



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIAS,
CONTABILIDADE E SECRETARIADO EXECUTIVO
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

JOICE NOGUEIRA DE FREITAS

UMA ANÁLISE DOS PROCESSOS DE IPO RECENTES NO BRASIL:
ASPECTOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, INVESTIDORES
ENVOLVIDOS E SETORES DA ECONOMIA

FORTALEZA

2014

JOICE NOGUEIRA DE FREITAS

**UMA ANÁLISE DOS PROCESSOS DE IPO RECENTES NO BRASIL:
ASPECTOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, INVESTIDORES
ENVOLVIDOS E SETORES DA ECONOMIA**

Monografia apresentada à Faculdade de Economia, Administração, Atuária, Contabilidade, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Vicente Lima Crisóstomo.

FORTALEZA

2014

Página reservada para ficha catalográfica que deve ser confeccionada após apresentação e alterações sugeridas pela banca examinadora.

Para solicitar a ficha catalográfica de seu trabalho, acesse o site: www.biblioteca.ufc.br, clique no banner Catalogação na Publicação (Solicitação de ficha catalográfica)

JOICE NOGUEIRA DE FREITAS

**UMA ANÁLISE DOS PROCESSOS DE IPO RECENTES NO BRASIL:
ASPECTOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, INVESTIDORES
ENVOLVIDOS E SETORES DA ECONOMIA**

Monografia apresentada à Faculdade de
Economia, Administração, Atuária,
Contabilidade, como requisito parcial
para obtenção do grau de Bacharel em
Ciências Contábeis.

Aprovada em: ___/___/_____.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Vicente Lima Crisóstomo (Orientador), Dr.
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof. Érico Veras Marques, Dr.
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof. Prof. Jocildo Figueiredo Correia Neto, Dr.
Universidade Federal do Ceará (UFC)

A Deus.

Aos meus pais, Francisca e Zacarias.

AGRADECIMENTOS

À Deus, por iluminar o meu caminho e pela força no desempenho de todas as minhas atividades.

Aos meus pais, Francisca e Zacarias, que sempre foram presentes durante toda a minha graduação, me apoiando e alimentando a minha fé e a minha força a cada vitória e dificuldade.

Ao meus irmãos queridos, Zaira e Demetrio, pelo apoio, amor, incentivo durante o curso.

Ao meu noivo, Leandro, pelo apoio diário, pela paciência, pela compreensão na reta final do meu curso, e pelo amor que torna amena as minhas dificuldades.

Ao Prof. Dr. Vicente Lima, a quem tenho muita admiração, pela excelente orientação, pela compreensão, dedicação, paciência e pelos ensinamentos que me levaram à execução e conclusão desta monografia.

Aos professores participantes da banca examinadora, Érico Veras e Jocildo, pelo tempo e sugestões.

E aos demais que, de alguma forma, contribuíram na elaboração desta monografia.

“A mente que se abre a uma nova ideia
jamais voltará ao seu tamanho original”.
Albert Einstein

RESUMO

O financiamento externo é fundamental para o desenvolvimento e crescimento das companhias. Muitas empresas realizam IPO e passam a negociar suas ações em Bolsa de Valores para ter acesso ao mercado de capital, diversificando sua captação de recursos. A captação de recursos no mercado de capitais depende, essencialmente, da confiança dos investidores e, para que exista essa confiança, é fundamental que existam boas práticas de Governança Corporativa nas empresas investidas. No Brasil, a Governança Corporativa ganhou maior relevância na medida em que as empresas brasileiras foram abrindo seu capital com as mudanças no cenário econômico brasileiro: implantação do Plano Real, abertura comercial, valorização da bolsa. Em 2000, a Bovespa criou os níveis de Governança Corporativa, determinando regras específicas para as empresas que aderirem aos novos códigos de conduta. O objetivo deste estudo é analisar a adoção das boas práticas de Governança Corporativa das empresas que realizaram IPO recentemente no Brasil. A pesquisa também realizou um estudo sobre alguns aspectos no processo de IPO: a participação dos investidores nos IPOs, a natureza da oferta (primária, secundária e mista) e o setor econômico das empresas que realizaram IPO. A metodologia utilizada no trabalho foi de caráter qualitativo. Quanto aos objetivos, a pesquisa tem natureza descritiva. O número total de empresas que realizaram IPO nos anos de 2004 a 2003 é 143 empresas. Os resultados da pesquisa mostram que muitas empresas, na tentativa de sinalizar ao mercado um comprometimento maior com os interesses dos acionistas, aderiram, voluntariamente, ao nível de maior exigência e que apenas uma empresa abriu o capital no mercado Tradicional.

Palavras-chave: Governança Corporativa, IPO, Bovespa.

ABSTRACT

External funding is critical to the development and growth of companies. Many companies conduct IPO and start trading its shares on the Stock Exchange to access the capital market, diversifying its funding. The funding in the capital markets depends crucially on the confidence of investors and for there to be this trust, it is essential that there is good corporate governance practices in investee companies. In Brazil, the Corporate Governance gained relevance in that Brazilian companies were opening their capital with changes in the Brazilian economy: the Real Plan, trade openness, appreciation of the exchange. In 2000, Bovespa created levels of Corporate Governance, determining specific rules for companies that adhere to the new codes of conduct. The aim of this study is to analyze the adoption of good corporate governance practices of the companies that recently underwent IPO in Brazil. Research also conducted a study on some aspects of the IPO process: participation of investors in IPOs, nature (primary, secondary and mixed) offer economic and corporate sector who underwent IPO. The methodology used in the study was qualitative in nature. As to the objectives, the research has a descriptive nature. The total number of IPO companies that performed in the years 2004 to 2003 is 143 companies. The survey results show that many companies, in an attempt to signal to the market a greater commitment to the interests of shareholders, joined voluntarily to the higher level of requirement and that only one company went public in the traditional market.

Keywords: Corporate Governance, IPO, Bovespa.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Participação Média dos Investidores nos IPOs	38
Tabela 2 – Empresas por Setor de Atuação.....	38

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	12
2	GOVERNANÇA CORPORATIVA E ABERTURA DE CAPITAL.....	14
2.1	Teoria da Agência.....	14
2.2	Conceitos de Governança Corporativa	15
2.3	A Governança Corporativa no Brasil	20
2.3.1	Recomendações de Governança Corporativa do IBGC.....	23
2.3.2	Recomendações de Governança Corporativa da CVM	26
2.3.3	Recomendações de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA	28
2.4	Oferta Pública de Ações (IPO)	35
2.4.1	Os Benefícios de Abrir o Capital.....	37
2.4.2	Os Custos de Abrir o Capital	38
2.4.3	Teoria de <i>Market Timing</i>	39
2.5	Governança Corporativa e IPO.....	40
3	METODOLOGIA.....	42
4	ANÁLISE DE RESULTADOS	44
5	CONCLUSÕES	50
	REFERÊNCIAS	52

1 INTRODUÇÃO

A necessidade de financiamento e os desafios impostos pela competição em nível global levam as empresas a buscarem outras fontes de financiamento. Portanto, com o intuito de captar fontes alternativas de recursos para realizar investimentos, criar liquidez para as ações, as empresas realizam ofertas públicas no mercado de capitais.

Uma oferta pública ocorre quando uma ação é vendida para o público em geral com a expectativa de que se crie um mercado secundário líquido após sua emissão. (BM&FBOVESPA, 2011)

Na medida em que as empresas abrem seu capital ao público, as relações entre os diversos agentes interessados (*stakeholders*) das empresas tornam-se se mais complexas, gerando conflitos de interesses. Esses conflitos têm origem ocasionada pela separação entre a propriedade e o controle de capital, o que origina as assimetrias informacionais, os riscos e outros problemas pertinentes à relação principal-agente. Neste contexto, surge a Governança Corporativa como mecanismos que visam diminuir os efeitos da assimetria informacional, atribuindo importância idêntica aos interesses de todas as partes da organização, minimizando os problemas decorrentes do conflito de agência.

No Brasil, o movimento pelas boas práticas de governança corporativa surgiu como resposta à necessidade das empresas modernizarem a gestão. Tal movimento foi acelerado pelos processos de globalização, privatização e desregulamentação da economia. As principais iniciativas de estímulo às práticas de Governança das companhias no Brasil destacam-se a criação do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa em 1999 pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

Em 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo criou formas de incentivo para que as empresas se adequem aos princípios da boa governança. Essas formas foram denominadas de Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. O objetivo principal da Bovespa foi fortalecer o crescimento sustentado do mercado de capitais brasileiro. Em 2002, a CVM também deu sua contribuição de estímulo às práticas de Governança, lançando sua cartilha sobre governança corporativa, com o tema: Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa.

As principais iniciativas de estímulo às práticas de Governança no Brasil têm como finalidade estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro através da divulgação de práticas de boa governança corporativa, orientando as empresas

quanto à relação entre administradores, conselheiros, auditores, acionistas controladores e acionistas minoritários.

A presente pesquisa tem como objetivo analisar a adesão das práticas de governança corporativa das empresas que realizaram IPO recentemente no Brasil. A pesquisa também tem como objetivo analisar alguns aspectos no processo de IPO, como: a participação dos investidores, a natureza da oferta e o setor econômico.

A metodologia da pesquisa tem natureza qualitativa, porque tem como objetivo principal interpretar o caso que se observa. Será realizado uma pesquisa de natureza descritiva, que, segundo Gil (2002), tal pesquisa observa, registra, analisa e ordena dados, sem manipulá-los, isto é, procura descobrir a frequência com que um fato ocorre, sua natureza, suas características, causas, relações com outros fatos. E quanto aos procedimentos técnicos, a pesquisa tem caráter bibliográfico e documental. A amostra total da pesquisa compreende todas as empresas que abriram capital nos anos de 2004 a 2013, sendo 143 empresas no total. Dessas empresas, analisou-se a adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa.

Os resultados deste trabalho indicam que a maioria das empresas que abriram o capital recentemente no Brasil estão atentas à adoção de sistemas de governança corporativa de alto nível. Das empresas que realizaram IPO, apenas uma abriu o capital no mercado Tradicional, isto é, 99% aderiram aos segmentos de listagem de governança corporativa da Bovespa, sendo a maior quantidade no nível de maior exigência, o Novo Mercado. Espera-se que a partir da adesão das empresas que realizam IPO às regras de governança corporativa, os investidores possam avaliar melhor os riscos e tomar decisões mais seguras, melhorando assim a forma de captação de recursos de uma empresa que adote tais práticas.

O trabalho está dividido em cinco seções, sendo esta introdução a primeira seção. Na segunda seção faz-se uma revisão de literatura sobre governança corporativa e IPO, e um enfoque sobre teoria da agência e governança corporativa no Brasil. A terceira seção trata dos aspectos metodológicos. A quarta seção apresenta uma análise dos dados obtidos e a última seção se refere às conclusões da pesquisa.

2 GOVERNANÇA CORPORATIVA E ABERTURA DE CAPITAL

2.1 Teoria da Agência

A Teoria da Agência foi desenvolvida com maior ênfase a partir do artigo de Jensen de Meckling (1976). Nesse artigo, os autores definem o relacionamento de agência como "um contrato no qual uma ou mais pessoas - o principal - engajam outra pessoa - o agente - para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisão pelo agente". Dessa forma, se ambas as partes agem tendo em vista a maximização de suas utilidades pessoais, a Teoria de Agência afirma que existe uma boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal.

Os conflitos de agência surgiram a partir do momento que o proprietário ficou dependente de decisões tomadas pela outra parte denominada agente. Este, tendo que tomar decisões favoráveis ao principal, muitas vezes decide visando seus próprios interesses: questões de remuneração, empréstimos vantajosos, adoção de estratégias voltadas para o curto prazo e com baixo risco, manipulação de resultados, etc. O intuito de aproveitar-se e permanecer no cargo proporcionava margem para um comportamento oportunista por parte do agente, quando na realidade esse devia trabalhar para a satisfação dos interesses dos acionistas, ou seja, a maximização do retorno sobre o investimento.

Os conflitos de agência tiveram sua origem ocasionada pela separação entre a propriedade e a gestão, no qual ora houve o oportunismo de executivos frente aos acionistas e aos objetivos da companhia, ora a supressão de direitos de acionistas minoritários em relação aos majoritários (ANDRADE e ROSSETTI, 2011, p. 89).

A Teoria da Agência está diretamente associada à evolução do sistema capitalista. No século XIX, quando surgiram as grandes corporações de negócios, a gestão era exercida pelos proprietários. O desenvolvimento do mundo corporativo confunde-se com a história de constituição do sistema capitalista, como bem afirmam Andrade e Rossetti (2011, p. 28). No decorrer do tempo, iniciou-se um processo de dispersão do capital de controle, decorrente de abertura de capital ou de partilha da propriedade pela sucessão dos acionistas fundadores.

A pulverização do controle acionário e a separação entre propriedade e gestão deram origem aos proprietários passivos e aos conflitos de interesses entre acionistas e

gestores, chamados conflitos de agência. Contudo, houve uma grande mudança na estrutura societária das empresas, pois antes a estrutura era concentrada basicamente em uma pessoa ou num pequeno grupo e hoje ela está composta de diversos acionistas. A gerência das empresas também foi alterada, uma vez que antes o proprietário era o gerente e o principal executivo, e hoje há uma separação entre os acionistas, que detêm o capital, e os administradores, que gerenciam o capital investido pelos acionistas (MARTIN *et al.*, 2004).

A separação entre acionista e administradores ocorreu devido à complexidade das operações que ocorrem nas empresas, fazendo surgir, com isto, especialistas para executar as gerências dos setores operacionais da empresa. Desta forma, a gerência das empresas começou a ser realizada por profissionais especializados, o que aumentou a possibilidade do desenvolvimento patrimonial dessas empresas. Neste contexto, a Teoria da Agência visa analisar os conflitos e os custos resultantes da separação entre a propriedade e o controle de capital, o que origina as assimetrias informacionais, os riscos e outros problemas pertinentes à relação principal-agente (JENSEN E MECKLING, 1976).

Com as mudanças ocorridas no século XIX, surge a Governança Corporativa como um processo para reduzir a distância existente entre proprietários e administração da empresa e a sociedade de maneira geral. Desse modo, de acordo com Siffert Filho (1998, p. 125) “[...]as questões de governança corporativa ganharam maior relevância a partir do surgimento das modernas corporações, nas quais há separação entre controle e gestão”.

De acordo com o IBGC (2011), a governança corporativa surgiu para criar mecanismos que permitam controlar e monitorar os negócios, não somente pelos gestores internos, mas também pelos acionistas, possibilitando identificar e solucionar prováveis conflitos de agência a surgirem dentro de uma organização.

2.2 Conceitos de Governança Corporativa

O termo Governança Corporativa foi criado para designar as práticas de empresas que se preocupam com o interesse de seus acionistas e seus *stakeholders*. A Comissão de Valores Imobiliários (CVM) conceitua governança corporativa como um conjunto de práticas que tem como finalidade melhorar o desempenho de uma empresa ao proteger todas as partes interessadas, facilitando o acesso ao capital. (CVM, 2002).

Para Andrade e Rosseti (2011), a governança corporativa não é modismo a mais. Seu desenvolvimento tem raízes firmes. E sua adoção tem fortes razões para se disseminar. Organizações mundiais, como as Nações Unidas e a OCDE, veem as boas práticas da governança corporativa como pilares da arquitetura econômica global e um dos instrumentos do desenvolvimento em suas três dimensões, a econômica, a social e a ambiental.

Para Silva (2006), a governança corporativa é um conjunto de práticas que tem por finalidade aperfeiçoar o desempenho de uma companhia, protegendo investidores, empregados e credores, proporcionando aumentar o valor da sociedade, facilitar o acesso ao capital das bolsas de valores e conquistar novos investidores. O autor define a governança corporativa como um instrumento de sintonia entre as empresas e o mercado, abrangendo não somente a relação com os acionistas presentes e potenciais, mas também com os fornecedores, consumidores e a coletividade em que atua a empresa.

Segundo Gillian e Starks (2000), a Governança Corporativa é o sistema de leis, regras e fatores que controlam as operações em uma companhia. As leis e as regulamentações são fundamentais para o exercício ético das atividades inerentes à companhia. Neste sentido, a ética deve ser uma parte integrante da cultura organizacional, além de um simples apêndice dos sistemas administrativos. Quanto aos fatores, destaca-se a presença de investidores institucionais estrangeiros como acionistas de companhias em outros países, geralmente nos menos desenvolvidos, favorecendo o desenvolvimento da governança corporativa nos mesmos.

Para Rocha e Damasceno (2006), não há um conceito único sobre o tema, ressaltando a Governança Corporativa como uma realidade plural, que abriga diversos ângulos de observação. Para a companhia, a governança corporativa é controle e transparência; para os executivos, é responsabilidade e compromisso; para os acionistas, é democracia e justiça e para os investidores, é proteção e segurança.

De acordo com Klotzle e Costa (2006, p.248), “[..]a Governança Corporativa surgiu com a finalidade de evitar a depreciação da empresa e de assegurar aos acionistas retornos aos seus investimentos”, visto que a diminuição do valor da empresa é consequência do conflito de interesses entre proprietários e gestores, aliados ao alto custo de monitoração das atividades dos gerentes no intuito de verificar se estão agindo em prol da maximização da riqueza dos proprietários. O propósito inicial da

Governança Corporativa é a proteção dos direitos dos acionistas minoritários. Estes deveriam ter a garantia de estar sempre informados sobre as decisões tomadas pelos executivos da empresa. Porém, devido à globalização, o fluxo de capital e de informações, cada vez mais velozes, incorporando adjetivos adicionais

Oliveira (2006) define Governança Corporativa como um conjunto de práticas administrativas para otimizar o desempenho das empresas com seus negócios, produtos e serviços ao proteger, de maneira equitativa, todas as partes interessadas: acionistas, clientes, fornecedores, funcionários e governo, facilitando o acesso às informações básicas e melhorando o modelo de gestão.

Para Schleifer e Vishny (1997), a governança corporativa é caracterizada por um conjunto de restrições que os gestores aplicam sobre si, ou que os investidores aplicam sobre os gestores, com o intuito de reduzir a incorreta alocação de recursos.

Para Silveira e Barros (2008), a Governança Corporativa pode ser vista como a reunião de mecanismos que visam aumentar a probabilidade dos fornecedores de recursos garantirem para si o retorno sobre seu investimento. O risco dos recursos dos investidores não serem empregados de forma adequada, ou até mesmo desviados, é enorme. Porém, a harmonização dos interesses dos gestores aos de todos os acionistas dependem de um conjunto de mecanismos internos e externos no intuito de minimizar os prejuízos causados pelos conflitos de interesses entre tomadores de decisão e fornecedores de recursos.

Dos três conceitos apresentados (Oliveira, 2006; Schleifer e Vishny, 1997; Silveira e Barros, 2008), verifica-se que a governança corporativa, na prática, envolve a gestão responsável da empresa em todos os níveis, a efetividade de seus resultados e a confiança de todos os envolvidos com a organização.

Segundo Terra e Lima (2006, p. 36):

Governança Corporativa está, intrinsecamente, ligada aos mecanismos ou princípios que governam o processo decisório dentro de uma empresa. Nessa perspectiva, o Cadbury Report (1992) define governança corporativa como o sistema pelo qual as companhias são dirigidas e controladas, colocando os conselheiros de administração no centro de qualquer discussão.

De acordo com Terra e Lima (2006), o conselho de administração é imprescindível a qualquer sistema de boa governança corporativa. Ele deve zelar pela integridade, transparência e prestação de contas da companhia e de sua gestão, inclusive a supervisão e orientação da diretoria. Percebe-se que a Governança Corporativa está

intrinsecamente ligada aos mecanismos ou princípios que governam o processo decisório dentro de uma empresa. Desta maneira, os mecanismos de governança visam diminuir os efeitos da assimetria informacional, atribuindo importância idêntica aos interesses de todas as partes da organização, conseqüentemente, minimizando os problemas decorrentes do conflito de agência.

Andrade e Rossetti (2011) sintetizam uma definição de governança como um conjunto de princípios, propósitos, processos e práticas que rege o sistema de poder e os mecanismos de gestão das corporações, buscando a maximização da riqueza dos proprietários e o atendimento dos direitos de outras partes interessadas, minimizando oportunismos conflitantes com esse fim. Os autores apresentam oito elementos (os oito “Ps”) presentes nas definições usuais de governança: propriedade, princípios, poder, propósitos, processos, práticas, perenidade e pessoas. Ainda segundo os autores, os princípios são derivados da ética que deve prevalecer no mundo dos negócios e são sintetizados em quatro valores: *fairness* – senso de justiça, equidade no tratamento dos acionistas; *disclosure* – transparência das informações; *accountability* – prestação responsável de contas; *compliance* – conformidade no cumprimento de normas reguladoras.

Para a Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE, 1999), a Governança Corporativa é um conjunto de relações entre a administração de uma empresa, seu conselho de administração, seus acionistas e outras partes interessadas. A Governança Corporativa proporciona a estrutura que define os objetivos da empresa e a maneira de atingir esses objetivos e fiscalizar o desempenho.

O conceito da Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE, 1999) enfatiza também a relação entre os agentes da governança Corporativa, indo além, pois adiciona o papel estratégico que esta pode oferecer na definição da estrutura organizacional e na definição de objetivos.

A Comissão de Valores Mobiliários ao publicar, em junho de 2002, uma cartilha intitulada Recomendações da CVM sobre Governança corporativa conceituou o assunto como:

O conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso de capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas (CVM, 2002)

O conceito da Comissão de Valores Mobiliários apresenta a preocupação com os resultados alcançados pela empresa que decorrem da sua gestão. Um fator que deve ser levado em consideração nesse conceito a ideia de proteção às partes interessadas, o que confere maior atratividade à organização. Além disso, enfatiza-se a figura dos *stakeholders*, mostrando o surgimento de outro conflito de interesses entre estes e os acionistas existentes nas organizações.

Em relação à conceituação do termo governança corporativa, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2011a) considera a seguinte definição:

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.

Não há como aumentar o grau de confiança nas demonstrações de uma organização, sem alinhar seus interesses com a finalidade de preservar a organização, aperfeiçoar o seu valor e contribuir para a sua longevidade, por isso a necessidade de fusão desses dois assuntos.

Souza (2005, p.23) apresenta uma das definições mais complexas acerca do assunto:

Governança Corporativa é o sistema que assegura aos sócios-proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva. A relação entre propriedade e gestão se dá através do conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal, instrumentos fundamentais para o exercício do controle. A boa Governança assegura aos sócios: equidade, transparência, responsabilidade pelos resultados e obediência às leis do país.

De acordo com a definição de Souza (2005), percebe-se que o afastamento dos sócios da gestão das empresas devido à necessidade de uma gestão profissional e a necessidade de acesso a um capital menos oneroso, proporciona a diminuição do seu poder de controle sobre as decisões que eram tomadas, todavia, a Governança Corporativa permite a gestão estratégica da empresa por parte dos sócios ao possibilitar, mediante vários mecanismos, o monitoramento da gestão executiva. Além disso, o conceito resume as principais práticas da boa Governança Corporativa em quatro

princípios: transparência, prestação de contas, equidade e respeito às leis do país, o que viabilizará maior segurança aos investidores.

Espera-se que a partir do emprego de melhores práticas de gestão tais como maior transparência e prestação de contas, os investidores possam avaliar melhor os riscos e tomar decisões mais seguras, melhorando assim a forma de captação de recursos de uma empresa que adote tais práticas.

É notório que Souza (2005) defende as obediências às leis do país, porém, como a governança corporativa despontou em um ambiente cultural, econômico e jurídico diverso do nosso, é necessário adequá-la ao contexto brasileiro.

Com a primeira reformulação da Lei das Sociedades Anônimas, em 2001, e o lançamento de uma cartilha que explana o tema governança corporativa pela Comissão de Valores Imobiliários (CVM), houve uma maior divulgação das práticas de governança corporativa para as empresas. Outra contribuição para estimular ainda mais a adoção dessas práticas, ocorreu quando a Bolsa de Valores de São Paulo criou segmentos especiais de listagem de governança corporativa.

No entanto, apesar do desenvolvimento dos debates sobre governança e do crescente incentivo por diversas instituições reguladoras para a adoção das boas práticas de governança corporativa, o Brasil se caracteriza pela alta concentração do controle acionário (LÓPEZ-ITURRIAGA e CRISÓSTOMO, 2010), pela baixa efetividade dos conselhos de administração e pela alta sobreposição entre propriedade e gestão.

2.3 A Governança Corporativa no Brasil

A governança corporativa no Brasil é influenciada por amplo conjunto de forças externas e internas, que interferem nos princípios e nas estruturas de poder das companhias e, por extensão, nos modelos efetivamente praticados. Estas forças vão desde as condições do macroambiente global até as que, mais proximamente, se encontram no macroambiente nacional e no sistema corporativo do país (ANDRADE e ROSSETTI, 2011, p.391).

Em 1980, com a quebra do modelo de financiamento baseado no Estado, foi preciso procurar alternativas de recursos. A falta de aptidão dos bancos pelos processos de longo prazo, pois estão acostumados a altas taxas de juros e empréstimos de curto prazo, juntamente com as fragilidades do mercado de capitais fizeram com que as empresas buscassem recursos estrangeiros ou utilizarem os lucros retidos como fontes

de financiamento. Tudo isso devido à falta de adoção de práticas de governança corporativa adequada e transparente, que proporcionasse o desenvolvimento do mercado de capitais.

Segundo Álvares (2008), o processo de privatizações ocorridos na década de 90 criou uma expectativa que com a saída do Estado da direção de várias empresas, a mudança de propriedade abriria oportunidades à entrada de investimentos estrangeiros, atrairia fundos de pensão e proporcionaria uma democratização no controle das empresas. Apesar de algumas expectativas terem sido realizadas, a questão da concentração da propriedade ainda permanece.

Segundo Andrade e Rosetti (2011), foram vários os fatores que implicaram no desenvolvimento de um novo vetor de reengenharia de negócios no Brasil, como por exemplo: o movimento das privatizações, quebra de barreiras a entrada de capitais estrangeiros para ingresso de investimento diretos no país, o ciclo de fusões e aquisições, abertura de mercados através da redução significativa dos mecanismos tradicionais de proteção tarifária e por último o trade-off entre abertura econômica e produtividade da indústria.

O maior desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil ocorreu após a abertura comercial na década de 90 com o retorno do capital estrangeiro, as privatizações e o questionamento sobre os pareceres de auditores independentes.

Para Silveira (2002) os cenários dessas mudanças foram principalmente: as privatizações; o movimento internacional de fusões e aquisições; o impacto da globalização; as necessidades de financiamento e, conseqüentemente, o custo do capital; a intensificação dos investimentos de fundos de pensão; e a postura mais ativa de atuação dos investidores institucionais nacionais e internacionais.

Segundo Álvares, Giacometti e Gusso (2008, p.27):

Privatizações, fusões e aquisições abriram portas para a entrada de empresas estrangeiras que trouxeram consigo modelos de governança distintos. Desse modo, o tema aumenta de importância no contexto nacional, tanto sob a perspectiva das entrantes, que precisavam se ajustar às especificidades locais, quanto das empresas nacionais, que necessitavam melhorar ou manter sua performance e atratividade no mercado.

Em 1995, foi criado o IBCA. O instituto formava conselheiros de administração para uma melhor gestão nas empresas e desenvolvimento de negócios. Com o IBCA, percebe-se o desenvolvimento e difusão das boas práticas de governança corporativa no

Brasil. E em 1999 o IBCA foi transformado em IBGC, publicando o código de melhores práticas de governança.

De acordo com o IBGC (2011b), o movimento pelas boas práticas de governança corporativa surgiu no Brasil como resposta a necessidade das empresas modernizarem sua alta gestão, buscando ser mais atraentes para o mercado. Tal movimento foi acelerado pelos processos de globalização, privatização e desregulamentação da economia.

No Brasil, em 1998, com a estabilidade da economia, houve um crescimento da participação de fundo de investimento. Isso proporcionou uma atuação mais ativa dos investidores desses fundos em relação às empresas investidas, visando auferir ganhos de longo prazo. Esses fundos com comportamento de investidores ativos têm um papel essencial no desenvolvimento dos primeiros debates sobre Governança Corporativa no Brasil, assim como nas alterações das práticas de diversas companhias.

Crisóstomo e Valledado (2006) definem o ativismo de acionista como uma postura ativa dos acionistas, pois estes passam a impor suas demandas à direção da empresa. Acionistas individuais e institucionais têm utilizado estratégias de ativismo buscando defender seus interesses em diversos mercados.

Em dezembro de 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) criou formas de incentivo para que as empresas se adequem aos princípios da boa governança. Estas formas foram denominadas de Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. O objetivo principal da Bovespa foi fortalecer o crescimento sustentado do mercado de capitais brasileiro, buscando aumentar a proteção ao acionista minoritário e dar maior agilidade ao processo de negociação entre o acionista e as empresas (SOARES, 2003).

A Bovespa determinou para as empresas com ações negociadas um conjunto de regras de boa governança corporativa. Preferencialmente, as empresas podem aderir a este conjunto de regras, e esta adesão é divulgada ao mercado como um sinal positivo em relação à empresa. Tal conjunto de regras está estratificado em três níveis distintos, Nível 1, Nível 2, Bovespa Mais e Novo Mercado.

A Comissão de Valores Mobiliários lançou em 2002 sua cartilha de Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa. Nesse mesmo ano, ingressaram as duas primeiras companhias no Novo Mercado da Bovespa: CCR Rodovias e Sabesp (Companhia de Saneamento Básico do estado de São Paulo). Estas empresas ficaram isoladas neste segmento até 2004, quando houve a retomada dos IPOs

(*Initial Public Offering*) no país com a listagem de várias empresas diretamente no Novo Mercado.

Nos últimos anos, as empresas brasileiras passaram por diversas mudanças. Consideradas como oligopólios, empresas controladas e administradas exclusivamente por núcleos familiares e controle acionário definido e altamente concentrado (acionistas minoritários passivos e conselhos de administração sem poder decisão), agora elas dirigem-se a uma nova estrutura empresarial, identificada ação participativa de investidores institucionais, fragmentação do controle acionário e pelo foco na eficiência econômica e transparência de gestão.

A Governança Corporativa é fundamental para o crescimento econômico do país. Uma das grandes preocupações da economia brasileira é a disponibilidade de recursos em longo prazo para o financiamento de seu crescimento.

A estrutura empresarial brasileira encontra-se em um processo transitório oportuno ao desenvolvimento do mercado e de suas instituições, como também à incorporação das discussões e experiências mais avançadas sobre governança corporativa ocorridas nos principais mercados mundiais. No Brasil, a expressão governança corporativa somente começou a ser utilizada a partir do final da década de 90, ou seja, pode ser considerado ainda um assunto novo.

A realidade do cotidiano empresarial brasileiro indica que a governança corporativa é bifurcada, estando ligada, substancialmente, à aspiração, à diferença que faz querer ser um competidor global ou uma pequena empresa. Uma organização autossuficiente em relação aos seus financiamentos e gerenciamentos, que não almeja inovações tecnológicas e não quer ter negócios internacionais pode prescindir de um modelo de governança. Já não se pode dizer o mesmo das empresas que ambicionam crescer e buscar o mercado exterior. Essas, por certo, em dado momento, necessitarão diluir o seu capital na bolsa de valores, buscar parcerias ou novas formas de financiamento, o que as condiciona a prestar contas, dar satisfações, buscar entendimentos, enfim, a pautarem-se em práticas de governança.

2.3.1 Recomendações de Governança Corporativa do IBGC

Fundado em 27 de novembro de 1995, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), uma sociedade civil sem fins lucrativos, tem a missão de ser a principal referência nacional em governança corporativa, desenvolvendo e difundindo

os melhores conceitos e práticas de governança corporativa no Brasil e contribuindo para a melhoria do desempenho das organizações.

O IBGC, para alcançar seu objetivo, baseou-se em outros Códigos de Melhores Práticas já existentes no mundo, tais como o Relatório Cadbury (1992), Guia da General Motors, Relatório Hampel (1997), *Association of Corporate Directors* (NACD), Viênot da França, dentre outros, levando também em conta a reflexão sobre a Lei das Sociedades Anônimas então vigentes e algumas sugestões obtidas a partir das discussões e conclusões de um representativo grupo de empresários que estiveram reunidos, em abril de 1997, no “ *Top Management Summit* ” na cidade de Itu, Estado de São Paulo.

Em 1999, o IBGC lançou o Código Brasileiro de Melhores Práticas de Governança Corporativa, quando a expressão governança corporativa era praticamente desconhecida no Brasil. Os principais modelos e práticas passaram por intenso questionamento, ocorrendo uma acentuada evolução do ambiente institucional e empresarial em nosso país.

De acordo com Silveira (2002), o IBGC tem o objetivo de melhorar e incentivar a Governança Corporativa no Brasil, sendo uma das entidades mais influentes da América Latina focada na discussão do tema.

O código de Melhores Práticas, procurando atualizar-se e refletir todas essas alterações, em abril de 2001, passou por uma primeira revisão (2ª versão), já conduzida e efetivada sob os avanços legislativos e regulatórios que atestaram a importância da governança corporativa. Já a terceira versão, de 30 março de 2004, destacou-se por centrar nas questões “pós-Eron” e na inclusão do princípio de responsabilidade corporativa no intuito de atentar para a perenidade das organizações, contribuindo com valores e orientações de estratégia empresarial.

Em setembro de 2009, o IBGC divulgou a quarta versão, revisada e ampliada, do Código Brasileiro de Governança Corporativa visando adequar-se às mudanças ocorridas no ambiente empresarial, legislativo e normativo e manter-se atualizado às tendências internacionais.

Desde a publicação da versão anterior em 2004, é notório o desenvolvimento do mercado de capitais através da explosão do número de novas empresas na bolsa, fusões e aquisições de grandes companhias, reverses empresariais de veteranas e novatas. Além disso, outro fato fundamental que deve ser destacado é o início súbito de uma

crise econômica mundial. Todos esses motivos, demonstrando a fragilidade das empresas e de seus sistemas de governança, tornaram propícia a divulgação da quarta versão do código neste período.

Um resumo das melhores práticas de governança corporativa recomendadas pelo IBGC é apresentado no Quadro 1.

PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA RECOMENDADAS PELO IBGC	
PROPRIEDADE	<ul style="list-style-type: none"> • Adoção do conceito: uma ação, um voto • Acessibilidade de todos os acionistas aos acordos entre sócios • Assembleia Geral como órgão soberano. • Transparências de controle a preços transparentes e estendidos a todos os acionistas (<i>tag along</i>). • Solução de conflitos preferencialmente por meio de arbitragem. • Manutenção de alta dispersão (<i>free float</i>) das ações em circulação.
CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	<ul style="list-style-type: none"> • Recomendável para todas as companhias, independentemente de sua forma societária. • Normatização por regimento interno, com clara definição de funções. • Dois presidentes: Chairman e CEO não acumulam funções. • Criação de comitês especializados, com destaque para o de auditoria. • Número de membros entre 5 e 9, em sua maioria independentes, com experiências e perfis complementares. • Clara definição das qualificações dos conselheiros: base para avaliações individuais, com periodicidade anual. • Processos formalmente estabelecidos.
GESTÃO	<ul style="list-style-type: none"> • Escolha e avaliação formal dos gestores pelo Conselho de Administração. • O CEO é responsável pela execução das diretrizes fixadas pelo Conselho de Administração. • Demais diretores executivos: CEO indica, Conselho de Administração aprova. • Relacionamento transparente com todos os <i>stakeholders</i>. • Transparência, clareza e objetividade na prestação de contas. • Responsabilidade pela geração do relatório anual. • Responsabilidade pelo desenvolvimento do código de conduta corporativo.
AUDITORIA INDEPENDENTE	<ul style="list-style-type: none"> • Existência obrigatória. • Independência em relação à companhia. • Função essencial: verificar se demonstrações financeiras refletem adequadamente a realidade da companhia. • Plano de trabalho fixado pelo Conselho de Administração.
CONSELHO FISCAL	<ul style="list-style-type: none"> • Órgão não obrigatório, eleito pelos acionistas. • Composição: conhecimento do campo de atuação da companhia e diversidade de experiências profissionais, pertinentes às

	<p>funções desse conselho.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Atuação sob regimento interno. • Agenda complementar de cooperação com as das auditorias interna e independente.
--	--

Quadro 1 – Melhores práticas de governança corporativa recomendadas pelo IBGC.
 Fonte: Andrade e Rossetti (2011).

Devido às novas demandas e realidade do mercado, o Código incorporou três principais tipos de modificações: Inovação, Detalhamento e Revisão. Em Inovação foram acrescentadas questões que se tornaram mais relevantes nos últimos cinco anos, como voto por procuração e *poison pills*; enquanto em Detalhamento os temas mais importantes ou complexos, como eficácia dos conselhos de administração, transparência de atas e acesso às assembleias. A outra modalidade de alteração foi a revisão e a supressão de conceitos incorporados nas edições anteriores (IBGC, 2011).

2.3.2 Recomendações de Governança Corporativa da CVM

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), criada em 1976 pela Lei nº 6.385, tem como missão desenvolver, regular e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, como instrumento de captação de recursos para as empresas, protegendo o interesse dos investidores e assegurando ampla divulgação das informações sobre os emissores e os valores emitidos. A CVM é o órgão responsável por assegurar o funcionamento eficiente do mercado e regular os mercados de bolsa e balcão, promover o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido, e regulamentar as matérias expressas na Lei nº 6.404/76, dentre outras competências.

Em junho de 2002, a CVM também deu sua contribuição para esse movimento de reformas na gestão das empresas, lançando sua cartilha sobre governança corporativa, com o tema: Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa. Segundo a CVM (2009), a adoção de tais práticas significa a utilização de padrões de conduta superiores aos exigidos pela legislação ou pela regulamentação da própria CVM. Vale salientar que tal cartilha não constitui uma norma cujo descumprimento seja passível de punição pela CVM. As orientações contidas nesta cartilha têm caráter facultativo.

A cartilha sobre governança corporativa da CVM tem como finalidade básica estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro através da divulgação de

práticas de boa governança corporativa, sendo seu objetivo orientar as empresas nas questões que podem influenciar a relação entre administradores, conselheiros, auditores independentes, acionistas controladores e acionistas minoritários de maneira significativa. Dessa maneira, as companhias seriam levadas a adotar as recomendações, uma vez que, em caso contrário, este fato se tornaria de conhecimento público, provocando um mal-estar entre a empresa e a sociedade, principalmente os investidores e acionistas minoritários.

A Cartilha da CVM (2002) divide-se em transparência; estrutura e responsabilidade do conselho de administração; proteção a acionistas minoritários; auditoria e demonstrações financeiras. A transparência trata da melhora na divulgação da convocação e dos assuntos a serem tratados na assembleia, facilitando a participação dos acionistas minoritários e conferindo-lhes poder de influência nas decisões.

No tocante à estrutura e à responsabilidade do conselho de administração, a cartilha da CVM trata das atribuições do conselho, que seriam a proteção do patrimônio, a consecução do objetivo social e a maximização do retorno; sua composição, sendo de 5 a 9 membros, podendo ser maior em determinadas situações, desde que garanta representatividade e não prejudique a eficiência; trata da independência da administração, sugerindo a proibição de acúmulo das funções de presidente do conselho e da diretoria, e da qualificação, recomendando a convocação de pelo menos 2 conselheiros especialistas em finanças, com a responsabilidade de acompanhar de perto os procedimentos contábeis.

A cartilha da CVM também recomenda a concessão do direito de voto a ações preferenciais cujo dividendo não tenha sido pago, independente do prazo de três anos estabelecido em lei, sugere a resolução de conflitos mediante arbitragem, estende a redução do limite de ações preferenciais para todas as companhias abertas, enquanto na legislação, o limite de 50% é obrigatório apenas para as companhias constituídas após a entrada em vigor da Lei, além de sugerir também que, ao contrário de o mínimo de 80% exigido por Lei, a oferta pública realizada pelo adquirente, no caso de aquisição de ações integrantes do bloco de controle, deveria ser realizada pelo mesmo preço, independente de espécie ou classe de ações.

Adicionalmente, a cartilha da CVM sugere a divulgação trimestralmente, junto com as demonstrações contábeis, de relatório da administração, explicando mudanças expressivas, tanto do ponto de vista contábil-financeiro como do ponto de vista

estratégico, trata da composição e funcionamento do conselho fiscal, com recomendações semelhantes às do conselho de administração, recomenda a criação de um comitê de auditoria para supervisionar o relacionamento com o auditor, reunindo-se regular e separadamente com este para discutir detalhadamente as demonstrações e sugere às companhias proibir ou restringir a execução, por parte do auditor independente, de serviços de consultoria, para garantir a qualidade e independência na prestação de serviços.

Quanto aos procedimentos contábeis, a CVM recomenda que sejam seguidas, além dos Princípios Fundamentais de Contabilidade, as normas do *International Accounting Standards Board* (IASB) ou os princípios adotados nos Estados Unidos *United States Generally Accepted Accounting Principles* (USGAAP), atestados por auditor independente, de maneira a possibilitar o entendimento das demonstrações por investidores internacionais.

Dessa maneira, pode-se dizer que a CVM buscou contribuir para com as lacunas deixadas pela Lei nº 10.303/01 no que se refere aos direitos dos acionistas minoritários, além de sugerir procedimentos contábeis de acordo com padrões internacionais e a estruturação do conselho de administração de forma a melhorar o processo decisório deste, mediante a criação de comitês de discussão e da eleição de membros qualificados para desempenhar o papel de conselheiros.

2.3.3 Recomendações de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA

A BM&FBOVESPA foi criada em 2008 com a integração da Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) com a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Sua estrutura de governança é composta por dois órgãos principais: Conselho (assessorado por quatro comitês) e Diretoria. A Assembleia Geral dos Acionistas é a instância máxima de decisão, conforme determina a Lei e o Estatuto Social da Companhia.

Em dezembro de 2000, a Bolsa lançou segmentos especiais de listagem das empresas, desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias. Assim, foram criados os níveis diferenciados de governança corporativa, para os quais as empresas listadas na Bolsa pudessem, voluntariamente, aderir. Os segmentos especiais de listagem do mercado de ações (Novo Mercado, Nível 2, Nível 1

e Bovespa Mais) foram criados no momento em que a Bolsa percebeu que, para desenvolver o mercado de capitais brasileiro, atraindo novos investidores e novas empresas, era preciso ter segmentos de listagem com regras rígidas de governança corporativa.

Os níveis diferenciados de governança corporativa da Bolsa vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.As.) e melhoram a avaliação das companhias que decidem aderir, voluntariamente, a um desses níveis de listagem. Além disso, as regras mais rígidas para as empresas reduzem o risco dos investidores que decidem ser sócios destas empresas, graças aos direitos e garantias asseguradas aos acionistas e às informações mais completas divulgadas, que reduzem as assimetrias de informações entre acionistas controladores, gestores da companhia e os participantes do mercado.

Em 2006 e 2010, foram introduzidas alterações nos regulamentos para a listagem com três objetivos: 1. Adequar as normas à evolução das próprias companhias; 2. Atender às crescentes exigências dos investidores; 3. Uniformizar as definições do mercado com as dos órgãos reguladores.

Os segmentos especiais de listagem foram criados com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimule, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias. Os níveis 1 e 2 são para empresas já negociadas no mercado tradicional que aderirem às condições exigidas para a diferenciação. O Novo Mercado é mais voltado à listagem de empresas que venham a abrir o capital.

O ponto-chave exigido para a listagem das empresas nesses segmentos diferenciados de mercado é a maior proteção e, como decorrência esperada, a maior presença do investidor minoritário no mercado. Em princípio, maior número de investidores é condição necessária para maior liquidez e para a criação de círculos virtuosos que, a partir de um mercado de capitais mais robusto, trarão benefícios para os próprios investidores, para as empresas e para a economia como um todo. Além desta condição necessária, outras se impõem, como transparência, prestação responsável de contas, equanimidade no tratamento dos acionistas, regras claras e *enforcement* das condições contratadas.

a. Nível 1 de Governança Corporativa da BM&BOVESPA

As Companhias listadas no Nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA (2011a) se comprometem, principalmente, com o aperfeiçoamento na prestação de informações ao mercado e comprometimento com a dispersão acionária. Por exemplo, a companhia aberta listada no Nível 1 tem como obrigações adicionais à legislação:

- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs)
 - documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais, entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa.
- Melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM a BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais – entre outras, a demonstrações dos fluxos de caixa.
- Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém informações corporativas, entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como e evolução dessas posições.
- Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano.
- Apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembleias, divulgação de resultados etc.
- Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas.
- Divulgação, em bases anuais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores.
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia.

- Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.

b. Nível 2 de Governança Corporativa da BM&BOVESPA

As Companhias listadas no Nível 2 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA (2011b) se comprometem a cumprir as regras aplicáveis ao Nível 1 e, adicionalmente, um conjunto mais amplo de práticas de governança relativa aos direitos societários dos acionistas minoritários. Por exemplo, a companhia aberta listada no Nível 2 tem como obrigações adicionais à legislação:

- Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais.
- Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes.
- Direito de voto às ações preferencias em algumas matérias, tais como, transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembleia geral.
- Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% (oitenta por cento) deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*).
- Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível.
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

c. Novo Mercado

O Novo Mercado da BM&FBOVESPA (2011c) representa a listagem de empresas que têm seus fundamentos fortemente inspirados na governança corporativa. É um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação.

A valorização e a liquidez das ações são influenciadas positivamente pelo grau de segurança oferecido pelos direitos concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas pelas companhias. Essa é a premissa básica do Novo Mercado. Essas regras têm por finalidade ampliar os direitos dos acionistas, melhorar a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias, bem como a dispersão acionária e, ao determinar a resolução dos conflitos societários por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada.

A principal inovação do Novo Mercado, em relação à legislação, é a exigência de que o capital social da companhia seja composto somente por ações ordinárias.

Para listagem no Novo Mercado, que representa o nível máximo de adesão às boas práticas de Governança Corporativa, as exigências vão além daquelas observadas para os Níveis 1 e 2, levando as empresas a um comprometimento ainda maior em relação à governança. Basicamente, as exigências são:

- proibição de emissão de ações preferenciais;
- extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (e não apenas 80%, como no Nível 2).

A entrada de uma companhia no Novo Mercado ocorre por meio da assinatura de um contrato e implica a adesão a um conjunto de regras societárias, genericamente chamadas de “boas práticas de governança corporativa”, mais exigente do que as presentes na legislação brasileira. Essas regras, consolidadas no Regulamento de Listagem do Novo Mercado, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias, bem como a dispersão acionária e, ao determinar a resolução dos conflitos societários por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada.

d. BOVESPA Mais

O segmento BOVESPA Mais da BM&FBOVESPA (2011d) foi instituído visando beneficiar especialmente empresas de pequeno e médio porte com interesse de adentrar no mercado de ações de maneira gradativa. Este segmento objetiva tornar o mercado de ações mais acessível a um maior número de empresas e proporcionar às mesmas, criação de valor e captação de recursos ainda que seja em volumes menores. O

ingresso de empresas nesse segmento propicia melhores conceitos perante os investidores, uma vez que estão sujeitas a regras semelhantes às do segmento do Novo Mercado. São empresas que buscam passar a imagem de que têm grande potencial de desenvolvimento e comprometem-se com elevados padrões de governança corporativa e transparência com o mercado.

Os segmentos de listagem da Bovespa foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimule o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

No quadro 2, verifica-se as principais regras que as empresas se comprometem, de forma voluntária, aderir para fazerem parte das listagens de Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e do Novo Mercado da BM&FBOVESPA.

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BOVESPA MAIS	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de <i>free float</i>			25% de <i>free float</i> até o 7º ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	Não há regra
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária			Não há regra	
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, <i>quorum</i> qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra		
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)		
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra	

Obrigação do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Manifesta�o sobre qualquer oferta pública de aquisição de a�es da companhia		Não há regra		
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação		
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório		Facultativo		
Divulgação adicional de informa�es (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta		Não há regra		
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para a�es ON	100% para a�es ON e PN 100% para a�es ON e 80% para PN (até 09/05/2011)	80% para a�es ON (conforme legislação)	100% para a�es ON	80% para a�es ON (conforme legislação)
Oferta pública de aquisição de a�es no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento		Conforme legislação	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento	Conforme legislação
Adesão � Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório		Facultativo	Obrigatório	Facultativo

QUADRO 2 – Comparativo entre os segmentos de listagem de empresas na Bovespa
Fonte: BM&FBOVESPA (2014e)

A principal inova o do Novo Mercado, em rela o   legisla o,   a exigência de que o capital social da companhia seja composto somente por a es ordinárias.

O *free-float* das a es de uma companhia   um indicador importante da sua liquidez no mercado, pois indica qual   o percentual das a es que pode ser efetivamente negociado na Bolsa de Valores, sendo objeto de compra por parte de outros investidores. No mercado tradicional não há uma restri o estabelecida quanto ao seu percentual, porém a partir dos outros segmentos há a requisia o de no mínimo 25% de *free float*.

Em rela o   composi o do conselho, as boas práticas de governança recomendam que o número de integrantes fique entre cinco a nove conselheiros, e que o

grupo seja formado por pessoas com perfis variados. A diversidade sempre é saudável, pois agrega visões diferentes numa tomada de decisão.

A imparcialidade dos membros do conselho é outro fator essencial para o seu bom funcionamento. Para isso, o mais recomendável é que ele seja formado, em proporção razoável, por membros totalmente independentes.

O papel do conselho é olhar a companhia do ponto de vista estratégico, por isso é recomendável que ele não seja formado por membros da diretoria. O distanciamento da rotina da empresa é um pré-requisito para que o conselho preserve uma visão ampla e crítica do desempenho do negócio, e para que tenha a autonomia necessária para avaliar a diretoria. Neste sentido, é condenável a prática, ainda usual em muitas companhias, de o presidente-executivo ocupar também o posto de presidente do conselho.

2.4 Oferta Pública de Ações (IPO)

Uma oferta inicial de ações (IPO) ocorre quando uma ação é vendida para o público em geral pela primeira vez com a expectativa de que se crie um mercado secundário líquido após sua emissão (RITTER, 1998).

Para Procianoy (1994), uma oferta inicial de ações ocorre quando uma companhia vai ao mercado de capitais com o intuito de captar recursos para realizar investimentos.

A BM&FBOVESPA (2014) define uma oferta pública inicial como evento que marca a primeira venda de ações de uma empresa e, posteriormente, o início de negociação dessas ações em bolsa de valores. Essa operação pode ocorrer por meio de uma distribuição primária, de uma distribuição secundária ou de uma combinação entre as duas.

Na distribuição primária, a empresa emite e vende novas ações ao mercado. No caso, o vendedor é a própria companhia e, assim, os recursos obtidos na distribuição são canalizados para o caixa da empresa. Por sua vez, em uma distribuição secundária, quem vende as ações é o empreendedor ou algum de seus atuais sócios. Portanto, são ações existentes que estão sendo vendidas. Como os valores arrecadados irão para o vendedor, ele é que receberá os recursos, e não a empresa.

Pagano et al (1998), Kim e Weisbach (2005) mostram em seus trabalhos que as emissões primárias (ou seja, aquelas em que há emissão de novas ações e entrada de

caixa na empresa) estão mais relacionadas à necessidade de capital para investimento, mostrando que grande parte dos recursos captados vão para investimentos em pesquisa e desenvolvimento. Além disso, também verificou-se a redução de endividamento bancário, ou seja, utilização de recursos captados junto ao mercado de ações para liquidação de dívidas junto a credores, reduzindo a alavancagem. Já, as ofertas secundárias (aquelas em que há a simples transferência de propriedade de ações já existentes) não estão relacionadas a incrementos em investimentos.

A oferta inicial de ações é um evento importante na vida de uma empresa. Em teoria, o IPO é uma forma de criar liquidez para as ações, facilitando a venda da empresa, possibilitando a captação de recursos para o seu crescimento, permitindo aos atuais acionistas obter uma diversificação de risco do negócio e permitindo às empresas de *Venture Capital* ou *Private Equity* vender os seus negócios e aumentar sua transparência perante os acionistas (CELIKYURT, SERVILIR e SHIVDASANI, 2010).

A decisão de abrir o capital envolve diversos fatores, dentre os quais podem-se destacar: melhorara a captação de recursos externos com possibilidade de melhor adequação da estrutura de capital da empresa (KIM e WEISENBACH, 2005), captação de recursos para desenvolvimento de novos projetos e investimentos em pesquisa (KIM e WEISBACH, 2008), captação de recursos para realização de aquisições de outras empresas (CELIKYURT, SERVILIR e SHIVDASANI, 2010), diminuição dos riscos com relação a assimetria de informações entre os potenciais investidores e os atuais acionistas, nível de preços da indústria na qual está inserida, pois empresas abrem o capital quando o indicador de Market-to-book da indústria está alto (PAGANO, PANETA e ZINGALES, 1998), tamanho do mercado de capitais e possibilidade de acesso a recursos e investidores, diversificação do portfólio de investimentos dos acionistas controladores (ROEL, 1996).

Adicionalmente, outros fatores que podem influenciar a decisão de uma empresa em se tornar de capital aberto estão relacionados a seu marketing, devido a maior atenção e publicidade da mídia para empresas de capital aberto, além de empresas públicas conseguirem diminuir custos de captação de recursos de terceiros e ao fato de empresários quererem ir à Bolsa para estabelecer um preço de sua ação (diminuir incertezas de avaliação) como primeiro passo para vender a empresa posteriormente (PAGANO, PANETA e ZINGALES, 1998).

2.4.1 Os Benefícios de Abrir o Capital

Segundo a BM&FBOVESPA, a abertura de capital proporciona à empresa recursos a custos mais baratos do que a captação de financiamento bancários, faz com que a marca da empresa se fortaleça junto ao mercado e ainda reforça critérios de governança corporativa.

Nesta mesma linha de pensamento, Pinheiro (2009), afirma que a captação de recursos pelo lançamento de valores mobiliários é uma alternativa aos financiamentos bancários. A abertura de capital é uma fonte alternativa de recursos das empresas que apresenta grandes vantagens sobre os recursos ofertados pelas instituições financeiras, pois estes últimos são geralmente de prazos limitados e padronizados.

Segundo Lameira (2000), as empresas recorrem muitas vezes a este mercado quando estão enfrentando sérias restrições ao crédito ou quando os juros para conseguir empréstimos se tornam tão altos que inviabilizariam a longo prazo a continuidade das operações normais da empresa.

Lameira (2000) levanta, ainda, mais três hipóteses de motivos para as empresas abrirem seu capital. São elas: viabilizar uma fonte alternativa de financiamento para seus projetos de expansão ou para reforço do capital de giro; exigência para captação externa, uma vez que investidores estrangeiros exigem uma qualidade de informação gerencial que só será conseguida caso esta se enquadre nos moldes de uma companhia aberta, ou seja, tenha transparência e sua administração; reorganização societária que permite que a companhia crie para si diferentes níveis de atividade, e que consiga viabilizar parcerias para cada grupo de atividade, sem que o novo sócio tenha que participar de todos os negócios da empresa inicial.

Assaf Neto (2001) destaca que a principal vantagem da abertura de capital é o prazo indeterminado para reembolso dos recursos levantados, não apresentando estes valores prazos fixos para resgate. A remuneração do capital integralizado depende, ainda, do sucesso do empreendimento, estando seu pagamento vinculado às condições econômicas e financeiras apresentadas.

De acordo com Marksinnovic e Pichler (2001), uma empresa que abre seu capital ao mercado pode ganhar vantagem competitiva e maior prestígio no mercado. A empresa aumenta seu valor de mercado, incrementando assim a confiança dos outros investidores, clientes e credores, por exemplo.

2.4.2 Os Custos de Abrir o Capital

No processo de IPO, as companhias devem estar cientes de que abrir o capital de uma empresa traz vantagens, mas também traz muitos custos que devem ser levados em consideração.

O Guia de Abertura de Capitais, editado pela Bovespa (2000), destaca que vários fatores devem ser levados em consideração na decisão de abertura de capital da empresa, e um deles é verificar se os custos de abertura não ultrapassam os benefícios, pois ocorrerão diversos novos custos no processo de abertura, como nas obrigações para que a empresa se mantenha como companhia aberta. Há de se pesar se os benefícios da abertura, como aumento da liquidez do patrimônio dos atuais sócios, os retornos dos investimentos, a redução dos custos de financiamento e o fortalecimento da imagem institucional superam os custos relativos à operação de abertura de capital, a adaptação da empresa às novas exigências e aumento da estrutura organizacional. (Bovespa, 2000).

Após a decisão de abrir o capital, a companhia incorrerá em diversos custos, que seriam aqueles diretamente associados ao esforço da empresa para abrir o capital até o dia do seu IPO, chamados de custos de distribuição, e aqueles associados à manutenção de uma companhia aberta. Alguns custos incorridos são mais fáceis de mensurar e estão alocados às despesas relacionadas com a decisão de listagem, como por exemplo: taxas e anuidades da Bolsa de Valores do Estado de São Paulo, *underwriters*, advogados, *road shows*, viagens, coordenadores do processo, auditores, publicidade e divulgação. Porém, existem outros custos que são difíceis de quantificar, como ferramentas de sistema integrado, treinamento, controles internos, estrutura de governança e gestão de riscos (Bovespa, 2000).

Oliveira (2011) destaca no seu estudo que alguns custos envolvidos na abertura de capital estão relacionados com a distribuição, listagem, estruturação corporativa. Os custos de distribuição são aqueles relacionados à oferta de ações em si, isto é, aos gastos referentes à contratação de *underwriters*, auditores externos, advogados e despesas gerais da oferta. Os *underwhiters* são bancos de investimento que assessoram a empresa na venda das ações para o mercado e fazem intermediação da empresa com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Os custos de listagem são aquelas despesas necessárias para fazer o registro de companhia aberta e obter autorização para a negociação de ações. De acordo com a

BM&FBOVESPA (2014), os custos de listagem são divididos em: taxa de análise para Registro de listagem de valores mobiliários para novos emissores e anuidade, pagamento anual para a Bolsa de Valores de São Paulo. Além dos custos de listagem referidos à Bolsa de Valores, a empresa deve pagar as devidas taxas também a CVM.

Os custos com a estruturação corporativa estão relacionados à implantação e à manutenção de uma área de relações com investidores para atendimento das demandas dos novos acionistas adquiridos após a oferta de ações, às despesas envolvidas na elaboração e envio de relatórios anuais para acionistas e às despesas com a implantação de comitês que assessoram o conselho de administração da empresa.

2.4.3 Teoria de *Market Timing*

A teoria do *Market Timing* indica a tendência de as empresas emitirem ações quando o seu valor de mercado está alto em relação ao seu valor patrimonial ou aos seus valores de mercado histórico.

A teoria de *Market Timing* (as janelas de oportunidade) sugere que a empresa conduza o IPO com base nas condições econômicas para aumentar o valor de mercado. Loughran e Ritter (1995) concluem que os IPOs ocorrem durante determinadas “janelas de oportunidades”, isto é, durante um mercado aquecido em que a empresa pode ter maiores oportunidades de bons retornos.

De acordo com Brau, Ryan, e De Graw (2006), se uma empresa souber que está sendo valorizada abaixo do mercado, postergará o IPO até o momento em que o mercado esteja mais aquecido para obter preços melhores. Brau e Fawcett (2006) relacionam as motivações para abrir o capital com as teorias existentes e argumentam que as teorias acadêmicas sugerem quatro motivos para IPOs: para minimizar o custo de capital, pessoas bem informadas vendendo suas ações para obter ganhos pessoais (saída dos investidores de risco), aquisições e mudanças estratégicas.

No entanto, considerando imperfeições de mercado, como assimetria informacional, os administradores podem buscar janelas de oportunidade para a emissão de títulos. Assim, caso os administradores tenham habilidade superior em termo de *timing* das emissões, o preço da ação começará a cair logo após a emissão, denotando que a emissão fora realizada em momento oportuno, e vice-versa.

2.5 Governança Corporativa e IPO

A criação de mecanismos que alinham os interesses dos acionistas aos dos administradores das corporações surgiu como necessidade à medida que as firmas foram abrindo seu capital ao público, assim definindo a separação do controle e da propriedade entre os gestores e os acionistas das empresas. Este conjunto de mecanismos, referido como governança corporativa, visou, em um princípio, incentivar os gestores a maximizar o retorno ao investimento do acionista. Com o desenvolvimento dos mercados ao longo do tempo, este conceito foi ampliado, na medida em que as relações entre os diversos agentes interessados (*stakeholders*) das firmas tornaram-se mais complexas, gerando outros tipos de conflitos de interesses e custos de agência (Crisóstomo, Freire e Vasconcellos, 2011).

Dentro da perspectiva do problema de agência, estudos de La Porta, López-de-Silanes, Shleifer e Vishney (1999, 2000) mostram que o principal problema de agência observado na maioria dos países por eles analisados é aquele que surge entre os acionistas controladores e os demais acionistas minoritários. Nestes casos, os controladores conseguem capturar benefícios privados e manter o controle sobre os gestores da firma. Esta diferença ocorre pela verificação de que o conflito clássico com empresas de propriedade dispersa é típico de apenas alguns países, e que na maior parte dos países a propriedade é concentrada. Assim sendo, existem poucos acionistas com um maior impacto na gestão.

O afastamento dos sócios da gestão das empresas devido à necessidade de uma gestão profissional e a necessidade de acesso a um capital menos oneroso, proporciona a diminuição do seu poder de controle sobre as decisões que eram tomadas, todavia, a Governança Corporativa permite a gestão estratégica da empresa por parte dos sócios ao possibilitar, mediante vários mecanismos, o monitoramento da gestão executiva.

As práticas da boa Governança Corporativa resumem-se em quatro principais exigências do mercado: transparência, prestação de contas, equidade e respeito às leis do país, o que viabilizará maior segurança aos investidores. Espera-se que a partir do emprego de melhores práticas de gestão tais como maior transparência e prestação de contas, os investidores possam avaliar melhor os riscos e tomar decisões mais seguras, melhorando assim a forma de captação de recursos de uma empresa que adote tais práticas.

Segundo o IBGC, governança corporativa é o conjunto de práticas e relacionamentos entre os acionistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal, com a finalidade de otimizar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital. Carvalhal (2002) define governança corporativa como “um sistema de práticas visando minimizar os conflitos de interesse entre os agentes da companhia, e, conseqüentemente, reduzir o custo de capital e aumentar o valor da empresa.”

Por fim, a decisão de abrir o capital é uma decisão estratégica, pois a empresa visa a obtenção de um bom desempenho no mercado ao ofertar suas ações e para isto a empresa precisa atrair investidores. Tal fato exige que a empresa demonstre responsabilidade junto aos *stakeholders*. Com isso, a relevância das boas práticas de governança para o sucesso de uma oferta inicial de ações faz-se cada vez mais presente em virtude das exigências do mercado.

3 METODOLOGIA

Na metodologia da pesquisa são evidenciados os métodos científicos, a classificação da pesquisa quanto aos objetivos, quanto aos procedimentos técnicos e quanto à técnica de coleta de dados.

Segundo Lakatos e Marconi (2010), “o método científico é o conjunto das atividades sistemáticas e racionais que, com maior segurança e economia, permitem alcançar o objetivo, traçando o caminho a ser seguido, detectando erros e auxiliando as decisões do cientista”.

Os métodos utilizados na elaboração dessa pesquisa são o dedutivo e o indutivo. Indução é um processo por intermédio do qual, partindo de dados particulares, infere-se uma verdade geral ou universal, não contida nas partes examinadas. Já o dedutivo consiste no inverso do indutivo, ou seja, o geral será analisado e enquadrado no específico limitado pela pesquisa.

Será realizada uma pesquisa, sob o ponto de vista de seus objetivos, de natureza descritiva, que, segundo Gil (2002), tal pesquisa observa, registra, analisa e ordena dados, sem manipulá-los, isto é, procura descobrir a frequência com que um fato ocorre, sua natureza, suas características, causas, relações com outros fatos. Este estudo objetiva analisar o nível de governança corporativa das empresas brasileiras que abriram o capital nos anos de 2004 a 2013 na BM&FBOVESPA.

Quanto aos procedimentos técnicos, a primeira parte deste trabalho foi obtida por meio de estudos de obras publicadas e pesquisas científicas, depois parte-se para as análises dos níveis de governança corporativa das empresas que realizaram ofertas públicas inicial na Bolsa de São Paulo, confirmando o caráter bibliográfico e documental do estudo como um todo.

Segundo Marconi e Lakatos (2010), a pesquisa bibliográfica é o levantamento de toda a bibliografia já publicada, em forma de livros, revistas, publicações avulsas e imprensa escrita. A sua finalidade é fazer com que o pesquisador entre em contato direto com todo o material escrito sobre um determinado assunto, auxiliando o cientista na análise de suas pesquisas ou na manipulação de suas informações.

Saint-Georges (1997, p. 30) considera que “[...] a pesquisa documental apresenta-se como um método de recolha e de verificação de dados: visa o acesso às fontes pertinentes, escritas ou não, e, a esse título, faz parte integrante da heurística da investigação”.

Esta pesquisa tem caráter qualitativo, porque tem como objetivo principal interpretar o caso que se observa. Conforme Beuren (2012, p. 92): “[...] na pesquisa qualitativa concebem-se análises mais profundas em relação ao fenômeno que está sendo estudado”.

O universo da pesquisa compreende todas as empresas que abriram o capital nos anos de 2004 a 2013. Assim, foi obtida a relação das companhias que realizaram IPO no *website* da BM&FBOVESPA no período. Para as companhias listadas, foi analisado o nível de governança corporativa que essas empresas aderiram conforme recomendações da BM&FBOVESPA, coletados nas listagens de Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Além da análise do grau de adoção aos níveis de governança corporativa, foi feita análise quanto à participação do investidores nos IPOs, quanto à natureza da oferta do IPO e quanto ao setor econômico das empresas que realizaram IPO no período. Os dados foram coletados no *website* da BM&FBOVESPA. Dessa forma, a técnica de coleta de dados será baseada na análise de conteúdo.

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

A análise da pesquisa contempla todas as empresas que realizaram IPO no período de 2004 a 2013, sendo o total de 143 empresas.

Com o intuito de analisar se as empresas que abriram o capital estão atentas às boas práticas de governança corporativa, foi analisado, o nível de governança corporativa recomendada pela Bovespa que as empresas aderiram. O Gráfico 3 mostra a quantidade de empresas por nível de governança corporativa, segundo a listagem dos segmentos especiais da BM&FBOVESPA (Bovespa Mais, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1).

Todos os segmentos se caracterizam por rígidas regras de governança corporativa. Essas regras vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações e têm como objetivo melhorar a avaliação das companhias que decidem aderir a um desses níveis de listagem.

Além disso, tais regras atraem os investidores ao assegurar direitos e garantias aos acionistas, bem como a divulgação mais amplas de informações para controladores, gestores da companhia e participantes do mercado, o risco é reduzido.

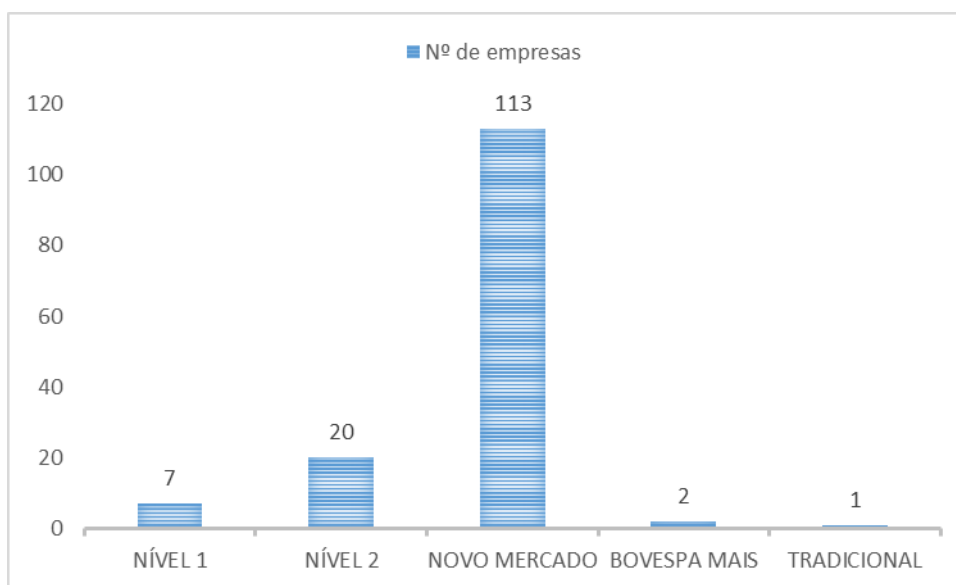


Gráfico 3 - Níveis de governança corporativa das empresas.

Fonte: elaborado pela autora com dados da Bovespa (2014).

No Gráfico 3, percebe-se o grande número de empresas que aderiram ao Novo Mercado, sendo 79% o percentual das empresas que aderiram ao nível de maior exigência, isso significa que as empresas que estão abrindo o capital recentemente no

Brasil estão dando relevância às boas práticas de Governança Corporativa, sinalizando ao mercado um comprometimento maior junto aos *stakeholders* em relação a uma política de divulgação de informações mais transparente e abrangente, à proteção aos acionistas minoritários, à transparência. A principal diferença do Novo Mercado em relação aos outros níveis é a exigência de que o capital social da companhia seja composto somente por ações ordinárias, ou seja, as companhias listadas no Novo Mercado só podem emitir ações com direito de voto, as chamadas ações ordinárias. Tal regra contribui para uma maior participação dos acionistas, conseqüentemente, melhora a proteção ao acionista minoritário. Para a listagem no Novo Mercado, que representa o nível máximo de adesão às boas práticas de Governança Corporativa, as exigências vão além das regras para os níveis 1 e 2. Essas exigências, consolidadas no Regulamento de Listagem do Novo Mercado, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias, bem como a dispersão acionária e, ao determinar a resolução dos conflitos societários por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada.

Percebe-se também que apenas uma empresa abriu o capital no mercado Tradicional, isto é, se comprometendo apenas às exigências da legislação. Do total de empresas, 20 empresas e 7 empresas optaram, respectivamente, pelo Nível 2 e Nível 1, isto é, 4,9% das empresas aderiram ao nível menos exigente.

As empresas listadas no Nível 1 de Governança Corporativa comprometem-se, principalmente, com o aperfeiçoamento na prestação de informações ao mercado e comprometimento com a dispersão acionária. Por exemplo, a companhia aberta listada no Nível 1 tem como obrigações adicionais à legislação: melhoria nas informações prestadas, adicionando as Informações Trimestrais (ITRs); disponibilizar ao público documentos enviados à CVM e à Bovespa; realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano; manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital social.

As empresas listadas no Nível 2 comprometem-se a cumprir as regras aplicáveis ao Nível 1 e, adicionalmente, um conjunto mais amplo de práticas de governança relativa aos direitos societários dos acionistas minoritários. Por exemplo, a companhia aberta listada no Nível 2 tem como obrigações adicionais à legislação: a divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais; o direito de voto às

ações preferencias em algumas matérias, tais como, transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembleia geral, a extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% (oitenta por cento) deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*).

Duas empresas aderiram ao nível Bovespa Mais. Esse nível foi instituído visando beneficiar especialmente empresas de pequeno e médio porte com interesse de adentrar no mercado de ações de maneira gradativa. O ingresso de empresas nesse nível propicia melhores conceitos perante os investidores, uma vez que estão sujeitas a regras semelhantes às do nível do Novo Mercado.

Observando-se o quadro geral, o resultado é que uma quantidade relevante de empresas que realizaram IPO recentemente no Brasil optaram por regras de governança corporativa adicionais à legislação, sendo mais de 99% o percentual dessas empresas.

A listagem das empresas nos segmentos de governança da Bovespa, por não se tratar de uma imposição legal, e sim de uma adesão voluntária, pressupõe que as companhias buscam um ganho real ao aderir a um determinado código de conduta, comprometendo-se a se adequar a um determinado número de exigências. Pode-se interpretar este fato como uma sinalização da empresa ao mercado a idéia de que os agentes valorizam positivamente empresas com maior grau de transparência.

Este conjunto de resultados é um indicativo da preocupação das empresas envolvidas em processo de IPO com a adoção de boas práticas de governança corporativa.

Adicionalmente, foi feito um estudo quanto alguns aspectos: a) quanto à participação dos investidores no volume da oferta pública; b) quanto à natureza da oferta (primária, secundária e mista); c) quanto ao setor econômico

O Gráfico 1 mostra a realização de IPOs desde 2004 até 2013.

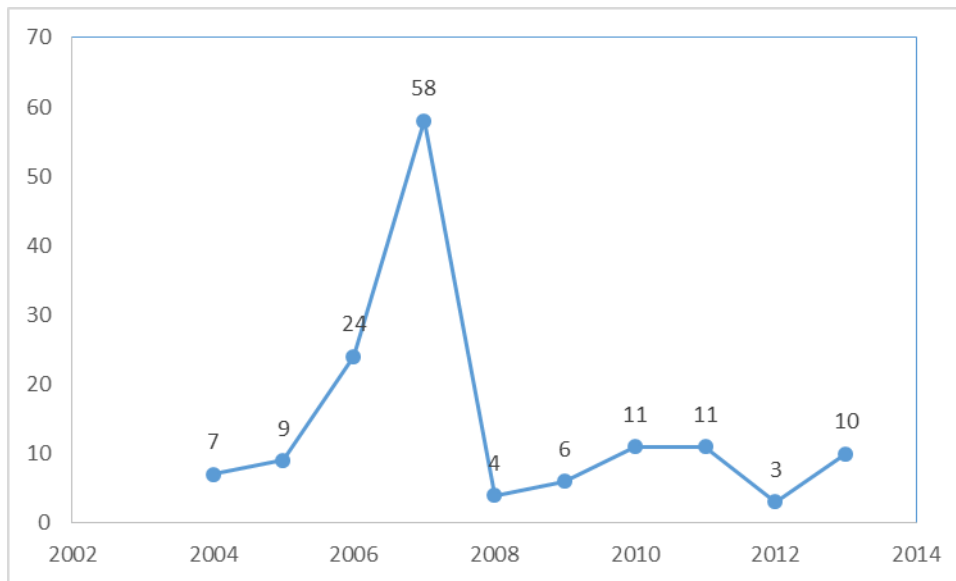


Gráfico 1 -O número de empresas que realizaram IPO por ano.

Fonte: Elaborado pela autora com dados da BOVESPA (2014).

Observando o Gráfico 1, verifica-se o número crescente de empresas que realizaram IPO desde 2004, até atingir o pico de 58 ofertas públicas em 2007. A partir de 2008, com o início da crise financeira internacional, o número de IPO caiu, com apenas 4 IPOs, e em 2009 ocorreram 6 IPOs. A partir de 2010, provavelmente com o início da recuperação da economia mundial após a crise, o número de ofertas públicas volta a crescer e atinge o patamar de 11 IPOs em 2010 e 2011. Em 2012, ocorreram apenas três aberturas de capital no país, provavelmente, por causa de uma possível crise mundial. No ano de 2013, volta a crescer o número de IPO, com 10 empresas que abriram o capital.

a) Quanto à participação dos investidores

A Bovespa classifica os investidores em institucional, varejo ou doméstico e estrangeiro.

O investidor institucional é toda pessoa jurídica que tem por obrigação legal investir parte de seu patrimônio no mercado financeiro, geralmente formado pelos fundos de investimento, seguradoras, fundos de pensão, sociedades de capitalização, clubes de investimento, entidades de previdência privada (Assaf Neto, 2012).

Conforme mostrado no Gráfico 2, os investidores estrangeiros têm grande participação no volume captado nos IPOs. Como o Brasil ficou mais atrativo em virtude da estabilidade e do crescimento econômico, os investidores estrangeiros voltaram suas

atenções para o Brasil e passaram a destinar mais recursos para investir em empresas brasileiras.

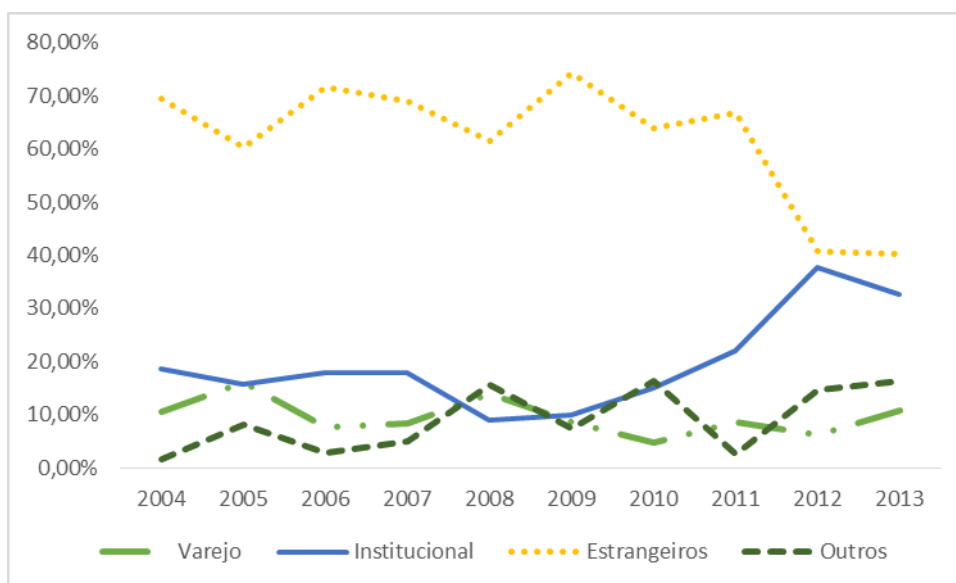


Gráfico 2 – Participação dos Investidores nos IPO Brasileiros.

Fonte: Elaborado pela autora com dados da Bovespa (2014).

Entre 2004 e 2011, os investidores estrangeiros compraram, em média, 67% das ações ofertadas em IPOs brasileiros. A participação de investidores estrangeiros cai em 2012 e 2013, provavelmente por causa da crise financeira internacional. Já os investidores individuais e institucionais crescem em 2013. Os investidores institucionais, em 2013, participaram, em média, cerca de 32,6%, conforme mostra a Tabela 1.

Tabela 1 – Participação Média dos Investidores nos IPOs

Ano	Participação Média dos Investidores nos IPOs			
	Varejo	Institucional	Estrangeiros	Outros
2004	10,40%	18,60%	69,50%	1,60%
2005	16,10%	15,80%	60,20%	8,00%
2006	7,70%	17,80%	71,70%	2,90%
2007	8,40%	17,80%	68,90%	4,90%
2008	14,00%	9,00%	61,50%	15,50%
2009	8,50%	9,80%	74,30%	7,30%
2010	4,70%	15,00%	64,00%	16,20%
2011	8,70%	22,10%	66,80%	2,50%
2012	6,10%	37,80%	40,70%	14,60%
2013	10,70%	32,60%	40,30%	16,40%

Fonte: Elaborado pela autora.

b) Participação de IPOs por setor econômico

A Bovespa classifica os setores econômicos de acordo com os produtos ou serviços que mais contribuem para a formação das receitas das companhias, considerando-se, ainda, as receitas geradas no âmbito de empresas investidas de forma proporcional às participações acionárias detidas. A Tabela 2 mostra a participação de IPOs por setor econômico.

Tabela 2 – Empresas por Setor de Atuação

Setor Econômico	Nº de Empresas	%
Bens Industriais	7	4,9
Construção e Transporte	32	22,4
Consumo Cíclico	24	16,8
Consumo não Cíclico	23	16,1
Financeiro e Outros	30	21,0
Materiais Básicos	5	3,5
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	4	2,8
Tecnologia da Informação	8	5,6
Telecomunicações	1	0,7
Utilidade Pública	9	6,3
TOTAL	143	100

Fonte: elaborado pela autora com base nos dados da Bovespa (2014).

Nos anos de 2004 a 2013, conforme mostrado na Tabela 2, os setores de Construção/ Transporte e Financeiro e Outros foram os que mais se destacaram com 32 e 30 IPOs no período, respectivamente. Dentro do setor Construção e Transporte, o segmento de Construção Civil teve forte participação. Apenas nesse segmento foram 20 IPOs no período analisado. No setor Financeiro, o segmento que mais se destacou foi Bancos e Exploração de Imóveis, com 12 e 9 IPOs respectivamente. A onda de abertura de capital em determinados setores é fruto de seu ambiente competitivo e do *Market timing*, isto é, a oferta pública ocorre durante um mercado aquecido em que a empresa pode ter maiores oportunidades de bons retornos.

c) Natureza da Oferta

Observa-se, também, das empresas que realizaram IPO no período em estudo, o tipo de distribuição na abertura de capital (primária, secundária ou mista).

Em relação aos tipos de oferta pública inicial de ações, 46 empresas fizeram apenas ofertas primárias, apenas a empresa capta recursos; 14 recorreram exclusivamente a emissões secundárias, e 83 realizaram ofertas mistas, o que significa que tanto a empresa capta recursos como acionistas que já detinham ações.

5 CONCLUSÕES

O objetivo deste trabalho foi analisar a adoção das boas práticas da Governança Corporativa das empresas que realizaram IPO. A qualidade da Governança Corporativa é fundamental no processo de abertura do capital das empresas, visto que essas empresas buscam a confiança dos investidores.

Uma Oferta Pública Inicial (IPO) representa uma alternativa de fonte de recursos para o financiamento de empresas, possibilitando uma redução do risco financeiro, melhor liquidez aos acionistas, realização de investimentos, profissionalização das decisões administrativas e empresariais, e visibilidade da empresa no mercado.

A pesquisa mostrou que uma quantidade relevante de empresas que abriram o capital aderiu ao Novo Mercado. No entanto, percebe-se que uma grande quantidade de empresas ao realizar IPO buscam investir em práticas governança que tem por finalidade aperfeiçoar o desempenho de uma companhia, proteger investidores, empregados e credores, aumentar o valor da companhia, facilitar o acesso ao capital das bolsas de valores e conquistar novos investidores, visto que a Governança Corporativa é um instrumento de sintonia entre as empresas e o mercado.

Do total de empresas que realizaram IPO, apenas uma abriu o capital no mercado Tradicional e 99% aderiram às práticas de governança, segundo as recomendações da Bovespa. A adoção de boas práticas de governança diminuir os efeitos da assimetria informacional, atribuindo importância idêntica aos interesses de todas as partes da organização, conseqüentemente, minimizando os problemas decorrentes do conflito de agência.

A pesquisa indicou que, entre 2004 e 2007, a quantidade de IPO no Brasil aumentou rapidamente, foram 7 IPOs em 2004, 9 em 2005, 24 em 2006 e 58 em 2007. Durante a crise econômica global, quatro empresas abriram o capital em 2008 e seis em 2009. Desde então, o aquecimento do mercado tem acontecido gradualmente, com mais empresas abrindo seu capital. O aumento de IPOs no mercado brasileiro pode ser explicado pela atual economia brasileira, além das mudanças estruturais.

Como o Brasil ficou mais atrativo para investidores estrangeiros em virtude da estabilidade e do crescimento econômico, a participação desses investidores nos volumes captados nos IPOs cresceu bastante, visto que os investidores voltaram suas atenções para o país e passaram a destinar mais recursos para investir em empresas brasileiras.

Adicionalmente, a pesquisa apontou indícios que alguns setores são mais propensos à abertura de capital que outros. Dentro dos IPOs realizados nos anos de 2004 a 2013, os setores de Construção e Transporte e de Financeiros e Outros tiveram forte participação. A abertura de capital em determinados setores é fruto de seu ambiente competitivo e do Market timing, isto é, do momento em que o segmento passa por boa valorização devido a uma forte perspectiva de crescimento.

Em relação aos tipos de oferta pública inicial de ações, a maioria das empresas que realizaram IPO durante o período em estudo, realizaram a combinação de ofertas primárias e secundárias, isto é, tanto a empresa capta recursos quanto os acionistas que já detinham ações.

REFERÊNCIAS

- ÁLVARES, Elismar; GIACOMETTI, Celso; GUSSO, Eduardo. **Governança Corporativa: Um Modelo Brasileiro**. 2ª edição. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.
- ANDRADE, Adriana; ROSSETI, José Paschoal. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 4ª edição. São Paulo: Atlas, 2011.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. São Paulo: Atlas, 2001.
- BM&FBOVESPA. **História**. 2011. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/sobre-a-bolsa/historia/historia.aspx?Idioma=pt-br>> Acesso em 12 mar. 2014.
- _____. **Regulamento de listagem do Nível 1 de Governança Corporativa**. 2011 a. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_nivel-1.asp>. Acesso em 06 abril 2014.
- _____. **Regulamento de listagem do Nível 2 de Governança Corporativa**. 2011 b. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_nivel-2.asp>. Acesso em 06 abril 2014.
- _____. **Regulamento de listagem do Novo Mercado**. 2011 c. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_novo-mercado.asp>. Acesso em 06 abril 2014.
- _____. **Regulamento do Bovespa Mais**. 2011 d. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_bovespa-mais.asp>. Acesso em 06 abril 2014.
- _____. **Comparativo dos segmentos de listagem**. 2011 e. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_segmentos-de-listagem.asp>. Acesso em 06 abril 2014
- CELIKYURT, U., SERVILIR, M., E SHIVDASANI, A. Going Public do Acquire? The Acquisition Motive in IPOs. **Journal of Financial Economics**, v. 8, n. 1, p. 345-363, 2010.
- CRISÓSTOMO, V. L.; FREIRE, F. S. e VASCONCELLOS, F. C. Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. **Journal Responsibility Social**, v. 7, n. 2, p. 295-309, 2011.
- CRISÓSTOMO, V. L.; GONZÁLEZ, E. V. Possível estratégia de ativismo de fundos de pensão no Brasil. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 10, n. 1, p. 139-155, Jan./Abril, 2006.
- CVM. **Cartilha de Governança Corporativa. 2002**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>>. Acesso em: 23 set. 2013.
- GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Editora Atlas, 2002.
- GILLAN, Stuart L.; STARKS, Laura T. Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors. **Journal of Financial Economics**, v. 57, n. 2 p. 275- 305, 2000.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Conceito de Governança Corporativa**. 2011 a. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=17>>. Acesso em: 15 set. 2013.

_____. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC 4ª edição**. 2009. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Download.aspx?Ref=Eventos&CodArquivo=204>>. Acesso em: 11 set. 2013.

JENSEN, Michael C., MECKLING, Willian H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, n. 1, p 305 – 360, 1976.

KIM, W., WEISBACH, M. Do firms go public to raise capital? **National Bureau of Economic Research**, 2005.

_____. Motivations for Public Equity Offers: An International Perspective. **Journal of Financial Economics**, v. p. 281-307. 2008.

KLOTZLE, M. C.; COSTA, L. de Andrade. Governança Corporativa e Desempenho dos Bancos no Brasil. **Revista Eletrônica de Gestão Organizacional**, v.4, n.4, 2006.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world, **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LA PORTA, R. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1, 2000.

LAMEIRA, Valdir de Jesus. **Mercado de Capitais**, 1ª ed. Rio de Janeiro, Forense Universitária, 2000.

LÓPEZ, F. J. I.; CRISÓSTOMO, V. L. Do Leverage, Dividend Payout, and Ownership Concentration Influence Firms' value Creation: an Analysis of Brazilian Firms. **Emerging Markets Finance & Trade**, v. 46, n. 3, p. 80-94, 2010.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos da metodologia científica**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MARTIN, N. C.; SANTOS, L. R. e FILHO, J. M. D. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 34, n. 1, p. 7-22, 2004.

OCDE. **Principles of corporate governance**. Paris: OCDE, 1999.

OLIVEIRA, Djalma de Pinho Rebouças de. **Governança corporativa na prática**. S. Paulo: Atlas, 2006.

PAGANO, M., PANETA, F., E ZINGALES, L. Why Do Companies Go Public: Na Empirical Analysis. **The Journal of Finance**, p. 27-64. 1998.

PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais: **Fundamentos e Técnicas**. São Paulo: Atlas, 2009. 5ª. ed.

PROCIANOY, J. O Processo Sucessório e a Abertura de Capital de Empresas Brasileiras: Objetivos Conflitantes. **Revista de Administração de Empresas**, p. 74-84, 1994.

RITTER, J. Initial Public Offerings. **Contemporary Finance Digest**, p. 05-30,1998.

ROCHA, Bruno; DAMASCENO, Pedro. Descobrimo o valor que o mercado não vê nas empresas. *In*: INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

(IBGC). Uma década de governança: história do IBGC: **marcos da governança e lições da experiência**. São Paulo: Saint Paul, 2006.

ROEL, A. The Decision to go Public: an Overview. **European Economic Review**, v. 14, n. 2, p. 1071-1081, 1996.

SAINT-GEORGES, Pierre de. **Pesquisa e crítica das fontes de documentação dos domínios econômicos, social e político**. ALBARELLO, Luc et al. Práticas e Métodos de Investigação em Ciências Sociais. Lisboa: Gradiva Publicações Ltda, 1997.

SCHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey on corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SIFFERT Filho, Nelson. Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos Anos 90. **Revista BNDES**, v.2, n.9, 1998.

SILVA, Edson cordeiro da. Governança Corporativa nas Empresas: **Guia Prático de orientação para Acionistas e Conselho de Administração**. São Paulo: Atlas, 2006.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. Determinantes da Qualidade da Governança Corporativa das Companhias Abertas Brasileiras. **Revista REAd**, v. 14, n.3, 2008.

SOARES, Carlos Roberto Pena. **O Impacto da Governança Corporativa Sobre o Comportamento do Preço de Ações no Brasil: O Caso do Papel e Celulose**, 2000 Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada). Universidade São Paulo.

SOUZA, Thelma de Mesquita Garcia e. **Governança Corporativa e o Conflito de Interesses nas Sociedades Anônimas**. São Paulo: Atlas, 2005.

TERRA, P. R. S.; LIMA, J. B. N. **Governança Corporativa e a reação do Mercado de Capitais à Divulgação das Informações Contábeis**, v. 2, n. 42, p. 36-37, 2006.