida para o valor mobiliário a ser distribuído.

Em alguns casos, a Instrução CVM 400 prevê que a solicitação de registro deve ser acompanhada de estudo de viabilidade econômico-financeira da companhia. São os casos em que:

- a) a oferta pública tenha por objetivo a constituição da companhia;
- b) a emissora exerça sua atividade por período inferior a dois anos e esteja realizando a primeira distribuição pública de valores mobiliários;
- c) o preço fixado na oferta baseie-se preponderantemente nas perspectivas de resultados da companhia;
- d) a emissão superar o patrimônio líquido da emissora, com base nas demonstrações financeiras do último exercício social, e os recursos captados visar à expansão ou diversificação em empresas coligadas ou controladas;
- e) a empresa apresente patrimônio líquido negativo ou tenha sido objeto de concordata ou falência nos três exercícios sociais que antecedem a oferta.

A Instrução CVM 400 também prevê que esses estudos técnicos estejam apoiados em opinião de auditor independente sobre os pressupostos, os critérios utilizados e sua consistência e coerência. Como resultado da análise preliminar, a companhia (ou o ofertante da distribuição secundária) propõe o volume e o perfil da operação. Caberá à instituição coordenadora líder avaliar se a proposta é compatível com a realidade do mercado.

4.7.1 Formação do Preço

De acordo com Casagrande Neto (2010), a prática de formação do preço mais comumente adotada em distribuições públicas é o *bookbuilding*, que 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. Nesse caso, no prospecto preliminar pode ser divulgada uma faixa de preços esperada para o valor mobiliário a ser distribuído. O preço definitivo da distribuição, seja primária e/ou secundária, não será definido até o encerramento do procedimento de *bookbuilding*, quando os investidores terão manifestado suas

intenções de investimento junto às instituições consorciadas. A definição do preço é um fator importante para o sucesso da distribuição, pois super-avaliar a distribuição atende aos interesses imediatos dos ofertantes e dos coordenadores da operação, mas pode implicar futuramente no comprometimento da imagem da empresa e dos coordenadores, em problemas de liquidez e queda do preço no mercado secundário e na falta de interesse do investidor em novos lançamentos.

Um aspecto fundamental na definição do preço, no caso de emissão de novas ações, é que todos os envolvidos deverão levar em consideração o art. 170 da Lei Societária (Lei 6.404/76 modificada), a saber:

Art. 170 [...] Par 1º. O preço da emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente: I. A perspectiva de rentabilidade da companhia; II. O valor do patrimônio líquido da ação; III. A cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitindo ágio ou deságio em função das “condições do mercado”. (BRASIL, 1976b, não paginado).

Na avaliação de ações, são utilizados, comumente, como referências os seguintes indicadores de mercado, também chamados de múltiplos de mercado:

- a) **Índice preço/lucro** – onde preço é o preço (ou faixa de preço) proposto para a oferta pública. O índice indica em quantos anos o valor investido retorna caso todo o lucro distribuído, pelo padrão de lucro projetado.
- b) **Relação valor da empresa/LAJIDA (EBITDA, em inglês)** - onde valor da empresa é o valor de mercado (preço x quantidade das ações) mais o endividamento líquido e lajida correspondente ao lucro antes do IR, dos juros (resultado financeiro líquido), da depreciação e das amortizações. Mede o múltiplo de geração operacional de caixa para todos os provedores de capital, acionistas e credores.
- c) **Relação preço/preço justo pelo método de fluxo de caixa descontado** – que compara o preço da ação com a avaliação da companhia pelo fluxo de caixa projetado, descontado a uma taxa adequada ao cenário financeiro.
- d) **Relação preço/valor patrimonial da ação** – que compara o preço da ação proposto na oferta com o valor contábil da ação (ajustado após o aumento de capital, se for oferta primária).

O mercado, normalmente, exige das empresas que estão fazendo sua primeira oferta de preços de lançamento que resultem em indicadores de mercado mais atraentes do que os das empresas assemelhadas já abertas. Na visão do investidor, essas companhias, ainda sem histórico em bolsa, possuem um grau de risco maior do que as companhias que já estão listadas. Para reduzir esse nível de incerteza, que tem reflexo no preço e pode frustrar as expectativas do ofertante, o ideal é que a companhia já se apresente ao mercado antes mesmo da abertura do capital, respeitadas as normas de conduta na oferta pública.

Conforme artigo publicado na Revista de Economia e Administração (jan/Mar – 2013) a fixação de preço de uma abertura de capital (*IPO*) reflete a qualidade da empresa emissora e das condições de mercado no momento da emissão. Desta forma, a estratégia organizacional, em especial a estrutura de propriedade e a governança corporativa, pode influenciar o preço da emissão de ações em um *IPO*. O ajuste parcial de preços (*APP*) é afetado por variáveis associadas ao desempenho recente do mercado, às características da emissão e da firma emissora. Através do prospecto inicial da emissão serão liberadas as informações da empresa. A interpretação das mesmas pelos investidores é captada pelo coordenador da emissão por meio do processo de *bookbuilding*. Este processo resulta em um livro de ordens de compra de uma determinada oferta pública de ações, que revela o interesse de todos os investidores, ou seja, resulta em uma curva de demanda das ações.

Underpricing é o mais estudado fenômeno relacionado à precificação de *IPOs*. Em todos os mercados de ações os *IPOs* são, na grande maioria, *underpriced*. Ou seja, o retorno obtido por investidores, que é medido pela diferença entre o preço de fechamento do primeiro dia de negociação pública e o preço da emissão, conhecido como *underpricing*, é positivo na maioria dos mercados.

4.7.2 Público Alvo e Plano de Distribuição

Conforme Casagrande Neto (2010), a companhia emissora e o coordenador da distribuição deverão deliberar sobre o público-alvo da distribuição, inclusive quanto à localidade geográfica ou quantidade. No caso de a oferta ser voltada somente para investidores qualificados, por exemplo, a CVM poderá conceder dispensa de requisitos desde que esses investidores reconheçam formalmente nos

boletins de subscrição que tem conhecimento em finanças, são capazes de assumir risco e tem suficientes informações sobre a companhia emissora. O líder da distribuição deverá organizar o Plano de Distribuição, com expressa anuência do ofertante, que poderá levar em conta suas relações comerciais e de natureza estratégica, mas deverá assegurar:

- a) que o tratamento aos investidores seja justo e equitativo;
- b) a adequação do investimento ao perfil de risco de seus respectivos clientes;
- c) que os representantes de venda das instituições participantes do consórcio de distribuição recebam previamente exemplar do prospecto de emissão.

É importante destacar que quanto mais amplo for o público-alvo, maior deve ser a preocupação com a comunicação e com prazos de reservas, se houver, e condições operacionais que facilitem o acesso desse público.

4.7.3 Custos que envolvem a Abertura de Capital

De acordo com Assaf Neto (2008), os custos envolvidos no processo de abertura de capital incorre basicamente, nos seguintes:

- a) **custos legais e institucionais** – taxas, emolumentos, etc., incorridos em atendimento às exigências legais;
- b) **custos de divulgação e publicidade** – prospectos de lançamento, divulgação da operação de subscrição pública pela mídia, etc.;
- c) **custos de intermediários financeiros** – comissão de coordenação dos trabalhos de lançamento; remuneração (comissão) de garantia paga ao coordenador da emissão somente do *IPO* puro ou firme e do *IPO* residual; e comissão pela colocação paga ao intermediário que atuou na colocação do papel junto ao investidor;
- d) **custos administrativos** – custos pela montagem de uma estrutura interna voltada a dar todo o suporte ao processo de abertura de capital e relações externas.

Segundo Casagrande Neto (2010), os custos envolvidos na captação de recursos através do mercado de valores mobiliários são de natureza diversa, podendo ser reunidos em quatro grupos principais:

- a) **custos legais e institucionais** – são os custos referentes ao atendimento às exigências legais, pagamento de taxas, anuidades, serviços e afins. São eles:
 - contratação de auditoria externa;
 - taxa de registro de emissão (leis nros. 7.940/89 e 8.383/91);
 - contratação de serviço de ações escriturais (opcional).
- b) custos de publicação, publicidade e “marketing” – são gastos com o prospecto e com a divulgação da operação junto aos atuais acionistas e investidores potenciais. são eles:
 - edital de convocação e ata de assembleia(s) e RCA(s);
 - prospecto;
 - aviso ao mercado;
 - material informativo;
 - visitas à empresa;
 - apresentações aos investidores (*road show*);
 - anúncio de início e encerramento da distribuição.
- c) custos de intermediação financeira – consistem na remuneração dos trabalhos de coordenação, eventual garantia e distribuição. são eles:
 - comissões,
 - comissão de coordenação, distribuição e garantia,
 - Anuidade da Bolsa (consultar BM&F),
- d) custos internos da empresa – referem-se a alocação de pessoal para acompanhamento do processo, montagem da estrutura interna para dar suporte à abertura. são eles:
 - formação de grupo de estudos sobre a abertura;
 - consultoria externa (opcional);
 - honorários de advogados.

Esses grupos de custos existem com maior ou menor intensidade nas diversas etapas do processo de abertura. É importante destacar que novas

emissões, posteriores àquela de abertura do capital, tendem a apresentar menor custo relativo, seja pela diluição de determinados custos fixos, seja pelo fato de uma empresa já aberta exigir um menor esforço de distribuição, por ser conhecida no mercado.

Cabe destacar que somente são quantificáveis os custos estabelecidos pela lei em regulamentação e a anuidade estabelecida pela BM&FBOVESPA.

Os demais custos são muito variáveis, dependentes da situação de mercado e da complexidade da operação ou são internos da companhia. Levantamentos feitos pela própria Bolsa, a partir de prospectos definitivos das ofertas, indicam que em média no período 2004 – 2007, os custos de abertura representaram 4,4%, do total da colocação, sendo 0,8% relativos a comissões (coordenação, garantia firme, colocação e incentivo) e 3,6% relativos a despesas (taxa de registro, advogados, auditores, consultores). Trata-se de uma média, sendo que numa emissão menor esses custos poderão representar percentuais maiores.

Ainda segundo Casagrande Neto (2010), com relação às novas obrigações e custos, o primeiro ponto a destacar é a obrigatoriedade de prestar informações econômico-financeiras, auditadas externamente, e outras informações corporativas, tanto por ocasião da abertura e emissão dos valores mobiliários, como, posteriormente, para manutenção da condição de companhia aberta e listada em bolsa ou mercado de balcão organizado. Além das informações obrigatórias exigidas e fiscalizadas pela CVM, o mercado demanda da companhia aberta uma série de informações adicionais, entrevistas, visitas de campo, informes periódicos, entre outros, que resultam na necessidade da montagem de um Programa Permanente de Relações com Investidores, com montagem de um departamento específico de RI e contratação de profissionais especializados.

De acordo com a legislação, uma companhia aberta deverá constituir Conselho de Administração, que por sua vez nomeará a diretoria, e também terá um Conselho Fiscal, este de modo permanente ou instalado a pedido de acionistas. Como os membros desses conselhos são eleitos em assembleia, à concentração das novas ações em mãos de poucos investidores pode significar a influência dos mesmos nas decisões da companhia. O mercado demanda profissionalismo do corpo dirigente das companhias abertas. Isso é benéfico para as empresas, mas pode exigir um difícil período de transição entre uma cultura antiga, mais familiar, para uma profissional. Nesse processo existem custos pessoais e financeiros.

O artigo publicado na Revista de Administração (Out/Nov/Dez – 2007) destaca que os elevados custos relativos não só à abertura em si, mas também às despesas periódicas em que as empresas abertas continuam a incorrer. As despesas relativas à abertura são gastos com *underwriting* e taxas de registros; as periódicas estão relacionadas com a manutenção da empresa aberta, como os gastos com auditoria externa, departamento de relacionamento com investidores, publicações legais, taxas de bolsa de valores, etc.

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

4.8 CONTRATO DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

De acordo com Casagrande Neto (2010), definidas as instituições que participarão do consórcio de distribuição, é celebrado um contrato de distribuição de valores mobiliários, especificando-se as responsabilidades de cada parte, bem como as respectivas remunerações. A Instrução CVM 400/2003, Anexo VI, o contrato de distribuição deve dispor sobre:

- a) qualificação da empresa emissora, da instituição líder e das demais instituições intermediárias envolvidas na distribuição, se for o caso;
- b) assembleia Geral Extraordinária ou Reunião do Conselho de Administração que autorizou a emissão;
- c) regime de colocação dos valores mobiliários (por exemplo, garantia firme ou melhores esforços);
- d) total de valores mobiliários objeto do contrato, devendo ser mencionada a forma, valor nominal, se houver, preço da emissão e condições de integralização, vantagens e restrições, especificando, inclusive aquelas decorrentes de eventuais decisões da Assembleia ou do Conselho de Administração que deliberou a emissão;

- e) condições de revenda dos valores mobiliários pela instituição líder ou pelas demais instituições intermediárias envolvidas na distribuição, no caso de regime de colocação com garantia firme;
- f) remuneração da instituição líder e demais instituições intermediárias envolvidas na distribuição, discriminando as comissões devidas;
- g) descrição do procedimento adotado para distribuição;
- h) menção a contratos de estabilização de preços e de garantia de liquidez se houver.

Os contratos de distribuição podem ser baseados no regime de garantia firme ou de melhores esforços. No regime de garantia firme, o coordenador e os outros participantes assumem a responsabilidade de subscrever/adquirir os valores mobiliários não absorvidos pelo mercado. No regime de melhores esforços, os intermediários não se responsabilizam pela venda da totalidade das ações. Também é possível contratar as duas modalidades na mesma operação, sendo uma parte com garantia firme e outra no regime de melhores esforços. Os intermediários são remunerados basicamente por três IPOs de comissão:

- a) **Comissão de coordenação** – refere-se à remuneração por serviços de coordenação da emissão. Esses serviços englobam desde a elaboração da documentação para solicitação de registro na CVM até a condução do *Road show* e a liquidação financeira;
- b) **Comissão de garantia** – são valores que o coordenador e seus subcontratados recebem por garantirem a colocação dos valores mobiliários, em contratos celebrados com garantia firme;
- c) **comissão de colocação** – refere-se à remuneração dada ao intermediário por realizar a colocação do valor mobiliário junto ao tomador final.

4.9 ADAPTAÇÃO DO ESTATUTO, ASSEMBLÉIAS E OUTROS PROCEDIMENTOS LEGAIS

Neste capítulo serão abordadas as adaptações de Estatuto, Assembleias e demais procedimentos legais, necessárias para o ingresso no mercado de Capitais.

4.9.1 Adaptação do Estatuto

De acordo com Casagrande Neto (2010), a abertura de capital exige a transformação da empresa em sociedade por ações mediante realização de Assembleia Geral Extraordinária (AGE) que reformará o Estatuto Social. Entre as modificações destacam-se a nova denominação social, a adaptação da composição do capital social (se for o caso) e a reforma da administração da Companhia. O Conselho de Administração pode ter a atribuição estatutária de deliberar futuros aumentos de capital e suas características, dispensando a convocação de novas assembleias para esse fim, dentro do limite do capital autorizado. A instituição financeira escolhida como 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.

A seguir as principais características que a Administração da Companhia aberta deve ter, nos termos da lei societária:

- a) **administração da companhia aberta** – compete à diretoria e ao conselho de administração. as companhias abertas terão necessariamente conselho de administração;
- b) **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;
- c) **conselho de administração** – composto por no mínimo três membros, eleito pela assembleia 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;
- d) **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 Assembleia 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.

A seguir as principais deliberações a serem tomadas na Assembleia Geral Extraordinária:

- a) transformação da empresa em Sociedade Anônima;
- b) nova denominação social;
- c) disposições sobre o capital social:
 - Autorizado, subscrito ou integralizado;
 - Quantidade de ações, com ou sem valor nominal;
 - Proporção entre ações ordinárias e preferenciais (estas até 50%);
 - Fixação das preferências ou vantagens das ações preferenciais;
 - Disposições para posteriores alterações nas características e composição do capital social, por subscrição, capitalização de reservas ou conversão de debêntures;
 - Previsão para que o Conselho de Administração delibere futuros aumentos de capital (facultativa);
 - Possibilidade de a empresa manter ações em tesouraria.
- d) criação do Conselho de Administração (CA);
- e) funcionamento do Conselho Fiscal (permanente ou não e número de membros);
- f) política de distribuição de resultados;
- g) outras modificações (por exemplo, as decorrentes dos segmentos especiais de negociação da BM&FBOVESPA).

No caso de a empresa passar a ser listada nos segmentos especiais de negociação da BM&F BOVESPA, especialmente o Novo Mercado, as alterações estatutárias terão maior amplitude, conforme pode ser observado abaixo:

- a) emissão exclusiva de ações ordinárias;
- b) Conselho de Administração com mandato de um ano, composto por, no mínimo, cinco membros (permitida a reeleição);
- c) direito de tratamento igualitário àquele dado ao Acionista Controlador para os demais acionistas em caso de alienação de controle da companhia, em uma única operação ou em operações sucessivas, de forma direta ou indireta (Tag along):

- Obrigação do adquirente do controle de ressarcir os demais acionistas da companhia de quem tenha adquirido ações em bolsa nos últimos seis meses, pagando-lhes a diferença entre o preço da aquisição do controle e o valor pago em bolsa;
- d) oferta pública de aquisição de ações pelo preço mínimo correspondente ao valor econômico apurado em laudo de avaliação, em caso de cancelamento do registro de companhia aberta ou saída do Novo Mercado;
- e) escolha de empresa especializada para a determinação do valor econômico, a partir da apresentação, pelo Conselho de Administração, de uma lista tríplice de empresas especializadas, sendo a deliberação tomada, em assembleia geral, pela maioria absoluta de votos das Ações em Circulação presentes na assembleia (excluídos os votos em branco). O acionista controlador arcará com os custos da elaboração do laudo;
- f) compromisso da companhia em resolver, por meio de arbitragem e nos termos do Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado, as disputas ou controvérsias relacionadas ao regulamento de listagem do novo mercado, ao Estatuto Social, às disposições da lei das sociedades por ações e de outras normas do mercado de capitais.

4.9.1.1 Aprovação da Distribuição pela AGE ou RCA

Segundo Casagrande Neto (2010), o lançamento de novos valores mobiliários precisa ser autorizado pelos atuais acionistas em Assembleia Geral Extraordinária (AGE). Se a companhia for de capital autorizado, será suficiente uma Reunião do Conselho de Administração (RCA).

Na AGE (ou RCA), são autorizadas as principais características da operação, podendo algumas delas ser deixadas para posterior decisão do Conselho de Administração, como, por exemplo, o preço (ou faixa de preço) de emissão do valor mobiliário. Na mesma AGE, podem ser feitas as outras adaptações estatutárias discutidas anteriormente. Os atuais acionistas tem direito de preferência na subscrição do aumento de capital, na proporção do número de ações que possuírem. Esse direito também se aplica ao lançamento de debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição. O prazo de exercício do direito pode

ser fixado no Estatuto ou na Assembleia. Após o período de preferência, as sobras não subscritas são colocadas à venda em distribuição pública.

4.9.2 Registro do Emissor perante a CVM

De acordo com Casagrande Neto (2010), feitas as reformas no Estatuto Social e aprovada a distribuição pública, começa o processo dos registros junto à CVM. De início, a negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados, no Brasil, depende de prévio registro do emissor na CVM, disciplinado pela instrução CVM 480/2009. Tal pedido de registro pode ser submetido à CVM independentemente do pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários. O emissor de valores mobiliários deve estar organizado sob a forma de sociedade anônima, exceto quando a Instrução CVM 480 dispuser de modo diverso. A referida instrução reformulou os procedimentos para abertura de capital, introduzindo, de início, a diferenciação entre as categorias A e B, a saber:

- a) registro na categoria A: autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários;
- b) registro na categoria B: autoriza a negociação de valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários, exceto os seguintes valores mobiliários:
 - Ações e certificados de depósito de ações;
 - Valores mobiliários que confirmam ao titular o direito de adquirir os valores mobiliários mencionados no inciso I, em consequência de sua conversão ou do exercício dos direitos que lhes são inerentes, desde que emitidos pelo próprio emissor dos valores mobiliários referidos no inciso I ou por uma sociedade pertencente ao grupo do referido emissor.

A seguir a relação dos documentos para obtenção de registro de emissor, devendo-se atentar para as diferenças de requerimentos entre emissor nacional e estrangeiro. No caso do enquadramento como estrangeiro, deve-se se destacar que a Instrução CVM 480 mudou os critérios que determinam como um emissor é

considerado estrangeiro. De acordo com essa instrução não é considerado estrangeiro o emissor:

- a) que tenha sede no Brasil;
- b) cujos ativos localizados no Brasil correspondam a 50% ou mais daqueles constantes das demonstrações financeiras individuais, separadas ou consolidadas, prevalecendo a que melhor representar a essência econômica dos negócios para fins dessa classificação (CASAGRANDE NETO, 2010).

A seguir relação dos documentos para registro de emissor, de acordo com a Instrução CVM 480/09 e para o emissor Nacional:

- a) requerimento de registro de emissor de valores mobiliários, assinado pelo diretor de relações com investidores, indicando a categoria de registro pretendida;
- b) ata de assembleia geral que houver aprovado o pedido de registro ou documento equivalente, caso o emissor não seja constituído sob a forma de sociedade anônima;
- c) ata da reunião do conselho de administração ou da assembleia geral que houver designado o diretor de relações com investidores ou documento equivalente, caso o emissor não seja constituído sob a forma de sociedade anônima;
- d) estatuto social, consolidado e atualizado, ou documento equivalente, caso o emissor não seja constituído sob a forma de sociedade anônima, acompanhado de documento que comprove:
 - Aprovação dos acionistas, cotistas, cooperados ou pessoas equivalentes;
 - Aprovação prévia ou homologação do órgão regulador do mercado em que o emissor atue, quando tal ato administrativo seja necessário para a validade ou a eficácia do estatuto;
- e) formulário de referencia apropriado para a categoria de registro pretendida;
- f) formulário cadastral
- g) demonstrações financeiras referentes aos três últimos exercícios sociais, elaboradas de acordo com as normas contábeis aplicáveis ao emissor nos respectivos exercícios;

- h) demonstrações financeiras especialmente elaboradas para fins de registro, nos termos dos artigos 25 e 26 da instrução, referentes:
- Ao último exercício social, desde que tais demonstrações reflitam de maneira razoável, a estrutura patrimonial do emissor quando do protocolo do pedido de registro;
 - A data posterior, preferencialmente coincidente com a data de encerramento do último trimestre do exercício corrente, mas nunca anterior a 120 (cento e vinte) dias contados da data do protocolo do pedido de registro, caso:
 - Tenha ocorrido alteração relevante na estrutura patrimonial do emissor após a data de encerramento do último exercício social;
 - O emissor tenha sido constituído no mesmo exercício do pedido de registro.
- i) comentários da administração sobre as diferenças das demonstrações financeiras relativas ao último exercício social apresentadas em conformidade com o inciso VII e aquelas apresentadas em conformidade com o inciso VIII, se for o caso;
- j) atas de todas as assembleias gerais de acionistas realizadas nos últimos 12 (doze) meses ou documentos equivalentes, caso o emissor não seja constituído sob a forma de sociedade anônima;
- k) cópia dos acordos de acionistas ou de outros pactos sociais arquivados na sede do emissor;
- l) cópia do contrato mantido com instituição para execução de serviço de valores mobiliários escriturais se houver;
- m) formulário de demonstrações financeiras padronizadas (DFP), referente ao último exercício social, elaborado com base nas demonstrações financeiras mencionadas no inciso VIII;
- n) política de divulgação de informações;
- o) formulário de informações trimestrais – ITR nos termos do art. 29 da instrução, referente aos três primeiros trimestres do exercício social em curso, desde que transcorridos mais de 30 (trinta) dias do encerramento de cada trimestre;
- p) cópia dos termos de posse dos administradores do emissor, nos termos das normas específicas a respeito do assunto;

- q) política de negociação de ações se houver;
- r) declarações a respeito dos valores mobiliários do emissor detidos pelos administradores, membros do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária, nos termos das normas específicas a respeito do assunto (CASAGRANDE NETO, 2010).

A Instrução CVM 480 dispõe ainda sobre o trâmite e prazos para o processo de registro, sendo os prazos em dias úteis:

- a) 20 dias: CVM manifesta-se sobre o pedido, CONTADOS DA DATA DO PROTOCOLO, desde que entregues todos os documentos. Não havendo manifestação dentro do prazo, o registro é obtido automaticamente;
- b) 40 dias: Cumprimento de exigências da CVM. Pode ser concedida uma única prorrogação de 20 dias;
- c) 10 dias: Revisão do cumprimento de exigências, por parte da CVM. Se houver novas exigências o requerente tem mais dez dias para atendê-las e a CVM outros dez dias para se manifestar, após o recebimento da resposta do requerente;
- d) 60 dias: de interrupção do prazo de análise a pedido (CASAGRANDE NETO, 2010).

A partir da obtenção do registro de emissor, a empresa terá obrigação de prestar informações periódicas e eventuais e pagar a taxa de fiscalização da CVM. Estão automaticamente dispensados do registro de emissor de valores mobiliários: emissores estrangeiros cujos valores mobiliários sejam lastro para programas de BDR nível I; emissores de certificados de investimento relacionados à área audiovisual cinematográfica brasileira; empresas de pequeno porte e microempresas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os investidores internacionais estão cada vez mais interessados em buscar novas oportunidades nas economias de países emergentes, diminuindo, assim, as barreiras existentes ao livre fluxo de capitais.

O mercado brasileiro também está participando deste processo, e aproveitando o crescente interesse, está facilitando o acesso de investidores estrangeiros ao capital de empresas nacionais, aumentando, dessa forma, a captação de recursos externos. Em vista disso, as empresas brasileiras começam a se utilizar deste instrumento de financiamento para seus investimentos através do processo de abertura de capital com oferta pública de ações.

É claro que este processo envolve muito profissionalismo e amadurecimento dos acionistas da empresa, pois, afinal de contas, terão que abrir mão de muitas vantagens e regalias, além de aceitar o ingresso de profissionais tanto na administração de sua empresa, como no conselho de administração, além de ter que descentralizar o processo decisório da empresa.

O objetivo geral do trabalho foi de apresentar os principais processos e custos que a empresas terão para acessar o mercado de capitais através da Oferta Pública de Ações (IPO).

Percebemos que a fase de preparação da empresa é bastante longa. Então, se a empresa pretende um dia abrir o seu capital, deve começar o trabalho de preparação com bastante antecedência. Este tempo pode variar de empresa para empresa, pois dependerá muito do grau de amadurecimento e entendimento do processo como um todo, por parte dos acionistas.

Geralmente, alguns obstáculos podem emperrar por vezes o processo de abertura de capital com oferta pública de ações, como por exemplo, a estrutura empresarial brasileira, a falta de necessidade imediata de recursos, a fixação do preço de emissão e o desconhecimento do mercado.

Por outro lado também existem algumas desvantagens apontadas pelos críticos na abertura de capital de uma empresa que são: a necessidade de divulgar informações; distribuir dividendo a acionistas; a influência de novos acionistas nas decisões estratégicas e o acréscimo de custos administrativos com auditorias, demonstrações financeiras e publicações legais.

Apesar dos esforços realizados por organismos como a CVM, bolsas de valores, Abrasca (Associação Brasileira das Companhias Abertas), Abamec (Associação Brasileira dos Analistas de Mercado de Capitais), IBRI (Instituto Brasileiro de Relações com Investidores), etc., esse problema ainda existe, e somente será superado, quando a maioria das empresas contarem com administradores profissionais, e houver ampla divulgação do mercado de valores mobiliários junto à sociedade.

Uma coisa é certa, se a empresa possui bons projetos e não dispõe de recursos próprios para executá-los, a oferta pública de ações, tende a ser uma das melhores alternativas de *funding*, para financiar o crescimento da companhia, mesmo sabendo de todas as implicações que envolvem o processo.

Desta forma, a pesquisa oferece todo o detalhamento dos principais processos e custos envolvidos, além de todos os passos necessários para que a empresa possa efetuar o acesso ao mercado de capitais, através da oferta pública de ações.

Assim, pode-se concluir que este trabalho alcançou pleno êxito na construção da resposta ao problema da pesquisa formulado e na concretização de seu objetivo geral e específico, propiciando um esclarecimento geral sobre o assunto.

REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, A. **Administração do capital de giro**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1997.
- _____. **Mercado financeiro**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- BM&F BOVESPA. **Introdução ao mercado de capitais**. 2010. Disponível em: <https://corretora.miraeasset.com.br/global/bz/po/downloads/cursosOnline/Introdu%C3%A7%C3%A3o_ao_Mercado_de_Capitais.pdf>. Acesso em: 17 nov. 2015.
- BOMFIM, L. P. M.; SANTOS, C. M.; PIMENTA JÚNIOR, T. Processos de abertura de capital de empresas brasileiras em 2004 2 2005: razões e percepções. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 42, n. 4, p. 524-534, out./dez. 2007. Disponível em: <www.rausp.usp.br/download.asp?file=V4204524.pdf>. Acesso em: 16 jun. 2015.
- BONOMA, T. V. Case research in marketing: opportunities, problems, and process. **Journal of Marketing Research**, v. 22, n. 2, p. 199-208, May 1985.
- BRASIL. Presidência da República. **Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964**. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Brasília, 1964. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595.htm>. Acesso em: 09 nov. 2015.
- _____. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976a**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm>. Acesso em: 09 nov. 2015.
- _____. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976b**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 09 nov. 2015.
- CASAGRANDE NETO, H. **Abertura do capital de empresas no Brasil**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000.
- CAVALCANTE, F. **Mercado de capitais: o que é, e como funciona**. 6. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. **Mercado de valores mobiliários brasileiro**. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf>>. Acesso em: 16 jun. 2015.
- CUNHA, P. R.; SILVA, J. O.; FERNANDES, F. C. Riscos empresariais divulgados nas ofertas públicas de ações no Brasil. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, São Paulo, v. 13, n. 41, p. 454-471, out./dez. 2011. Disponível em: <<http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=94722337006>>. Acesso em: 16 jun. 2015.
- FORTUNA, E. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 16. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

GIANECHINI, C.; DECOURT, R. F. Impactos e influências de fundos de *private equity* e *venture capital*: evidências dos *IPOs* no Brasil. **Revista de Administração da UFSM**, Santa Maria, v. 6, n. 3, p. 481-496, set. 2013. Disponível em: <<http://cascavel.ufsm.br/revistas/ojs-2.2.2/index.php/reaufsm/article/view/5216/pdf>>. Acesso em: 30 out. 2015.

HOFFMANN, R.; BORTOLUZZO, A. B.; MACHADO, S. J. Impacto da estrutura de propriedade e do nível de governança corporativa no ajuste parcial de preços em um *IPO*. **Revista de Economia e Administração**, São Paulo, v. 12, n. 1, p. 56-74 jan./mar. 2013.

OLIVEIRA, J. C. T.; CUNHA, D. C. Panorama dos retornos dos *IPO's* sob o ponto de vista do investidor. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, Florianópolis, v. 14, n. 41, p. 74-89, jan./abr. 2015. Disponível em: <<http://revista.crcsc.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/CRCSC/article/viewArticle/2053>>. Acesso em: 16 jun. 2015.

SILVA, J. M. A.; FAMÁ, R. Evidências de retornos anormais nos processos de *IPO* na Bovespa no período de 2004 a 2007. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 46, n. 2, p. 178-190, abr./maio/jun. 2011. Disponível em: <http://www.rausp.usp.br/busca/artigo.asp?num_artigo=1418>. Acesso em: 12 abr. 2015

STEFFEN, H. C.; ZANINI, F. A. M. Abertura de capital no Brasil: percepções de executivos financeiros. **Revista de Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 23, n. 59, p. 102-115, maio/jun./jul. 2012. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/48083/51850>>. Acesso em: 16 jun. 2015

YIN, R. K. **Estudo de caso**: planejamento e métodos. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.