



UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA
FACULDADE DE ECONOMIA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

DIEGO OLIVEIRA MALAQUIAS

**ANÁLISE DO MERCADO DE OFERTAS PÚBLICAS DE AÇÕES NO BRASIL: UM
ENFOQUE NA GOVERNANÇA CORPORATIVA**

SALVADOR

2016

DIEGO OLIVEIRA MALAQUIAS

**ANÁLISE DO MERCADO DE OFERTAS PÚBLICAS DE AÇÕES NO BRASIL: UM
ENFOQUE NA GOVERNANÇA CORPORATIVA**

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao curso de Ciências Econômicas da Faculdade de Economia da Universidade Federal da Bahia, requisito parcial à obtenção do grau de bacharel em Ciências Econômicas.

Área de Concentração: Economia aplicada.

Orientador: Prof. Dr. Humberto Gallucci Netto.

SALVADOR

2016

Ficha catalográfica elaborada por Vânia Cristina Magalhães CRB 5- 960

Malaquias, Diego Oliveira

M236 Análise do mercado de ofertas públicas de ações no Brasil: um enfoque na governança corporativa./ Diego Oliveira Malaquias. – Salvador, 2016.
43f. Il.; graf.; tab.; fig.; quad.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) – Faculdade de Economia,
Universidade Federal da Bahia, 2016.

Orientador: Prof. Dr. Humberto Gallucci Netto.

1. Mercado de capitais. 2. Governança corporativa. I. Gallucci Netto,
Humberto. II. Título. III. Universidade Federal da Bahia.

CDD – 332.6098142

DIEGO OLIVEIRA MALAQUIAS

**ANÁLISE DO MERCADO DE OFERTAS PÚBLICAS DE AÇÕES NO BRASIL: UM
ENFOQUE NA GOVERNANÇA CORPORATIVA**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado no Curso de Ciências Econômicas da
Universidade Federal da Bahia – FE/UFBA como requisito parcial para obtenção do grau de
Bacharel em Economia

Aprovada em _____ de outubro de 2016.

Banca Examinadora

Prof. Dr. Humberto Gallucci Netto
Universidade Federal da Bahia – UFBA

Prof. Dr. Rodrigo Carvalho Oliveira
Universidade Federal da Bahia – UFBA

Prof. Dr. Leonardo Bispo de Jesus Júnior
Universidade Federal da Bahia – UFBA

AGRADECIMENTOS

Primeiramente gostaria de agradecer a Deus de me guiar ao longo desta jornada e me dar sempre uma boa razão pra seguir adiante, a fé.

Agradecer a minha família que esteve comigo neste período crucial da minha vida, acredito que sem ela nada disso seria possível. A meus pais um muito obrigado, por não medir esforços e colocar sempre a disposição todas as minhas solicitações, sempre me encorajando a dar o meu melhor.

No meio desta jornada conheci uma pessoa maravilhosa chamada Lívia Sampaio, que além de estar presente no meu dia a dia me deu muita força e motivação pra sempre buscar os meus objetivos tanto profissionais quanto objetivos pessoais. Sem dúvidas a sua importância será sempre lembrada, porque vejo em você o conceito de companheirismo.

Meus agradecimentos a Instituição UFBA e os seus colaboradores que participaram diretamente ou indiretamente deste período tão agregador. Um abraço especial ao pessoal do colegiado, com destaque a João, um exemplo de profissional que sempre atendeu as solicitações desejadas. Gostaria de agradecer ao Chefe do Departamento Professor Dr. André Luis, que não mede esforços para atender as solicitações dos alunos.

Não poderia deixar de citar o meu agradecimento especial ao Professor Dr. Humberto Gallucci que desempenhou com maestria o papel de orientador, sempre pragmático, objetivo e muito responsável com as suas ponderações. A minha admiração também é devido a sua forma de relação interpessoal com os alunos, sempre com a conduta ética. Obrigado aos Professores Drs. Rodrigo Carvalho e Leonardo Bispo que aceitaram o convite de participar da banca de avaliação, agregando ainda mais ao trabalho.

Aos meus amigos da Universidade (Levi Rodrigues, Daniel Alves, Sérgio Júnior, Vinicius Prado, Maxsuel Fernandes e Carol Crisóstomo) um muito obrigado por terem contribuído na minha vida acadêmica.

Um abraço especial aos grandes amigos (Sérgio Vidigal, Eric Bacelar, Thiago Magina e Pedro Salgado) que nunca deixaram a desejar no quesito amizade, cada um com as suas características e peculiaridades sempre me dando muita ajuda em momentos cruciais. Aos demais amigos um forte abraço, cada um de vocês desempenhou papel importante na minha jornada.

“Você não precisa ser um cientista de foguetes. Investir não é um jogo onde o cara com o QI de 160 bate o cara com QI de 130”

Warren Buffet, Investidor norte-americano

RESUMO

O objetivo do presente trabalho é o de analisar a abertura de capital das empresas no Brasil via Oferta Pública de Ações, ao verificar a viabilidade econômica e as estratégias empresariais adotadas para tal. Complementarmente é desenvolvida uma análise sobre os impactos da Governança Corporativa no mercado de capitais e a importância dos segmentos de listagem como elementos de transparência na relação da companhia com os investidores. A metodologia utilizada foi a de análise exploratória com a utilização de dados da BOVESPA e de artigos científicos com o intuito de demonstrar a dinâmica do mercado de ofertas públicas no Brasil e a evolução dos segmentos de listagem de Governança Corporativa. O recorte temporal corresponde à década de 90 até o ano de 2015. O recorte espacial utilizado foi o Brasil, já que o mercado de ofertas públicas se organiza no âmbito nacional. Um dos resultados observados através da análise apresentada acima demonstra que as empresas podem obter vantagem ao capitalizar no mercado financeiro, quando este evento é bem estruturado, ao invés de utilizar recursos de bancos e outras instituições como forma de financiamento de seus investimentos, em um país que o custo de capital ainda é elevado. Outro resultado obtido é que os segmentos de listagem de governança corporativa, com ênfase no Novo Mercado, visam qualificar e profissionalizar o mercado de ofertas públicas no Brasil.

Palavras-chave: Abertura de capital. Oferta pública de ações. Governança corporativa.

Bovespa. Novo mercado.

ABSTRACT

The objective of this study is to analyze the public listing in Brazil through Initial Public Offering (IPO), to verify the economic viability and the business strategies adopted for this. In addition it is developed an analysis of the impact of corporate governance on the capital market and the importance of listing segments as element of transparency in the company's relationship with investors. The methodology used was the exploratory analysis with database of Bovespa and scientific articles in order to demonstrate the dynamic of the public offerings market in Brazil and the evolution of corporate governance listing segments. The time frame corresponds to the 90 by the year 2015. The spatial focus used was Brazil, as the market of public offerings is organized at the national level. One of the results observed by the analysis presented above demonstrates that companies can take advantage by capitalizing on the financial market, when this event is well structured, instead of using bank resources and other institutions as a way to finance their investments in a country the cost of capital is still high. Another result is that the segments of corporate governance listing, with emphasis on the New Market, aim to qualify and professionalize the market for public offerings in Brazil.

Key-words: Public Listing. Initial public offering. Corporate governance. Bovespa. New market.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1	Cronograma de um IPO (oferta pública de ações)	14
Gráfico 1	Número de IPO's no Brasil entre 2004 e jun. 2015	19
Quadro 1	Investimento direto em carteira de valores mobiliários por investidores institucionais estrangeiros entre 1991 e 1999	22
Figura 2	Comparativo índice de governança corporativa (IGC) com IBOVESPA	26
Quadro 2	Ordem de exigência dos segmentos de listagem	27
Quadro 3	Eficiência do sistema jurídico no mundo numa escala de 0 a 10	28
Quadro 4	Índices de corrupção no mundo numa escala de 0 a 10	29
Quadro 5	Representação do volume total (R\$) dos IPO's por ano	33
Quadro 6	Participação dos dez bancos de investimento que mais atuaram como "Global" nos IPO's do Brasil no período de 2004 até jun. 2015	35

LISTA DE TABELAS

Tabela 1	Desvantagens da abertura de capital	17
Tabela 2	Número de empresas listadas na BOVESPA ¹ de 1970-1989	21
Tabela 3	Relação entre os IPO's no Brasil e os segmentos de listagem	32
Tabela 4	Participação média por tipo de investidor por ano	34
Tabela 5	Histograma de % de comissões pagas aos bancos de investimento	36

¹ A diferença entre o número de ações listadas na BOVESPA e listadas no país é pequena neste período.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	10
2	REFERENCIAL TEÓRICO	12
2.1	A ESCOLHA POR UMA OFERTA PÚBLICA	12
2.2	OBJETIVOS COM A ABERTURA DE CAPITAL	14
2.3	VIABILIDADE ECONÔMICA E OS CUSTOS OPERACIONAIS DE UMA OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES	16
2.4	MERCADO DE OFERTAS PÚBLICAS DE AÇÕES (IPO's) NO BRASIL	18
3	EVOLUÇÃO DA BOLSA DE VALORES NO BRASIL	20
3.1	DINÂMICA DA BOLSA DE VALORES NO BRASIL ANTES DOS ANOS 90	20
3.2	A BOLSA DE VALORES NO BRASIL A PARTIR DOS ANOS 90	22
4	GOVERNANÇA CORPORATIVA E IFRS (2010)	24
4.1	PRÁTICAS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA	24
4.2	SEGMENTOS DE LISTAGEM: NOVO MERCADO	26
4.3	OS EFEITOS DA ADESÃO AO PADRÃO CONTÁBIL INTERNACIONAL, IFRS, NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO	29
5	MERCADO DE OFERTA PÚBLICA NO BRASIL APÓS A IMPLEMENTAÇÃO DOS SEGMENTOS DE LISTAGEM DA GOVERNANÇA CORPORATIVA	32
5.1	RELAÇÃO ENTRE O NÚMERO DE IPO's E OS SEGMENTOS DE LISTAGEM	32
5.2	IMPORTÂNCIA DOS SEGMENTOS DE LISTAGEM NA COMPOSIÇÃO DOS INVESTIDORES NO IPO's	34
5.3	PARTICIPAÇÃO DOS BANCOS DE INVESTIMENTO (<i>UNDERWRITERS</i>) NO MERCADO DE OFERTAS PÚBLICAS NO BRASIL	34
6	CONCLUSÃO	37
	REFERÊNCIAS	39
	ANEXOS	41

1 INTRODUÇÃO

Na atual conjuntura econômica mundial, o mercado financeiro é um tema importante a ser tratado, à medida que um país de economia aberta e integrada ao sistema financeiro internacional traz a seu alcance a oportunidade de crescimento e expansão de projetos e investimentos via o mercado de capitais. Para propiciar esta forma de capitalização é importante investigar como a estabilização da economia no país, a partir dos ajustes feitos em consequência do Plano Real e a busca da melhoria das instituições regulamentares acabaram por trazer uma maior credibilidade ao mercado de capitais brasileiro.

Neste trabalho a cultura empresarial brasileira será destacada, com o objetivo de mostrar que as empresas brasileiras ainda pensam no curto prazo, e não fomentam seus projetos com o intuito de realizar a abertura de capital. Isto é devido, entre outros fatores, aos elevados custos e burocracias que as empresas precisam enfrentar para a realização de tal evento. Por causa disto, o mercado acionário brasileiro ainda tem um crescimento recente, em que, antes do processo de estabilização do real as altas taxas de inflação e as elevadas taxas de juros contribuíram para que muitas companhias tivessem cautela nos seus investimentos, já que as incertezas ainda inspiravam cuidado nas manobras de investimento por parte das empresas. Ressalta – se que até 1994, início da estabilização da economia, a movimentação dos negócios na bolsa era extremamente restrita no País (CARVALHO, 2010).

No presente trabalho, a governança corporativa, com enfoque no Novo Mercado, assumirá destaque com a possível relação com o número de IPO's, realizados a partir de sua implementação. Uma vez que este segmento de listagem é o que apresenta o maior nível de exigência, é o mais utilizado e indicado para as companhias que desejam abrir o seu capital. O padrão internacional de demonstrações contábeis, IFRS, também é discutido no trabalho, já que passou a ser obrigatório no país a partir de 2010, o que destaca a elevação da importância das informações contábeis, e a possível integração do Brasil com os mercados financeiros de todo o mundo.

Diante deste contexto, este trabalho busca analisar a abertura de capital via oferta pública de ações no Brasil, desde a sua formação até os dias atuais. Além disso, busca demonstrar a eficiência da Governança Corporativa como forma de qualificar o mercado de capitais, uma vez que este tipo de mercado exige uma maior profissionalização das empresas, trazendo consequências para economia do país. Sendo assim, a estrutura desta monografia consta, além

desta breve introdução e da conclusão, de um primeiro capítulo no qual exponho conceitos relacionados à realização de uma oferta pública no Brasil, no segundo capítulo apresento a dinâmica do mercado de capitais brasileiro antes da década de 90 até o início dos anos 2000, no terceiro capítulo faço uma discussão relacionada às práticas de governança corporativa, com ênfase no Novo Mercado, e do IFRS, padronização das demonstrações contábeis, e no quarto capítulo explico a relação possível entre o segmento de listagem Novo Mercado e o número de IPO's realizados no período de 2004 até junho de 2015.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

A teoria da Agência ou Teoria do Agente-Principal foi desenvolvida por Jensen e Meckling (1976) baseada no utilitarismo econômico. Esta teoria tem como fundamento a existência de um mercado que opere na dinâmica de contratos acertados entre os agentes econômicos, quer sejam empresas, governo ou pessoas físicas. Ao analisar esta teoria no mercado de capitais, pode-se observar a relação entre agente e principal, no qual o agente (firma) dispõe de informações privilegiadas e suas ações impactam o bem-estar entre as partes, sendo difícil de mensurar pelo principal.

De acordo com Jensen e Meckling (1976) uma relação de agencia é estabelecida como uma espécie de contrato onde uma ou mais pessoas (principal) emprega outra pessoa (o agente) com o objetivo de realizar algum serviço ou trabalho a seu favor, envolvendo a delegação de alguma autoridade de decisão para o agente. Pode-se concluir que no mercado de capitais tanto o Agente (companhia) quanto o Principal (investidor) são maximizadores de utilidade, o que acarreta um bom motivo para acreditar que o agente nem sempre irá atuar de acordo com os interesses do principal.

Estes conflitos de agencia se tornaram comum com a evolução do mercado de capitais, em que se observa de forma mais abrangente a possibilidade de divergência de interesses de investidores e gestores. O que acaba por gerar a tentativa de se tirar vantagens advindas de uma posição privilegiada. A teoria do Agente-Principal ainda apresenta outro possível conflito de interesses no mercado acionário do Brasil, que é constituído pelas divergências de interesses entre acionistas minoritários e acionistas majoritários.

2.1 A ESCOLHA POR UMA OFERTA PÚBLICA

As companhias podem adquirir recursos para financiamento de diferentes maneiras. Segundo Steffen e Zanini (2014), o financiamento pode ser através de retenção do lucro líquido (autofinanciamento), por meio das instituições financeiras (concessões de crédito) ou por meio do mercado financeiro, ao realizar a abertura de capital. Uma empresa que busque capital via negociação no mercado de capitais difere de uma companhia fechada. Uma companhia fechada busca recursos através do capital dos próprios sócios que compõem a firma, ou via empréstimos bancários. De acordo com H. Neto, Souza e Rossi (2000), uma companhia fechada pode obter recursos de capital mediante subscrição de ações pelos

próprios acionistas, dispensando assim a tutela pública, já uma companhia aberta procura recursos junto ao público pulverizado no mercado. A tomada de decisão envolve dois conceitos: técnico e subjetivo. No quesito técnico a empresa analisa a sua matriz de cálculo de viabilidade de projetos, taxas de retorno, formas de financiamento, os custos, disponibilidade de recursos, e o preço da emissão. O aspecto subjetivo está diretamente ligado a questões culturais da companhia.

Segundo Steffen e Zanini (2014), a teoria do *Static Trade-off* diz que a companhia busca uma estrutura ótima de capital, em que a proporção de capital próprio e de recursos de terceiros tenham um menor custo e que agregue maior valor para a empresa. Conforme citado por Steffen e Zanini (2014) o principal motivo que leva as empresas a realizar a abertura de capital é a possível redução do custo de financiamento de projetos. O cenário econômico é crucial para a escolha do momento de realização de uma Oferta Pública de Ações (do inglês *Initial Public Offerings*, IPO). Em que as empresas aproveitam as janelas de oportunidades para a captação de recursos com o objetivo de explorar movimentos temporários no custo de fontes alternativas de financiamento considerados favoráveis para a emissão, uma maior liquidez mundial é um exemplo de janela de oportunidade.

A abertura de capital via Oferta Pública de Ações cria liquidez para as ações que são transacionadas em um mercado organizado, onde diversos investidores podem operar através lógica do mercado, comprar e vender.

De acordo com Pinheiro (2009), a abertura de capital é uma forma alternativa de recursos da companhia que apresenta vantagens sobre os recursos oferecidos pelas instituições financeiras, que na maioria das vezes possuem prazos limitados e padronizados. A realização de uma abertura de capital permite que as companhias tenham melhores condições para aumentar a sua participação no mercado, como exemplo, se tem a expansão via aquisição ou incorporação de outras empresas. Neste tipo específico de negociação a companhia pode optar por negociar com as suas ações ou debêntures², sem a necessidade de utilizar os recursos em caixa.

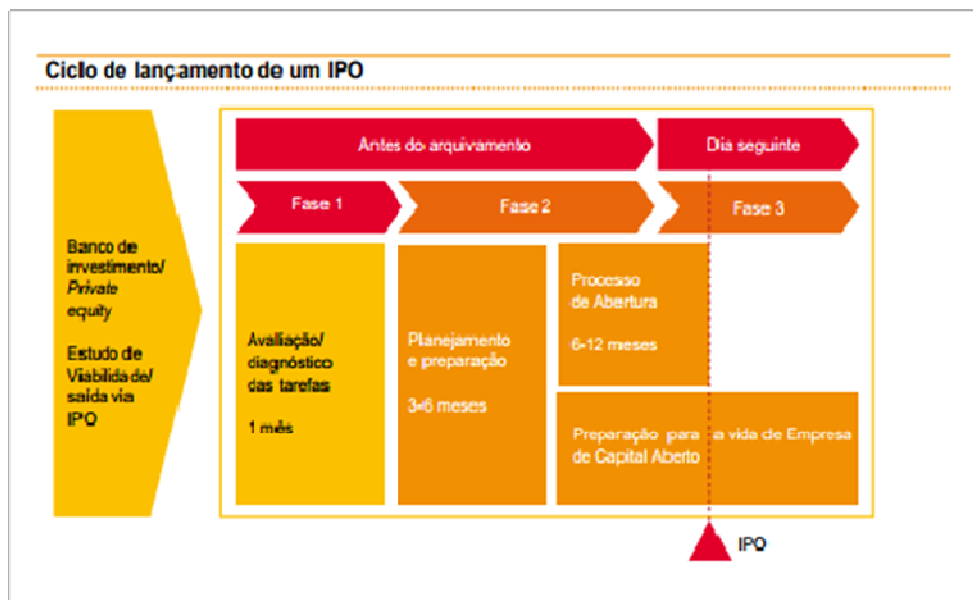
A abertura de capital é um assunto que faz parte do dia a dia de muitas empresas, principalmente quando o objetivo da companhia é reestruturar seus passivos financeiros ou buscar formas de financiamento para os seus investimentos. Muitas companhias reduzem o

² Títulos de dívidas lançados por sociedades anônimas de médio e longo prazo.

seu nível de endividamento através do IPO. Fato é que o valor da empresa está diretamente ligado as suas decisões de investimento e não de financiamento. Logo o IPO é uma decisão estratégica em que devem ser levados fatores estratégicos para tal realização.

O guia da BM&F e BOVESPA (2011), indica que os recursos obtidos são canalizados diretamente para o caixa da empresa, com isso a mesma utilizará da estratégia empresarial para utilização dos mesmos. Para obtenção destes recursos a empresa passa por uma transformação que é exigida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM)³, a fim de registrar e padronizar a empresa. Esta padronização tende a profissionalizar o negócio, o que gera uma maior eficiência para a empresa que possui um planejamento de gestão bem estruturado.

Figura 1 - Cronograma de um IPO (oferta pública de ações)



Fonte: BM&F BOVESPA, 2011, p. 29

2.2 OBJETIVOS COM A ABERTURA DE CAPITAL

Para que uma companhia busque a alternativa de abertura de capital como investimento, diversos fatores devem ser analisados, para que se tenha uma decisão concisa e coerente com o objetivo de longo prazo. De acordo com H. NETO e outros (2000) a abertura de capital é uma decisão difícil de ser tomada pelos controladores da companhia e envolve uma série de estudos e pesquisas, além da aceitação de uma nova “cultura” dentro da companhia. Com isso,

³ Entidade autárquica, vinculada ao Ministério da Fazenda, com o objetivo de desenvolver, regular e fiscalizar o Mercado de Valores Mobiliários.

analisamos a balança do risco da estratégia empresarial adotada e o risco de investimento, que abrange a situação de variação do lucro e a insolvência econômica. Logo, uma empresa que escolhe abrir o capital deve ter bem definido um projeto de viabilidade para tal investimento. De acordo com Carvalho (2010), uma das vantagens dos empresários para optar por esse movimento é a necessidade de captar recursos a custo baixo para investimento, para capital de giro ou aquisição de outras empresas.

A abertura de capital tem uma definição bem clara de capitalização de recursos que serão permanentes. A BM&F BOVESPA (2011) diz que a avaliação e os negócios mais maduros são mais aceitos pelo público investidor. Além disso, há uma possibilidade de reestruturação dos passivos da empresa e cria uma possibilidade de profissionalizar a empresa numa escala maior. Uma empresa que opta por esta situação, adota uma estratégia empresarial de maior visibilidade frente ao mercado, tanto a instituição quanto as informações financeiras passam a ter uma maior credibilidade no mercado. A empresa que utiliza desta estratégia tem uma visão de longo prazo e busca consolidar estrategicamente a sua empresa. A decisão de abrir capital envolve diversos fatores, dentre os quais se podem destacar: captação de recursos para adequar à estrutura de capital da empresa, possíveis arranjos societários, novo relacionamento com funcionários (KIM ; WEISEBACH, 2005).

Este evento bem orquestrado e realizado com eficiência traz vantagens para as empresas, uma delas é a classificação através de *ratings* (notas de risco) que consiste na avaliação da saúde financeira da companhia por intermédio de agências de risco. Uma empresa bem avaliada possui credibilidade e tem menos dificuldade e custos para a busca de crédito através do mercado financeiro. Fica claro que a empresa está com perspectivas de crescimento, buscando esta forma de financiar os seus investimentos, muitas vezes com o intuito de expandir o negócio. Por definição se tem uma estrutura “ótima” e favorável de capital quando são considerados vários fatores como: custo e disponibilidade de capital próprio e de terceiros, índices comparativos setoriais (liquidez, endividamento, rentabilidade e etc.) e grau de risco aceito pelo empresário (H. NETO *et al.*, 2000).

Projetos viáveis e rentáveis acabam por atrair mais investidores que acreditam nos objetivos da empresa, aumentando assim o interesse do investidor em financiar os projetos da companhia. De acordo com Celikyurt, Servilir e Shivdasani (2010), há um número crescente de operações de fusões e aquisições entre empresas quando estas optam por realizar a abertura de capital. Como exemplo disto, o recorte de Carvalho (2010) sinaliza o caso da Magazine

Luiza, que lançou suas ações na bolsa, pois a fusão das Casas Bahia com o Pão de Açúcar impôs a Magazine Luiza a necessidade de investir para se manter competitiva no mercado de varejo, pois nesta época as classes C e D estavam em ascensão. Estes benefícios ficam evidentes quando a empresa tem a possibilidade de melhorar a sua imagem institucional, que aliados com boas estratégias de gestão traz uma maior visibilidade e projeção no futuro frente ao mercado e aos parceiros financeiros como: fornecedores, clientes etc.

2.3 VIABILIDADE ECONÔMICA E OS CUSTOS OPERACIONAIS DE UMA OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES

Uma realização de Abertura de Capital via Oferta Pública de Ações apresenta um grande número de atrativos para o empresariado, porém, como todo processo burocrático e operacional, os seus custos devem ser analisados. Uma questão inicial deve ser trabalhada pela empresa que pensa nessa possibilidade de financiamento de recursos, que corresponde à garantia do máximo de transparência das suas informações (BM&F BOVESPA, 2011). Muitas companhias acreditam que a informação possui um custo elevado. Todas as informações apresentadas devem ter fundamentação, pois pela lógica de maximização de utilidade⁴, os investidores alocam o seu dinheiro da melhor maneira possível, o que representa para a empresa um trabalho qualificado de gestão.

Os custos citados acima fazem parte da assimetria de informação do mercado, em que nem sempre a companhia fornece todas as informações necessárias para o cliente. Uma vez que muitas informações contêm elementos chaves para a estratégia e competitividade empresarial da companhia. De acordo com Steffen e Zanini (2014) um fator pouco atrativo para as empresas é a questão relacionada a distribuição de dividendos, principalmente em períodos de crescimento. A limitação do controle gerencial é um ponto pouco vantajoso, quando analisado na ótica dos proprietários e executivos da companhia. Além do que muitas companhias consideram o *underpricing*, deságio no preço de lançamento das ações, como um risco e incerteza no valor de negociação das ações. O *underpricing* é caracterizado como um prêmio, para os investidores que possuem uma quantidade menor de informações. O banco que realiza este evento também tem papel importante, já que coordena a distribuição das ações e tem o investidor como parceiro de longo prazo. Em consequência disto distribuem as ações em um preço abaixo do preço ideal para premiar este parceiro em detrimento à empresa.

⁴ Varian (2012) as pessoas escolhem a melhor cesta de bens e serviços que podem adquirir, de acordo com o seu conjunto orçamentário.

Os administradores da companhia não devem somente levar em conta os benefícios que uma Oferta Pública pode trazer, mas também, os seus custos de viabilidade. De acordo com Carvalho (2010) as obrigações envolvem desde a contratação de auditorias independentes até a divulgação das demonstrações financeiras a cada três meses. É importante que os controladores da empresa verifiquem com cautela se o perfil da empresa se encaixa com o de uma companhia aberta. No Brasil, por exemplo, os custos de abertura e as mudanças estatutárias são barreiras à entrada de empresas de médio e pequeno porte no mercado de ações.

Um ponto crucial é o de avaliar os custos operacionais ao investimento, uma vez que, custos de distribuição, auditoria externa, bancos de investimento, listagem e até a estruturação da companhia são arcados, nas fases preliminares. A empresa precisa reestruturar um setor somente para a relação com os investidores, pois como todo credor precisa de informações do negócio. Pode-se dizer que uma avaliação destes fatores citados é necessária, pois uma vez tomada à decisão de abrir o capital não se deve voltar atrás, visto que para a realização do fechamento de capital é bastante custoso e desgastante. Além disso, existem outras formas de financiamento como financiamento via bancos públicos, que muitas vezes podem ser menos custosos às empresas.

Tabela 1 – Desvantagens da abertura de capital

Desvantagens da Abertura de Capital (Pesquisa de Opinião Conduzida entre as Empresas de Capital Aberto: 43 Participantes)		
Desvantagens	Empresas que listaram em primeiro lugar (%)	Empresas que incluíram entre as 6 mais importantes (%)
Custo de Manutenção	62,8	88,4
Preço das ações inferior ao valor companhia	11,6	60,5
Custos de <i>underwriting</i>	7,0	49
Elevado <i>underpricing</i> na colocação de ações	7,0	46,6
Planejamento tributário	7,0	28
Informações estratégicas	4,7	48,9
Concorrentes são empresas fechadas	4,7	32,7
Altos custos de título de dívida	2,3	32,5
Dividendos 10% maior para preferencialistas	2,3	18,06

Fonte: Elaboração própria, 2016 com base em CARVALHO, 2000, p. 618

Na tabela 1 apresentada acima pode-se observar os custos relacionados a realização de abertura de capital. Percebe-se que os custos relacionados a manutenção tem um destaque maior no momento de decisão, de abrir ou não o capital. Nestes custos incorrem desde pré-requisitos exigidos pelas agências reguladoras até a estruturação da companhia no aspecto da gestão.

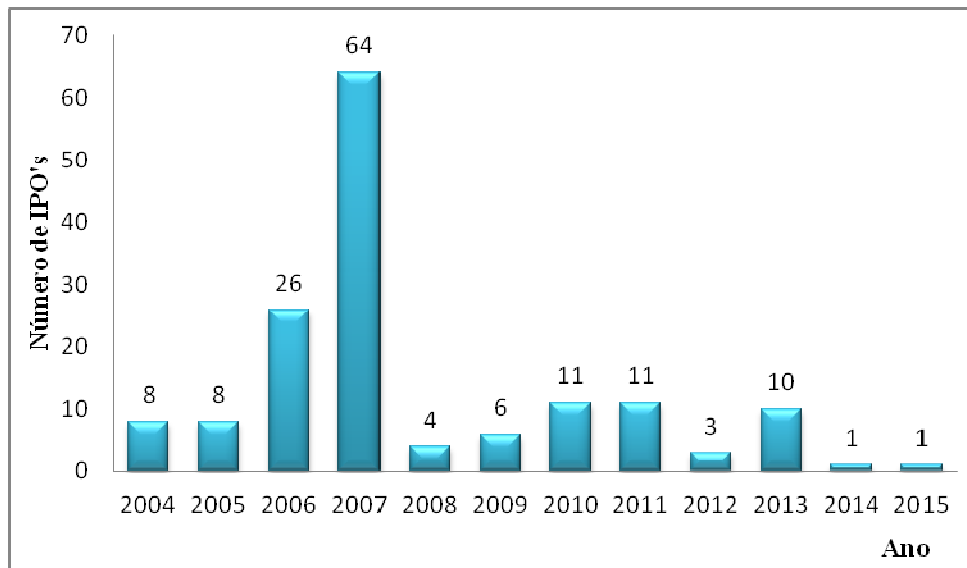
2.4 MERCADO DE OFERTAS PÚBLICAS DE AÇÕES (IPO'S) NO BRASIL

O Brasil tem um ambiente favorável para as empresas que tem o seu capital aberto e negociado na Bolsa de Valores e para as empresas que pensam em crescer os seus negócios. É verdade que a questão cultural ainda influencia em muito a decisão dos empresários, em que muitos só passam a analisar este tipo de estratégia empresarial, para atingir requisitos de necessidade de recursos. De acordo com Neto, Souza e Rossi (2000) a relativa abertura deveria ser considerada um importante passo estratégico da companhia, principalmente no longo prazo. Para estes autores o mercado de capitais é uma espécie de linha de crédito aberta permanentemente, mas de acesso mais difícil que requer planejamento e profissionalização. E este fato é o que muitas vezes falta às empresas brasileiras.

De acordo com Pinheiro (2009) num país como o Brasil onde o custo do capital é relativamente alto, as empresas podem utilizar a abertura de capital de forma estratégica, já que as ações não acarretam encargos fixos e não possuem prazo de resgate.

A estrutura empresarial brasileira passou por grandes mudanças com o Plano Real, uma vez que, as políticas macroeconômicas implantadas trouxeram estabilidade a moeda e quedas consideráveis nas taxas de juros e na inflação. A formação das empresas e seu desenvolvimento foram baseados, em grande parte, em uma estrutura familiar, o que muitas vezes gera entrave nas questões societárias, que podem ser solucionadas através da abertura de capital já que a companhia precisa ter uma maior transparência Vieira e Medes, (2004). De acordo com Carvalho (2010) depois da estabilidade econômica proporcionada pelo Plano Real em 1994, o mercado de capitais brasileiro ganhou força e viveu um momento de euforia em 2007, neste ano houve uma média de seis aberturas de capital na Bolsa de Valores por mês. No Gráfico 1 pode-se observar que entre os anos de 2004 e junho de 2015 foram realizados 153 IPO's no Brasil, com destaque para o ano de 2007 que registrou um número expressivo de ofertas públicas de ações.

Gráfico 1 – Número de IPO's no Brasil entre 2004 e jun. 2015



Fonte: Elaboração própria com base em dados da BM&F BOVESPA, 2016

Como foi analisado anteriormente, este bloco de abertura de capital ainda é pequeno e recente no país. Segundo o Brasil Econômico (2013) países como a Índia possuem cerca de 6.838 empresas listadas em Bolsa, os Estados Unidos possuem cerca de 4.102 empresas listadas, e já o Brasil na época apresentava cerca de 353 empresas. De acordo Neto, Souza e Rossi (2000), logo quando o Brasil abriu sua economia no início dos anos 90, houve um movimento expressivo da compra de companhias de capital privado nacional por parte do capital estrangeiro, no qual muitas destas companhias eram de capital aberto e foram fechadas pelos compradores estrangeiros. Isto também é devido às altíssimas taxas de inflação que pulverizavam o poder de consumo dos brasileiros, aliados a falta de liquidez, fizeram com que houvesse um desestímulo a abertura de capital das empresas.

Pode-se observar que o movimento de abertura de capital é recente e com certo progresso. Dentre estas questões culturais H. Neto, Souza e Rossi (2000) destacam que o desconhecimento do mercado ainda é grande por parte do empresariado, além do que as falácias, que derivam da possibilidade da perda do controle acionário, ainda afetam os empresários do país.

3 EVOLUÇÃO DA BOLSA DE VALORES NO BRASIL

3.1 DINÂMICA DA BOLSA DE VALORES NO BRASIL ANTES DOS ANOS 90

Até a década de 60, o mercado financeiro não possuía destaque no contexto econômico brasileiro. Uma vez que devido ao processo de colonização e alta dependência do capital externo, o Brasil se desenvolveu tardiamente. De acordo com Pinheiro (2009) numa economia historicamente frágil como a brasileira, os investimentos eram direcionados para ativos reais (imóveis) e não em ativos financeiros como os títulos públicos e privados. Percebe-se que as sucessivas pressões inflacionárias e problemas de instabilidade macroeconômica inviabilizavam as transações com títulos de prazo superior a quatro meses.

O mercado de capitais brasileiro passou por transformações resultantes do novo Governo que assumia em abril de 1964. Neste mesmo período entrava em vigor a Lei 4.595/63, chamada de lei da reforma bancária.

As leis que instituíram a correção monetária e reforma bancária, bem como a primeira Lei de Mercados de Capitais, reformularam todo o sistema de intermediação financeira, criaram o Conselho Monetário Nacional, o Banco Central e estabeleceram medidas para o funcionamento dos mercados financeiros. A implementação dessa legislação resultou em diversas modificações no mercado acionário, tais como: a reformulação da legislação sobre bolsa de valores, a transformação dos Corretores de Fundos Públicos em Sociedades Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários, forçando a sua profissionalização, a criação dos Bancos de Investimentos, a quem foi atribuída a principal tarefa de desenvolver a indústria de fundos de investimento. (PINHEIRO, 2009, p. 182).

Em 1967 o Governo Militar promulgou o Decreto Lei número 157, que tinha como objetivo fornecer benefícios fiscais para possíveis investidores em ativos negociados na Bolsa de Valores. O intuito deste Decreto Lei era o de uso de utilização de parte do imposto devido. De acordo com Saito e Padilha (2015) o principal interesse do Governo era o de incentivar o desenvolvimento do mercado de capitais, porém, o primeiro problema foi um desenfreado movimento especulativo, que ocasionou uma alta expressiva dos preços das ações até 1971 (“boom de 1971”). A consequência direta foi uma depressão dos preços nos anos seguintes, já que a legislação vigente apesar de existente ainda era muito precária e com muitas companhias que aproveitaram do movimento favorável para captar recursos.

A partir de 1975, entretanto, observa-se uma recuperação, com novos aportes de seguradoras, recursos dos Fundos PIS/PASEP, adicionais do Fundo 157 e

a criação de Sociedades de Investimentos, além de maiores investimentos de fundos de pensão. (SAITO; PADILHA, 2015, p. 12).

No ano de 1976 foi adicionada a Lei 6.404/76 regulamentando as Sociedades Anônimas (Lei das S.A) que é válida até os dias atuais. Com este mesmo intuito foi promulgada a Lei 6.385/76 criando a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Esta instituição governamental tem como objetivo disciplinar, fiscalizar e normatizar a ação dos integrantes que compõem o mercado de capitais corretoras de valores, distribuidoras de títulos mobiliários, bolsa de valores, entre outros participantes. O que fica claro que este papel que era anteriormente de responsabilidade do Banco Central passa ser agora deste novo órgão.

Na década de 80 houve um crescimento acentuado no número de empresas listadas em Bolsa. De acordo com Saito e Padilha (2015) este número passou de 426 em 1980 para 581 ao final de 90. Observa-se que este aumento no número de empresas listadas não representou uma profissionalização do mercado, em que muitas empresas não cumpriam, por exemplo, requisitos básicos de publicações de informações. Por lei a Comissão de Valores Mobiliários não podia cancelar a listagem das empresas em bolsa, o que acarretava um número elevado de empresas, que muitas vezes não possuíam nenhuma transação no mercado de negociação. De acordo com Siqueira (2010) *apud* Saito e Padilha (2015, p. 13) formava-se então o chamado “limbo”, referindo-se a empresas que permaneciam em bolsa, mas cotadas a preços irrisórios e com negociações escassas, que permaneciam listadas apenas formalmente.

Tabela 2 – Número de empresas listadas na BOVESPA⁵ de 1970-1989

Empresas Listadas na Bovespa			
Ano	Nº de Empresas	Ano	Nº de Empresas
1970	200	1980	426
1971	337	1981	488
1972	381	1982	493
1973	395	1983	506
1974	398	1984	522
1975	362	1985	541
1976	387	1986	592
1977	452	1987	590
1978	399	1988	589
1979	404	1989	592

Fonte: Elaboração própria com base em CARVALHO, 2000, p. 606

⁵ A diferença entre o número de ações listadas na BOVESPA e listadas no país é pequena neste período.

Na tabela acima se verifica que o número de empresas aumentou consideravelmente, saindo de 200 empresas em 1970 para 589 empresas em 1988. Este movimento também é explicado pelo Benefício fiscal criado no Governo Militar, que impulsionou o desenvolvimento da Bolsa de Valores no Brasil, o que não significou profissionalização e melhora na qualidade do mercado de capitais brasileiro.

3.2 A BOLSA DE VALORES A PARTIR DOS ANOS 90

Na década de 90 o mercado de capitais no Brasil passou por uma grande transformação, principalmente pela entrada expressiva de capital estrangeiro. Além da entrada de capital estrangeiro, o país ainda se beneficiou de uma renegociação da dívida externa, articulando assim uma maior expressividade ao mercado externo.

A década de 90 testemunhou o crescimento da importância relativa do mercado de capitais no Brasil. Uma série de mudanças no quadro macroeconômico e regulatório no início da década – estabilização da economia, abertura comercial, abertura para investimentos estrangeiros em bolsa etc. – tornou o mercado brasileiro mais atraente e acessível aos investidores internacionais. O resultado disso foi uma entrada significativa de investimentos externos direcionados ao mercado de capitais. (CARVALHO, 2000, p. 597).

Quadro 1 - Investimento direto em carteira de valores mobiliários por investidores institucionais estrangeiros entre 1991 e 1999

Investimentos Externos (US\$ Milhões)			
Período	Ingresso	Retorno	Saldo
1991	428,4	96,1	386,3
1992	2.966,8	1.652,4	1314,4
1993	14.614,1	9.136,5	5477,6
1994	20.532,4	16.778,2	3754,2
1995	22.026,6	21.498,4	528,3
1996	22.935,6	19.341,9	3593,7
1997	32.191,9	30.576,8	1615,1
1998	21.886,7	24.349,0	-2462,3
1999	12.396,1	11.296,0	1.100,1
Total (1991 - 99)	150.032,7	134.725,2	15.307,4

Fonte: Elaboração própria com base em CARVALHO, 2000, p. 598

No Quadro 1 tem-se que a entrada de capital estrangeiro no país, entre 1991 e 1999, foi significativo registrando um saldo líquido de US\$ 15.305,40 no período. Isso mostra que o

desenvolvimento da Bolsa de Valores no Brasil foi marcado pela entrada expressiva de capital externo, funcionando como principal válvula de liquidez.

Os Planos Econômicos que foram desenvolvidos no Brasil tinham como o objetivo estabilizar a economia para criar as bases para o desenvolvimento econômico. Alguns dos planos desenvolvidos foram: Plano Collor, Plano Cruzado, Plano Verão, Plano Real etc. Diante da frágil economia que o Brasil apresentava e com uma forte dependência ao cenário externo, apenas em 1994 com o Plano Real, o país consegue atingir a estabilidade. Em consequência disto se observa um aumento acentuado nos preços e volumes transacionados na Bolsa de Valores.

No decorrer da década de 90 o mercado de ações no Brasil passou por uma reversão, ao apresentar uma variação no número de empresas listadas. De acordo com Pinheiro (2009), houve uma perda na dinâmica do mercado secundário, apresentando assim uma concentração das negociações da Bovespa. Este movimento pode ser explicado pela elevação das exigências das agências de regulamentação, e também por atuação da Comissão de Valores Mobiliários que realizou vários cancelamentos de ofício, destacando o período entre 1999 e 2003. Além disso, Carvalho (2000) sinaliza que as questões macroeconômicas também influenciaram diretamente nesta queda de transações no mercado de capitais, em que as elevadas taxas de juros, a CPMF⁶ e a crise asiática e russa podem ser considerados fatores para esta possível retração. As elevadas taxas de juros são responsáveis por diminuir a atratividade dos investimentos em renda variável, já que os ativos em renda fixa apresentam um risco menor. A criação e manutenção da CPMF acabaram por encarecer os custos de transações.

⁶ Contribuição Provisória sobre a Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira.

4 GOVERNANÇA CORPORATIVA E IFRS (2010)

4.1 PRÁTICAS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

A estrutura de controle das firmas passou por mudanças nos últimos anos, em que o controle da companhia não se restringe mais aos proprietários (acionistas majoritários), mas também aos administradores. O objetivo disto é de segmentar os interesses das firmas na ótica dos proprietários e na ótica dos investidores que aplicam o seu capital. Percebe-se que as mudanças na estrutura societária das empresas foram importantes, já que o controle da companhia era concentrado nas mãos de uma única pessoa ou de um pequeno grupo e agora se observa a figura do acionista minoritário. É nesse contexto que a governança corporativa deve atuar minimizando este possível conflito de interesse, através da qualificação da gestão empresarial.

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo 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 a recursos e contribuindo para a sua longevidade. (IBGC, 2010, p. 19).

Governança Corporativa é um conjunto de regras que visam minimizar os problemas de agência. O problema de agência (ou problema agente-principal) aparece quando o bem-estar de uma parte (denominada **principal**) depende das decisões tomadas por outra parte (denominada **agente**). Embora o agente deva tomar decisões em benefício do principal, muitas vezes ocorrem situações em que os interesses são conflitantes, dando margem a um comportamento oportunista por parte do agente. Em uma empresa, o controle (agente) deve ser supostamente, guardião dos interesses de determinados grupos (principais). (CARVALHO, 2002, p. 19).

A Governança corporativa representa as práticas adotadas pelas empresas que participam do mercado de capitais, com o intuito de trazer uma maior credibilidade e transparência das empresas para com os seus credores. Uma vez que o mercado financeiro tem se tornado mais competitivo e dinâmico. Nos anos 2000 a Bovespa criou a Governança Corporativa dividida em três níveis: nível 1, nível 2, e Novo Mercado. Apresentando normas e leis mais rígidas para as empresas listadas na Bolsa de Valores (ver ANEXO A). De acordo com o Vieira e Mendes (2004) a importância de práticas institucionais que enfatizem a transparência, a ética e a segregação de funções nas empresas, são importantes e buscam auxiliar as empresas que participam da Bolsa de Valores a terem uma maior profissionalização institucional.

As práticas de boa governança têm como objetivo profissionalizar e qualificar as companhias que participam do mercado. Uma vez que as firmas precisam cumprir requisitos mínimos, como por exemplo, a garantia do princípio da equidade de informações para investidores majoritários e minoritários, para assim serem classificadas em um dos três níveis. Os autores Vieira e Mendes (2004) dizem que falar em Governança Corporativa significa discutir a minimização da assimetria de informação existente entre a empresa e os diversos agentes envolvidos, a saber, acionistas credores, fornecedores e empregados.

A governança corporativa proporciona aos credores maior credibilidade nos resultados da empresa e os acionistas tornam-se mais propensos a investir, uma vez que o risco de manipulações por grupos específicos é reduzido. O resultado é que, para qualquer mercado em crescimento, as práticas de boa governança são fundamentais. (VIEIRA; MENDES, 2004, p. 117).

Este crescimento e necessidade das práticas de boa governança é consequência da necessidade de investimentos em escala maior, logo, estas práticas vieram para potencializar esta etapa do sistema financeiro brasileiro. Este projeto de normas que visam regular as ações das empresas busca conduzi-las de maneira profissional, sem deixar de focar nos interesses dos proprietários, e assegurar os direitos dos credores das companhias os seus acionistas.

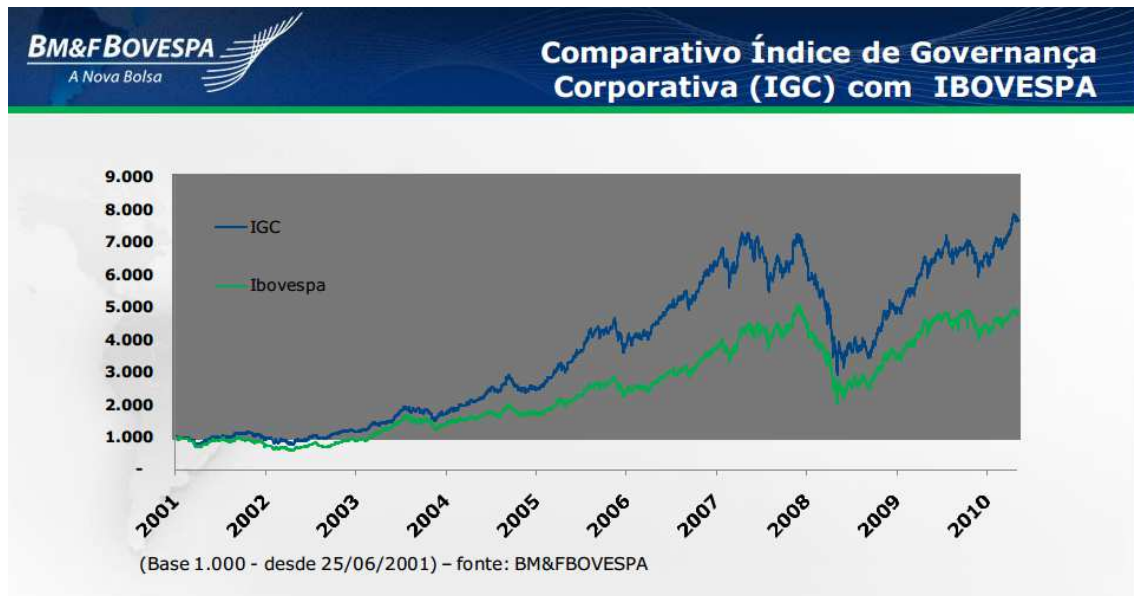
O objetivo da Governança Corporativa é a diminuição da assimetria de informação, ao garantir para os fornecedores (investidores) de capital que receberão retornos adequados sobre os seus investimentos. De acordo com Vieira e Mendes (2004) o resultado esperado é o de menor volatilidade das ações e retornos expressivos em relação ao mercado. A boa governança contribui para o desenvolvimento econômico sustentável, ao melhorar o desempenho e a eficiência das empresas. Logo a competitividade empresarial acaba por ser mais qualificada, já que as empresas que não adotarem padrões de eficiência podem ter suas parcelas de mercado reduzidas.

Com este intuito Vieira e Mendes (2004) dizem que as empresas que participam de algum nível da Governança Corporativa têm uma rentabilidade superior em relação às empresas que não participam de nenhum nível de Governança. Os próprios Vieira e Mendes (2004) afirmam que a tendência quanto ao custo de captação auferem ganhos expressivos.

A governança corporativa atrai mais investidores, já que assegura direitos e garantias dos investidores. A clareza nas informações divulgadas também auxilia os controladores e gestores das empresas, diminuindo o risco de mercado.

A Figura 2 mostra um comparativo do índice de empresas que seguem níveis de governança corporativa comparado as empresas que são listadas na Ibovespa. É importante destacar a evolução de ambos os índices desde 2001, em que o IGC acumulava até outubro de 2010 671,4% ante 386,7% do Ibovespa. Isso mostra a preferência dos investidores em alocar os seus recursos em empresas que seguem padrões de governança corporativa.

Figura 2 - Comparativo Índice de Governança Corporativa (IGC) com IBOVESPA



Índices	IGC	IBOV
Out/2010	3,5%	1,8%
Em 2010 (até out/10)	13,8%	3,0%
Desde 2001	671,4%	386,7%

Fonte: BM&F BOVESPA, 2010, p. 8

4.2 SEGMENTOS DE LISTAGEM: NOVO MERCADO

O Novo Mercado foi lançado em 2000 com o objetivo de ser um padrão de governança corporativa diferenciado. De acordo com Carvalho (2002), este segmento representa uma nova etapa no mercado financeiro brasileiro, ao considerar o setor privado o principal responsável por imprimir as novas reformas. O Novo Mercado tem como inspiração o Neuer Markt ⁷ alemão. O objetivo de ser baseado na estrutura alemão traz em evidencia que uma

⁷ Novo Mercado Alemão


reforma legislativa é indicada para alterar as regras referentes às companhias que já fazem parte do mercado, mas, desnecessárias para as firmas que pensam em abrir o capital.

Em 2002 após a primeira listagem o Novo Mercado se tornou a referência com relação a transparência e governança exigido pelos investidores. Este segmento de listagem é aconselhável para as companhias que desejam realizar ofertas públicas de ações para qualquer tipo de investidor (pessoas físicas, investidores institucionais, investidores externos etc.). Desde a sua implementação o Novo Mercado é uma seção de condutas e práticas de governança corporativa incremental em relação ao que é exigido pela legislação do Brasil. A Bovespa passou a ter uma maior credibilidade frente a outras instituições, Governo e órgãos reguladores etc. Causa disto é que a Bovespa tem a incumbência de administrar às práticas de governança corporativa.

Deve-se notar que o Novo Mercado não requer sistema operacional diferenciado do mercado tradicional. De fato, o Novo Mercado funciona como um **selo de qualidade** cujo valor reside nas obrigações contratuais assumidas pela empresa e na maneira como a Bovespa administra tais contratos. (CARVALHO, 2002, p. 28).

Os parâmetros do Novo Mercado são exigentes, e, portanto nem todas as companhias conseguem atender-las. Fica claro que o objetivo da Bovespa ao instruir as empresas a aderir este tipo de segmento é o de profissionalizar e qualificar ainda mais o mercado e as instituições participantes. Já que a auto-regulação auxilia no próprio processo de normatização e excelência por parte da Bovespa. Conforme já foi apresentado o Novo Mercado é o nível mais elevado dos segmentos, o que não desqualifica os outros segmentos de listagem como: Nível 1, Nível 2, Bovespa Mais nível 2 e Bovespa Mais. O Quadro 2 abaixo representa os segmentos de listagem em ordem crescente de exigência.

Quadro 2 – Ordem de exigência dos segmentos de listagem

SEGMENTOS DE LISTAGEM	EXIGÊNCIA
NOVO MERCADO	
NÍVEL 2	
NÍVEL 1	
BOVESPA MAIS NÍVEL 2	
BOVESPA MAIS	

Fonte: Elaboração própria com base em dados da BM&F BOVESPA, 2016

O Novo Mercado surge como resposta a uma questão recorrente no Brasil, que é a ineficiência do aparato jurídico. Uma vez que este segmento busca um maior envolvimento

com relação à proteção aos acionistas minoritários e aos credores que dependem da qualidade da informação. Neste quesito é preciso avaliar o *enforcement* que considera dois indicadores: O primeiro é a eficiência do sistema jurídico em solucionar as questões processuais envolvendo tanto as empresas nacionais quanto as empresas estrangeiras. No qual no Brasil ainda é minimizada a possibilidade dos cidadãos procurarem o sistema Judiciário ou o Estado como forma de terem os seus direitos atendidos. Visto que o Brasil ainda está aquém dos níveis de excelência de países como: Austrália, Dinamarca, Estados Unidos, Colômbia, África do Sul, etc. O segundo problema envolve a questão da corrupção que existe no país. Visto que o Estado ainda possui problemas graves de corrupção, ou seja, a probabilidade de agentes institucionais aceitarem pagamentos especiais para solucionar causas em que apenas uma das partes seja favorecida é muito grande.

Quadro 3 – Eficiência do sistema jurídico no mundo numa escala de 0 a 10

Eficiência do Sistema Judiciário no Mundo			
(Escala: 0 a 10)			
País	Nota	País	Nota
Austrália	10,00	Nigéria	7,25
Dinamarca	10,00	Grécia	7,00
Estados Unidos	10,00	Sri Lanka	7,00
Finlândia	10,00	Formosa	6,75
Holanda	10,00	Itália	6,75
Hong Kong	10,00	Uruguai	6,50
Israel	10,00	Venezuela	6,50
Japão	10,00	Espanha	6,25
Noruega	10,00	Argentina	6,00
Suiça	10,0	México	6,00
Bélgica	9,50	Brasil	5,75
Alemanha	9,00	Quênia	5,75
Malásia	9,00	Portugal	5,50
Irlanda	8,75	Filipinas	4,75
França	8,00	Turquia	4,00
Índia	8,00	Tailândia	3,25
Chile	7,25	Indonésia	2,50

Fonte: Elaboração própria com base em CARVALHO 2002, p. 24

O Quadro 3 apresenta o nível de eficiência do sistema jurídico no mundo classificados em uma escala de 0 a 10. O que comprova empiricamente que o Brasil, nota de 5,75, ainda apresenta um aparato jurídico lento e com elevado nível burocrático. É sabido que os

investidores levam isso em consideração, já que a burocracia faz parte dos custos de negociação.

O Quadro 4 destaca os índices de corrupção no mundo, respeitando uma escala de 0 a 10. O Brasil apresenta um índice de 6,32 o que evidencia o nível elevado de corrupção em um país que figura entre as vinte maiores economias do mundo. O elevado nível de corrupção acarreta na falta de transparência entre os investidores e os players do mercado, aumentando a assimetria de informações. Neste sentido a governança corporativa tem como objetivo minimizar os custos relacionados à assimetria de informação e por consequência proporcionar uma maior equidade para os investidores, majoritários e minoritários.

Quadro 4 Índices de corrupção no mundo numa escala de 0 a 10

Corrupção no Mundo			
(Escala: 0 a 10)			
País	Nota	País	Nota
Canadá	10,00	Brasil	6,32
Dinamarca	10,00	Itália	6,13
Finlândia	10,00	Argentina	6,02
Reino Unido	9,10	Colômbia	5,00
França	9,05	Uruguai	5,00
Bélgica	8,82	Quênia	4,82
Estados Unidos	8,63	México	4,77
Japão	8,52	Índia	4,58
Cingapura	8,22	Egito	3,87
Espanha	7,38	Nigéria	3,03
Malásia	7,38	Filipinas	2,92
Formosa	6,85	Indonésia	2,15

Fonte: Elaboração própria com base em CARVALHO 2002, p. 25

4.3 OS EFEITOS DA ADESÃO AO PADRÃO CONTÁBIL INTERNACIONAL, IFRS, NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

O padrão contábil IFRS representa um conjunto de normas internacionais de contabilidade criadas e revisadas pelo *International Accounting Standards Board IASB* (Conselho de Normas Internacionais de Contabilidade) com o objetivo de integrar os instrumentos contábeis e as políticas adotadas entre os países. É evidente a tentativa de dar uma maior qualidade e interpretação as demonstrações financeiras seja por gestores, investidores,

governos, demais instituições etc. O destaque no Brasil ocorreu em 2010 quando se tornou obrigatório o processo de adoção do IFRS.

Identificam-se quatro vantagens decorrentes da adoção das IFRS. Em primeiro lugar, de tal adoção deverá decorrer uma maior capacidade dos investidores tomarem decisões financeiras informadas, eliminando a confusão decorrente da existência de diferentes formas de mensurar a posição e o desempenho financeiros em diferentes países, o que conduz a uma redução do risco para investidores e do custo do capital para as empresas. Em segundo lugar, deverá ter como consequência uma diminuição dos custos relacionados à elaboração de informação financeira de acordo com diversos conjuntos de normas. Em terceiro lugar, conduzirá a maiores incentivos ao investimento internacional. Em quarto lugar, possibilitará uma alocação de recursos financeiros mais eficiente em nível mundial. (TENDELOO ; VANSTRAELEN (2005) *apud* LOURENÇO ; BRANCO, 2014, p. 3).

Um argumento favorável a adoção do IFRS por parte das empresas é o reconhecimento dos critérios utilizados para a mensuração de informações contábeis. A causa disto é a possibilidade de comparabilidade das informações, já que existe uma maior integração das companhias que aderiram ao padrão. Em consequência disto Lourenço e Branco (2014) dizem que a adoção ao IFRS conduzirá, a uma melhoria da capacidade dos investidores tomarem decisões financeiras informadas, a uma melhoria das condições de investimento e/ou financiamento e uma eficiente alocação de recursos financeiros em nível mundial.

O IFRS traz benefícios para o mercado financeiro na medida em que aperfeiçoa o seu funcionamento, ao reduzir o custo do capital. As companhias que adotam este padrão assumem um maior compromisso com a transparência do que é apresentado nas demonstrações contábeis. Alguns princípios qualitativos como: clareza, credibilidade, relevância, devem ser respeitados para que haja uma interpretação igualitária para todos os integrantes do mercado. Percebe-se que com a utilização do IFRS há uma tendência do aumento relevante nas informações divulgadas pelas empresas, já que as políticas contábeis se tornaram mais complexas e mais exigentes.

Um passo importante com o IFRS é na tentativa de diminuir os problemas e os custos relacionados à assimetria de informação, já que um dos requisitos deste padrão é o de apresentar informações segregadas por segmento. As companhias passam a serem obrigadas a descreverem as políticas contábeis utilizadas nas demonstrações financeiras, como por exemplo, quais são os critérios para as estimativas e os julgamentos utilizados. Aliado com as práticas de governança corporativa o IFRS traz uma maior credibilidade e qualificação do mercado de capitais brasileiro, tanto no cenário externo quanto no cenário interno.

Principalmente na equidade das informações prestadas, diminuindo assim as possíveis fraudes contábeis.

5 MERCADO DE OFERTA PÚBLICA NO BRASIL APÓS A IMPLEMENTAÇÃO DOS SEGMENTOS DE LISTAGEM DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

5.1 RELAÇÃO ENTRE O NÚMERO DE IPO'S E OS SEGMENTOS DE LISTAGEM

O desenvolvimento do mercado de ações no Brasil na última década tem atraído a atenção de muitas empresas e investidores de diferentes países. Uma vez que o Brasil se integrou ao dinamismo da economia mundial tornando-se o destino de grandes investimentos. Neste contexto que surge em 2001 os segmentos de listagem de governança corporativa com o objetivo de garantir uma maior transparência e segmentação dos interesses dos proprietários, investidores majoritários e minoritários. Dentre os segmentos criados o que apresenta uma maior diferenciação e pré-requisitos das firmas atuantes é o Novo Mercado. Este segmento se tornou referência no quesito transparência e é o mais indicado para as companhias participantes da Bolsa de Valores, já que é uma seção de conduta e prática incremental ao que é exigido pela legislação brasileira.

Tabela 3 – Relação entre os IPO's no Brasil e os segmentos de listagem

Ano	Número de IPO's	Outros Segmentos de Listagem	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado	Percentual do Novo Mercado nos IPO's
2004	8	-	-	2	6	75%
2005	8	-	-	2	6	75%
2006	26	2	-	4	20	77%
2007	64	6	7	8	43	67%
2008	4	1	-	-	3	75%
2009	6	-	-	1	5	83%
2010	11	-	-	1	10	91%
2011	11	-	-	1	10	91%
2012	3	1	-	-	2	67%
2013	10	1	-	1	8	80%
2014	1	-	-	-	1	100%
Jun/2015	1	-	-	-	1	100%
Total	153	11	7	20	115	75%

Fonte: Elaboração própria com base em dados da BM&F BOVESPA, 2016

Na Tabela 3 se observa a relação direta entre o número de Oferta Públicas no Brasil (IPO's) e o segmento de listagem Novo Mercado. No qual foram realizados 153 IPO's no Brasil entre os anos de 2004 e 2015 sendo 75% deles no segmento do Novo Mercado. Isto mostra a tendência das firmas a buscarem o nível mais elevado de governança corporativa atendendo as

qualificações e exigência do mercado. De acordo com Carvalho (2000) a proteção a minoritários e credores depende fortemente da qualidade das informações disponíveis (disclosure).

O objetivo de realizar uma Oferta Pública de Ações é o de canalizar recursos para o caixa da empresa a um custo de capital mais baixo. A Tabela 3 demonstra que a quantidade de IPO's não necessariamente tem relação direta com o volume total capitalizado. Já que existe a possibilidade de um ano haver um número menor de IPO's com um volume capitalizado maior.

Pode-se observar no Quadro 5 que o ano de 2005 o número de IPO's em termo quantitativo foi superior ao ano de 2008, oito e quatro respectivamente. Logo o volume de negociação do IPO's também está relacionado a outros fatores, como o cenário econômico em que a companhia está inserida, questões qualitativas da gestão empresarial, precificação de acordo com a estratégia e interesse da companhia etc. Este parâmetro quantitativo e qualitativo deve ser destacado já que a incerteza e subjetividade fazem parte do escopo e da oportunidade em que se realiza o IPO's.

Quadro 5 – Representação do volume total (R\$) dos IPO's por ano

Volume Total R\$		
Ano	Número de IPO's	IPO's
2004	8	R\$ 4.487.065.024,00
2005	8	R\$ 5.447.335.660,00
2006	26	R\$ 15.373.613.634,00
2007	64	R\$ 55.648.186.085,00
2008	4	R\$ 7.494.941.362,00
2009	6	R\$ 23.831.458.391,00
2010	11	R\$ 11.193.373.738,00
2011	11	R\$ 7.175.095.457,00
2012	3	R\$ 3.932.950.736,00
2013	10	R\$ 17.293.349.990,00
2014	1	R\$ 417.980.763,00
2015	1	R\$ 602.800.014,00

Fonte: Elaboração própria com base em dados da BMSF BOVESPA, 2016

5.2 IMPORTÂNCIA DOS SEGMENTOS DE LISTAGEM NA COMPOSIÇÃO DOS INVESTIDORES NO IPO'S

Os segmentos de listagem também buscam trazer uma maior padronização das informações empresariais, já que no Brasil o mercado de IPO's é pulverizado. Neste contexto não se pode deixar de citar a presença forte dos investimentos estrangeiros nas ofertas públicas de ações realizadas no país. Uma vez que o Brasil possui uma taxa de poupança interna relativamente baixa, dando vazão ao investimento externo que preenche está lacuna existente entre as necessidades e disponibilidades de recursos. Na Tabela 4 pode-se observar que o investidor estrangeiro ainda é responsável pelo elevado fluxo de capital nos IPO's, com uma média de participação no volume total capitalizado de 58% entre os anos de 2004 e 2015. Na mesma tabela observa-se que a segunda maior representação do volume total são a dos investidores institucionais representados principalmente pelos fundos de pensão.

Tabela 4 – Participação média por tipo de investidor por ano

Participação por Tipo Investidor						
Ano	Volume Total (R\$)	Varejo	Institucional	Estrangeiros	Outros	
2004	R\$ 4.487.065.024,00	20%	16%	62%	2%	
2005	R\$ 5.447.335.660,00	7%	18%	67%	8%	
2006	R\$ 15.373.613.634,00	8%	18%	71%	3%	
2007	R\$ 55.648.186.085,00	8%	17%	70%	5%	
2008	R\$ 7.494.941.362,00	14%	9%	62%	15%	
2009	R\$ 23.831.458.391,00	9%	10%	74%	7%	
2010	R\$ 11.193.373.738,00	5%	15%	64%	16%	
2011	R\$ 7.175.095.457,00	9%	22%	67%	2%	
2012	R\$ 3.932.950.736,00	6%	38%	41%	15%	
2013	R\$ 17.293.349.990,00	11%	33%	40%	16%	
2014	R\$ 417.980.763,00	10%	33%	41%	16%	
2015	R\$ 602.800.014,00	10%	33%	40%	17%	
Total	R\$ 152.898.150.854,00	10%	22%	58%	10%	

Fonte: Elaboração própria, 2016 com base em dados da BM&F BOVESPA, 2016

5.3 PARTICIPAÇÃO DOS BANCOS DE INVESTIMENTO (*UNDERWRITERS*) NO MERCADO DE OFERTAS PÚBLICAS NO BRASIL

O banco de investimento possui papel importante no processo de realização de oferta pública das empresas. Visto que a firma precisa contratar um *underwriter* e uma auditoria externa para realizar este processo, ambos com a função de estruturar a operação e os balanços contábeis da empresa de forma a cumprir todos os pré-requisitos exigidos pelas instituições

reguladoras. A principal incumbência do banco de investimento é conseguir compradores para as ações primárias para em seguida precificar as ações. No processo de precificação surge um conflito de interesses entre o banco e a empresa, já que uma precificação que subvaloriza (*underpricing*) a empresa prejudica a companhia emissora, no ponto que ela poderia ter capitalizado mais recursos. A questão é que os bancos de investimento podem utilizar deste meio para atrair potenciais investidores, principalmente os fundos de investimentos, com a estratégia de ter estes como parceiros em várias transações. Este fato ocorre porque as firmas não são recorrentes na realização de ofertas públicas, sendo apenas operações pontuais.

O Quadro 6 apresenta a relação da participação dos dez bancos (underwriters) que mais realizaram IPO's no Brasil no período entre 2004 e Jun/2015. A amostra inicial continha 153 IPO's, porém dentre eles 14 não apresentaram prospectos referente ao evento de abertura de capital, tendo, portanto, que ser descartados. Para os 139 restantes, o critério utilizado para foi o banco ter participação como global no IPO, organizando-os em ordem decrescente. Logo o total de participação destes bancos em IPO's no Brasil foi de 89 realizações.

Quadro 6 – Participação dos dez bancos de investimento que mais atuaram como “Global” nos IPO's do Brasil no período de 2004 até jun. 2015

Participação dos Underwriters nos IPO'S				
Período: 2004 - Jun/2015				
Underwriter	Global	Líder	Intermediário	Subcontratado
Credit Suisse	26	32	21	2
UBS Pactual	18	18	10	1
Itau BBA	16	16	30	2
Btg Pactual	7	7	16	-
Pactual	5	5	5	-
Santander	4	4	10	21
Morgan Stanley	4	4	-	3
BBI	3	3	18	12
JP Morgan	3	3	13	3
Merrill Lynch	3	3	-	-

Fonte: Elaboração própria com base em dados da BM&F BOVESPA, 2016

Ao realizar o processo de IPO's os bancos são remunerados com comissões, de acordo com o valor estruturado da operação e conforme a sua posição no IPO seja na posição de coordenação, colocador ou garantidor. Por este motivo é de interesse dos bancos que a operação realizada tenha sucesso. Para visualizar quais são as comissões adotadas pelo

mercado a Tabela 5 apresenta um histograma com intervalos de comissões que variam de 0,1% até 4,5%. O objetivo é analisar o quanto é pago para os *underwriters* nas respectivas posições que foram citadas acima. A amostra inicial continha 153 eventos, porém, foi reduzida para 132, já que 21 IPO's não apresentaram dados precisos referente aos valores pagos de comissões.

Tabela 5 - Histograma de % de comissões pagas aos bancos de investimento

Histograma de Comissões pagas aos Bancos de Investimento em %			
Participantes	Comissões		
	0,1 a 1,5	1,6 a 3,0	3,1 a 4,5
Coordenador	129	1	-
Colocador	49	80	3
Garantidor	121	6	1

Fonte: Elaboração própria com base em dados da BMSF BOVESPA, 2016

6 CONCLUSÃO

Até a década de 90 o mercado financeiro brasileiro teve sua dinâmica marcada por ciclos, não havendo uma consistência no seu desenvolvimento. Historicamente, a economia brasileira se mostrou frágil neste período com uma forte dependência no capital externo. A consequência disto foi um crescimento pautado no curto prazo, especulativo e sem planejamento. Algumas tentativas de impulsionar o mercado de capitais brasileiro foram feitas neste período, como a política do benefício fiscal, que não obteve muito êxito, pois o que de fato era necessário era um desenvolvimento em longo prazo.

A década de 90 assume um caráter peculiar na história do mercado de capitais brasileiro, em que houve uma entrada expressiva de capital externo no país, e uma renegociação na dívida externa. A melhoria no cenário macroeconômico e a instauração do Plano Real contribuíram para a estabilização da moeda, abertura comercial e o desenvolvimento das instituições regulatórias. O que acabou tornando o Brasil um país mais atrativo aos investimentos diretos e indiretos estrangeiros.

Os padrões de governança corporativa surgem em 2001 e são empregados com o objetivo de qualificar e profissionalizar o mercado financeiro brasileiro. Uma vez que os segmentos de listagem trazem exigências para os participantes do mercado com o intuito base de minimizar as assimetrias de informações e os possíveis conflitos de interesses, já que um mercado financeiro desenvolvido precisa ter credibilidade nas informações divulgadas. Neste contexto o Brasil apresentou melhorias significativas com a introdução do IFRS e o Novo Mercado, o primeiro visa padronizar e integrar entre os países as informações contábeis prestadas pelas empresas relacionando fidedignidade e informação, o segundo é o segmento de listagem de governança corporativa que integra mais requisitos para as empresas participantes do mercado, com o foco na melhoria das informações para os investidores minoritários.

Com o amadurecimento do mercado de capitais brasileiro a partir de 2000 e com a criação dos segmentos de listagem, os IPO's realizados no Brasil passaram a ter mais destaque. A estabilização econômica do país juntamente com a elevação da liquidez mundial fez do país um ambiente mais estruturado para a realização de ofertas públicas de ações. Estes fatores aliados com as instituições de regulamentação mais presentes fizeram do Brasil um país integrado e moderno aos padrões dos mercados financeiros globais.

Contemplando o que foi dito acima existe uma possível relação entre a elevação do número de IPO's e o segmento de listagem, Novo Mercado. Uma vez que na pesquisa realizada pode-se verificar que das 153 ofertas públicas de ações realizadas no país 115 foram realizadas no Novo Mercado, o que identifica a preferência dos investidores e das companhias por um padrão mais elevado de governança corporativa. O Novo Mercado funciona como um selo de qualidade já que as suas exigências requerem das firmas uma maior profissionalização de sua gestão, o que significa para os investidores, fornecedores de capital, um maior comprometimento por parte dos controladores da companhia.

REFERÊNCIAS

AGENCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. **Incentivos à abertura de capital em bolsa de valores**. Brasília, 2013.

BLACK, Bernard *et al.* Methods for multicountry studies of corporate governance: evidence from the BRIKT countries. **Journal of Econometrics**, n. 183, p. 230-240, 2014.

BM&F BOVESPA. **Segmentos de listagem**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/>. Acesso em: 16 jul. 2016.

BORGES, Luiz Ferreira X.; SILVEIRA, Alfredo Maciel da.; SILVEIRA, Ricardo Barbosa da. Os Novos Segmentos Especiais de Listagem da Bovespa nas Carteiras dos Fundos de Ações. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 11, n. 22, p. 181-214, dez. 2004.

_____. **Como abrir o capital da sua empresa no Brasil (IPO)**. São Paulo, 2011.

_____. **Governança corporativa e o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro**. São Paulo, 2010.

_____. **Entenda o processo de abertura de capital**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/abertura-de-capital/como-abrir-o-capital.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 20 mar. 2016.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Comissão de Valores Mobiliários. **Abertura de capital de empresas**. Brasília, 1996.

BRASIL ECONÔMICO. **Brasil é o 23º país em número de empresas listadas em Bolsa**. Disponível em: <http://brasileconomico.ig.com.br/ultimas-noticias/brasil-e-o-23-pais-em-numero-de-empresas-listadas-em-bolsa_132225.html>. Acesso em: 18 abr. 2016.

CARVALHO, A. Gledson de. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, jul./set. 2002.

_____. Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil: a experiência dos anos 90. **Economia Aplicada**, São Paulo, v. 4, n. 3, p. 595-632, ago. 2000.

CARVALHO, Débora. Bolsa de valores - a resistência das empresas - ainda é pequeno número de empresas de capital aberto. **Revista Desafios do Desenvolvimento**, Brasília, v. 7, n. 58, 26 fev. 2010.

CELIKYURT, U. ; SEVILIR, M. ; SHIVDASANI, A. Going public to acquire? the acquisition motive in IPO's. **Journal of Financial Economics**, v. 96, p. 345-363, 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **O que é a CVM**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/servidores/estagios/2-Materia-sobre-a-CVM-e-o-Mercado-de-Valores-Mobiliarios.pdf>. Acesso em: 18 out. 2016.

H. NETO, C. H. ; SOUZA, A. L.; ROSSI, C. M. **Abertura do capital de empresas no Brasil:** (um enfoque prático). 3. Ed. . São Paulo: Atlas, 2000. 156 p.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa.** São Paulo, 2009. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/Codigo_julho_2010_a4.pdf>. Acesso em: 18 abr. 2016.

JENSEN, M., MECKLING, W. Theory of the firm: Managerial Behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, 1976.

KIM, W. ; WEISEBACH, M. – **Do firms go public to raise capital?**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2005. (Working paper, 11197).

LEVINE, Ross. Financial development and economic growth: views and agenda. **Journal of Economic Literature**, Virginia, p. 688-726, jun. 1997.

LOURENÇO, Isabel Maria Estima Costa ; BRANCO, Manuel Emílio Mota de Almeida D. C. Principais consequências da adoção das IFRS: análise da literatura existente e sugestões para investigação futura. **Revista de Contabilidade Financeira**, São Paulo, v. 26, n. 68, p. 126-139, jul. 2015.

OLIVEIRA, BRUNO. **Fatores determinantes para abertura de capital de empresas brasileiras.** 2011. 110 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Departamento de Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

PINHEIRO, L. J. **Mercado de capitais:** (fundamentos e técnicas). 5. Ed. São Paulo: Atlas, 2009. 499 p.

SAITO, Richard; PADILHA, Marco Tulio Clivati. Por que as empresas fecham o capital no Brasil?. **Revista Bras. Finanças (Online)**, Rio de Janeiro, v. 13, n. 2, p. 200-250, abr. 2015.

SILVA FILHO, João Lemos Teixeira da. **Desistências de IPO's no Brasil.** São Paulo: FGV/EAESP, 2011.

STEFFEN, Helen Cristina.; ZANINI, Francisco Antônio Mesquita. Abertura ou não de capital no Brasil: uma análise prática da percepção dos executivos financeiros. **Revista Bras. Finanças (Online)**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 4, p. 597-642, dez. 2014.

VARIAN, R. Hal. **Microeconomia:** (uma abordagem moderna). 8. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012. 821 p.

VIEIRA, Solange Paiva.; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.11, n. 22, p. 103-122, dez. 2004.

ANEXOS

ANEXO A – Padrões dos segmentos de listagem: Nível 1, Nível 2 e novo mercado

MERCADO NÍVEL 1:

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

MERCADO NÍVEL 2:

- Adesão de todos os requisitos exigidos no Nível 1;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do *Generally Accepted Accounting Principles in the United States* (U.S. GAAP) ou do *International Accounting Standards Committee* (IASC);
- Extensão das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia para todos os acionistas detentores de ações ordinárias e de, no mínimo, 70% desse valor para os detentores de ações preferenciais;
- Direito de voto para ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia, aprovação de contratos entre a companhia e empresa do mesmo grupo e outros assuntos em que possa haver conflito de interesse entre o controlador e a companhia;

- Obrigatoriedade de realização de oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento de capital ou cancelamento do registro de negociação nesse nível;
- Adesão a Câmara de Arbitragem do Mercado para a resolução de conflitos societários.

NOVO MERCADO: É um segmento no qual as empresas devem se comprometer com a adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* adicionais em relação ao que é exigido pela legislação. Sua principal inovação, relacionado à legislação, é a proibição de emissão de ações preferenciais. No entanto, essa não é a única obrigação, sendo necessário atender obrigações adicionais, apresentadas em resumo:

- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;
- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS;
- Obrigatoriedade de realização de oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento de capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;
- Cumprimento de regras de *disclosure* em negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.