

FUNDAÇÃO DE ENSINO “EURÍPIDES SOARES DA ROCHA”
CENTRO UNIVERSITÁRIO EURÍPIDES DE MARÍLIA – UNIVEM
CURSO DE ADMINISTRAÇÃO

JOÃO ABNER LOPES
JOÃO PAULO FIGUEIREDO
MARÍLIA GUEDES BUOSI

**O MERCADO DE CAPITAIS E A ABERTURA DE CAPITAL DAS
EMPRESAS**

MARÍLIA
2014

JOÃO ABNER LOPES
JOÃO PAULO FIGUEIREDO
MARÍLIA GUEDES BUOSI

O MERCADO DE CAPITAIS E A ABERTURA DE CAPITAL DAS
EMPRESAS

Trabalho de Curso apresentado ao Curso de Administração da Fundação de Ensino “Eurípides Soares da Rocha”, mantenedora do Centro Universitário Eurípides de Marília – UNIVEM, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador:
Prof. BENEDITO GOFFREDO.

MARÍLIA
2014

LOPES, João Abner; FIGUEIREDO, João Paulo; BUOSI, Marília Guedes.

O Mercado de Capitais e a Abertura de Capital das Empresas / João Abner Lopes; João Paulo Figueiredo; Marília Guedes Buosi. Orientador: Prof. Benedito Goffredo. Marília, SP: [s.n.], 2014.
59f.

Trabalho de Curso (Graduação em Administração) - Curso de Administração, Fundação de Ensino “Eurípides Soares da Rocha”, mantenedora do Centro Universitário Eurípides de Marília – UNIVEM, Marília, 2014.

1. Mercado de Capitais 2. Oferta Pública Inicial 3. Bolsa de Valores.

CDD: 332.6



FUNDAÇÃO DE ENSINO "EURÍPIDES SOARES DA ROCHA"
Mantenedora do Centro Universitário Eurípides de Marília - UNIVEM
Curso de Administração

Marília Guedes Buosi - 35369-8

João Abner de Almeida Lopes - 47087-2

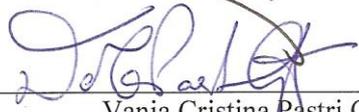
João Paulo Miranda Figueiredo - 47245-1

TÍTULO "O mercado de capitais e a abertura de capital das empresas "

Banca examinadora do Trabalho de Curso apresentada ao Programa de Graduação em Administração da UNIVEM, F.E.E.S.R, para obtenção do Título de Bacharel em Administração.

Nota: 10,0

ORIENTADOR: 
Benedito Goffredo

EXAMINADOR: 
Vania Cristina Pastri Gutierrez

EXAMINADOR: 
Silvana Festa Sabes

Marília, 05 de dezembro de 2014.

AGRADECIMENTOS

Gostaríamos de agradecer a todos que participaram de nossa caminhada durante estes anos de estudo e contribuíram de alguma forma para o que somos e conseguimos hoje.

Agradecemos particularmente algumas pessoas pela contribuição direta neste trabalho:

Ao professor Benedito Goffredo, por nos orientar e apoiar em nossas reflexões sobre o tema e pelo estímulo acadêmico e profissional durante a criação deste trabalho.

Aos demais professores do curso de Administração que contribuíram em todos os momentos durante essa etapa de nossa vida.

Aos nossos caros e amigos dedicados do Balcão de Projetos, Robert Teruel, Tiago Correia, Thiago Kinoshita e Gustavo Uriel.

Agradecimento particular de cada participante desde trabalho:

Aos meus pais, João e Neusa, pessoas que eu amo e que me deram muito apoio para minha formação e que foram os responsáveis em grande parte por meu ingresso na faculdade.

João Abner Lopes

Agradeço aos meus pais Donizete e Madalena pelo apoio, motivação e paciência para conclusão desta importante etapa da minha vida, que sempre buscaram o melhor para seus filhos e aos meus mentores e diretores que tive durante minha atual vida profissional.

João Paulo Figueiredo

Quero agradecer aos meus pais Miriam e José Luiz; minha avó Mercedes a minha Irmã Rafaela e meu namorado Silvio que tanto amo, os quais contribuíram para minha segunda formação e possibilitaram mais uma etapa importante da minha vida.

Marília Guedes Buosi

Finalmente, agradecemos a Deus, por nos proporcionar muitas oportunidades durante esta etapa que foi tão desafiadora e difícil para a conclusão.

“Você pode realizar qualquer coisa na vida, desde que não se importe com quem vai levar o crédito.”
Harry S. Truman

LOPES, João Abner; FIGUEIREDO, João Paulo; BUOSI, Marília Guedes. **O Mercado de Capitais e a Abertura de Capital das Empresas**. 2014. 59f. Trabalho de Curso (Bacharelado em Administração) – Centro Universitário Eurípides de Marília, Fundação de Ensino “Eurípides Soares da Rocha”, Marília, 2014.

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo estudar o Mercado de Capitais e a Operação de Abertura de Capital (IPO). Primeiramente foi abordada a função do Sistema Financeiro Nacional na qual tem importante relevância para o desenvolvimento econômico; posteriormente o Mercado de Capitais e o ciclo de necessidade de captação de recursos pelas empresas, verificando o motivo que leva as empresas a buscarem novas fontes de captação e as vantagens e desvantagens que o mercado de capitais apresenta. Esquadrilhou-se também a importância da Bolsa de Valores para as empresas de Capital Aberto, e a estrutura de capital da empresa, o que difere a escolha entre utilizar capital próprio ou de terceiros. Destacaram-se também os principais valores mobiliários utilizados pelas empresas sendo elas Ações e Debêntures que são os principais emitidos durante a operação de abertura de capital. Estudou-se a operação de IPO e a influência dos Bancos de Investimento nesta operação considerando fundos de investimentos que força as empresas realizar o IPO e o desafio de as empresas terem uma Governança Corporativa de relevância para os investidores e o mercado. Podendo ser consolidado pelo estudo de caso da Companhia Magazine Luiza. Enfim, a operação de Abertura de Capital é o início de um novo ciclo para a empresa que necessita se adaptar às vantagens e desvantagens desta nova etapa.

Palavras-Chave: Mercado de Capitais. Oferta Pública Inicial. Bolsa de Valores.

LOPES, João Abner; FIGUEIREDO, João Paulo; BUOSI, Marília Guedes. **O Mercado de Capias e a Abertura de Capital das Empresas**. 2014. 59f. Trabalho de Curso (Bacharelado em Administração) – Centro Universitário Eurípides de Marília, Fundação de Ensino “Eurípides Soares da Rocha”, Marília, 2014.

ABSTRACT

This present work has an objective to study the Brazilian Capital Market and the Opening Capital operation (IPO). First was approach the function of the National Financial System that has an important relevance to economic development. Later were the Capital Market and the company cycle of necessities to raise fund, checking the motive that company's need new raise fund and their vantage and disadvantage that the Capital Market presents. Stood out the importance of stock exchange to company's and the structure capital of company that the company choose which to use own capital or debt capital. Stood out the major securities used by the company stocks and debentures that key issued during the opening capital operation (IPO). Studied the IPO and the influence of Investment Bank in this operation considering, investment funds which force the company's realize the IPO and the challenge that the company's has a relevant corporate governance to investor and the market. However consolidated by case study of Magazine Luiza Company. Concluding the opening capital operation is a new cycle to the companies that need adapt a vantages and disadvantages.

Keywords: Capital Market, Initial Public Offering, Stock Exchange.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Estrutura do Sistema Financeiro Nacional.....	17
Figura 2 - Intermediação Financeira.....	18
Figura 3 - Estrutura das entidades operantes no Mercado de Capitais.....	25
Figura 4 - Fontes de recursos mais apropriadas durante o ciclo da vida da empresa.....	27
Figura 5 - Fatores que influencia na escolha de fonte de captação de recursos	28
Figura 6 - Estrutura de capital	31
Figura 7 - A Diferença entre Ações e Debêntures.....	38
Figura 8 - Estrutura de um consórcio de subscrição de bancos de investimentos evitando o risco durante a operação	41
Figura 9 - A função da Governança Corporativa e as Relações com Investidores.	45
Figura 10 - Consórcio de Subscrição (Joint Bookrunners)	50
Figura 11 - Composição Acionária.....	52
Figura 12 - Estrutura Societária.....	53
Figura 13 - Histórico do valor das Ações do Magazine Luiza	54

LISTA DE ABREVIATURAS

BM&FBOVESPA: Bolsa de valores, mercadorias e Futuros de São Paulo

CVM: Comissão de Valores Mobiliários

IPO: Initial Public Offering

S/A: Sociedade Anônima

SFN: Sistema Financeiro Nacional

GC: Governança Corporativa

RI: Relação com Investidores

CMN: Conselho Monetário Nacional

BACEN: Banco Central do Brasil

VPL: Valor Presente Líquido

SEC: Securities Exchange Commission

FIP: Fundo de Investimento Privado

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Tipos de Mercados	19
Tabela 2 - Principais diferenças entre capital de terceiros e capital próprio	32
Tabela 3 - A Diferença entre Ações e Debêntures	35
Tabela 4 - Destinação dos recursos captados	51
Tabela 5 - Composição Acionária	52
Tabela 6 - Principais Indicadores de 2011	54

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	11
CAPÍTULO 1 - O SISTEMA FINANCEIRO E A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.....	16
1.1 A Função e Estrutura do Sistema Financeiro Nacional	16
1.2 A CVM – Comissão de Valores Mobiliários e o Fortalecimento do Mercado de Capitais.....	19
CAPÍTULO 2 - O MERCADO DE CAPITAIS E A OPERAÇÃO ABERTURA DE CAPITAL.....	22
2.1 A História do Mercado de Capitais no Brasil	22
2.2 O Mercado de Capitais e a Busca de Recursos Financeiros pela Empresa.....	24
2.3 A Bolsa de Valores (Histórico e Funções) e sua Importância para as Empresas de Capital Aberto	29
2.4 A Importância da Estrutura de Capital da Empresa	31
2.5 Ações.....	33
2.6 Debêntures.....	34
2.7 Dividendos	35
2.8 A Abertura de Capital e a Operação de “Ipo” (Initial Public Offering).....	36
2.9 O Papel dos Bancos de Investimentos da Operação de Subscrição de Ações Durante a Abertura de Capital.....	39
2.10 Fundos de Investimentos que Levam a Empresa Abrir o Capital.....	42
2.11 O Novo Mercado e a Importância da Governança Corporativa e a Relação com Investidores para o Sucesso do Ipo.....	44
CAPÍTULO 3 - O ESTUDO DE CASO DA ABERTURA DE CAPITAL DA EMPRESA MAGAZINE LUIZA.....	47
3.1 A História da Companhia Magazine Luiza.....	47
3.2 A Operação de Abertura de Capital e Oferta Pública Inicial	48
CONSIDERAÇÕES FINAIS	56
REFERÊNCIAS	58

INTRODUÇÃO

Em um cenário de economia globalizada e cada vez mais competitiva, as empresas necessitam de recursos para financiar suas atividades no curto, médio e longo prazo. Uma das formas mais eficazes e que está tornando tendência é a abertura de capital, operação de Oferta Pública Inicial (conhecida por IPO, sigla em inglês para *Initial Public Offering*), primeira vez em que suas ações são vendidas ao público em geral numa bolsa de valores, processo pelo qual se transforma numa empresa de capital aberto.

Uma IPO pode ser considerada um grande desafio estratégico e a mais importante decisão tomada pela administração de uma organização, pois representa uma radical transformação. Agregar novos sócios via mercado indica uma profunda mudança de paradigma na gestão e cultura organizacional. Deve-se, pois, analisar as vantagens e eventuais desvantagens, nível de preparação para atender às exigências legais, estrutura societária, conjuntura do mercado, custos, equipe interna, etc. Uma vez alçada à condição de Companhia de Capital Aberto, terá acesso às alternativas que o mercado de capitais proporciona não disponíveis à empresa de capital fechado.

Além da captação de recursos em condições favoráveis, outras motivações podem levar as empresas a abrirem seu capital. As principais são: ascender ao mercado de capitais e financiar projetos de investimento; utilizar suas ações como forma de pagamento na aquisição de outras empresas; criar um referencial aberto de avaliação para o negócio; incentivar a profissionalização da gestão; fortalecer sua imagem no mercado, dentre outras. “A decisão de abrir o capital é mesclada de aspectos de avaliação subjetiva e objetiva, não existindo fórmula de decisão que sirva indiscriminadamente para qualquer empresa.” (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE, 2009, p.233).

Destacou-se nesse estudo, desde o sistema financeiro nacional na qual é a base para a funcionalidade da economia destacando seu órgão mais importante, para a regulação do mercado de capitais que é a Comissão de Valores Mobiliários. Verificando a história do mercado de capitais e sua funcionalidade atual. Estudando o ciclo de necessidade de capital das empresas que é caminho que leva à Abertura de Capital, e a estrutura de capital destacou-se a utilização do capital próprio, verificando o que são ações e debêntures. Neste âmbito, para tanto, se analisa a operação de IPO, o papel do banco de investimentos durante esse processo e os fundos de investimento na qual força a empresa a realizar esta nova etapa, além

verificar que precisam se adequar a excelentes níveis de governança corporativa para se manter no mercado, com boa visualização dos investidores e do mercado.

Além de um estudo de caso para melhor visualização de tudo que foi abordado, verificaram-se as principais etapas deste tipo de operação averiguando exatamente onde as peças se encaixam.

Para o desenvolvimento do trabalho foram utilizados os métodos dedutivos e indutivos em todos os capítulos. As técnicas de coleta de dados utilizadas foram a documental e bibliográfica na qual viabilizaram a confecção do Trabalho de Curso que também contou com a coleta de dados via Internet.

OBJETIVOS GERAIS

Investigar a operação de abertura de capital através de análises e estudos do mercado específico, refletindo os aspectos favoráveis e desfavoráveis deste procedimento, contribuindo, assim, para o esclarecimento e tomada de decisões para as organizações enquadráveis.

OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Analisar a estrutura e funcionamento do Sistema Financeiro Nacional;
- Especificar o papel da CVM – Comissão de Valores Mobiliários dentro do Sistema Financeiro Nacional como um órgão fiscalizador e controlador do Mercado de Capitais;
- Analisar a estrutura do mercado de capitais no Brasil;
- Estudar a importância da Governança Corporativa e a Relação com Investidores para empresas de capital aberto;
- Averiguar a operação de abertura de capital da Companhia Magazine Luiza.

DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

Segundo Cervo, Bervian e Silva. (2007), “problema é uma questão que envolve intrinsecamente uma dificuldade teórica ou prática, para qual se deve encontrar uma solução”.

A decisão para as organizações de abrir o capital muitas vezes é uma decisão estratégica que altera toda a gestão da organização principalmente a administrativa, financeira e hierarquicamente o seu controle.

Dessa forma, o procedimento de abertura de capital de uma organização costuma ser estruturalmente e culturalmente difícil, mas com o crescimento da organização muitas vezes é necessário realizar esse procedimento, pois a necessidade de recursos financeiros é grande e a forma tradicional de captação não atende a necessidade da empresa. Essa maneira de obter investimento por meio de emissões de ações, debêntures, entre outros valores mobiliários pode ser mais interessante do que as formas tradicionais oferecidas pelas instituições financeiras públicas e privadas.

Para se tornar uma empresa S/A de Capital Aberto que pode negociar suas ações e outros valores mobiliários na Bolsa de Valores, a empresa deve atender às exigências adicionais como uma obrigação permanente de uma companhia de capital aberto, podendo exigir novos conjuntos de competências da administração, controles de informação e mudanças em seus processos de negócios.

Dessa forma, o trabalho traz como problemática a questão: Ao realizar o IPO e se tornar uma empresa de Capital Aberto, como as empresas se adaptam às vantagens e desvantagens de ter o Capital Aberto?

No intuito de auxiliar o estudo e responder à questão formulada, considerando que as empresas em algum momento do seu ciclo de vida necessitarão abrir seu capital e realizar a subscrição de ações e debentures que efetivamente necessitam de uma gestão profissionalizada e transparente e que estas podem interferir no valor das ações no mercado e na visibilidade da empresa no mercado, identificaram-se as seguintes hipóteses:

- a) H1 – a operação de abertura de capital reflete mudanças na estrutura societária;
- b) H2 – o que a empresa busca no mercado de capitais e quais vantagens e desvantagens de se ter o capital aberto e captar recursos via mercado de capitais;
- c) H3 – a empresa se adapta aos níveis de governança corporativa com intuito de agregar valor aos acionistas após a abertura de capital.

JUSTIFICATIVA

À medida que as empresas se deparam com o seu ciclo de necessidade de recursos e mantendo um crescimento favorável diante sua posição dentro do mercado, a necessidade de buscar outras formas de captação de recursos, com o intuito de desenvolver novos projetos ou

até mesmo quitar dívidas acumuladas às empresas busca utilizar o mercado de capitais como um novo meio de captação de recursos por meio do capital próprio.

Diante a esta necessidade, as empresas fazem a abertura de seu capital na qual, por meio do IPO, oferece suas ações aos investidores interessados, na qual passa por diversas etapas e mudanças culturais e técnicas.

Enfim, a maioria das empresas não visualiza a abertura de capital como um benefício em longo prazo, pois há perdas dentro da estrutura societária na qual o atual dono ou controlador passa a perder posição societária e também por ter que cumprir normas da CVM na qual fica exposta ao público necessitando emitir seus balanços entre outros dados que fica exposta a concorrência também.

Desta maneira, ao realizar o estudo da empresa Magazine Luiza que passou a ter o Capital Aberto, podendo negociar suas ações no mercado de capitais, tendo à estratégia a captação de recursos financeiros dentro deste mercado específico. Assim, demonstrando com base na evolução financeira e estrutural dessas empresas junto à evolução dos valores de suas ações, após a abertura do seu capital.

O trabalho verifica com dados se esta nova etapa do ciclo de vida da empresa passa a ser benéfico na qual necessita se adaptar às vantagens e desvantagens de se ter o capital aberto. Acredita-se que esta monografia servirá como base para as empresas que buscam entender o porquê abrir seu capital e como é estruturada a operação de IPO.

METODOLOGIA

Trata-se de uma pesquisa do tipo exploratória, de acordo com Cerro, Bervian e Silva (2007, p. 63):

A pesquisa exploratória realiza descrições precisas da situação e quer descobrir as relações existentes entre seus elementos componentes. Esse tipo de pesquisa requer um planejamento bastante flexível para possibilitar a consideração dos mais diversos aspectos de um problema ou de uma situação. Recomenda a pesquisa exploratória quando há pouco conhecimento sobre o problema estudado.

Além de levantamentos bibliográficos, as pesquisas foram realizadas em sites da CVM, BM&FBOVESPA e artigos de relevância internacional, no qual as informações disponíveis são atualizadas diante ao cenário do mercado financeiro específico sobre a temática, apresentando dados históricos e leis presentes apenas na legislação do mercado específico.

O estudo de caso da Companhia Magazine Luiza foi consolidado por ter uma fonte de dados para o desenvolvimento deste trabalho disponível no site da Relação com Investidores (RI) da Companhia, pois a mesma realizou uma operação de IPO recentemente e esse caso é um exemplo do processo que os autores procuraram esclarecer neste trabalho, justificando a importância desta problemática.

CAPÍTULO 1 - O SISTEMA FINANCEIRO E A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

1.1 A Função e Estrutura do Sistema Financeiro Nacional

Uma das razões do sistema financeiro nacional, conforme pesquisa demonstra que a sua história é de cabível importância dentro do cenário econômico para as empresas de Capital Aberto, na qual visa propiciar a transações de recursos entre ofertadores e tomadores. “Não há no mundo uma atividade econômica tão potente, sofisticada e diversificada como a indústria que compra e vende dinheiro, riquezas, moedas, ativos financeiros e operações derivativas” (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE, 2009, p.34).

A estrutura do Sistema Financeiro Nacional é de relevante importância para manter a funcionalidade do mercado de capitais. Esse sistema é composto por diversas instituições que colaboram com o funcionamento da economia.

O Sistema Financeiro Nacional é formado por um conjunto de regras e instituições que buscam reunir poupadores e tomadores de recursos, de forma a permitir um fluxo de recursos necessários ao giro da economia. Esse sistema é formado por diversos participantes. Há instituições normativas e fiscalizadoras e os intermediadores financeiros, que agem junto ao público na busca de encontrar poupadores e tomadores de recursos (GALLAGHER, 2012, p.23).

O SFN é dividido em órgãos de regulação, auto-regulação e de fiscalização, na qual são subdivididos em Normativos, Supervisão e o Operativo. Os órgãos normativos e de supervisão são relacionados aos produtos no mercado financeiro de capitais, de previdência, de capitalização e seguros. E o operativo é relacionado ao prazo de consumo de Capital de Giro tendo a renda fixa como predominante. A figura 1 abaixo demonstra como é feita essa divisão.

Figura 1 - Estrutura do Sistema Financeiro Nacional



Fonte: Elaboração própria

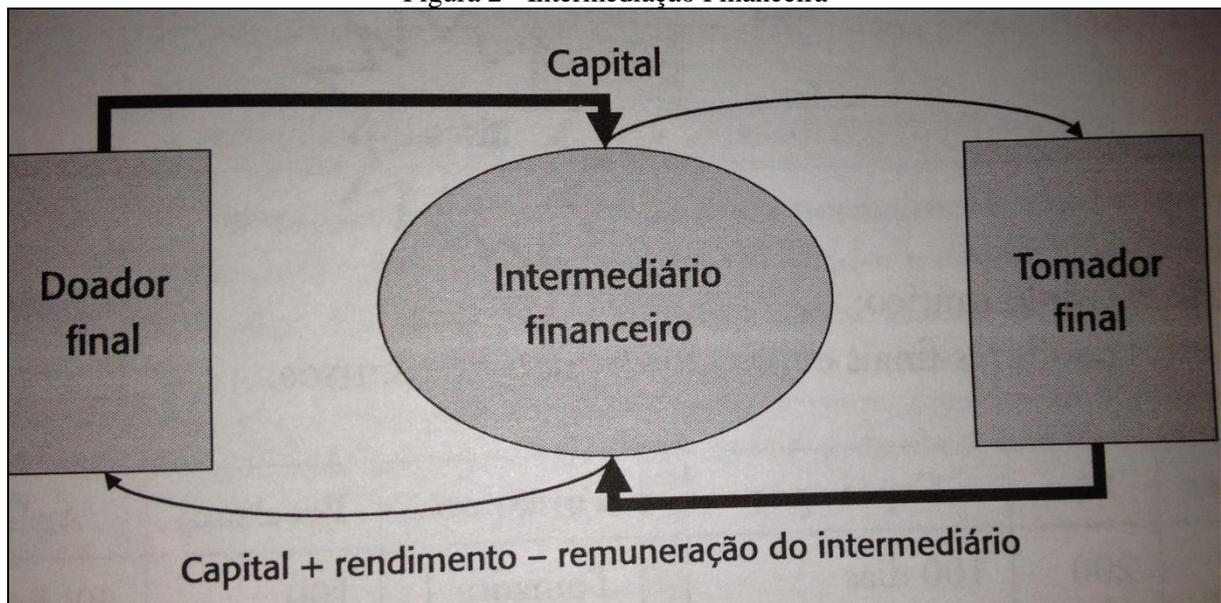
Os órgãos normativos são formados pelo Conselho Monetário Nacional – CMN, Conselho de Seguros Privados- CNSP e o Conselho de Gestão de Previdência Complementar – CGPC. As entidades supervisoras são formadas pelo BACEN, Comissão de Valores Mobiliários – CVM, Superintendência de Seguros Privados – SUSEP, Superintendência Nacional de Previdência Complementar - PREVIC. Os órgãos operadores são formados pelas instituições financeiras captadoras de depósitos à vista, intermediários financeiros e administradores de recursos de terceiros a Bolsa de Mercadorias e Futuros, Entidades abertas de previdência complementar, Sociedades de Capitalização, Sociedades seguradoras, Resseguradoras e entidades fechadas de previdência complementar (fundo de pensão).

Conforme Gallagher (2012), de acordo com o art.17 da Lei da Reforma Bancária nº4.595/1964:

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 aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros (GALLAGHER, 2012, p. 23).

O SFN é a base para a funcionalidade de toda operação econômica financeira do Brasil, por meio da intermediação financeira, na qual passa por constantes mudanças para manter a ordem econômica do país visando o desenvolvimento econômico. “A intermediação financeira é o conjunto de operações que possibilita a transferência de recursos financeiros dos ofertadores finais para os tomadores finais e cria condições para que os títulos e valores mobiliários tenham liquidez em mercado financeiro organizado” (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE, 2009, p.36).

Figura 2 - Intermediação Financeira



Fonte: CAVALCANTE, MISUMI E RUDGE, 2009p. 87.

A figura 2 acima se refere ao intermediário financeiro sendo facilitador organizado em instituições que aproximam as partes, estrutura os negócios entre elas, organiza os fluxos, emite títulos próprios quando necessário, compatibiliza prazos, criando, assim, condições para que os universos de doadores e tomadores sejam grandes o suficiente para gerar um mercado.

Do encontro entre essas unidades econômicas e das diferentes configurações de prazo, volume de recursos e forma de remuneração pela liquidez, surgem diversos segmentos de mercados tabela 1. (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE, 2009).

Tabela 1- Tipos de Mercados

Segmentos	Prazos	Fim	Tipo de Intermediação
Monetário	Curtíssimo	Controle da Liquidez Monetária da economia, suprimentos momentâneos de caixa	Bancário e não Bancário
Crédito	Curto, médio	Financiamento do consumo e capital de giro das empresas	Bancário e Não Bancário
Cambio	À vista, curto	Conversão de valores, em moedas estrangeiras e nacional	Bancário e auxiliar (corretoras)
Capitais	Médio, Longo	Financiamento de investimento de giro e especiais (habitação)	Não Bancário

Fonte: CAVALCANTE, MISUMI E RUDGE, 2009, p.87.

Os autores ressaltam a importância do SFN, para o bom funcionamento da economia do país, a fim de manter um fluxo econômico que sustente os mercados operados por todos os órgãos e instituições presentes na estrutura do SFN.

O próximo capítulo apresentará a Comissão de Valores Mobiliários - CVM, demonstrando a sua função como fiscalizadora do Mercado de Capitais Brasileiro.

1.2 A CVM – Comissão de Valores Mobiliários e o Fortalecimento do Mercado de Capitais

Todos os aspectos que envolvam operações financeiras ou não financeiras que são estruturadas no mercado de capitais e possuem alto risco, sendo realizadas por empresas de capital aberto ou por seus controladores, é papel da CVM supervisionar, desenvolver, regular e fiscalizar para que isto não traga problemas a alguma parte interessada.

Conforme os autores Cavalcante, Misumi e Rudge (2009) a CVM é uma entidade autárquica, vinculada ao ministério da fazenda, na qual é administrada por um presidente e quatro diretores nomeados pelo presidente da República e funciona como um órgão de deliberação colegiada de acordo com regimento interno aprovado pelo Ministério da Fazenda.

A CVM foi criada pela lei nº 6.385, de 07/12/1976, que lhe conferiu poderes para disciplinar e normatizar o mercado de capitais, tendo como principal objetivo o fortalecimento deste. Com a criação desta autarquia, pretendia-se proteger o pequeno investidor de fraudes e

práticas irregulares de negociação de valores mobiliários (PORTAL DO INVESTIDOR, 2014).

Além de regular o mercado de negociações de valores mobiliários (bolsa e balcão), a Comissão de Valores Mobiliários também define regras para as empresas de Capital Aberto, participantes do mercado de capitais, corretoras e distribuidoras de valores mobiliários, bancos de investimentos e outras instituições. A CVM, ainda, regula os fundos de investimento, que tem fundamental importância para o mercado de capitais e para o desenvolvimento das empresas (PORTAL DO INVESTIDOR, 2014).

É o órgão público responsável pela avaliação dos pedidos de abertura de capital ou da emissão de valores mobiliários no mercado de capitais, o funcionamento das corretoras de valores mobiliários e atuação dos analistas de valores mobiliários e agentes autônomos de investimento.

De acordo com Cavalcante, Misumi e Rudge (2009) a CVM tem poderes para examinar livros e documentos, exigir informações e esclarecimentos tanto a órgãos públicos ou empresas públicas, também obriga as companhias abertas a republicar demonstrativos financeiros com correções e apurar inquérito administrativo, atos legais e práticas de administrações de companhias abertas e de qualquer participante no mercado e também aplicar as penalidades previstas.

Toda distribuição pública realizada por empresas sendo emissões de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou qualquer outro valor mobiliário, essas operações devem ser registradas na CVM antes de ocorrerem a sua regularização e fiscalização que é feita através de relatórios, informações e dados técnicos enviados a CVM. Essas informações devem ser adequadas para o investidor não ser afetado pelas mesmas.

Infere Gallagher (2012, p.27):

As funções da CVM, são complexas, podendo ser resumida em: Assegurar o funcionamento eficiente e regular os mercados de Bolsa e de Balcão; Proteger os acionistas ou debenturistas de irregularidades de controladores das companhias abertas; Evitar ou coibir fraude por manipulação de preço de valores mobiliários; Assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários emitidos; Estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários; Promover e expandir o mercado acionário.

A CVM adota um sistema de autor-regulação para determinadas atividades no mercado de valores mobiliário buscando aumentar a eficiência regulatória, evitando a centralização excessiva do poder de editar norma e fiscalizar seu cumprimento.

O próximo capítulo é composto pela história, estrutura e funcionalidade do Mercado de Capitais no Brasil, na qual o principal foco é apresentar a importância deste mercado para as empresas de Capital Aberto e como estas empresas podem utilizá-lo junto às instituições de apoio para realizar a operação de abertura de capital e captar recursos financeiros.

CAPÍTULO 2 - O MERCADO DE CAPITAIS E A OPERAÇÃO ABERTURA DE CAPITAL

2.1 A História do Mercado de Capitais no Brasil

Com a busca de dados atualizados e sólidos, parte da história do mercado de capitais no Brasil foi embasada no site portal do investidor o qual é o site oficial da CVM.

A história do mercado de capitais se inicia em abril de 1964 quando uma reforma econômica nacional foi implantada, e com ela veio à edição de várias leis que reestruturavam o mercado financeiro nacional (PORTAL DO INVESTIDOR, 2014).

Fortuna (2005) afirma que essa reforma foi iniciada para que o sistema financeiro evoluísse para o estilo europeu, nos quais os bancos eram as principais peças do sistema financeiro.

Foi implantada a Lei da correção monetária, que veio criar a Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional (ORTN), lei da reforma bancária, que também veio criar o Conselho Monetário Nacional (CMN), o Banco Central (BACEN) e a lei de Mercado de Capitais.

Afirma Fortuna (2005) que o Conselho Monetário Nacional é o órgão normativo responsável pela implantação da política monetária, creditícia e cambial do país.

O BACEN, ainda é o órgão executivo do sistema financeiro, que tem a incumbência de fazer cumprir as normas expedidas pela CMN. Mas também por ser classificado como uma instituição financeira, o BACEN é obrigado cumprir as mesmas normas que fiscaliza (FORTUNA, 2005).

O mercado de capitais iniciou uma estrutura, e consecutivamente surgiram seus órgãos majoritários, que se firmaram como reguladores de seu funcionamento. Portanto foram criadas leis que modificaram o mercado acionário, reformulando a legislação da bolsa de valores, transformando corretores de fundos públicos em Sociedades Corretoras, fazendo com que se profissionalizassem.

Junto com a criação das leis, foi criada a diretoria do BACEN, que se denominava Diretoria de Mercado de Capitais, para regulamentar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, bolsa de valores, intermediários financeiros e companhias S.A, que hoje é de responsabilidade da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Fixou-se, portanto, como o órgão normativo de 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 (FORTUNA, 2005, p.22).

Com o objetivo de aumentar o número de investidores e alavancar recursos no mercado de capitais, visando o crescimento do mercado financeiro nacional, o governo começou a pensar em formas de ajudar os investidores, para assim, incentivar as empresas nacionais na captação de recursos por meio das operações de IPO nas quais muitas empresas foram incentivadas a abrir o capital.

Como incentivo foi iniciado o fundo 157, que era uma opção dos contribuintes de usar do imposto que devia para comprar quotas de fundos de ações de companhias S.A. logo de primeira houve um aumento considerável de novos investidores, que enxergaram nesse incentivo uma forma de alavancagem financeira. Houve assim um aumento da demanda de ações por parte dos investidores sem que houvesse o aumento das emissões por parte das empresas fortalecendo o cenário de IPO no Brasil. Esse acontecimento desencadeou o *boom* da bolsa do Rio de Janeiro na década 1970, que foram especulações que fizeram as ações subir. (PORTAL DO INVESTIDOR, 2014)

Esse movimento teve um impacto negativo momentâneo, mas notou-se uma recuperação das cotações, a partir de 1975, por conta de recursos (as reservas técnicas das seguradoras, os recursos do Fundo PIS/PASEP, adicionais do Fundo 157 e a criação das Sociedades de Investimento, na qual captavam recursos externos e aplicavam no mercado de ações), também pelos maiores investimentos por parte dos Fundos de Pensão.

Logo após do *boom*, houve um aumento na quantidade de companhias, abrindo seu capital e um volume grande de recursos captados pelas empresas através de ofertas públicas de ações, ocorrido na década de 1980.

Por conta dos mesmos incentivos fiscais criados pelo governo brasileiro para que investidores nacionais investissem no mercado de capitais, também houve um aumento dos investidores estrangeiros no mercado de capitais brasileiro e assim ocorreu o processo de internacionalização. As empresas nacionais não ficaram para trás e começaram também a listar suas ações no exterior, para capitalizar através do lançamento de valores mobiliários no estrangeiro. Devido ao maior contato com acionistas internacionais, houve uma sofisticação na relação das empresas brasileiras com seus acionistas, que hoje em dia é conhecido como Governança Corporativa, assim esses novos acionistas já eram acostumados a lidar com mercados mais avançados e sofisticados do que o brasileiro. (PORTAL DO INVESTIDOR, 2014)

Em 1976, foi introduzida a nova lei conhecida como: Lei das Sociedades Anônimas “[...] É aquela cujo capital divide-se em ações, e sua regulamentação encontra-se disposta na Lei 10.303, de 31\10\2001, conhecida como Nova lei das Sociedades Anônimas Que foi feita para modernização das regras das sociedades anônimas” (FORTUNA, 2005, p.612).

A Lei do Mercado de Capitais é aquela que estabelece normas e regulamentos básicos para a estruturação de um sistema de investimento destinado a apoiar o desenvolvimento nacional e atender à crescente demanda de crédito. Por meio desta lei veio à criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) destinada a regulamentar e desenvolver o mercado de capitais, fiscalizarem as Bolsa de Valores e as companhias abertas (FORTUNA, 2005).

Para que o mercado não continuasse sendo, de certa forma, desfragmentado, e continuasse perdendo espaço para outros mercados, o governo tomou iniciativas para assegurar que possa haver melhorias nas práticas de governança corporativa das empresas nacionais, essas iniciativas foram feitas juntamente com a BOVESPA (PORTAL DO INVESTIDOR, 2014).

Foi criado o novo mercado, iniciativa em criar uma espécie de “listagem especial de ações” de companhias que se comprometeram voluntariamente a aderir a boa governança corporativa, para a proteção dos acionistas minoritários, devido à valorização do mercado e a liquidez das ações é afetada de forma negativa ou positiva, de acordo com o nível de segurança, qualidade e quantidade de informações dadas pelas empresas aos acionistas (PORTAL DO INVESTIDOR, 2014).

Desde que essas iniciativas foram tomadas e a proteção aos investidores começou a ser maior, o mercado de capitais brasileiro vem em uma crescente evolução, ainda não atingindo seu ápice de funcionalidade, mas começando a se comparar com grandes mercados como o norte americano e o europeu.

2.2 O Mercado de Capitais e a Busca de Recursos Financeiros pela Empresa

O Mercado de Capitais no Brasil passa por uma fase de alta no momento, muitas empresas estão abrindo o capital, lançando ações e debêntures no mercado, sendo este ambiente onde se faz possível a negociação de títulos que as empresas disponibilizam aos investidores.

As operações realizadas no mercado de capitais são na maioria de longo prazo, e uma dessas operações é utilizada para a compra de participações em ações de empresas podendo ser realizadas por pessoas físicas ou jurídicas. Os principais títulos negociados no mercado de capitais são: ações, debêntures conversíveis, bônus de subscrição, entre outros. Cabe ressaltar que as operações realizadas no mercado de capitais e por seus participantes são reguladas e fiscalizadas pela CVM.

O Mercado de Capitais é formado por sociedades corretoras, que são instituições típicas do mercado acionário, que operam com compra, venda e distribuição de títulos e valores mobiliários; bolsa de valores e demais instituições financeiras autorizadas (MELLAGI FILHO, 1995).

Figura 3 - Estrutura das entidades operantes no Mercado de Capitais



Fonte: Elaboração Própria

Verificando a estrutura do mercado de capitais na figura 3 cabe ressaltar a função de cada uma das entidades acima conforme referencial retirado de Gallagher (2012).

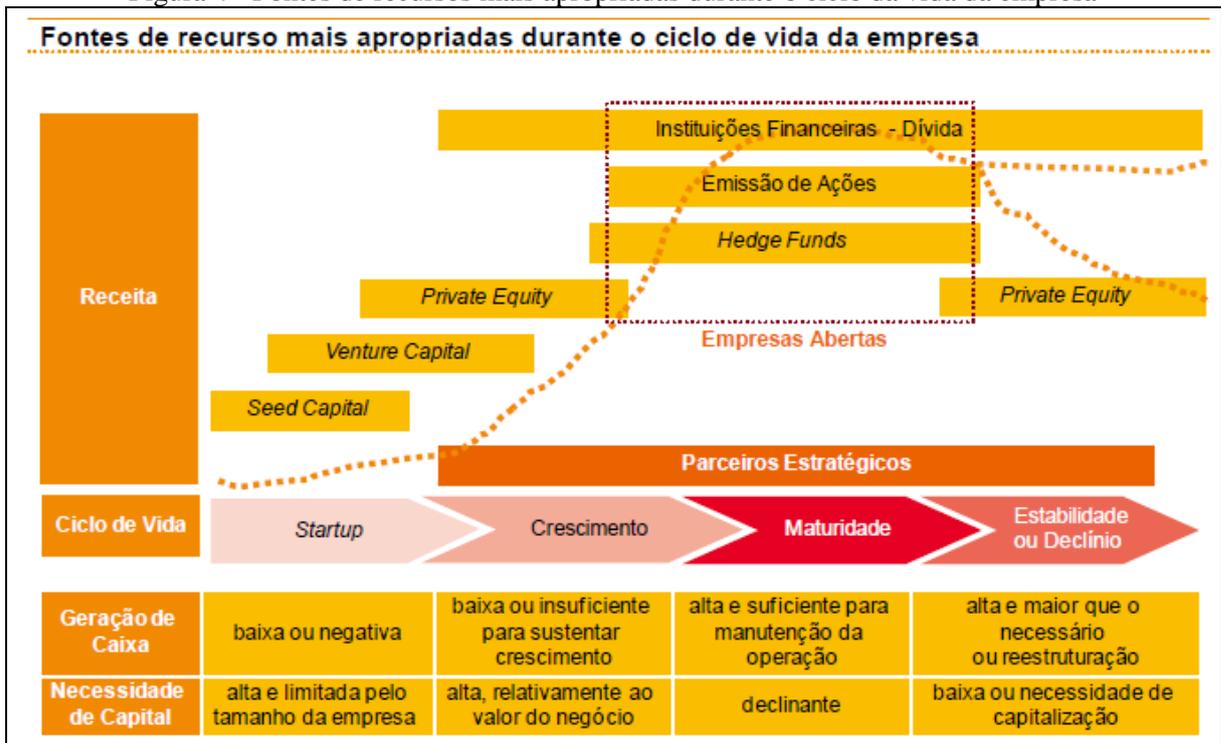
- Emissores: São todas as empresas que emitiram algum título para a captação de recursos e que são negociados em bolsa.
- Clearing Houses – Empresa de Liquidação e Custódia: Sociedade anônima que tem como objetivo a prestação de serviços de compensação e liquidação física e financeira de operações realizadas nos mercados à vista e a prazo da

BM&FBOVESPA e de outros mercados, bem como operacionalização dos sistemas de custódia de títulos e valores mobiliários em geral.

- Bolsa de Valores: É uma identidade distinta dentro do setor de serviços financeiros, por meio delas funcionam os mercados de renda variável e derivativos. Além de propiciar liquidez para estes títulos, a Bolsa de valores tem outro papel, tão importante quanto o anterior, que é o de promover a transparência nas transações destes títulos, de modo que o valor das empresas não sofra distorções toda vez que os seus títulos forem negociados.
- Sociedades Corretoras: São as instituições que efetuam principalmente a intermediação financeira nas Bolsas de Valores, promovem a aproximação entre compradores e vendedores de títulos e valores mobiliários, proporcionando negociabilidade adequada.

Cabe ressaltar que as empresas de capital aberto atuantes dentro do mercado de capitais na qual utiliza esse mercado como uma forma estratégica para captar recursos financeiros, estando constantemente ligada ao crescimento da empresa e ao ciclo de vida da mesma. O mercado de capitais pode adequar algumas vantagens e desvantagens sobre os meios tradicionais de captação de recursos financeiros, oferecidos pelas instituições financeiras comuns, pode-se verificar esse ciclo na figura 4 abaixo.

Figura 4 - Fontes de recursos mais apropriadas durante o ciclo da vida da empresa

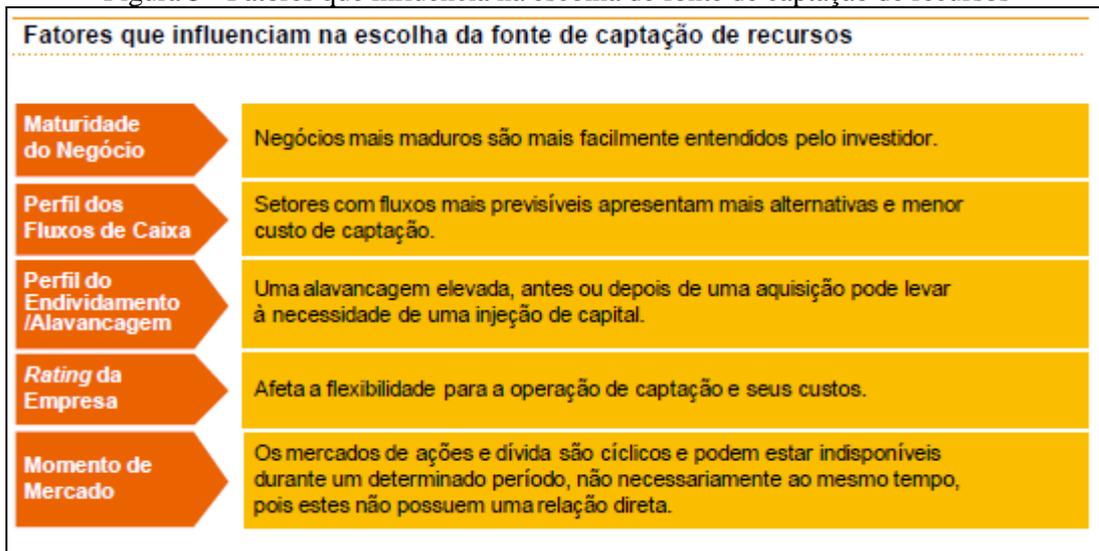


Fonte: BM&FBOVESPA e PWC, 2011.

Toda empresa possui um ciclo de necessidade de capital. Com o crescimento da empresa os meios de captação de recursos se tornam cada vez mais complexos, que de alguma maneira leva a empresa buscar esses recursos no mercado de capitais. Nessa fase, é necessário pesar os benefícios e os custos de abrir o capital, além de avaliar se o perfil e a cultura da empresa são adequados para se tornar uma empresa listada em bolsa (BM&FBOVESPA e PWC, 2011).

Há um conjunto de etapas a serem percorridas durante e após o processo de decisão sobre abertura de capital, a tomada de decisão da empresa referente à fonte de captação deste recurso é influenciada pelo ciclo em que a empresa se encontra, na figura 5 abaixo consta alguns destes fatores.

Figura 5 - Fatores que influencia na escolha de fonte de captação de recursos



Fonte: BM&FBOVESPA e PWC, 2011.

De acordo com a figura acima se observou alguns fatores que influenciam na escolha da fonte de captação de recursos, sendo assim existem diversos meios e etapas que as empresas irão recorrer para saber qual o melhor meio de captação.

A busca no mercado de capitais é uma grande jornada levando a empresa abrir o capital necessitando se adequar às vantagens e desvantagens de ser uma companhia aberta.

Nessa fase, é necessário pesar os benefícios e os custos de abrir o capital, além de avaliar se o perfil e a cultura da empresa são adequados para que a mesma se torne uma empresa listada em bolsa, a mera necessidade de capital não significa que a abertura de capital seja a opção correta da empresa (BM&FBOVESPA; PWC, 2011).

Conforme dados constituídos no artigo sobre abertura de capital da (BM&FBOVESPA; PWC, 2011).

Se uma empresa tem um projeto que busca expandir seus negócios ou pretende consolidar seu mercado de atuação através de aquisição, talvez possa considerar algumas das alternativas comuns no mercado financeiro como financiamento, junto a bancos comerciais e ou de fomento ou emissão de títulos de dívida.

Nessas modalidades de financiamentos, as empresas podem estar isentas do cumprimento de determinadas regras de divulgação de informações e conceder novos direitos aos acionistas, visto que os participantes serão credores da empresa que exigirão garantias reais e não serão sócios no negócio (BM&FBOVESPA; PWC, 2011).

Cabe ressaltar a importância do Mercado de Capitais, na qual todas as instituições têm a finalidade de distribuir, administrar valores mobiliários e todo título, o que é

considerado um valor mobiliário e está sujeito a regras e sofre fiscalização da CVM. As empresas de capital aberto são totalmente atuantes dentro deste mercado buscando a cada etapa de seu ciclo de vida uma opção de captação de recurso dentro deste mercado específico.

2.3 A Bolsa de Valores (Histórico e Funções) e sua Importância para as Empresas de Capital Aberto

A BM&FBOVESPA tem a função de administrar mercados organizados de títulos, valores mobiliários e contratos derivativos, e também presta serviços de registro, compensação e liquidação, sua principal atuação é garantir a liquidação financeira das operações realizadas no mercado de capitais.

São negociados na BM&FBOVESPA: ações, títulos e contratos referenciados em ativos financeiros, índices, taxas, mercadorias e moedas na modalidade à vista e de liquidação futura (GALLAGHER, 2012).

O objetivo da Bolsa de Valores é aumentar a liquidez das ações de seus emissores e trazer maior acesso ao capital das empresas para os investidores em geral. As empresas, por meio da bolsa de valores, conseguem os recursos para financiar os projetos de investimentos usufruindo dos valores mobiliários.

De acordo com Soares, Lopes e Ritter (1980, p.111) sua origem é bastante remota. Para alguns, ela tem origem nos *emporium* gregos, para outros nos *collegium mercatorum* dos romanos. Durante a Idade Média, as operações da bolsa eram apenas compra e venda de moedas e metais preciosos. Mas eram limitadas pela dificuldade de comunicação, escassez de capitais e ausência de crédito.

O nome Bolsa vem de uma homenagem a um belga chamado Van der Burse, que sediava assembleias em sua casa, cuja porta tinha um símbolo de três bolsas.

A primeira instituição denominada por bolsa foi implantada na Inglaterra na cidade de Londres, fixada por Napoleão I cujo nome era “Bolsas de Fundos Públicos de Londres”.

O auge de ascensão das bolsas de valores na Europa ocorreu no século XVIII quando as exigências de crédito obrigaram os banqueiros a tornar em frações empréstimos em títulos de participação. Assim houve a expansão das sociedades por ações, agrupando mais os capitais em grandes grupos.

No Brasil o desenvolvimento da bolsa aconteceu juntamente com o desenvolvimento da estrutura financeira do país, onde os dois principais tipos de instituições financeiras eram as Bolsas de Valores e Bancos Comerciais.

Assim, o sistema financeiro foi se desmembrado, surgindo diferentes instituições especializadas em diferentes tipos de crédito.

Ainda com base nas informações de Soares; Lopes e Ritter (1980, p.112) outro marco importante na história da bolsa aconteceu em 1877 quando foi decretada a cotação de títulos em Pregão e também regulamentada por lei.

E, assim, em 1878, que houve um aumento na confiança do mercado, provocando um aumento surpreendente nas transações de mais de 530% e outro aumento de 100% nas companhias que tinham ações na bolsa.

De acordo com Soares; Lopes e Ritter (1980, p.112) em outros tempos a estrutura física da bolsa de valores era o coração do mercado de títulos e ações, por não haver outros meios de negociação ou de acompanhar o mercado, mas isso mudou com a tecnologia. Novos métodos de se acompanhar cotações foram implantados, e até o pregão eletrônico para que se achasse a negociação online foi propagado, portanto ela vem se tornando cada dia mais prática rápida e acessível.

A importância da bolsa de valores para as empresas de capital aberto é ser o intermediário principal de toda operação realizada com ações, debêntures entre outros valores mobiliários. A bolsa de valores tem alguns objetivos, como trazer para as companhias:

- A) Maior Acesso a Capital: Uma das motivações mais comuns é o acesso a recursos para financiar projetos de investimentos (BM&FBOVESPA, 2014).
- B) Liquidez Patrimonial: Os empreendedores ou sócios podem transformar parte das ações em dinheiro, vendendo algumas delas ao abrir o capital ou, no futuro, negociando na Bolsa (BM&FBOVESPA, 2014).
- C) Ações como Pagamentos em Aquisições: Uma alternativa de crescimento a ser considerada pelas empresas é a realização de aquisições. Como as aquisições podem consumir uma grande quantidade de recursos que podem não estar disponíveis em caixa, empresas de capital aberto são beneficiadas pela alternativa de realizar aquisições pagas com suas ações, sem precisar descapitalizar a empresa (BM&FBOVESPA, 2014).
- D) Referencial de Avaliação do Negócio: Ao abrir capital a empresa passará a ser avaliada constantemente pelos investidores. A cotação de suas ações no mercado acionário é um indicador do seu valor, pois significa um equilíbrio entre as

percepções de muitos investidores, refletindo as expectativas a respeito do futuro da companhia (BM&FBOVESPA, 2014).

- E) **Melhora da Imagem Institucional:** Uma grande vantagem da companhia de capital aberto em relação às demais é que ela tem muito mais projeção e reconhecimento de todos os públicos com os quais se relaciona. Isso acontece porque ela passa a ganhar visibilidade, ser regularmente mencionada na mídia e acompanhada pela comunidade financeira (BM&FBOVESPA, 2014).

2.4 A Importância da Estrutura de Capital da Empresa

A estrutura de capital das empresas é uma das formas para entender a operação de Abertura de capital. A estrutura de capital é uma das áreas mais complexas da tomada de decisão financeira, pois envolve variáveis de decisão e finanças.

Ross; Westerfield e Jaffe (2002, p.318) inferem:

Em geral, uma empresa pode escolher entre muitas alternativas de estrutura de capital. Pode usar uma grande quantidade de terceiros, ou pode usar pouco capital de terceiros. Pode emitir ações preferenciais com taxas de dividendos flutuantes, *warrants*, obrigações conversíveis, *caps* e *callars*.

Os tipos de capital, são os apresentados do lado direito do balanço patrimonial da empresa, à exceção do passivo circulante, constituem fontes permanentes de capital. O balanço patrimonial simplificado abaixo ilustra a composição básica do capital total em seus dois elementos, capital de terceiros e capital próprio (GITMAN, 2010).

Figura 6 - Estrutura de capital

Balanço Patrimonial			
Ativo	Passivo Circulante	} Capital de Terceiros	} Capital Total
	Divida de Longo Prazo		
	Patrimônio Líquido	} Capital Próprio	
	Ações Preferenciais		
	Capital de Acionistas Ordinários		
	Ações Ordinárias		
	Lucros Retidos		

Fonte: Gitman, 2010, p. 482

Na figura 6 acima se verifica a estrutura de capital que se refere aos recursos de longo prazo de uma empresa.

O Capital de Terceiro (ou dívida) abrange todo endividamento de longo prazo incorrido, inclusive as obrigações. Já o Capital Próprio (ou patrimônio líquido) consiste dos fundos de longo prazo fornecidos pelos proprietários da empresa, os acionistas.

A empresa pode obter Capital Próprio internamente, retendo lucros em vez de distribuí-los sob forma de dividendos aos acionistas, ou externamente, vendendo ações ordinárias ou preferenciais (GITMAN, 2010).

Tabela 2 - Principais diferenças entre capital de terceiros e capital próprio

Principais diferenças entre capital de terceiros e capital próprio		
Característica	Capital de Terceiros	Capital próprio
Influência nas decisões da administração	Não	Sim
Direito sobre resultados e ativos	Preferencial em relação ao Capital Próprio	Subordinado ao Capital de Terceiros
Prazo de Vencimento	Determinado	Indeterminado
Tratamento Fiscal	Dedução de Juros	Não há dedução

Fonte: Gitman, 2010, p. 287.

O autor ressalta que quando as decisões são tomadas equivocadamente da estrutura de capital, essas decisões podem resultar em um custo de capital elevado, reduzindo, assim, o VPL¹ dos projetos e fazendo com que muitos desses projetos sejam inaceitáveis. Decisões eficazes quanto à estrutura de capital podem reduzir o custo de capital, resultando em VPLs maiores e mais projetos aceitáveis, e, com isso, aumentar o valor da empresa (GITMAN, 2010).

A empresa busca aperfeiçoar o custo do capital próprio, utilizando a abertura de capital como uma forma de capitalização, desta maneira, podendo reduzir a fonte de financiamentos em capital de terceiros, “O risco do negócio recomenda que se faça um balanceamento entre operações de financiamento (recursos de terceiros) e operações de capitalização (com recursos próprios)” (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE, 2009, p.230).

A empresa pode, assim, manter sua estrutura de capitais sólida, equacionando o balanceamento ideal entre endividamento e capitalização, atribuindo que o IPO é uma

¹ É uma técnica de orçamento de capital que é calculado subtraindo o investimento inicial do valor presente das entradas de caixa do projeto, sendo estas descontadas a taxa de custo de capital da empresa. (GITMAN, 2010, p.369)

iniciativa da empresa para levantar dinheiro através da venda de uma parte de seu patrimônio a novos sócios.

2.5 Ações

As ações são títulos de renda variável, emitidos por sociedades anônimas – S.A podendo ser de capital aberto ou capital fechado, representam a menor fração do capital social da empresa emitente. As ações são conversíveis em dinheiro, pois possuem alta liquidez e pode ser vendida e comprada a qualquer tempo pela negociação em bolsas de valores ou no mercado de balcão.

Ações são títulos que representam frações do capital de uma empresa. Nesse caso, diz-se que a empresa é uma “sociedade por ações”. Por sua vez sociedades por ações, regulamentadas pela lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, podem ser abertas, quando se registram como tais junto a Comissão de Valores Mobiliários (e essas empresas eram em número de 1.010 em agosto de 1987), obrigando-se então ao fornecimento de informações sociais, econômicas e financeiras exigidas (SANVICENTE, 1996, p.52).

Os tipos de ações existentes são as Ações Ordinárias e Ações Preferenciais:

As Ações Ordinárias – ON: “Por definição, ação ordinária é aquela que confere ao seu titular o direito de voto na assembleia de acionista e, portanto de determinar o destino da empresa” (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE, 2009, p.112).

Já as Ações Preferenciais – PN: Por definição se caracteriza por conferir a seu proprietário determinadas vantagens patrimoniais em relação às ações ordinárias, em troca da renúncia a outros direitos como o direito de votar nas assembleias gerais da companhia. Para o acionista preferencial, o lucro é mais importante que o controle, ou seja, esse acionista prioriza a distribuição dos resultados, reembolso de capital e acumulação de situações anteriores. As companhias podem optar por ter diferentes classes de ações preferenciais, nesses casos, o estatuto social descreverá as classes (A, B etc.) e mencionará os direitos e as obrigações relativos a cada classe, sendo algum desses direitos o recibo de dividendos, bonificação, direitos a outras ações entre outros (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE, 2009).

Nas companhias abertas, a autoridade maior é a assembleia geral dos acionistas, é na assembleia de acionistas que são votados assuntos referentes à atividade da companhia, contas patrimoniais, destino dos lucros, eleição dos diretores, e alterações estatutárias do interesse da companhia. (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE, 2009, p.112).

Ao subscrever ações de uma companhia, o acionista transfere parcela de seu patrimônio para a empresa. A partir de então, o acionista pode exercer direitos específicos que constam de norma legal e do estatuto da companhia (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE, 2009).

De acordo com os autores, ações passam a ser emitidas no estágio em que os recursos de terceiros já não estão sendo o melhor caminho para a empresa, posteriormente a esta situação, a empresa se adere a formar seu capital social dividido em ações, se transformando em uma Sociedade Anônima, na qual as ações podem ter suas diferenças de acordo com a nomenclatura podendo ser Ordinária ou Preferencial que de acordo com o estatuto da companhia cada ação possui um benefício ao investidor.

2.6 Debêntures

Debêntures são títulos de crédito de longo prazo emitidos por sociedades anônimas de capital aberto, assim como ações negociadas na bolsa de valor, sua finalidade é captar recursos para financiar os projetos de investimento ou saldar dívidas (MARQUES; SEVALLI, 2007).

As companhias que estão estudando a abertura de capital, muitas vezes optam por realizar a abertura de capital por meio da oferta primária de debêntures na qual é a primeira emissão de debêntures no mercado.

A companhia que se financia através de debêntures utiliza-se de um título versátil, que lhe permite otimizar seu perfil de endividamento, em função dos prazos de emissão e da capacidade de amortização gradual do saldo devedor. Valendo-se uma emissão de debêntures, a companhia consegue satisfazer, de maneira econômica, suas necessidades e financeiras, e evitar recorrer ao mercado em operações de curto prazo geralmente mais cara. Ela permite maximizar a qualidade do fluxo de caixa da companhia, adaptando-o ao objetivo do financiamento e às condições de mercado, quando da emissão. (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE, 2009, p.130)

Marques e Sevalli (2007, p.35) apontam que as debêntures podem ser simples ou conversíveis em ações. A colocação de uma debênture em mercado pode ser direta ou por oferta pública.

- **Direta:** Feita diretamente a um comprador ou grupo de compradores, geralmente instituições financeiras ou fundo de pensões. Usualmente é feita por companhias de capital fechado e, nesse caso, como não há mercado secundário organizado, as taxas de juros tendem a ser mais altas.

- **Oferta pública:** Tem mercado secundário. Dependendo das alternativas, são colocados com descontos (abaixo do valor nominal) ou com prêmio (acima do valor nominal).

Os acionistas geralmente têm preferência para compra no lançamento de debêntures, em especial nas conversíveis em ações. Os debenturistas reúnem-se em assembleia, nomeiam um agente fiduciário² e podem impedir a mudança de objeto social da companhia, a criação de ações preferenciais ou a modificação das vantagens atribuídas às preferências existentes, se disso resultar prejuízo para as ações que serão objeto de conversão. (CAVALCANTE, MISUMI, RUDGE, 2009, p.130)

Podemos verificar que o alvo de interesse das empresas pela abertura de capital pode ser a emissão de ações ou debêntures, na qual oferecem suas vantagens e desvantagens para a companhia, podendo ser simplificado na tabela 3 abaixo.

Tabela 3 - A Diferença entre Ações e Debêntures

Ações	Debêntures Simples ou Conversíveis em ações
Não tem prazo para resgate	Tem prazo para resgate ou conversão em ações (longo prazo)
Representam menor fração do capital da empresa emitente	Representam empréstimos tomados no mercado
Renda Variável	
Geram benefícios aos acionistas	Rendem juros, além das atualizações monetárias

Fonte: Elaboração Própria

A diferença entre ações e debêntures é que se o indivíduo possui uma ação, ele tem parte da empresa, participações no crescimento, sofrem quedas no seu retorno de acordo com as oscilações da empresa emitente, se possuir uma debênture o sujeito empresta dinheiro a empresa.

2.7 Dividendos

Após a empresa realizar a abertura de seu capital e ter ações em circulação no mercado, os acionistas esperam um retorno sobre o investimento por ter realizado a compra dessas ações. Os dividendos é a forma de distribuir este retorno, na qual representam um fluxo de caixa para os acionistas, e fornecem informações sobre o desempenho atual e futuro da empresa (GITMAN, 2010).

² O agente fiduciário é o nomeado a função de escritura de emissão de debêntures.

O termo dividendo geralmente se refere a uma distribuição de lucro em dinheiro. Sendo feita uma distribuição com outras fontes que não seja lucros correntes ou lucros retidos acumulados, será usada a palavra distribuição em lugar de dividendo. Entretanto é aceitável dizer que uma distribuição de lucros é um dividendo e uma distribuição de capital é um dividendo de liquidação (ROSS, WESTERFIELD, JAFFE 2002, p. 399).

O dividendo geralmente é distribuído no fim do exercício social, que pode variar entre mensal, bimestral, trimestral, semestral e anual. Desde que sejam seguidos os parâmetros de lei que determina que pelo menos 25% dos lucros deve ser distribuído aos acionistas, e todos sejam remunerados de acordo com sua participação na empresa, a proporção a ser distribuída acima disso é dependente da política de dividendos da empresa (FORTUNA, 1997).

Caso a companhia apresente prejuízo do capital social, a não ser que essa vantagem tenha sido expressamente assegurada companhia os dividendos não podem ser distribuídos (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE, 2009).

É importante que as empresas não sacrifiquem boas decisões de investimento e financiamento em nome de uma política de dividendos de importância questionável (GITMAN, 2010).

Caso a empresa durante o tempo apresente prejuízo, a distribuição de dividendos não existirá, fazendo com que os acionistas percam o interesse de manter as ações em carteira, e, assim, vendendo as ações, o que pode levar à queda nos preços e má avaliação dos investidores. Os dividendos podem ser considerados a porta para novos acionistas, na qual as empresas boas pagadoras de dividendos possuem uma boa visibilidade dos investidores do mercado.

2.8 A Abertura de Capital e a Operação de “IPO” (*Initial Public Offering*)

O mercado considera que a abertura de capital ocorre com o lançamento de ações ao público específico para negociação em bolsa ou em mercado de balcão organizado. 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 brasileiros em adquirir instrumentos de renda fixa, tendo em vista as taxas de juros vigentes no país e o risco de crédito dos emissores.

A abertura de capital é realizada por Sociedades Anônimas S.A, que de acordo com Marques e Servalli (2007), é um modelo jurídico que visa permitir a operacionalização de

uma companhia sem maiores responsabilidades para seus sócios do que o capital investido, na qual possui algumas características assim:

- a) Existência autônoma, com personalidade jurídica e patrimônios distintos;
- b) Responsabilidade de seus sócios limitada ao aporte de capital;
- c) Capital dividido em ações de livre transferência;

De acordo com a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.A's nº 6404/76) a companhia é aberta ou fechada conforme valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

- Capital Aberto: Registrada na CVM e, portanto autorizada a distribuidor valores mobiliários de sua emissão de junto ao público, admitidos à negociação em bolsa ou no mercado de balcão.
- Capital Fechado: Sem registro junto a CVM; os títulos de sua emissão só podem ser objetos de transações dos objetos de transações privadas.

O primeiro procedimento para a empresa abrir o capital é entrar com o pedido de registro de companhia aberta na CVM, que é o órgão regulador e fiscalizador do mercado de capitais brasileiro. É comum que, junto com esse pedido, as empresas solicitem à CVM a autorização para realizar venda de ações ao público, tecnicamente conhecida como distribuição pública de ações esta operação é realizada por bancos de investimentos. Por ser a primeira colocação pública de ações da companhia, é chamada de Oferta Pública Inicial, em português, ou IPO (*Initial Public Offering*). (PWC/BM&FBOVESPA, 2011).

Há dois tipos de oferta pública: a oferta geral à vista e a oferta de direitos. Ofertas à vista envolvem vendas a todos investidores interessados, e as ofertas de direitos são feitas aos acionistas já existentes. Ações geralmente são vendidas mediante a oferta à vista e também as ofertas de direitos (ROSS, WESTERFIELD, JAFFE 1995, p403)

A decisão de abrir o capital envolve tanto aspectos técnicos quanto subjetivos, os aspectos técnicos envolvem os cálculos de viabilidade de projetos, taxas de retorno, fontes de financiamento, custos, disponibilidade de recursos, preço de emissão, entre outros.

Já os subjetivos, são os ligados à cultura empresarial, ou seja, a disposição dos acionistas controladores em assumir riscos, prestar informações ao público, aceitar a presença de novos acionistas, respeitarem os direitos dos acionistas minoritários, entre outros.

Exige-se toda uma estrutura porque todos os documentos societários e financeiros precisam estar sempre disponíveis ao mercado e aos investidores. Isso tem um custo elevado, visto todo aparato técnico, jurídico, contábil e financeiro envolvido no processo (KUWABARA, 2008, p. 100).

A figura 7 a seguir demonstra os prós e contras conforme a abertura de capital irá proporcionar para a empresa.

Figura 7 - A Diferença entre Ações e Debêntures

Prós e Contras com a Abertura de Capital	
<p>Prós</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Aumento no caixa no caso de uma emissão primária e/ou liquidez para os sócios em uma colocação secundária. ▪ Criação de uma moeda de troca na aquisição ou incorporação de outra empresa. ▪ Aumento da visibilidade, possibilitando eventuais fusões, aquisições ou incorporações. ▪ Diversificação das fontes de financiamento (inclusive otimizando o perfil de dívida/patrimônio) possibilitando efetuar estratégias de crescimento. ▪ Possibilidade de remuneração diferenciada da equipe através de opções de compra de ações da empresa, com o objetivo de retenção. 	<p>Contras</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Custos relevantes relacionados à abertura de capital e à manutenção de Companhia Aberta. ▪ Aumento nas despesas recorrentes e custos de <i>compliance</i>. ▪ Necessidade de estabelecimento de uma estrutura de Relações com Investidores. ▪ Necessidade de atendimento a normas específicas relacionadas à divulgação de informações, inclusive fatos relevantes que possam afetar a precificação da ação. ▪ Caminho sem volta: fechar o capital de uma empresa pública é difícil e custoso. ▪ Menos flexibilidade no processo decisório e pressão por desempenho. ▪ Restrições à negociação com ações por detentores de informações privilegiadas. ▪ Vulnerabilidade a tentativas de oferta hostis.

Fonte: PWC e BMF&Bovespa, 2011

Cabe ressaltar que uma empresa que faz esse tipo de operação é obrigada a cumprir diversas normas legais federais e as exigências da CVM.

Segundo Kuwabara (2008, p.38):

Muito se sabe das vantagens de se capitalizar através do mercado de capitais e de crescer em escala. Entretanto, o problema das guerras entre acionistas parece ser um fator absolutamente imprevisível e incontrolável, que em muito aumenta as dificuldades para manter a empresa.

A instrução da CVM que regula a abertura de capital é a 202. Chama-se registro de Companhia Aberta porque a empresa S.A. precisa obter uma autorização da CVM para emitir títulos publicamente (KUWABARA, 2008).

A Oferta Pública de Títulos é uma operação unicamente autorizada aos bancos de investimentos e outras instituições que participam da distribuição de valores mobiliários, essas operações de subscrição se dividem em dois mercados: mercado primário e mercado secundário, e tem o objetivo de fazer uma intermediação de ações, debêntures e outros valores mobiliários, sendo para investimento ou revenda recebendo assim uma comissão pelos serviços que prestou de forma proporcional ao lançamento (FORTUNA, 2005).

É considerado mercado primário, quando a própria empresa emite títulos ofertados ao público por meio de um consórcio de instituições organizadas por uma instituição líder que tem como característica ser a primeira vez que esses títulos específicos entram no mercado. Em relação à emissão de ações, a característica está na abertura de seu capital no mercado de ações. (FORTUNA, 2005).

É considerado mercado secundário, quando é a instituição líder que organiza um consórcio de instituições, e ela é contratada para colocar debêntures e ações emitidas anteriormente e que pertencem a alguma pessoa física ou jurídica de relevante porte acionário. (FORTUNA, 2005).

A oferta pública inicial é a etapa em que a empresa abre seu capital para os investidores. É a maneira de se conseguir recursos financeiros por meio da venda de suas ações, as etapas de abertura de capital e são controladas e fiscalizadas por órgãos públicos de relevância nacional (CVM) e internacional (SEC) na qual está operação se torna complexa e onerosa, mas possuem benefícios em longo prazo apenas alcançados com este tipo de operação.

2.9 O Papel dos Bancos de Investimentos da Operação de Subscrição de Ações Durante a Abertura de Capital

Diante as dificuldades e complexidade de se realizar a abertura de capital, as empresas se deparam com diversos cenários operacionais durante o procedimento de emissão de ações, o banco de investimento se torna aliado junto a empresas S/A auxiliando-as nas operações de emissão, gestão e captação de investidores interessados em realizar o aporte.

Os bancos de investimentos são instituições financeiras privadas, constituídas sob a forma de sociedade anônima, e voltadas para operações de participações societárias de caráter temporário, de financiamento da atividade produtiva para suprimento de capital fixo e de giro e administração de recursos de terceiros (GALLAGHER, 2012, p. 32).

Bancos de investimento não possuem contas-correntes e captam recursos via depósitos a prazo, repasses de recursos externos, internos são remunerados pela administração e venda de cotas de fundo de investimento. As principais operações ativas são financiamento de capital de giro e capital fixo, subscrição ou aquisição de títulos e valores mobiliários, depósitos interfinanceiros e repasses de empréstimos externos (GALLAGHER, 2012).

Segundo Gitman (2010) a maioria das ofertas pública é feita com assistência de um banco de investimento. Trata-se de um intermediário financeiro como o *Morgan Stanley* ou o *Goldman Sachs*.

Bancos de investimento são especializados na venda e emissão de títulos e na assessoria a empresas em relação a grandes transações financeiras. A principal atividade dos bancos de investimento é a Subscrição ou Underwriting. O processo envolve comprar a emissão da empresa emitente a um preço estabelecido de comum acordo e arcar com o risco da revenda com lucro ao público. O Banco de investimento também presta à emitente assessoria a respeito do nível do preço e outros aspectos importantes da emissão (GITMAN, 2010, p 292).

Cavalcante; Misumi e Rudge (2009, p.234) inferem:

Underwriting significa subscrição, emitir ações para captar novos recursos junto a acionista. Uma companhia seleciona e contrata um intermediário financeiro, que será responsável pela colocação de uma subscrição pública de ações ou obrigações no mercado. A operação é realizada por uma instituição isoladamente ou organizada em consórcio.

Durante a operação de IPO, os bancos de investimento optam pela redução de risco durante a emissão, existem alguns métodos de emissão, sendo os dois métodos básicos: o compromisso firme e melhores esforços.

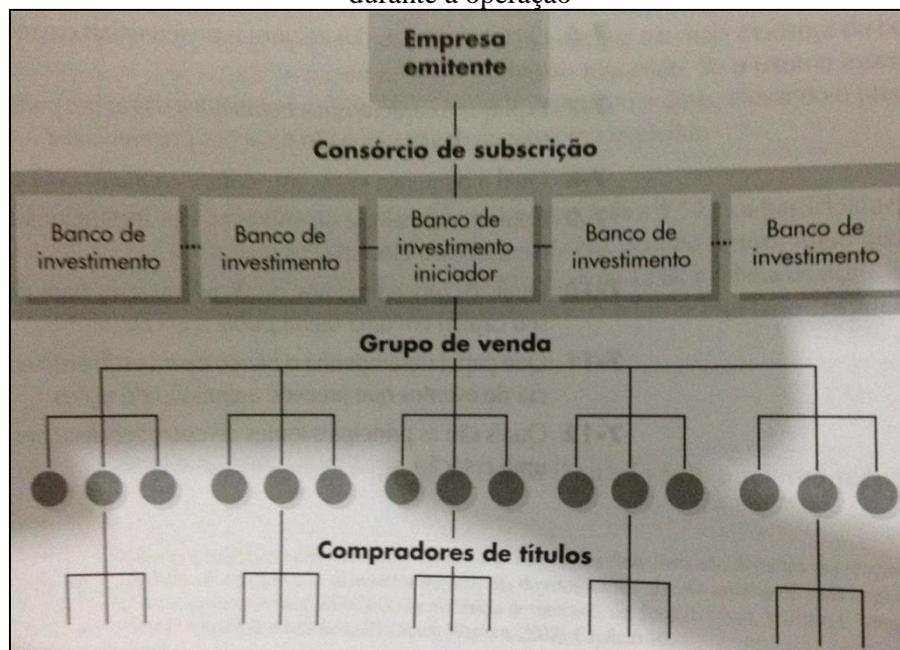
A colocação via compromisso firme é na realidade, um acordo de compra e venda, a remuneração do banco de investimento é representada pelo spread. A empresa emitente recebe o valor integral da emissão menos o spread, e todo risco é transferido ao underwriter. Se este último não for capaz de vender todos os títulos ao preço de lançamento convencionado, talvez seja obrigado a reduzir o preço das ações não vendidas. Melhores esforços o banco de investimento passa a atuar apenas como um agente, recebendo uma comissão para cada ação vendida. O banco de investimento tem a obrigação legal de fazer o melhor possível para vendê-la os títulos ao preço de lançamento pré-estabelecido. Se a emissão não puder ser vendida a esse

preço, geralmente será retirada. (ROSS, WESTERFIELD, JAFFE 1995, p. 405).

Para minimizar seus riscos, os bancos de investimento se associam formando um grupo de subscrição (consórcio) para repartir o risco e ajudar a vender títulos. Nesse grupo um ou mais administradores negociam ou geram a operação conjuntamente.

O administrador é chamado de administrador principal, tipicamente responsável por todos os aspectos da emissão durante a oferta pública, os demais bancos do consórcio contribuem principalmente na venda dos títulos a seus clientes, o modelo de consórcio de subscrição pode ser visualizado na figura 8.

Figura 8 - Estrutura de um consórcio de subscrição de bancos de investimentos evitando o risco durante a operação



Fonte: Lawrence Gitman, 2010, p. 295

Seja no caso de compromisso firme, seja no de melhores esforços, permite-se ao banco principal a compra de ações caso o preço de mercado caia abaixo do preço de lançamento. A finalidade é sustentar o mercado e estabilizar o preço contra pressão temporária de queda.

Na prática, funcionam como uma manipulação autorizada no preço dos papéis, já que pelo motivo justificado, de tentar assegurar o sucesso da operação (KUWABARA, 2008).

As chamadas práticas de estabilização de preços consistem em mecanismos financeiros para evitar a queda abrupta no preço das ações. Numa oferta pública, há empresas com clientes cativos, e de performance comprovada. Entretanto, há outras empresas em que o próprio mercado desconhece o interesse por suas ações. De qualquer forma, todas as ofertas públicas de

papeis estão sujeitas a qualquer instabilidade, momentânea da economia. Como é sabido, podem ter grave repercussão numa oferta pública, e é fator decisivo para o sucesso da operação (KUWABARA, 2008, p. 183).

Se a emissão permanecer sem ser vendido por certo tempo, por exemplo, 30 dias, os membros podem deixar o consórcio e vender suas ações a qualquer preço que seja possível conseguir no mercado.

De acordo com Ross, Westerfield, Jaffe (1995, p.405):

Muitos contratos de underwriting contêm cláusulas de Green Shoe, que dá aos membros do consórcio a opção de adquirir ações adicionais ao preço de lançamento. A razão alegada da opção Green Shoe é a cobertura de excesso de demanda e subscrição. As opções do tipo de Green Shoe geralmente valem por cerca de 30 dias, e envolvem não mais de 15% das novas ações. A opção representa um benefício para o consorcio e um custo para a empresa emitente. Se o preço de lançamento dentro do prazo de 30 dias, os underwriters poderão comprar ações da empresa emitente e imediatamente revende-las ao público.

Assim pode-se constatar que o Banco de Investimento tem importância fundamental para uma empresa que pretende abrir seu capital, pois no momento de realizar uma IPO é o banco de investimento que irá dar toda assistência necessária, realizando uma intermediação entre doador e tomador.

2.10 Fundos de Investimentos que Levam a Empresa Abrir o Capital

Existem fundos de investimentos que desde o momento que os mesmos investem em empresas que possuem grande tendência de crescimento, esse fundo coordenado pelo seus gestores e investidores, diante a evolução da empresa, a pressão que esse fundo de investimento faz para que a empresa abra seu capital é grande, pois, como muitas vezes esses investimentos via fundo são grandes e formado por investidores especializados no setor de atuação da empresa, a abertura de capital se torna essencial para a continuidade do crescimento e a permanência deste fundo como um dos controladores da companhia.

Para Gallagher (2012, p. 133):

A definição de fundo de investimento de acordo com a instrução CVM 409, um fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação de ativos financeiros. Ativos – papéis que compõem a carteira do fundo; Passivo – Obrigações (custo a pagar); Patrimônio líquido- diferença entre ativo e passivo.

O financiamento inicial para empresas iniciantes com perspectivas atraentes de crescimento costuma vir de investidores em *private equity*. Que se caracterizam por serem investimentos de longo prazo em companhias fechadas e/ou abertas, de elevado potencial de crescimento, cuja administração é acompanhada ativamente.

O *venture capital* é um estágio anterior ao fundo *private equity*, esse último caracteriza melhor o investimento de risco em novas empresas em processo inicial. O horizonte aplicação é variável, e sua estratégia está entre as médias empresas de capital aberto e a *venture capital* de associação a empresas em fase embrionária com perspectivas de alto crescimento.

As IPO's costumam ser feitas por empresas pequenas em crescimento acelerado que precisam de mais capital para dar continuidade à expansão ou atingiram uma meta de abertura de capital estabelecida em contrato firmado anteriormente para a obtenção de financiamento por um *venture capital* (GITMAN, 2010, p. 293).

Os fundos de investimento em participações, além de um investimento financeiro, são interessantes para as empresas, pois financia o desenvolvimento de novos produtos e soluções. Os dados estatísticos apontam que a taxa de mortalidade das empresas recém criadas é de 50%, e nas empresas mais maduras, presentes nos fundos de *private equity*, varia entre 20% e 30% (FORTUNA, 2005)

Segundo Fortuna (2005, p.498):

O FIP regulamentado pela Instrução CVM 391, é constituído sob forma de condomínio fechado, ou seja, uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição entre outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e gestão, através da indicação de membros do Conselho de Administração. A participação do fundo no processo decisório da companhia investida pode ocorrer das seguintes formas: i) Pela detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle; ii) Pela celebração de acordo de acionistas; iii) Pela celebração de ajuste de natureza diversa ou adoção de procedimentos que assegure ao fundo efetiva influência na definição de sua política estratégica e gestão.

E ainda:

Fundos *private equity* não podem ser vistos como solução para problemas financeiros. Eles investem em empresas selecionadas pelo seu potencial de crescimento e qualidade de gestão. Seus objetivos ao investir são: capitalizar a empresa; definir uma estratégia de crescimento; valorizar as ações e vender com lucro esta participação (FORTUNA, 2005).

2.11 O Novo Mercado e a Importância da Governança Corporativa e a Relação com Investidores para o Sucesso do IPO

A companhia e os investidores necessitam de um meio de interação e comunicação, para assim manter-se sintonizado com a real situação da empresa, por meio de informações concretas, podendo, assim, analisar cada passo ou investimento realizado pela empresa buscando entender o futuro da empresa no curto, médio e longo prazo.

Os investidores são os agentes determinantes na avaliação da empresa e, portanto, as informações prestadas por ela é que nortearão o seu processo de avaliação econômica. (PADOVEZE, 2013)

A importância da Relação com Investidores (R.I) é grande, empresas com excelente governança corporativa mantém uma forte relação com seus investidores.

Segundo Padoveze (2013, p.90):

As relações com investidores (R.I) podem ser vistas compreendendo dois componentes relacionados entre si: Comunicação: isto é, o fluxo de informações valiosas, cujo objetivo é proporcionar aos investidores e analistas os melhores referenciais possíveis para avaliação da empresa. Construção de relacionamentos: a criação de relacionamentos mutuamente vantajosos é um aspecto-chave das relações com investidores.

A Governança Corporativa (GC) tem como objetivo manter a criação de valor para o acionista. Quando as empresas incorporam esse conceito, deixam de ser administradas exclusivamente pelo grupo majoritário e o conselho de administração eleito, por esse grupo passa a aceitar interferências de outros investidores institucionais.

Conforme Padoveze (2013, p.94):

As empresas que adotam o conceito de governança corporativa tendem a dar maior transparência de seus negócios e padrões contábeis e financeiros ao mercado, tornando-se empresas com maior aceitação geral e, conseqüentemente atrativas para investimentos.

Conforme o IBGC (2014):

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as práticas e os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de

controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para sua longevidade.

Quando a companhia está presente nas classificações do Novo Mercado (NM), que facilita ao investidor identificar se aquela companhia é sólida e comprometida com o crescimento e pratica o desenvolvimento sustentável de suas atividades, o novo mercado pode ser considerado um novo atrativo tanto para investidores como para a organização, de acordo com a BM&FBOVESPA (2014), das 27 empresas que fizeram o *Initial Public Offering (IPO)*-lançamento de ações), 21 destas empresas negociam no novo mercado.

Ao realizar o IPO a empresa passa por uma separação de propriedade e controle entre acionistas e gestores, por meio da oferta pública de ações, fez com que surgisse a necessidade de criação de mecanismos, que o interesse dos gestores e acionistas, passasse ser entendido por parte dos controladores.

Figura 9 - A função da Governança Corporativa e as Relações com Investidores.



Fonte: PWC, 2011.

O Novo Mercado firmou-se como uma seção destinada à negociação de ações de empresas que adotam, voluntariamente, práticas de governança corporativa adicionais às que são exigidas pela legislação brasileira. A listagem nesse segmento especial implica na adoção de um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além da adoção

de uma política de divulgação de informações mais transparente e abrangente. (BM&FBOVESPA, 2014)

No site da BM&FBOVESPA são relacionadas às regras do NM de maior relevância à estrutura da GC e direitos ao acionista:

- O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto;
- No caso de venda do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (*tagalong* de 100%);
- Em caso de deslistagem ou cancelamento do contrato com a BM&FBOVESPA, a empresa deverá fazer oferta pública para recomprar as ações de todos os acionistas no mínimo pelo valor econômico;
- O Conselho de Administração deve ser composto por no mínimo cinco membros, sendo 20% dos conselheiros independentes e o mandato máximo de dois anos;
- A companhia também se compromete a manter no mínimo 25% das ações em circulação (*free float*);
- Divulgação de dados financeiros mais completos, incluindo relatórios trimestrais com demonstração de fluxo de caixa e relatórios consolidados revisados por um auditor independente;
- A empresa deverá disponibilizar relatórios financeiros anuais em um padrão internacionalmente aceito;
- Necessidade de divulgar mensalmente as negociações com valores mobiliários da companhia pelos diretores, executivos e acionistas controladores (BM&FBOVESPA, 2014).

Portanto, quando a empresa realiza o IPO, e está classificada no Novo Mercado a mesma necessita que a sua Governança Corporativa demonstre a transparência e a boa gestão da empresa, facilitando a entrada de novos investidores, que buscam na empresa um retorno sobre o capital investido.

CAPITULO 3 - O ESTUDO DE CASO DA ABERTURA DE CAPITAL DA EMPRESA MAGAZINE LUIZA

Para melhor compreensão do conteúdo abordado anteriormente, cabe análise de um caso prático em que se destacarão todo o direcionamento de uma abertura de capital, subscrição das ações por meio do IPO e as vantagens e desvantagens de ter o capital aberto.

Todo material utilizado para este estudo foi retirado do site Magazine Luiza na área de Relações com Investidores, o qual disponibiliza dados, relatórios e toda movimentação estratégica de relevância que fica disponível para qualquer interessado no assunto.

A metodologia utilizada para elaboração deste estudo de caso é exploratória, descritiva e analítica.

O Magazine Luiza, após ter realizado a abertura de seu capital e com a efetivação da subscrição de ações, passou por um desenvolvimento financeiro, operacional e estrutural após a abertura de seu capital. Cabe ressaltar que o objetivo é estudar as mudanças que a empresa passou após a abertura de seu capital e como se adequou a esta mudança.

A empresa é uma das maiores redes varejistas com foco em bens duráveis e grande presença nas classes populares do Brasil. Conta com uma base de 30 milhões de clientes cadastrados, sendo 30% deles ativos.

Estudando o Magazine Luiza, verificou-se que a empresa está estrategicamente inserida, em um segmento considerado o motor de crescimento econômico nacional, cujo principal elemento propulsor é o consumo. A expectativa é que esse setor continue a crescer acima do PIB na próxima década, graças à forte demanda alimentada pelo aumento dos níveis de renda per capita, baixo desemprego, disponibilidade de crédito e migração de classes.

Devido Magazine Luiza ser uma companhia sólida em constante crescimento e com a consolidação recente do IPO realizado em 2011 a possibilidade de manter um estudo concreto referente às mudanças após a abertura do capital, é consolidado com o espaço de tempo entre a movimentação do valor de suas ações dentro do mercado e análise de interpretação dos dados emitidos pelo R.I da companhia.

3.1 A História da Companhia Magazine Luiza

A história de sucesso é representada por mais de 30 milhões de clientes e a gestão de pessoas do Magazine Luiza tem sido reconhecida e premiada várias vezes por diversas

instituições, porque faz parte da essência a excelência no desenvolvimento humano, que sempre foi e continua sendo nossa prioridade.

A empresa iniciou-se como uma pequena loja inaugurada em Franca, no interior de São Paulo, em 16 de novembro de 1957, que, inicialmente, se chamava “A Cristaleira”, surgiu uma das empresas que se tornaria uma das líderes do varejo no Brasil, com 743 lojas em 16 estados, nas regiões Sul, Sudeste, Centro-Oeste e Nordeste. (Relações com Investidores Magazine Luiza, 2014)

Em 1991, ocorreu uma reestruturação societária, a fim de propiciar uma expansão aos negócios da sociedade. Essa oportunidade que ingressou em nosso quadro societário a Holding LTD. No mesmo ano, Luiza Helena Trajano, sobrinha de Luiza Trajano Donato, assumiu a liderança da organização e deu início a uma grande transformação no modelo de gestão, com o objetivo de fortalecer a sociedade para o século seguinte.

Em 2005, foi recebido aporte de capital de fundos administrados pela Capital, uma grande investidora internacional de *private equity*, com presença em mais de 20 países. Isto possibilitou a rápida expansão, com facilitação de entrada na Capital paulista e construção do Centro de Distribuição Bandeirante e a ampliação da estrutura em logística. No mesmo ano, a Companhia associou-se à Cardif, empresa do Grupo BNP Paribas, para a criação da Luizaseg, uma seguradora responsável por produtos de garantia estendida e seguros, com gestão compartilhada. O Magazine Luiza é a única empresa do varejo a possuir uma seguradora própria, instituída por meio de uma associação (*joint venture*). (Relações com Investidores Magazine Luiza, 2014)

Em junho de 2011, foi finalizado o processo de Oferta Pública Inicial de Ações (IPO), um passo muito importante para a estratégia e trajetória de crescimento, permitindo o acesso a uma fonte alternativa de financiamento dos investimentos, geração de empregos e criação de valor para os acionistas. Também em 2011, foi realizada a aquisição da rede do Baú da Felicidade, que teve a abertura de mais lojas organicamente e atingindo o número de 743 unidades, no final de 2012.

3.2 A Operação de Abertura de Capital e Oferta Pública Inicial

Em 5 de abril de 2011, a companhia celebrou o Contrato de Participação no Novo Mercado com a BM&FBOVESPA, o qual entra em vigor na data base por em que aderiu às práticas diferenciadas da Governança Corporativa do Novo Mercado, segmento especial de

valores mobiliários da BM&FBOVESPA na qual é disciplinado pelo regulamento do Novo Mercado que estabelece regras diferenciadas de governança corporativa mais rigorosas do que as leis estabelecidas pelas Leis das Sociedades por Ações.

A companhia anunciou em 29 de abril de 2011 o início da operação de oferta pública inicial, como estratégia e trajetória de crescimento financeiro e estrutural, tendo como meio de Distribuição Primária e Secundária com o código de negociação “MGLU3”.

A distribuição primária foi realizada com 33.750.000 ações ordinárias de emissão da companhia, e a distribuição secundária foram realizadas com 16.564.432 ações de emissão da companhia e de titularidade dos acionistas vendedores sem considerar o lote suplementar que foram no total de 4.837.136 de ações de emissão da companhia e 2.710.018 ações de emissão da companhia de titularidade dos acionistas, que seriam destinadas a atender um eventual excesso de demanda, o preço de venda por ação inicial foi de R\$ 16,00, perfazendo a estimativa de Montante Total de R\$ 805.030.912,00 a ser arrecadado durante a operação de distribuição. (MAGAZINE LUIZA, 2014)

Em 06 junhos de 2014 ocorreu o encerramento da distribuição pública na qual foi consolidada a venda de 36.494.467 ações ordinárias de emissão da Companhia (Oferta primária) e 18.904.329 de ações ordinárias de emissão da Companhia e de titularidades dos acionistas vendedores (Oferta Secundária), arrecadando o montante de R\$ 886.380.736,00 superando a expectativa em R\$ 81.349.824,00. (Relações com Investidores Magazine Luiza; 2014)

A companhia consolidou seus *Joint Bookrunners*,³ tendo como coordenador líder o Banco ITAU BBA e também tendo como parte o Banco BTG Pactual e o BB-BANCO de Investimento desta maneira formando o *Joint Bookrunners*, responsável pela operação de oferta pública da companhia na qual compreendeu a distribuição pública de ações no Brasil em mercado de balcão não organizado sendo realizada pelos *Joint Bookrunners*, tendo também instituições financeiras intermediárias autorizadas a operar no mercado de capitais Brasileiro credenciadas junto a BM&FBOVESPA sendo convidadas para participar para efetuar exclusivamente esforços de colocação das ações junto aos Investidores da Oferta de Varejo, a estrutura do consórcio pode ser vista na figura 10. (MAGAZINE LUIZA; 2014)

³ O *bookrunner* é listado em primeiro lugar entre todos os subscritores que participam na emissão. Quando mais de um *bookrunner* gere uma emissão de títulos, as partes são referidas como *Joint Bookrunners* (Bancos Coordenadores)

CVM 400 e do item II da Deliberação da CVM nº 476, de 25 de janeiro de 2005, conforme alterada.

Não existia obrigação, por parte do BTG Pactual, ou da BTG Pactual Corretora, de realizar operações de estabilização e, uma vez iniciadas, tais operações poderiam ser descontinuadas a qualquer momento, observadas as disposições do Contrato de Estabilização.

Observou-se que a operação do Magazine Luiza foi estruturada por grandes Bancos de Investimentos e que a empresa promove.

Conforme dados do prospecto preliminar, as destinações dos recursos provenientes da Oferta Primária serão, após a dedução das comissões devidas pela Companhia no âmbito da Oferta, destinadas a investimentos na abertura de novas lojas e aquisições de empresas do setor de varejo e de comércio eletrônico, investimentos em tecnologia e logística, investimentos em reforma de lojas e reforço de capital de giro, podendo ser visualizado na tabela 4.

Tabela 4 - Destinação dos recursos captados

Destinação	Percentual de alocação dos recursos líquidos obtidos na Oferta
Investimentos em abertura de novas lojas e/ou aquisições no setor de varejo e comércio eletrônico	30%
Investimentos em reformas de lojas	20%
Investimentos em tecnologia e logística	20%
Reforço de capital de giro	30%
Total	100%

Fonte: Prospecto Preliminar IPO Magazine Luiza, 2014.

Cabe destacar que após a abertura de seu capital, a composição acionária da companhia está de forma que 70,2% das ações estão em poder dos controladores, podendo ser uma defesa contra a entrada de investidores que visam o controle da companhia, a empresa possui um *Free Float*⁴ de 29,8% de ações em circulação no mercado. (MAGAZINE LUIZA, 2014)

A figura 11 abaixo demonstra por meio do gráfico de forma simplificada a estrutura societária da companhia.

⁴ *Free Float*- É a quantidade percentual de ações livres à negociação no mercado. São aquelas ações que não pertencem a acionistas estratégicos, como: controladores e diretores da companhia e acionistas que detenham mais de 5% do capital total da empresa.

Figura 11 - Composição Acionária



Fonte: Elaboração Própria, 2014.

Após a abertura de capital e a realização da subscrição de ações, Companhia Magazine Luiza passou a ter uma quantidade de 181.494.467 ações ordinárias, sendo que 127.420.033 ações estão em poder dos Acionistas Controladores e 54.074.434 em circulação no mercado disponível em negociação na bolsa de valores. Podendo ser visualizadas na tabela 5 abaixo uma posição analítica da figura 11 acima.

Tabela 5 - Composição Acionária

Acionista	Quantidade de Ações	Percentual
Controladores	127.420.033	70,2%
Ações Em Circulação	54.074.434	29,8%
	181.494.467	100,00%

Fonte: Elaboração Própria

A Companhia Magazine Luiza é formada pela rede de lojas e também pela Luizacred com *Jointventure* e o Itaú Unibanco. A Luizacred representa uma importante ferramenta competitiva e fonte importante de rentabilidade. Em 2010, a Luizacred financiou mais de 50% das vendas. A Luizaseg com *Jointventure* e Cardif assim oferecendo, também, seguros de garantia estendida e outros produtos de seguros aos nossos clientes, por meio da subsidiária Luizaseg, uma associação com a Cardif, empresa do grupo BNP Paribas e o Consórcio Luiza, segmento da companhia na atuação de venda de consórcios sendo 100% da Companhia. A figura abaixo demonstra a estrutura societária da companhia. (MAGAZINE LUIZA, 2014)

Figura 12 - Estrutura Societária



Fonte: Magazine Luiza, 2014.

A destinação dos recursos captados com a operação de oferta pública teve como objetivo utilizar aproximadamente recursos líquidos captados na Oferta Primária para investimentos na expansão da nossa rede de lojas, investimentos na inauguração de novas lojas próprias e para a realização de aquisições de empresas do setor de varejo e de comércio eletrônico, investimento em tecnologia, logística e reforço do capital de giro.

O estudo de caso da operação de abertura de capital do Magazine Luiza demonstrou que a empresa antes de sua operação de IPO já possuía um apoio de um fundo de investimento na qual é um dos participantes de sua composição acionária, ressaltando que a empresa passou por todas as etapas obrigatórias para abrir seu capital, diante a atual situação das ações no mercado. Após o IPO, a empresa veio perdendo valor de mercado, podendo ser uma das causas o não pagamento de dividendos após um longo período e posteriormente a abertura de capital por um período de prejuízo acumulado. A figura 13 abaixo pode demonstrar historicamente a cotação da ação desde a abertura do capital.

Figura 13 - Histórico do valor das Ações do Magazine Luiza



Fonte: Magazine Luiza, 2014.

A evolução estratégica e financeira da empresa no período de um ano após a abertura do capital pode ser analisada na tabela 6 abaixo o qual demonstra significativamente a evolução financeira que a empresa passou.

Tabela 6 - Principais Indicadores de 2011

PRINCIPAIS INDICADORES 2011						
R\$ milhões (exceto quando indicado)	4T11	4T10	Var(%)	12M11	12M10	Var(%)
Receita Bruta Total	2.269,2	1.896,7	19,6%	7.601,3	5.692,0	33,5%
Receita Líquida Total	1.927,9	1.596,6	20,8%	6.419,4	4.808,0	33,5%
EBITDA	52,5	94,9	-44,7%	300,6	319,9	-6,0%
Margem EBITDA	2,7%	5,9%	-3,2 pp	4,7%	6,7%	-2,0 pp
EBITDA Ajustado	107,0	94,9	12,7%	346,3	319,9	8,3%
Margem EBITDA Ajustado	5,5%	5,9%	-0,4 pp	5,4%	6,7%	-1,3 pp
Lucro Líquido	(16,9)	20,5	-182,4%	11,7	68,8	-83,1%
Margem Líquida	-0,9%	1,3%	-2,2 pp	0,2%	1,4%	-1,2 pp
Lucro Líquido Ajustado	26,7	20,5	30,0%	55,5	68,8	-19,4%
Margem Líquida Ajustada	1,4%	1,3%	0,1 pp	0,9%	1,4%	-0,6 pp
Crescimento nas Vendas Mesmas Lojas	10,1%	24,3%	-	16,5%	29,0%	-
Crescimento nas Vendas Mesmas Lojas Físicas	7,0%	20,4%	-	13,1%	24,7%	-
Crescimento nas Vendas Internet	36,8%	64,1%	-	44,4%	75,0%	-
Quantidade de Lojas - Final do Período	728	604	20,5%	728	604	20,5%
Área de Vendas - Final do Período (M²)	454.045	400.112	13,5%	454.045	400.112	13,5%
Área Média por Loja - Final de Período (M²)	624	662	-5,8%	624	662	-5,8%
Base Total de Cartões Luizacred (mil)	4.426	3.287	34,6%	4.426	3.287	34,6%

Fonte: Magazine Luiza, 2014.

No estudo de caso ficou claro a influência do mercado após a abertura do capital, mesmo a empresa estando posicionada em um alto nível de Governança Corporativa, e possuindo uma excelente gestão, a empresa fica exposta às variáveis do mercado, passando a ter o preço de suas ações, menor que o valor inicial ofertado na emissão pública, sendo acarretado pelo desinteresse dos acionistas.

A abertura de capital é uma operação de complexa estruturação, pois sofre variáveis do mercado na qual a empresa pode ser afetada por seus próprios acionistas depois das ações já estarem no mercado. Mesmo a empresa mantendo esforços para a consolidação da imagem da companhia dentro do mercado, demonstrando resultados consolidados.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A entrada no mercado de capitais é o marco da empresa em questão a operacionalidade e crescimento econômico-financeiro, na qual só é possível a entrada abrindo seu capital, ou seja, emitindo ações.

A iniciativa da empresa para entrar neste mercado, pode vir da própria empresa que busca consolidar recursos financeiros por meio da operação de IPO e subsequentes emissões de debêntures, ou apenas por pressão dos fundos de investimentos que controlam o caminho da empresa em muitos aspectos financeiros e estratégicos.

Para as empresas que buscam abrir o capital no Brasil, existem diversas etapas e regras a serem cumpridas para efetivar a abertura, verificando que a CVM é o órgão supervisor que assegura o funcionamento eficiente dos mercados de valores mobiliários e também controla toda a informação emitida ao público pela empresa e também controlando a atuação dos fundos de investimentos, sem a atuação da CVM dentro do mercado de capitais as informações e as movimentações das empresas podem se manter irregulares diante ao público investidor.

Contribuindo para que a empresa necessite ter uma excelente relação com investidores juntamente com a Governança Corporativa que visa trazer a transparência da empresa ao mercado diante sua atuação.

Por mais complexa que seja para a empresa realizar esta operação que envolve aspectos técnicos, culturais e pode alterar toda estrutura societária após a finalização da operação, o mercado de capitais é uma nova etapa na qual as empresas enquadráveis em algum período do seu ciclo de vida necessitará buscar recursos dentro deste mercado e desta maneira abrir o capital para o público interessado em comprar suas ações.

Para garantir que esses esforços de abertura sejam consequentemente bem estruturados e elaborados, os bancos de investimento atuam de forma primária juntamente com outras instituições autorizadas durante esse processo para que a operação não traga malefícios à empresa durante o IPO.

No estudo de caso, ficou claro o tão longo e trabalhoso que é realizar a abertura do capital e que ao longo prazo as ações podem ser desvalorizadas por desinteresse dos acionistas, outro ponto a destacar é que por mais barata que a ação seja, a geração de caixa oferecida pelo IPO é excelente, oferecendo ao longo prazo, resultados financeiros bons, desde que a estratégia, ao utilizar este recurso, seja eficiente.

O mercado de capitais oferece às empresas um novo ambiente e uma nova cultura, que após estar presente neste mercado, é custoso sair.

Compreendendo que a Abertura de Capital oferece desde vantagens e desvantagens para as empresas que busca realizar esta operação, vale ressaltar que bem estruturada e planejada, a entrada neste mercado passará a oferecer a curto, médio e longo prazo uma nova forma de se capitalizar para as empresas.

REFERÊNCIAS

BM&FBOVESPA; PWC. **Como e porque abrir o capital da sua empresa no Brasil (IPO):** Início de uma nova década de crescimento. 2011. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/educacional/download/BMFBOVESPA-Como-e-porque-tornar-se-uma-companhia-aberta.pdf>>. Acesso em: 25 set. 2014.

BM&FBOVESPA; **SOLUÇÕES PARA EMPRESAS.** 2014. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/solucoes-para-empresas.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 15 out. 2014.

CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio; RUDGE, Luiz Fernando. **Mercado de Capitais: O que é, como funciona.** 7 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

CERVO, Amado L.; BERVIAN, Pedro A.; SILVA, Roberto da. **Metodologia Científica.** 6. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007. 162 p. (ISBN 978-85-7605-047-6)

FERNANDES, Antônio Alberto Grossi. **O Brasil e o Sistema Financeiro Nacional.** Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços.** 16. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

GALLAGHER, Lilian Massena. **Exame de Certificação AMBIMA: CPA-10.** 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012. 238 p.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira.** 12. ed. São Paulo: Pearson, 2010.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F... **Administração Financeira: Corporate Finance.** São Paulo: Atlas S.A., 1995. 697 p.

KUWABARA, Kleber M. **Societário e Mercado de Capitais: Briefing de Operações.** 2. ed. São Paulo: Giz Editorial, 2008. 269 p.

MAGAZINE LUIZA. **Relações com Investidores.** 2014. Disponível em: <<http://ri.magazineluiza.com.br/>>. Acesso em: 20 out. 2014.

MARQUES, Rogério; SEVALLI, Roberto Paulino (Org.). **Preparatório para Exame de Certificação**. São Paulo: Mac - Consultores e Associados S/c Ltda., 2007. 160 p

MELLAGI FILHO, Armando. **Mercado Financeiro e de Capitais: Uma Introdução**. 2. ed. São Paulo: Atlas S.A., 1995. 172 p. (ISBN 85-224-1283-9).

PADOVEZE, Clóvis Luís. **CONTROLADORIA: ESTRATÉGICA E OPERACIONAL**. 3. ed. São Paulo: Cengage Learning Edições Ltda, 2013. 507 p. (ISBN-13:978-85-221-1230-2).

PORTAL DO INVESTIDOR. **História do Mercado de Capitais**: Histórico do Mercado de Capitais. CVM - Comissão de Valores Mobiliários. 2014. Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html>. Acesso em: 14 jun. 2014.

PORTAL DO INVESTIDOR. **Principais atribuições da CVM**. CVM - Comissão de Valores Mobiliários. 2014. Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/a_cvm/As_Principais_Atribuicoes_CVM.html>. Acesso em: 16 out. 2014.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F... **Administração Financeira**: Corporate Finance. São Paulo: Atlas S.A., 2002. 697 p.

SANVICENTE, Antonio Zoratto; MELLAGI FILHO, Armando. **Mercado de Capitais e Estratégias de Investimentos**. 2. ed. São Paulo: Atlas S.a, 1987. 157 p

SOARES, Ademir Gargiullo; LOPES, Marco Aurélio; RITTER, Affonso. **Introdução ao Mercado de Ações**. 2º Edição. 1980.

IBGC. **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa**. 2014. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18161>>. Acesso em: 09 dez. 2014