

**JULIANA MARIA DE MAGALHÃES**

**ABERTURA DE CAPITAL EM AÇÕES: UMA ESTRATÉGIA POUCO  
UTILIZADA PELAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

**Monografia apresentada como requisito  
parcial à obtenção do grau de Bacharel no  
Curso de Ciências Econômicas, Setor de  
Ciências Sociais Aplicadas, Universidade  
Federal do Paraná.**

**Orientador: José Guilherme Silva Vieira**

**CURITIBA  
2006**

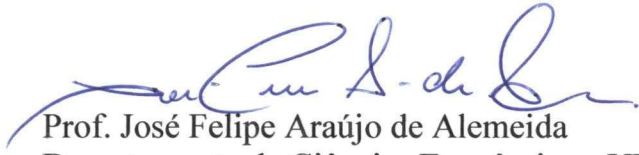
## TERMO DE APROVAÇÃO

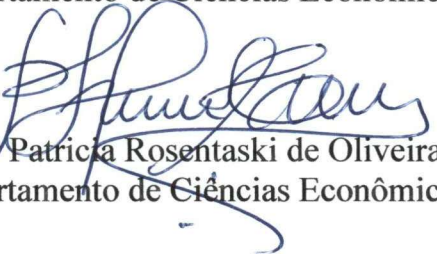
**JULIANA MARIA DE MAGALHÃES**

**ABERTURA DE CAPITAL EM AÇÕES: UMA ESTRATÉGIA POUCO  
UTILIZADA PELAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel no Curso de Graduação de Ciências Econômicas do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná pela seguinte banca examinadora:

  
Orientador: Prof. José Guilherme Silva Vieira  
Departamento de Ciências Econômicas, UFPR

  
Prof. José Felipe Araújo de Almeida  
Departamento de Ciências Econômicas, UFPR

  
Prof.ª Patrícia Rosentaski de Oliveira  
Departamento de Ciências Econômicas, UFPR

Curitiba, 29 de novembro de 2006

## SUMÁRIO

<b>LISTA DE SIGLAS.....</b>	<b>iii</b>
<b>LISTA DE TABELAS.....</b>	<b>iv</b>
<b>LISTA DE GRÁFICOS.....</b>	<b>v</b>
<b>RESUMO.....</b>	<b>vi</b>
<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>1</b>
<b>1 O MERCADO DE CAPITAIS COMO FORMA DE FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO: UMA ÊNFASE NO MERCADO DE AÇÕES DO BRASIL.....</b>	<b>2</b>
<b>1.1 DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL.....</b>	<b>11</b>
<b>1.1.1 O mercado de capitais em países desenvolvidos.....</b>	<b>16</b>
<b>2 ENTRAVES AO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS DO BRASIL.....</b>	<b>20</b>
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>29</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>31</b>
<b>ANEXOS.....</b>	<b>33</b>

## LISTA DE SIGLAS

ABRASCA	-	Associação Brasileira de Economia Abertas
BOVESPA	-	Bolsa de Valores de São Paulo
BACEN	-	Banco Central
CMN	-	Conselho Monetário Nacional
CNBV	-	Comissão Nacional da Bolsa de Valores
CPMF	-	Contribuição Provisória sobre a Movimentação Financeira
CVM	-	Comissão de Valores Mobiliários
FBCF	-	Formação Bruta de Capital Fixo

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - EMPRESAS LISTADAS NA BOVESPA: 1970-1999 .....	15
TABELA 2 - PARTICIPAÇÃO DOS INVESTIDORES NA BOVESPA 2003- 2005.....	18
TABELA 3 - CUSTOS DE MANUTENÇÃO DE CAPITAL ABERTO (US\$ MIL) VALORES AO CÂMBIO DE 1998.....	26

## **LISTA DE GRÁFICOS**

<b>GRÁFICO1 - FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO/ EMISSÕES PRIMÁRIAS BRASIL – 1995-2003.....</b>	<b>14</b>
--	-----------

## **RESUMO**

Esse trabalho tem por objetivo analisar os motivos pelos quais as empresas brasileiras não utilizam a abertura de capital como fonte de financiamento, dando ênfase ao mercado acionário. Expõe, também, a importância do mercado de capitais, sobretudo, do mercado acionário, para as empresas que fazem o seu uso como fonte de captação de recursos, para os seus investimentos, diante da realidade de que nem sempre os empresários dispõem do montante necessário para isto. Nesse trabalho, ainda, é feita uma comparação do mercado acionário brasileiro, com o dos países desenvolvidos, destacando suas principais diferenças. Finalmente, são expostos os entraves que fazem com que o mercado acionário brasileiro ainda não esteja relativamente desenvolvido. Utiliza como embasamento teórico autores como Karl Marx, John Maynard Keynes e Knut Wickell.

### **Palavras-Chaves**

Mercado de Capitais, Fonte de Financiamento, Custos.

## INTRODUÇÃO

O ambiente empresarial competitivo em que as empresas estão inseridas hoje exige que estas encontrem cada vez mais alternativas de melhorias de produtos e redução de custos. Para isso é preciso também maiores investimentos.

Nem sempre os próprios empresários detêm dos montantes necessários para aplicar na empresa, necessitam, portanto, obtê-los de terceiros. Tendo isso em vista, é necessário que existam mecanismos eficientes de transferências de recursos dos que poupam para os que almejam emprestar. A utilização da abertura de capital de uma empresa pode ser considerada como uma boa alternativa de obtenção desses recursos, por, acredita-se aqui, se apresentar com vantagem considerável, em comparação a outras fontes de recursos, com a diminuição de riscos, maior facilidade de crédito e maior divulgação da marca associadas a essa estratégia.

Apesar das vantagens que a abertura de capital pode proporcionar para a empresa, observa-se que as empresas brasileiras não se utilizam muito desse recurso como fonte de financiamento, cabe ao presente trabalho buscar as causas dessa atrofia do mercado de capitais brasileiro e procurar explicações para essa abdicação de uma das formas mais eficazes de capitalização dos negócios ao longo da história.

## **1 O MERCADO DE CAPITAIS COMO FONTE DE FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO: UMA ÊNFASE NO MERCADO DE AÇÕES DO BRASIL**

No mundo capitalista de hoje, o ambiente empresarial exige que os empreendedores e empresários invistam constantemente em modernização, atualização, pesquisa e desenvolvimento de novos produtos. Segundo CAVALCANTE FILHO; MISUMI (1998, p.101) “os administradores de uma empresa devem agir no sentido de obter o máximo retorno com um mínimo de investimentos em ativos”. O crescimento econômico depende, portanto, do aumento da capacidade de produção e esta, por sua vez, em investimentos contínuos em capital e recursos humanos.

O crescimento precisa de investimentos e da privação do consumo. Já crescer com eficiência requer que esses investimentos sejam feitos de modo adequado, direcionados para as melhores alternativas, ou seja, para aquelas que gerarem maiores retornos, onde o capital possa ser mais rentável (NOBREGA, 2000, p.12).

Ainda de acordo com NOBREGA (2000, p.6), “os investimentos e a forma como são realizados estão, portanto, na raiz do processo de desenvolvimento econômico e social. A poupança que viabiliza os investimentos é outro componente essencial do processo. E a eficiência na utilização da poupança é crucial, pois ela determina o custo do investimento.” Torna-se um círculo virtuoso, pois se desenvolve porque poupa e poupa porque é desenvolvido, promovendo, assim, mais desenvolvimento.

É preciso, também, que existam mecanismos eficazes para o incentivo a poupança, assim como, de sua intermediação, para que o dinheiro dos que poupam possa ser transmitido para os que os que querem investir.

Portanto, as empresas dispõem de diversas fontes de financiamento, sendo essas internas ou externas <sup>1</sup>. O autofinanciamento é uma delas, considerada uma fonte primitiva, simples e limitada, as empresas geram internamente os recursos necessários para seu desenvolvimento, sendo, por exemplo, através dos lucros retidos ou diferença positiva entre ativos e passivos. Podem-se obter recursos, também, através de subsídios do governo, já que esse órgão financia certas atividades por meio da

---

<sup>1</sup> Ver ANEXO I

arrecadação de tributos ou imposição de mecanismos compulsórios de poupança, essa forma é limitada e sujeita a distorções, além de ser imposta pelo governo, nem sempre os recursos são direcionados para a alternativa mais produtiva, e existe uma certa burocracia. NOBREGA, *op. cit.*

Dentre as fontes externas, está o recurso de terceiros, em que os empréstimos bancários destacam-se como fonte mais utilizada, porém, não é a mais apropriada para financiamentos de longo prazo, pois implicam em juros e estes, por sua vez, resultam em menores lucros. (CAVALCANTE FILHO; MISUMI 1998, p.102)

Outra fonte considerada externa é o recurso próprio, ou seja, o capital acionário da empresa. Porém, nem sempre os sócios fundadores da companhia limitada possuem recursos suficientes para novos investimentos, portanto, uma solução para isto é introduzir a empresa no mercado financeiro, abrindo o seu capital, mais especificamente através da abertura de capital por ações. O financiamento, então, ocorre por meio de emissões de ações, os investidores interessados as adquirem, fornecendo dinheiro para a empresa, além de se tornarem novos sócios. É uma fonte de recurso sem limitações, pois enquanto a empresa estiver operando e com projetos viáveis para o futuro, os investidores terão interesse em financiá-los. É a mais eficaz captação de poupança e seu direcionamento para as formas mais produtivas. O papel do mercado financeiro cresce à medida que as economias se tornam mais sofisticadas estando diretamente ligado ao crescimento econômico (NOBREGA, 2000 p.6 e 12).

Segundo NOBREGA (2000, p.24) “a função primordial dos mercados financeiros é aproximar os dois agentes normalmente separados no mercado: de um lado o poupador, que tem excesso de recurso mais não tem oportunidade de investi-los em atividades produtivas, e de outro o tomador que está na situação inversa (...). Resultam assim em um aumento geral da produtividade da eficiência e do bem estar da sociedade”.

De acordo com FREITAS (2001, p.11) “o mercado de capitais permite a adoção de modelos de compensação que estabeleçam uma relação entre o desempenho operacional e a remuneração de gestores que poderá gerar uma melhoria do

desempenho operacional das empresas e, conseqüentemente, aumentando a rentabilidade dos capitais investidos”.

WICKSELL (1986, p.176) apresentou a economia como sendo formada por três grupos. Segundo o autor: “a força de trabalho constitui, no geral, um grupo e os empresários que a empregam na produção, outro. Aqueles que acumulam capital (poupadores) formam um terceiro grupo; esse grupo recusa-se voluntariamente ao consumo que poderia satisfazer agora, dada sua posição econômica, tornando possível a produção futura”.

Wicksell tem uma visão interessante sobre a transferência de capital. Para ele, esta se dá, na maioria das vezes, em dinheiro, de acordo com um esquema simplificado, destacando-se o mercado de ações. Para explicar tal esquema, exemplificou:

O proprietário agrícola que poupa parte de sua renda subscreve e desembolsa a quantidade necessária para possuir ações ou obrigações de uma empresa ferroviária situada nas imediações e que se acha em fase de construção. Com o produto da emissão a direção da companhia paga certo número de operários os quais compram do proprietário o leite e os gêneros alimentícios de que necessitam. A medida que o dinheiro retorna a suas mãos, ele investe de novo suas poupanças em ações e obrigações etc. (WICKSELL, 1986, p.176)

Vale lembrar que Marx, por sua vez, já falava do papel do crédito na produção capitalista dando ênfase ao desenvolvimento de sociedades por ações. De acordo com MARX (1991, p.504) “o crédito acelera as diversas fases da circulação ou da metamorfose das mercadorias e ainda da metamorfose do capital; em conseqüência, acelera o processo de reprodução em geral (além disso, o crédito possibilita prolongar os intervalos entre dois atos, o de comprar e o de vender, servindo por isso de base para a especulação)”. Porém, na opinião de MARX (1991, p.509):

Uma vez que a propriedade aí existe na forma de ações, seu movimento e transferência tornam-se simples resultados do jogo de bolsa em que os peixes pequenos são devorados pelos tubarões, e as ovelhas pelos lobos de Bolsa. No sistema de ações existe já oposição à antiga forma em que o meio social de produção se apresenta como propriedade individual; mas, a mudança para a forma de ações ainda não se liberta das barreiras capitalistas, e em vez de superar a contradição entre o caráter social e o caráter privado da riqueza, limita-se a desenvolvê-la em nova configuração.

No entanto, para Marx, o desenvolvimento das sociedades por ações é importante para a produção, pois os investimentos se concentram mais, segundo

MARX (1991, p.504) a “expansão imensa da escala de produção e das empresas, impossível de ser atingida por capitais isolados. Ao mesmo tempo, as empresas desse gênero que antes eram governamentais, se constituem por sociedades.” E ainda MARX (1991, p.505) complementa que:

Este resultado do desenvolvimento máximo da produção capitalista é uma fase transitória que levará o capital necessariamente a reverter à propriedade dos produtores não mais, porém, como propriedade privada de produtores individuais e sim como propriedade diretamente social. Nesta fase transitória todas as funções do processo de reprodução ainda ligadas até agora à propriedade do capital se transformarão em simples funções dos produtores associados, em funções sociais.

Além disto, para MARX (1991, p.505) “nas sociedades por ações dissociam-se a função e a propriedade do capital, e em conseqüência o trabalho aparece por completo separado da propriedade quer dos meios de produção quer do trabalho excedente”.

A importância do mercado de capitais está relacionada com as vantagens que este pode trazer para as empresas e a economia em geral. Uma das vantagens do mercado financeiro, levando em consideração a abertura de capital de uma empresa por ações, é a divisão de riscos com os novos sócios. O dinheiro investido é classificado como capital próprio da empresa, em termos de Balanço Patrimonial, localiza-se no Patrimônio Líquido. Portanto, possui sua remuneração vinculada aos resultados, se a empresa operar com prejuízos, os acionistas não recebem dividendos e os preços de suas ações caem, se os lucros forem elevados, os dividendos também serão, além de valorizar os preços das ações. Isso se diferencia das outras fontes de financiamento, tanto de curto prazo como de longo prazo, pois se a empresa opera com lucro ou não, os empréstimos deverão ser pagos obrigatoriamente (CAVALCANTE FILHO; MISUMI, 1998, p.103).

Segundo PEROBELLI (2004, p.7) “os recursos dos sócios investidores da mesma forma que o dinheiro que o empresário colocou no empreendimento, não tem prazo de amortização ou resgate. Também, diferentemente de empréstimos, não exigem rendimento definido: o retorno dos investidores depende do desempenho da empresa. Assim, uma companhia aberta é muito menos afetada pela volatilidade econômica” diminuindo, assim, os riscos.

Para HÄUSER (1975, p.441) “todos os projetos de investimento diferem entre si não apenas no que diz respeito a retorno, mas também no que se refere a risco e incerteza. O risco, ao se investir dinheiro, significa tanto o risco do retorno e reembolso, quanto o risco provocado pela iliquidez no caso de o investidor desejar vender seu investimento.”

Häuser ressalta ainda que a diminuição dos riscos é resultado de mercados de capitais bem organizados. Segundo HÄUSER (1975, p.441):

Ambos os riscos são, de fato, reduzidos quando dispomos de mercados de capitais bem organizados. O mercado de capitais permite a transformação dos riscos, de diferentes graus, em um risco razoável e relativamente baixo, o qual deve ser considerado com a diversificação de risco que as companhias de seguro permitem. Este fato, naturalmente, não se aplica a qualquer tipo de título e de investimento; todavia, é exequível de muitas formas como questão de princípio.

Uma empresa com um risco mais baixo reduz o custo do capital, induzindo-a a um ciclo virtuoso. Segundo PEROBELLI (2004, p. 7) “nas empresas que têm certo grau de endividamento, a abertura de capital confere equilíbrio à estrutura de capital balanceando o uso do crédito e do capital próprio. Com um custo de capital menor, o retorno de projetos que anteriormente poderiam não ser atrativos passam a superar o custo do financiamento, abrindo um leque muito maior de oportunidades de investimento”.

Outra grande vantagem é que a empresa ganha mais credibilidade perante o mercado, o que pode facilitar, por exemplo, a obtenção de empréstimos bancários e estabelecimento de contratos, e também torna sua marca mais conhecida. PEROBELLI (2004, p.8) afirma que “apesar de ser impossível mensurar o valor agregado à imagem em função da abertura de capital, não são poucos os casos em que empresas listadas em bolsa melhoram as condições de negociação com fornecedores, passaram a contar com maior exposição das suas marcas, ganharam competitividade e aumentaram o comprometimento dos funcionários, abrindo-lhes a oportunidade de se tornarem acionistas também”.

Portanto, a empresa tem a sua da imagem institucional consolidada junto aos segmentos financeiros, pois a empresa passa a ser mais mencionada na mídia e acompanhada pelo público, o que pode resultar em um maior consumo, devido a maior

divulgação da marca. Segundo PEROBELLI (2004, p.8) “uma grande vantagem da companhia de capital aberto em relação às demais é que ela tem muito mais projeção e reconhecimento de todos os públicos com os quais se relaciona. Isso acontece porque ela passa a ganhar visibilidade, ser regularmente mencionada na mídia e acompanhada pela comunidade financeira.”

Porém, a imagem da empresa é influenciada pela instabilidade dos investimentos os quais têm como consequência as alterações do preço das ações. Isto para a empresa, a primeira vista, não apresenta ser um problema, já que o dinheiro inicial foi recebido, e as operações de compra e de vendas são meras alterações nos “nomes” dos sócios, mas as flutuações dos preços das ações podem prejudicar a imagem da empresa perante o mercado, principalmente, diante das instituições fornecedoras de crédito. De acordo com KEYNES (1985, p. 115):

(...) devemos considerar também outro aspecto do estado de confiança, ou seja, o grau de confiança que as instituições de crédito concedem às pessoas que nelas procuram empréstimos, e que, às vezes, se denominam condições de crédito. Uma baixa violenta no preço das ações, que produz um efeito desastroso sobre a eficiência marginal do capital, pode ser provocada pelo enfraquecimento seja da confiança especulativa seja das condições de crédito. Mas enquanto o debilitamento de qualquer dos dois fatores é suficiente para determinar uma queda violenta, a recuperação exige que ambos sejam restaurados, pois, conquanto o enfraquecimento do crédito bastante para levar a uma crise, o seu fortalecimento, embora uma condição necessária da recuperação, não é condição suficiente.

A empresa passa a ter uma responsabilidade maior diante da sociedade, tendo, portanto, que ser mais bem administrada, devido a sua exposição, pois segundo CAVALCANTE FILHO e MISUMI (1998, p.111) “quando uma empresa decide abrir capital, a administração necessita ficar mais transparente. Desencadeia-se um processo de profissionalização, que eleva sua eficiência administrativa, criando a imagem de empresa competente, séria, bem administrada e prestadora de bons serviços”.

Segundo HÄUSER (1975, p. 443):

Um dos efeitos mais marcantes de um mercado de capitais apropriado pode ser observado na progressiva transparência e, conseqüentemente, mais informações no que concerne à oferta e demanda. Os ofertadores e demandadores são, assim, mais informados e podem com mais facilidade ter acesso às informações adicionais através de mercado, se comparados com a situação de investidores individuais isolados e eventuais transações de capital. Maior transparência e informações não somente ajudam os investidores nesse mercado, mas também contribuem mais decisivamente para o uso efetivo dos recursos econômicos de uma nação.

O fato das empresas ficarem mais transparente, pois são obrigadas a fornecer informações detalhadas de seu desenvolvimento, aumenta a competitividade entre elas, assim as impulsiona a serem mais eficientes, produtivas, o que acarreta em benefícios para a população e economia como um todo. De acordo com NOBREGA (2000, p.25):

Quanto maior a participação de empresas de capital aberto na economia e quanto mais desenvolvido o mercado de capitais, maior será a quantidade de empresas buscando a maior eficiência possível para o seu capital. Já empresas ineficientes serão punidas, perdendo investidores e capital. Mesmo as empresas que não participem do mercado de capitais serão obrigadas a melhorar sua eficiência pelo efeito da concorrência das demais. A soma desses efeitos microeconômicos traduz-se em maior eficiência do capital em toda a economia.

Por outro lado, há também aumento da produtividade, pois a empresa assume compromissos de longo prazo com terceiros, e esses, normalmente, são grandes instituições como fundos de investimento, os quais montam equipes técnicas especializadas capazes de obter informações e realizar análises sobre os negócios mais garantidos, direcionando o capital para os melhores investimentos (NOBREGA, 2000 p.25).

Quem chamou a atenção para o compromisso de longo prazo foi o economista John Maynard Keynes (1883-1946) em sua obra Teoria Geral, mais especificamente no capítulo 12 onde Keynes trata sobre o comportamento dos investidores que, diante de sua racionalidade limitada, tentam criar expectativas de longo prazo a respeito dos rendimentos que, possivelmente, os ativos terão. Segundo KEYNES (1985, p.109) “o volume de investimento depende da relação entre a taxa de juros e a curva da eficiência marginal do capital correspondente aos diferentes volumes de investimento corrente, ao passo que a eficiência marginal do capital depende da relação entre o preço de oferta de um ativo de capital e a sua renda esperada”.

Keynes afirma que as expectativas de rendas esperadas se baseiam em dois pontos: nos fatos existentes e em eventos futuros. Os fatos existentes são aqueles que se podem considerar quase com certeza, como os bens de capital e os ativos de capital em geral. Os eventos futuros são aqueles que podem ser presumidos com maior ou menor nível de confiança, entre eles destacam-se as mudanças de estoques dos bens de capital e preferências dos consumidores, a amplitude da demanda efetiva durante o período do investimento e as variações da taxa nominal dos salários. KEYNES, *op. cit.*

Segundo KEYNES (1985, p.111) “quando as empresas pertenciam, quase todas aos que as tinham fundado ou aos seus amigos e sócios, o investimento dependia da existência de um número suficiente de indivíduos de temperamento entusiástico e de impulsos construtivos que se empreendessem negócios como uma maneira de viver, sem realmente tomar como base os cálculos precisos de lucros prováveis”. Então para um negócio dar certo, dependia mais da sorte, como se fosse uma loteria, uns fracassariam outros seriam bem sucedidos.

Contudo, com separação entre a propriedade e a gestão, e com o desenvolvimento de mercados financeiros organizados, destaca-se o surgimento de um novo fator importante: a bolsa de valores a qual facilitou o investimento. Para Keynes, antes da existência da bolsa, não havia interesse na avaliação dos investimentos que eram feitos e, com a bolsa, os investimentos são reavaliados diariamente, possibilitando que os investidores revejam suas aplicações diariamente, facilitando a transferência de investimentos já realizados entre os indivíduos e influenciando na decisão sobre o montante do investidor. Para tornar mais clara a idéia, Keynes exemplifica seu raciocínio por uma analogia entre o agricultor e o investidor, afirmando que “é como se o agricultor, tendo examinado seu barômetro após o café da manhã, pudesse decidir retirar seu capital da atividade agrícola entre as dez e as onze da manhã, para reconsiderar se deveria investi-lo mais tarde, durante a semana” KEYNES (1985, p.111).

Para ele, o investimento em bolsa surge como uma alternativa de adquirir uma empresa sem, necessariamente, precisar abrir uma: “(...) não há nenhum sentido em se criar uma empresa nova a um custo maior quando se pode adquirir uma empresa similar existente por um preço menor, ao passo que há uma indução para se aplicarem recursos em um novo projeto que passa parecer exigir uma soma exorbitante, desde que esse empreendimento possa ser liquidado na bolsa de valores com um lucro imediato” KEYNES (1985, p.111).

Keynes afirma que o investimento torna-se seguro ao investidor no curto prazo, o que repercutirá em segurança no longo prazo, desconsiderando a racionalidade limitada, pois o indivíduo pode rever suas decisões e modificar seus investimentos

diante de incertezas, evitando assim perdas que possam ocorrer futuramente. Por outro lado, para a empresa receptora do investimento é vantajoso, e passa a ser considerado por ele como investimento “fixo”, de acordo com KEYNES (1985, p.112):

Desse modo, o investimento torna-se razoavelmente “seguro” para o investidor individual em períodos curtos e, por consequência, para uma sucessão de tais períodos, por mais numerosos que sejam, desde que ele possa razoavelmente confiar na validade do raciocínio e, portanto, tenha a oportunidade de rever suas decisões e modificar o investimento antes que haja tempo suficiente para que ocorram grandes alterações. Assim, os investimentos que são “fixos” para a comunidade tornam-se “líquidos” para o indivíduo.

Karl Häuser tem uma visão semelhante à de Keynes, segundo HÄUSER (1975, p. 441):

Um mercado de capitais é planejado para transformar empréstimos concedidos relativamente a curto prazo em empréstimos tomados possivelmente a longo prazo. Isto torna possível, por exemplo, vendendo-se Letras negociáveis, ou qualquer outro tipo de título, ao emprestador que, por sua vez, pode vender diariamente seus direitos a outro investidor. O emprestador original pode resolver liquidar seu investimento quando assim o desejar, enquanto o tomador recebe recursos de longo prazo aplicáveis em investimento de longo prazo por um período de tempo definido e sob acordos fixados de retorno e reembolso.

Entretanto, é difícil para os investidores, considerando a racionalidade limitada, as previsões sobre o futuro, portanto há um maior interesse em obter lucros imediatos, de curto prazo. Para KEYNES (1985, p.115) “é preciso mais inteligência para derrotar as forças do tempo e da nossa ignorância sobre o futuro do que para sair na frente. Além disso, a vida não é bastante longa para essa tarefa; a natureza humana exige sucessos imediatos, há um deleito especial em ganhar dinheiro rapidamente e os lucros remotos são descontados pelo homem médio a taxas muito elevadas.”

Segundo KEYNES (1985, p.115) “(...) o investidor a longo prazo é aquele que melhor serve o interesse público e é o que, na prática, incorre em maior crítica, ao passo que os fundos de investimento são manejados por comissões ou bancos, pois, em essência, sua conduta é excêntrica, inconventional e temerária aos olhos da opinião média.”

Keynes considera o investimento de longo prazo muito importante, pois, entre outros fatores, combate a instabilidade econômica. Faz uma analogia entre o investimento e o casamento duradouro. Em KEYNES (1985, p.116) “o espetáculo dos

mercados financeiros modernos levou-me, algumas vezes a concluir que, se as operações de compra de um investimento fossem tornadas definitivas e irrevogáveis, à maneira do casamento, salvo em caso de morte ou por outro motivo grave, os males da nossa época seriam, com grande utilidade, aliviados. Isso obrigaria os investidores a dirigir sua atenção apenas para as perspectivas a longo prazo”.

Keynes destaca também que a instabilidade econômica tem outras origens além da especulação financeira, sendo ela fruto da própria natureza humana. Para KEYNES (1985, p.117) “além da causa devida à especulação, a instabilidade econômica encontra outra causa, inerente à natureza humana, no fato que grande parte das nossas atividades positivas depende mais do otimismo espontâneo do que de uma expectativa matemática, seja moral, hedonista ou econômica.”

## 1.1 DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL

Segundo HÄUSER (1975, p.443) “a história do desenvolvimento das Bolsas de Valores revela com precisão que os mercados de capitais surgiram sob condições de livre barganha e livre empreendimento, e sem interferência do Governo. Desde que as políticas de industrialização e desenvolvimento são usualmente associadas a um certo dirigismo, podem surgir certos obstáculos no que diz respeito ao crescimento de um mercado de capitais livre.”

O processo de abertura de capital no Brasil se deu de forma lenta, e várias tentativas fracassaram. O primeiro vestígio de sociedade anônima no Brasil foi quando D. João VI, em outubro, de 1808 formou o Banco do Brasil subscrevendo o capital deste no valor de 1.200 contos de réis, a emissão foi um fracasso, pois somente 100 contos foram integralizados, gerando enorme esforço para a integralização do restante; foram oferecidos, inclusive, títulos mobiliários aos maiores subscritores. (CASAGRANDE NETO, 1989, p.17).

Houve outras tentativas pela iniciativa privada, como a criação de um novo Banco do Brasil, por Visconde de Mauá, as quais, segundo CASAGRANDE NETO (1989, p.19) “em princípio causaram enorme repercussão nos meios financeiros

nacionais, mas por uma série de fatores econômicos adversos, malograram minando ainda mais a credibilidade do mercado de capitais”.

Foi a Lei do Mercado de Capitais, nº 4.728, promulgada em 14 de julho de 1965 que serviu como base para o desenvolvimento dos mercados financeiros e de capitais no Brasil e, também, estabeleceu o conceito de sociedade anônima de capital aberto, representando um marco no processo de atualização do mercado, o qual passou a ser regulamentado pelo Conselho Monetário Nacional e fiscalizado pelo Banco Central. Houve, então, uma modernização das práticas de mercado, pois passou a ser necessária a emissão das informações reais da empresa para o público, e para garantir isto foram criados dispositivos de proteção aos investidores contra fraudes e manipulações.

A lei definiu as instituições responsáveis pela distribuição de emissões de valores mobiliários, conforme fixado pelo Conselho Monetário e exigiu o cadastramento da empresa no Banco Central, para fins de negociação de seus títulos e valores mobiliários nas bolsas de valores, além de criar o registro de emissão.

Segundo CASAGRANDE NETO (1989, p.25) “nos desdobramentos de reforma então iniciada, os bancos de investimento foram criados a partir do seccionamento das atividades de investimento das sociedades de crédito, financiamento e investimento, as financeiras. Foram criadas, também, as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários. Estes dois tipos de instituição, embora de renda fixa, desempenharam papel importante no desenvolvimento do mercado de ações”.

Em 1966 houve regulamentação das atividades da bolsa de valores, sendo que em 1967, com a criação dos fundos fiscais do Decreto-lei nº 157, a atuação dos investidores institucionais, que era ainda embrionário, ganhou corpo. Em 1968, após o país ter enfrentado uma crise econômica, houve o aumento da incerteza da economia, resultando em queda das ações, bem como, do mercado financeiro.

A partir da década de 70 houve um reaquecimento econômico que acelerou os negócios em bolsa. Em 1971 ocorreu o chamado “boom” das bolsas de São Paulo e Rio de Janeiro, foi o período em que as cotações atingiram seu ponto máximo, o que arruinou grande número de investidores. A atuação das autoridades do governo em

geral e do Banco Central se mostrou ineficiente durante o processo de alta, o que foi resultado da inexperiência e falta de especialização dos mesmos.

Em 1974, com o Decreto-lei nº 1.338 houve a criação do mais abrangente sistema de incentivos fiscais às aplicações financeiras. Em 1975, foram criadas, por meio do Decreto-lei nº 1.401, as variedades de investimentos voltadas à captação do capital estrangeiro, então, a partir de 1976 houve uma crescente entrada de capital externo no Brasil, que foi complementado pela regulação da aplicação de recursos das reservas das entidades de previdência privada, ocorrido em 1978.

Foi ainda em dezembro de 1976 que a nova Lei de Capitais e a nova Lei das Sociedades por Ações foram decretadas. Estas tinham como objetivo fundamental a proteção do acionista na empresa e do investidor no mercado. Foram definidas as diversas práticas que podem ser nocivas aos interesses dos investidores, bem como instrumentos para reprimi-las. Além disso, houve uma ampliação do grau de divulgação de informações por parte das companhias e dos participantes do mercado. Foi criada a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), para garantir o cumprimento das novas normas, esse órgão especializado possui poderes ainda maiores que aqueles auferidos ao Banco Central (CASAGRANDE, 1989, p. 26).

A crise dos anos 80 acentuou a fragilidade para o mercado de capitais brasileiro, as taxas de investimentos decaíram desestimulando as empresas em abrirem capital, além de aumentar a dependência das empresas estatais. O mercado ficou em torno de poucas empresas com grandes quantidades de ações. Essa situação durou até 1989, e terminou com fim das operações conhecidas com “D Zero” o que levou a quebra dos maiores investidores.

Como se encontra em BARROS (2000, p.6):

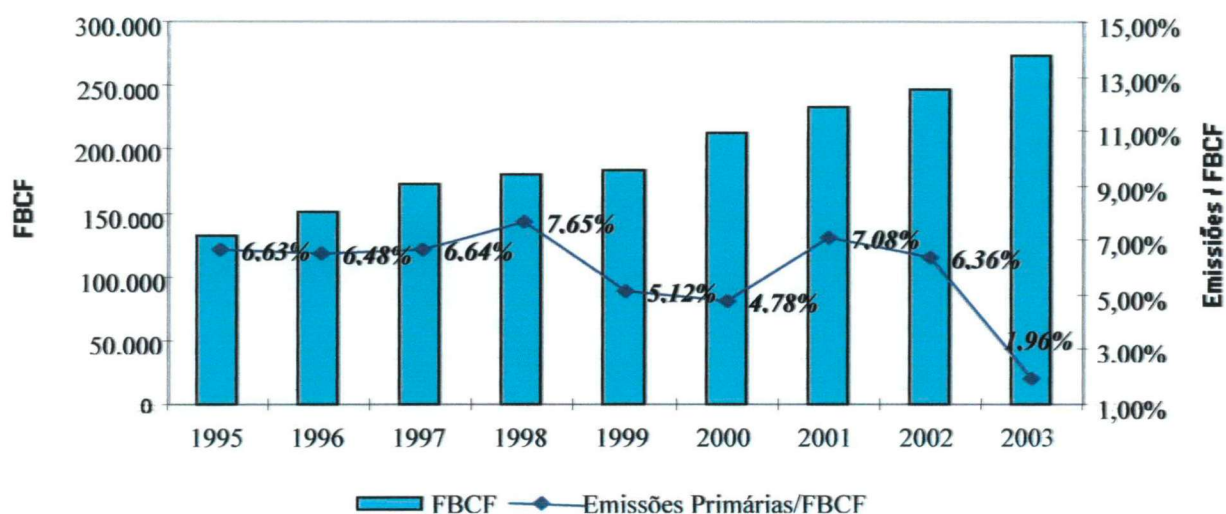
Na década de 90 o mercado experimenta novamente um crescimento que, apesar de ainda concentrado nas empresas estatais, tem características distintas da década anterior. No plano internacional, a intensificação da diversificação de portfólio e, internamente, mudanças favoráveis no quadro macroeconômico e regulatório, juntamente com o processo de privatização, tornaram o mercado brasileiro mais atraente e acessível aos investidores internacionais.

No entanto essas mudanças não levaram ao total desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, o qual, apesar da sua importância, não é muito desenvolvido.

Segundo BARROS (2000, p.5) “a fragilidade do mercado de capitais brasileiro não é recente. Nunca, na história do capitalismo brasileiro, o mercado de capitais cumpriu um papel proeminente, alavancando recursos para investimentos de alta intensidade de capital e longos prazos de maturação”.

Além disto, segundo BARROS (2000, p.5) “o mercado de capitais não se desenvolveu por falta de leis apropriadas e instituições mais sólidas. Ele não se desenvolveu porque em geral, graças ao fechamento da economia, os investimentos e, conseqüentemente, as necessidades de financiamento das empresas eram limitadas e, portanto, passíveis de serem atendidas pelos lucros retidos e créditos comerciais oficiais.” Observa-se isto relacionando, por exemplo, a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) com as emissões primárias de ações. No período de 1995 e 2003, as emissões não passaram de 8%, de acordo com o Gráfico 1.

GRÁFICO1 - FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO/ EMISSÕES PRIMÁRIAS – BRASIL – 1995-2003



FONTE: CVM (emissões) e Bacen (formação bruta de capital fixo)

Em 1995, as emissões primárias de ações por FBCF eram de 6,63%, não mudando muito em 96 e 97, tendo a maior participação em 1998 com 7,65% decaindo para 5,12% em 1999 e posteriormente para 4,78% em 2000. Em 2001 volta a subir chegando aos 7,08 pontos percentuais e torna a cair entre 2002 e 2003, chegando a 1,96% nesse último ano.

Outra maneira de analisar o baixo desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro é a quantidade de empresas listadas na BOVESPA (como se observa na Tabela 1), o mercado brasileiro ficou restrito a um número reduzido de empresas, poucas estão listadas em bolsa e, mesmo as que ali estão, apresentam-se pouco pulverizadas e, além disto, mais de dois terços das empresas listadas em bolsa têm como característica o seu controle majoritário nas mãos de um ou dois investidores isolados, concentrando, ainda mais, os investimentos.<sup>2</sup>

TABELA 1 – EMPRESAS LISTADAS NA BOVESPA: 1970-1999

ANO	NÚMERO DE EMPRESAS	ANO	NÚMERO DE EMPRESAS
1970	200	1988	589
1971	337	1989	592
1972	381	1990	579
1973	395	1991	570
1974	398	1992	565
1975	362	1993	551
1976	387	1994	549
1977	452	1995	547
1978	399	1996	554
1979	404	1997	545
1980	426	1998	535
1981	488	1999	487
1982	493	2000	467
1983	506	2001	439
1984	522	2002	407
1985	541	2003	383
1986	592	2004	373
1987	590	2005	366

Fonte: Elaboração Própria

Nota: Dados obtidos em BOVESPA

De acordo com a Tabela 1, o número de empresas listadas na BOVESPA, onde são negociados os valores mobiliários, oscilou entre os anos de 1970 e 2005 e teve, em geral, um aumento significativo, alcançando seu auge em 1989, com 592 empresas listadas, este número começou a decair a partir de 1990 passando para 579 empresas, e

<sup>2</sup> FONTE: Software ECONOMÁTICA ®

continuou a cair saindo da casa dos quinhentos em 1999, com 487 empresas listadas. em 2003 passou para a casa dos trezentos, com 383 empresas, até chegar em 366 empresas listadas em 2005, uma redução considerável. Atualmente (até agosto deste ano) a BOVESPA está com 387 empresas listadas, número que ainda pode alterar até o final do ano.

Vale lembrar que nos anos de 1985 a 1989, em que o número de empresas alcançou seu máximo, foi um período caracterizado pela “Ciranda Financeira”<sup>3</sup> em que a especulação era grande e existiam muitas empresas que eram apenas de “fachada” aumentando, assim, o número de empresas existente não sendo, portanto, um fator que indique que nesse período o mercado acionário brasileiro era mais desenvolvido que em outros anos, simplesmente por possuir um maior número de empresas listadas pela BOVESPA.

Comparando o número de empresas listadas em países desenvolvidos com o Brasil, a diferença é bem acentuada. Na média entre os anos de 1988 a 1990 e de 1994 a 1996, a quantidade de empresas listadas nos Estados Unidos foi de 6.669 e 7.947 respectivamente, sendo que no Brasil foi de 586 e 550. Em outros países desenvolvidos, como Canadá e Reino Unido, também é clara a diferença, esses números ficaram em 1.145 e 1.215 empresas para o Canadá e 1.923 e 2.194 para o Reino Unido<sup>4</sup>, deixando evidente o atraso do mercado de capitais brasileiro.

### 1.1.1 O mercado de capitais em países desenvolvidos

O atraso do mercado de capitais é uma característica de países subdesenvolvidos ou em desenvolvimento<sup>5</sup>. Em países desenvolvidos, a tradição é outra, o ato de poupar é comum e há diversas formas de aplicar o dinheiro. Segundo NOBREGA (2000, p. 20) “nos países desenvolvidos, o ato de poupar é bastante

---

<sup>3</sup> Segundo MENDES (1993, p.217) “foi nesse quadro que o desenvolvimento do sistema financeiro caminhou “pari passu” com o movimento de especulação baseado nos títulos públicos, no qual as instituições financeiras deixaram de cumprir seu papel de indutoras do investimento e passaram a operar como canalizadoras de recursos para a rolagem da dívida mobiliária do Estado.”

<sup>4</sup> Fonte: World Development indicators 1999. Disponível em BARROS (2000, p.32).

<sup>5</sup> Para se ter uma idéia, há países em que a bolsa sequer foi instaurada. Como exemplo, cita-se o caso de Angola, na África, que pretende abri-la até o final do corrente ano.

disseminado entre a população, seja diretamente ou por intermédio de fundos mútuos de investimento. Existem inúmeras oportunidades de investimentos, instituições e formas de poupança”.

No caso dos EUA, o seu mercado de capitais é bem mais desenvolvido que o do Brasil. De acordo com NOBREGA (2000, p.20) “o mercado de capitais se desenvolveu nos EUA a partir do século XIX. Atualmente, tornou-se o centro do sistema financeiro americano. Há vinte anos, 70% da poupança financeira estavam em depósitos a prazo e cadernetas de poupança. Hoje, essa mesma proporção é detida pelos fundos mútuos, pelo mercado acionário e outras instituições do mercado de capitais”. Portanto conclui que “por isso, operação bancária clássica representa somente cerca de um quarto da oferta de crédito. O restante é suprido por uma miríade de instrumentos e instituições: ações, bônus, *commercial papers*, recebíveis securitizáveis e outros papéis colocados e negociados no mercado pelos departamentos de mercado de capitais dos bancos tradicionais, pelos bancos de investimento, pelas corretoras e por demais participantes do mercado.”

Em 1996 a quantidade total de ações transacionada nos Estados Unidos era de 10 trilhões de dólares, maior do que qualquer outro ativo financeiro no mercado americano. Já em 1998, esse montante estimava-se em 15,1 trilhões de dólares, um considerável aumento de 5,1 trilhões de dólares em apenas 2 anos. NOBREGA, *op. cit.*

Uma característica de países desenvolvidos é que há uma maior dispersão da propriedade nas empresas e também uma participação maior por parte da população no mercado de capitais, os acionistas minoritários representam uma parcela importante, são respeitados, o que não ocorre em países subdesenvolvidos. De acordo com FRANKS e MAYER (1998) *citados por* FREITAS (2001, p.15) “O Reino Unido e os Estados Unidos possuem amplos sectores da economia cotados em bolsa, com dispersão da propriedade num grande número de investidores”.

Segundo NOBREGA (2000, p. 21) “nos Estados Unidos 50% do volume total de ações está nas mãos de indivíduos e o restante é mantido por fundos de pensão, fundos mútuos e companhias de seguro. Os instrumentos de poupança disponíveis para toda a população, especialmente os fundos de pensão, investem no mercado de ações e

em títulos de longo prazo, ou seja, a maioria da população tem recursos direta ou indiretamente aplicados nesse mercado”.

Já no Brasil, a participação no volume total de ações cai, aproximadamente, pela metade em relação aos Estados Unidos. Observando a Tabela 2, nota-se que em 2003, a participação foi de 24,4 %, tendo um breve aumento para 27,5% em 2004 e caindo para 25,4% em 2005. Sendo que, segundo dados apurados pela BOVESPA, a participação dos investidores até agosto desse ano é de 25,3%, o que leva a pressupor que esse número não será muito diferente para o ano de 2006, em relação aos anteriores.

TABELA 2 – PARTICIPAÇÃO DOS INVESTIDORES NA BOVESPA 2003-2005

TIPOS DE INVESTIDORES	ANO		
	2003	2004	2005
<b>PESSOAS FÍSICAS</b>	<b>24,4</b>	<b>27,5</b>	<b>25,4</b>
Investidores Individuais	24.40	22.30	23.20
Clubes de investimento	—	1.9	2.20
<b>INSTITUCIONAIS</b>	<b>29,40</b>	<b>28,1</b>	<b>27,48</b>
Companhias Seguradoras	0.2	0.2	0.21
Fdos de Pensão e de Segurid.	4.5	3.3	2.92
Fundos Mútuos	24.5	24.5	24.35
<b>INV. ESTRANGEIROS</b>	<b>24,1</b>	<b>27,3</b>	<b>32,81</b>
<b>EMP. PÚB. E PRIVADAS</b>	<b>—</b>	<b>3,0</b>	<b>2,30</b>
<b>INSTIT. FINANCEIRAS</b>	<b>18</b>	<b>13,8</b>	<b>11,74</b>
Bco Com. e Múlt. Soc. Fin.	11.0	8.8	7.65
Bcos de Inv., DTVM e Corret	7.0	5.0	4.10
<b>OUTROS</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,28</b>
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Fonte: Elaboração Própria

Nota: Valores em percentagem.

Dados obtidos em BOVESPA

Interessante notar a evolução da participação dos investidores estrangeiros, passando de 24,1% em 2003, para 27,3% em 2004 e se destacando como maior número em 2005, com 32,81%. A tendência para 2006 é que esse número aumente, pois a cotação até agosto desse ano é de 33,84%. Talvez, esse aumento seja resultado

de incentivos aos investimentos dos estrangeiros em ações domésticas, como a isenção de imposto de renda sob os ganhos de capital e CPMF e, também, por existir em certos países, uma tradição maior de investimento nesse tipo de mercado.

Também, nos EUA multiplicaram-se os casos de abertura e aumento de capital das empresas, além da criação dos *privates equity* fundos (associação de investidores que aplicam em uma determinada empresa) e as operações de *venture capital* (investimentos em capital de risco) que revolucionaram o processo de criação, financiamento e gestão de empresas, representando, assim, uma maior evolução do mercado de capitais desse país. NOBREGA, *op. cit.*

## **2 ENTRAVES AO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS DO BRASIL**

O mercado de capitais brasileiro tem grande potencial de desenvolvimento, mas possui ainda empecilhos que o travam. A falta de tradição das empresas familiares, a imposição tributária, o repúdio das empresas para com a abertura de capital, a instabilidade das leis brasileiras, os custos associados à abertura, à manutenção da empresa aberta e restrições ao direito dos minoritários são alguns desses motivos.

As empresas possuem certa aversão em abrir capital porque essa implica em se tornarem transparentes e publicar resultados, o que prejudica as manobras empresariais tanto do lado da concorrência, quanto do lado tributário, ligado à sonegação de impostos. Em NOBREGA (2000, p.40) tem-se que:

(...) ao abrir capital as empresas devem tornar-se mais transparentes, o que termina por benéficas-las em termos de busca de eficiência e rentabilidade. No entanto, muitas empresas não desejam se submeter a esse exame pelo mercado devido a um estilo de administração familiar bastante característico ainda da mentalidade do empresário nacional. São empresas familiares cujos controladores dão muito valor a um estilo reservado e à autonomia das decisões.

Além do mais, segundo BARROS (2000, p. 23), “o status de companhia aberta exige que empresas forneçam informações cuja confidencialidade pode ser importante para a competitividade da empresa. Este padrão de informações também expõe as empresas a uma maior vigilância por parte das autoridades fiscais, reduzindo o espaço para a evasão fiscal.”

Uns dos mais importantes empresários brasileiros, Jorge Gerdau Johannpeter, afirma que o medo da empresa perder a sua competitividade ao abrir capital não é um fato consistente, segundo JOHANNPETER (2005, p.2):

Alguns empresários, mesmo reconhecendo as vantagens do mercado de capitais, temem abrir seu capital devido às informações que têm que fornecer aos seus acionistas. Eles acham que suas empresas vão ficar vulneráveis. Mas, hoje em dia, o tipo de informações que é preciso prestar ao público está normalmente ligado ao desempenho financeiro da empresa. Ora, informações que, de qualquer forma, o empresário tem que prestar se vai buscar dinheiro junto aos bancos e quer ter seu projeto aprovado.

O órgão responsável pela regulação do mercado de capitais é a CVM (Comissão de Valores Mobiliários), o qual fiscaliza os participantes desse mercado, tanto as empresas receptoras, quanto os investidores. Segundo CVM (2006, p.12):

A CVM supervisiona um mercado complexo, dinâmico, volumoso e em expansão. Com jurisdição sobre todo o ciclo do mercado de capitais brasileiro, ela supervisiona e fiscaliza o registro das sociedades anônimas de capital aberto e demais emissores; as informações que prestam ao público; as emissões de valores mobiliários, as negociações de ações, debêntures, cotas de fundo e derivativos; e a atuação de corretoras, distribuidoras, analistas de ações, entre outros.

Apesar das empresas serem submetidas a fiscalizações e análises de seus balanços, houve casos em que empresas fraudaram as apresentações de seus balanços, prejudicando assim seus investidores. Foi o caso, por exemplo, das empresas Eron, da WorldCom e da Tyco, as quais fraudaram demonstrativos, o que repercutiu em escândalos. Segundo GALBRAITH (2004, p.69 e 70) “executivos da Eron, da WorldCom, da Tayco, e outros, passaram a ser foco de críticas amplamente divulgadas e da indignação. O termo “escândalos empresariais” passou a ser falado” e ainda complementa, demonstrando sua indignação, que “os executivos têm o controle total. Os acionistas são irrelevantes; alguns auditores são complacentes. As opções de compras de ações inflam o patrimônio dos participantes e mal disfarçam a apropriação.”

O fato das empresas serem fechadas acaba por trazer conseqüências, pois elas tornam-se menos eficientes por não estarem em um ambiente tão competitivo e nem têm um compromisso com terceiros, o que ocorreria se fosse de capital aberto. Segundo NOBREGA (2000, p. 41) “infelizmente, esse estilo de administração além de prejudicar a entrada da empresa no mercado de capitais, muitas vezes também as afasta das práticas mais eficientes. A abertura de capitais, nesses casos, traz o benefício de induzir a uma administração mais profissionalizada, com as conseqüentes melhorias de eficiência (...)”.

Gerdau exprime idéias semelhantes a respeito do aumento da eficiência das empresas, por causa do aumento das exigências sobre os administradores. De acordo com JOHANNPETER (2005, p.2):

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

Além disto, abrir capital aumenta a liquidez patrimonial para os empreendedores, pois segundo PEROBELLI (2004, p.7) “a abertura de capital também pode proporcionar liquidez patrimonial, que nada mais é do que a possibilidade de empreendedores e/ou seus sócios transformarem, a qualquer tempo, parte das ações que possuam na empresa em dinheiro. É possível vender algumas dessas ações no ato da abertura de capital ou, no futuro, negociando na Bolsa.” Isto facilita problemas relacionados a sucessões dos donos da empresa ou até mesmo permitir que isso possa ocorrer, segundo PEROBELLI (2004, p.7):

(...) Os fundadores, como empreendedores, têm o sonho de viver o dia-a-dia da empresa, mas nem sempre o mesmo ocorre com os herdeiros ou, pelo menos, com todos os herdeiros. Adicione-se a esse fato a impossibilidade de todos os herdeiros permanecerem no comando. São casos de potencial conflito que, se não forem bem administrados, poderão afetar e paralisar as atividades e projetos da empresa, ameaçando sua competitividade e até sua sobrevivência. Uma solução preventiva é, desde o início, facilitar a partilha e o processo sucessório por meio da abertura de capital, proporcionando uma saída para os que não desejem permanecer na sociedade.

Aliada a transparência, é necessária também, a estabilidade econômica e das regras que regulam o mercado. Nos períodos de inflação elevada que o Brasil enfrentou, era muito difícil obter dados confiáveis e transparentes sobre as empresas, segundo NOBREGA (2000, p.33) “os balanços refletiam pouco o resultado da empresa e seu entendimento dependia de uma análise complexa, envolvendo deflações e comparações com critérios muitas vezes variáveis. Com o Plano Real, essa instabilidade foi superada, proporcionando condições de funcionamento do mercado em todos os segmentos.”

Porém a estabilidade depende, também, de fatores externos, segundo SILVA (2005, p.29) “nos últimos dez anos, o sistema financeiro internacional foi palco de grande instabilidade. Quase anualmente, uma crise financeira iniciada em algum país específico propagou-se com rapidez pelos mercados de todo o mundo, causando maciços deslocamentos de capitais e realinhamento de preços de ativos financeiros.”

Assim como ocorreu em dezembro de 1994, alguns meses após a criação do Real no Brasil, houve a desvalorização do peso mexicano, o que surtiu efeitos sobre os mercados financeiros latino-americanos em todo o ano de 1995. Em julho de 1997, a desvalorização cambial na Tailândia deu início a crise asiática, que culminou com

dramáticas desvalorizações dos mercados acionários no término de outubro. Em agosto de 1998, a moratória russa gerou uma crise de liquidez para todos os mercados emergentes, em todos os continentes. (SILVA, 2005, p.29).

Em 2001 e 2002, o valor de mercado das companhias brasileiras caiu 46% devido a fatores internos e externos, o principal fator externo foi a queda contínua das bolsas americanas. Esse período foi também marcado pela onda de escândalos contábeis e corporativos nos EUA. O envolvimento de grandes corporações, banqueiros de investimento, corretores, analistas de mercado e auditores independentes nas dezenas de abusos abalou profundamente a confiança do público investidor no mercado de capitais. Já no Brasil, 2001, o que houve foi a conclusão da Lei das Sociedades por Ações e o início de uma extensa revisão regulatória destinada a complementar a reforma legal e contemplou a onda de escândalos do mercado externo. (SILVA, 2005, p.31).

De acordo com SILVA (2005, p.31) “em 2002, a crise foi interna e esteve associada à incerteza quanto ao resultado da eleição presidencial no Brasil e quanto à continuidade da política econômica. De maio a dezembro daquele ano, a moeda nacional desvalorizou-se 50% frente ao dólar. Isso provocou um salto da inflação no último trimestre, que foi combatido com um aumento da taxa básica de juros pelo Banco Central do Brasil”.

Outro fator externo negativo sobre o mercado de capitais brasileiro no biênio 2001-2002, foi a crise financeira da Argentina que, devido à proximidade geográfica e à integração comercial, afetou a avaliação dos ativos brasileiros e das companhias abertas nacionais SILVA, *op. cit.*

A análise das condições futuras do mercado, é essencial, não pode haver mudanças constantes nas regras, elas têm que ser estáveis, não sujeitas a alterações da política econômica no curto prazo ou subordinadas a influências de origens políticas e pessoais. Nesse ponto, o mercado de capitais brasileiro ainda é frágil, as mudanças nas regras do jogo ocorrem com frequência, prejudicando a previsibilidade e o funcionamento do mercado. (NOBREGA, 2000, p.33).

As mudanças das regras do jogo podem ser observadas com as variações das Leis e das instituições responsáveis. Primeiramente as funções normativas e fiscalizadoras dos mercados de capitais e do sistema de distribuição de títulos eram segundo a Lei 4.728/65 (1965), de responsabilidade do Conselho Monetário Nacional (CMN) e do Banco Central do Brasil. Após passou a ser, em 1976, editadas as Leis 6.385 (“Lei do Mercado de Capitais”) e 6.404 (“Lei das Sociedades por Ações”), que, respectivamente, criou a CVM como órgão especializado na regulação, fiscalização e punição do mercado de capitais, em substituição ao Banco Central, e disciplinou as sociedades por ações. Nessa nova estrutura legal, vigente até os dias de hoje, manteve-se o CMN, que conserva a função de órgão superior e coordenador geral do sistema financeiro (SILVA, 2005, p.21).

Segundo BARROS (2000, p.50):

A lei 6.404/76, que instituiu a lei das S.A. continha 2 deficiências básicas: permitia que a companhia emitisse até 2/3 de ações sem direito a voto; admitia que, como recompensa pela subtração do direito de voto, fosse assegurada prioridade de reembolso de capital. Entretanto, esta era uma falsa vantagem dado que ela só se materializaria no momento de dissolução da sociedade ou seja, quando, na maioria dos casos, a sociedade emissora dos títulos já se encontrasse em estado terminal.

Portanto, houve modificações na lei entre 1996 e 1997, mas, segundo BARROS (2000, p.50) “A mini-reforma de 1996, elaborada às pressas, - tendo como objetivos específicos facilitar as privatizações e viabilizar a reestruturação do setor empresarial - além de não ter corrigido aqueles equívocos, contribuiu para agravar o quadro legal vigente.”

Esse marco institucional instável do Brasil tende a prejudicar o desenvolvimento do mercado de capitais. Segundo NOBREGA (2000, p.33) :

Um exemplo de redução da transparência do mercado de capitais é dado pelas alterações na Lei das Sociedades Anônimas efetuadas em 1997. Foram as mais significativas desde a lei 6.404 de dezembro de 1976. Um dos principais objetivos dessa nova estrutura da Lei foi facilitar as privatizações. Uma das formas de se alcançar esses objetivos foi dar grande poder de decisão aos controladores da empresa, em detrimento dos sócios minoritários.

Os investidores minoritários são muito importantes, porém, no Brasil, há certo descuido quanto a isso, os minoritários possuem desvantagens comparadas aos acionistas majoritários, isso devido a uma herança política voltada para grandes

investidores que, através de privatizações, promoveriam a economia brasileira. Como se observa em NOBREGA (2000, p.34):

Note-se que na conjuntura existente quando da elaboração da nova lei, a redução do poder dos minoritários encontrava algumas justificativas. O maior potencial de atração de recursos externos e de modernização da economia brasileira naquele momento dependia, para sua realização, da velocidade e da eficiência com que o programa de privatizações pudesse ser implementado. Assim, algumas distorções, tais como o enfraquecimento dos minoritários, eram admissíveis. Dado que o programa de privatização continua em andamento, a nova estrutura permanece adequada, mas seus efeitos nocivos podem ter se tornado predominantes.

Outro fato notável é que os investidores minoritários acabam sendo prejudicados pelas instabilidades da economia e pela falta de informações que são de domínio dos acionistas majoritários. Segundo NOBREGA (2000, p. 33):

Os acionistas minoritários tiveram aumentado o risco de suas operações em bolsa no país. O valor de seu investimento passou a depender não apenas da performance da empresa e do mercado em que opera – que podem ser objetivamente avaliados – mas também de decisões do sócio controlador que, apesar de corretas do ponto de vista legal, podem obedecer a critérios totalmente arbitrários e independentes da situação da empresa. Muitas vezes, esse poder conhecido ao controlador resulta em abusos potencialmente causadores de graves prejuízos aos minoritários.

Isso não ocorre em países desenvolvidos, pois segundo NOBREGA (2000, p. 34) “em mercados avançados, o respeito aos minoritários, de modo que seu risco não seja substancialmente distinto dos demais acionistas da empresa, é uma característica fundamental, pois esses investidores representam a maioria dos capitais no mercado.”

De acordo com BARROS (2000, p.10):

Uma série de trabalhos mostra que países que oferecem maior proteção aos minoritários apresentam 1) mercados acionários relativamente maiores; 2) menor grau de concentração da propriedade das empresas abertas; 3) maior número de companhias abertas (normalizado pelo tamanho da população); 4) maior número de IPOs normalizado pelo tamanho da população; 5) as empresas captam mais recursos através do mercado acionário; e 6) a avaliação de mercado das empresas, medida através da relação entre valor patrimonial e valor de mercado, é comparativamente maior.

Contudo, já existem projetos para alterar esse quadro de desvantagens para os minoritários no Brasil, pois a Comissão de Economia da Câmara dos Deputados aprovou um substitutivo elaborado pelo Deputado Emerson Kapaz<sup>6</sup> ao projeto de lei número 3.115, de 1997, que engloba os projetos de lei de números 3.519/97 e 1.000/99, salientando que o principal objetivo da reforma em curso é no sentido de

---

<sup>6</sup> Ver ANEXO 2

assegurar maior proteção aos acionistas minoritários (BARROS 2000, p.51). Segundo KAPAZ citado por BARROS (2000, p.51):

Um mercado acionário forte e verdadeiramente democratizado - alcançando toda sua potencialidade de alavancagem econômica – depende, é óbvio, de que os investidores, principalmente pequenos e médios, sintam-se protegidos e vejam defendidos seus interesses, não se permitindo a manipulação e o desrespeito a seus direitos por manobras e políticas estabelecidas unilateralmente pelos controladores, muitas vezes, inclusive, privilegiando interesses externos à própria sociedade (...).

Assim como afirma PEROBELLI (2004, p.12) “as pessoas físicas têm ganho crescente representatividade e importância na BOVESPA. Uma parte relevante dos nossos esforços tem sido direcionada para difundir o investimento em ações para esse segmento, uma vez que um mercado acionário realmente forte só se constrói a partir da participação de toda a sociedade.”

Os custos relacionados a uma empresa de capital aberto<sup>7</sup>, desestimulam a abertura. São custos esses ligados tanto ao processo da abertura em si, quanto à manutenção<sup>8</sup>, como o *underpricing* na distribuição inicial das ações, a comissão do *underwriting*, taxas de registro junto a CVM e bolsa de valores, despesas regulares com auditores, publicações contábeis, anuidades de bolsas, taxa de fiscalização, entre outros, como observa-se na Tabela 3, o custo médio anual de manutenção de uma empresa aberta é de 435,47 mil dólares.

TABELA 3 – CUSTOS DE MANUTENÇÃO DE CAPITAL ABERTO (US\$ MIL) VALORES AO CÂMBIO DE 1998

	MÍNIMO	MÁXIMO	MÉDIA
Auditorias externas	4,15	331,46	79,56
Publicações	5,41	733,19	143,12
Anuidades de Bolsas	1,72	34,86	12,03
Taxa de Fiscalização	3,69	132,88	22,70
Depart. de Acionistas	3,08	542,34	57,86
Custos Indiretos	3,08	496,12	120,20
<b>TOTAL</b>	<b>21,13</b>	<b>2.270,85</b>	<b>435,47</b>

FONTE: ABRASCA (Associação Brasileira de Economias Abertas)

NOTA: Extraído de BARROS (2000, p.40)

Na média, de acordo com a Tabela 3, os maiores custos de uma companhia aberta estão relacionados com publicações, com 143,12 mil dólares. Em segundo

<sup>7</sup> Ver ANEXO 3.

<sup>8</sup> Um estudo de ROCCA e CARVALHO (1998) *apud* BARROS (2000, p.39), feito com empresas abertas apontou que 62,8% das empresas entrevistadas consideram os custos de manutenção como principal desvantagem da abertura de capital. Maiores detalhes em ANEXO 4.

lugar, custos indiretos, com 120,20 mil dólares. Dentre os menores custos, estão as anuidades perante a Bolsa de Valores, num montante de 12,03 mil dólares por ano.

De acordo com PEROBELLI (2004, p.11) “os gastos com o processo de abertura de capital variam muito de empresa para empresa. Normalmente, envolvem despesas com a contratação de auditoria externa, preparação da documentação, publicações legais, confecção do prospecto, comissão do intermediário financeiro e processo de *marketing* da distribuição, além do tempo do pessoal interno envolvido na operação.” Porém complementa que “conseqüentemente, o montante de despesas vai depender da complexidade da empresa e do seu grau atual de organização. Por exemplo, a companhia pode ter um gasto adicional muito menor que outras, caso a documentação e as informações a serem prestadas já estejam organizadas e adaptadas, ou caso disponha de um departamento jurídico próprio capacitado.”

Em NOBREGA (2000, p.41) “uma melhoria na organização e na disponibilização de informações para o mercado implica em aumentos efetivos de custos, que se somam aos demais encargos diretos de abertura de capital da empresa. Isto se verifica em empresas que ainda conduzem algumas de suas operações em um ambiente informal e pouco estruturado, incompatível com uma empresa de capital aberto.”

Embora a carga tributária sobre as operações do mercado de capitais seja reduzida, vis-à-vis, outras alternativas de investimento, ela ainda é alta se comparada a outros países, mire-se no exemplo da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF), segundo NOBREGA (2000, p.8) “em um mercado onde os spreads de intermediação são muito baixos, a CPMF representa um diferencial de custos incontornável para o investidor. Os que podem migrar para mercados onde a tributação tem alguma racionalidade. Hoje, o mercado de Nova Iorque já detém a maior parte das operações com os principais papéis do mercado acionário brasileiro”. Complementa que a CPMF “incentiva a fuga de capitais ao reduzir a competitividade dos administradores de recursos do país. Nos EUA e na Europa, já é possível ver fundos de investimento cobrando taxa de administração de 15 basis points (0,15%), o que deriva da tecnologia, da feroz competição e do elevado valor de suas carteiras.

Pois bem, a CPMF é um custo de 38 basis points, mais do que o dobro dessa remuneração” NOBREGA (2000, p30).

Com todos esses entraves, um maior desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, realmente fica difícil, é preciso que haja mudanças efetivas em diversos ramos da economia e até mudança da própria visão que os empresários possuem, hoje, a respeito da abertura de capital.

## CONCLUSÃO

O presente trabalho buscou analisar as causas do baixo desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, vis-à-vis seu potencial econômico. Teve como objetivo, também, apresentar as vantagens que as empresas podem obter ao utilizar a abertura de capital, por emissões de ações, como fonte de financiamento.

Marx afirmou que o desenvolvimento das sociedades por ações é importante na medida em que esta possibilita uma maior concentração dos investimentos, pois, para ele, a expansão tanto da escala de produção, quanto da própria empresa é impossível de ser alcançada por capitais isolados. Wicksell, por sua vez, destacou a importância do mercado acionário na transferência de capital, a qual se dá em dinheiro, através da compra e venda de ações, representando um ciclo entre os participantes do mercado, incluindo poupadores e produtores.

Ainda que essa forma de financiamento tenha encontrado, nos referidos autores, subsídios para demonstrar suas vantagens diante de outras fontes de financiamento, não se pode afirmar que está não apresenta riscos. Keynes, por exemplo, advertiu que as instabilidades dos preços das ações, podem prejudicar a imagem da empresa perante o mercado e, principalmente, diante das instituições que concedem crédito, as quais precisam denotar certa confiança na empresa; baixas e altas, repentinas, nos preços das ações, não facilitam isto.

Porém, a longo prazo, esta tem se revelado a forma mais segura e barata de financiamento, visto que a remuneração do investimento recebido é vinculada aos resultados patrimoniais da empresa, ou seja, se esta operar com prejuízo, não paga dividendos para os seus acionistas. Isto não ocorre, por exemplo, com empréstimos bancários o qual, além da obrigatoriedade de pagamento, possui o valor acrescido pela taxa de juros.

No Brasil, diferentemente de outros países, verifica-se um atraso relativo, por exemplo, se comparado com países como Estados Unidos, Reino Unido e Canadá. A nossa pesquisa, no presente trabalho, apontou para a questão da informalidade das empresas, dos custos associados à companhia aberta, o baixo apoio aos acionistas

minoritários e própria falta de cultura, bem como de tradição, dos empresários em utilizarem abertura de capital como fonte de financiamento.

É provável, que, em algum momento, se perceba a necessidade de reverter esse quadro, no intuito de expandir o mercado de capitais brasileiro. Como uma boa iniciativa pode-se citar o Substitutivo de Kapaz, proposto pelo Deputado Emerson Kapaz, o qual engloba diversas reformas que precisam ser feitas, principalmente voltadas aos acionistas minoritários, para que se de início ao ciclo de expansão do mercado de capitais brasileiro.

## REFERÊNCIAS

- BARROS, J.R.M. et al. **Desafios e oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**, 2000. Disponível em:  
<[http://www.bovespa.com.br/pdf/mercado\\_capitais\\_desafios.pdf](http://www.bovespa.com.br/pdf/mercado_capitais_desafios.pdf)> Acesso em 26 de maio de 2006.
- BANCO CENTRAL. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/>>. Acesso em 30 de maio de 2006.
- BOVESPA. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acessos entre os meses de maio e outubro de 2006.
- CASAGRANDE NETO, H. **Abertura do Capital de empresas no Brasil**. 2.ed. São Paulo: Atlas S.A, 1989.
- CVM, Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>> Acesso em 30 de maio de 2006.
- \_\_\_\_\_. CVM, Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório Anual 2005**. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/port/relgest/cvmra2005.pdf>> Acesso em 30 de maio de 2006.
- ECONOMÁTICA®. Disponível em: <<http://www.economatica.com/portugues>> Acesso em 22 de outubro de 2006.
- CAVALCANTI FILHO, F.S.; MISUMI, J.Y. **Mercado de Capitais**. 4.ed. Belo horizonte: CNBV, 1998.
- FREITAS, E. et al. **Financeira, Mercado de Capitais e Crescimento Econômico. Que Relação? Um estudo Empírico**. Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Economia e Gestão (ISEG), 2001.
- GALBRAITH, J.K. **Economia das Fraudes Inocentes: Verdades para o nosso Tempo**. São Paulo: Companhia das Letras, 2004.
- HÄUSER, K. **O Papel do Mercado de Capitais em uma Economia de Mercado**. Vol. 1 nº 3. Revista Brasileira de Mercado de Capitais: Rio de Janeiro, IBMEC, 1975.
- JOHANNPETER, J.G. **Abertura de Capital, Profissionalização Empresarial e Novas Fórmulas de Gestão**, 2005. Disponível em:  
<<http://www.bovespa.com.br/pdf/InforEmpresasArtigo7.pdf>> Acesso dia 22 de outubro de 2006.

KEYNES, J.M. **Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. 2.ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

MARX, K. **O Capital: Crítica da Economia Política**. Livro 3 – O Processo Global de Produção Capitalista; Vol. V. 5.ed. Rio de Janeiro: Bertrand Brasil S.A, 1991.

MENDES, A. L. **A Reforma do Sistema Financeiro Nacional**, 1993. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ea/v7n17/v7n17a10.pdf>>. Acesso dia 20 de outubro de 2006.

NOBREGA, M. et al. **O Mercado de Capitais: Sua Importância para o Desenvolvimento e os Entraves com que se defronta no Brasil**. 2000. Disponível em: <[www.bovespa.com.br/pdf/relatorio2.pdf](http://www.bovespa.com.br/pdf/relatorio2.pdf)> Acesso em 26 de maio de 2006.

PEROBELLI, C. **Como e por que tornar-se uma companhia aberta**, 2004. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/pdf/guiaaber.pdf>> Acesso em 26 maio de 2006.

PINHEIRO, J. L. **Mercado de Capitais**. São Paulo: Ed. Atlas, 2002.

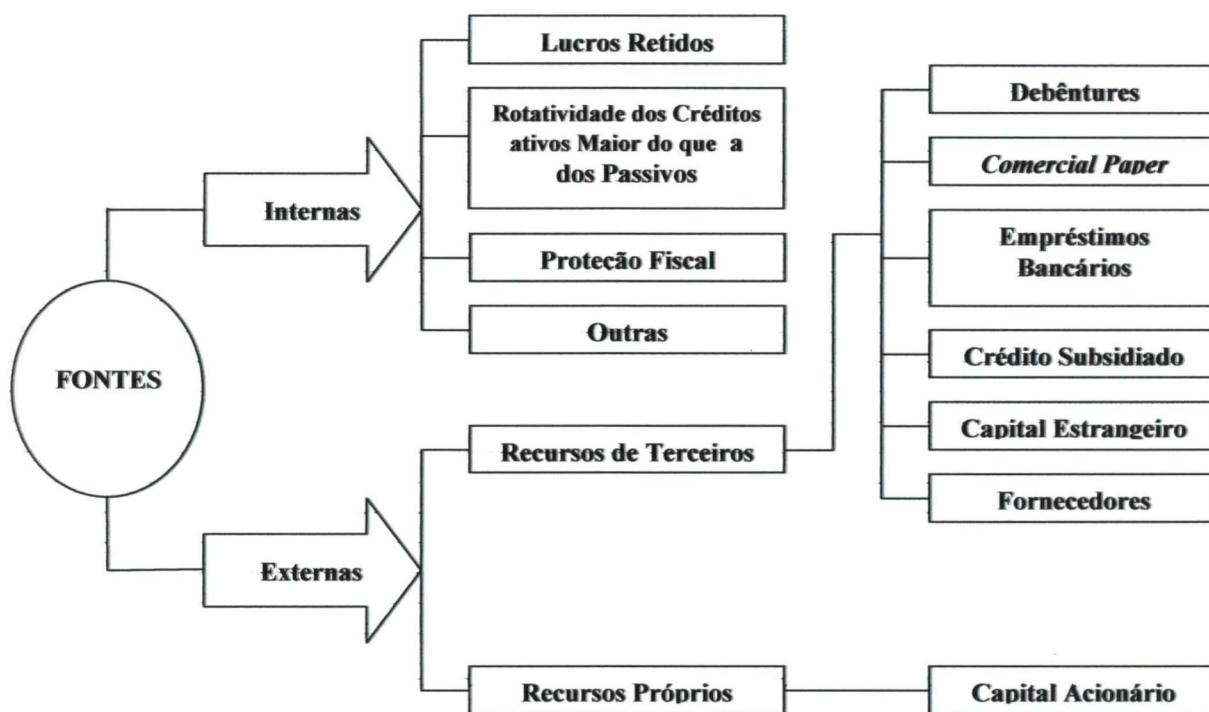
SILVA, F.M.R. **Plano Estratégico 2005-2007**. CVM: 2000. Disponível em : <<http://www.cvm.gov.br/port/relgest/planoestrat2005.pdf>> Acesso em 6 de outubro de 2006.

WICKSELL, K. **Lições de Economia Política**. São Paulo: Nova Cultural, 1986.

## **ANEXOS**

## ANEXO 1

## FONTES DE RECURSOS PARA O FINANCIAMENTO EMPRESARIAL



Nota: Extraído de CAVALCANTE FILHO; MISUMI (1998, p.102)

## ANEXO 2

### SUBSTITUTIVO KAPAZ

Dentre os principais pontos tratados no substitutivo KAPAZ , que procuram reforçar os direitos dos acionistas minoritários, podemos ressaltar:

\* Para o cancelamento de registro de companhia aberta deve ser compulsória a apresentação de oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, tendo como preço mínimo o valor econômico da companhia;

\* Se remanescerem em circulação ações que representem menos de 5% do total das ações emitidas pela companhia aberta, a AGE pode deliberar o resgate dessas ações, desde que deposite em estabelecimento bancário, à disposição dos acionistas minoritários, o respectivo valor de resgate;

\* Acionista controlador que adquirir ações de emissão da companhia sob seu controle, que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie ou classe, à porcentagem que vier a ser definida pela CVM, que impeça a liquidez das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, tendo como preço mínimo o valor econômico da companhia;

\* O número máximo de ações preferenciais, para as novas companhias abertas não pode ultrapassar 50% do total das ações emitidas;

\* Somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários as ações com as seguintes preferências ou vantagens:

\* Direito de participar do dividendo obrigatório correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, distribuído de acordo com o seguinte critério:

- prioridade no recebimento dos dividendos acima mencionados correspondentes a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor patrimonial da ação;
- direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com o item acima; ou

\* Direito a receber prioritariamente o valor de reembolso do capital com prêmio ou sem ele, garantindo-se, neste caso, dividendo, no mínimo, igual ao das ações ordinárias. Neste caso, a estas ações preferenciais será atribuído o direito de alienar a sua respectiva participação acionária nas mesmas condições previstas para as ações com direito a voto; ou

\* A acumulação das vantagens acima enumeradas.

\* Em caso de exercício de direito de recesso, o valor de reembolso das ações será estipulado com base, no mínimo, no valor econômico da companhia aberta, a ser apurado em avaliação;

\* Estatuto da sociedade poderá estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionados através de arbitragem, pelo órgão que especificar;

\* Poderá ser convocada assembléia geral para deliberar quanto à existência de conflito de interesses, e à respectiva solução, por acionistas que representem 10% (dez por cento), no mínimo, do capital social, observado o disposto no parágrafo único, alínea “c”, parte final, do art. 123;

\* A CVM poderá a seu exclusivo critério, a pedido de qualquer acionista, aumentar, até 60 dias a contar da data em que os documentos relativos às matérias a serem deliberadas forem colocados à disposição dos acionistas, o prazo de antecedência de publicação do primeiro anúncio de convocação da Assembléia Geral quando esta tiver por objeto operações que, por sua complexidade, exijam maior prazo para que possam ser conhecidas e analisadas pelos acionistas;

\* Fica restabelecido o direito de recesso nas operações de fusão ou incorporação, salvo quanto às ações de cada espécie ou classe que tenham liquidez e dispersão em mercado;

\* Nas operações de cisão, haverá direito de recesso se dela resultar (i) mudança do objeto da companhia, (ii) redução do dividendo obrigatório ou (iii) participação em grupo de sociedade;

\* Admite que os minoritários, titulares de ações ordinárias, venham a eleger um membro do Conselho de Administração, se eles detiverem no mínimo 15% do capital votante e o número de membros do Conselho for inferior a 7;

\* Permite que os acionistas preferenciais, titulares de ações sem direito a voto ou com voto restrito, possam eleger em votação em separado 1 membro do Conselho de Administração, desde que representem no mínimo 10% do capital total da companhia;

\* Estabelece que o conselho fiscal seja composto por 5 membros, dos quais o controlador elege 2, os minoritários, titulares de ações ordinárias, 1, os titulares de ações preferenciais, 1, sendo o quinto membro eleito pelos votos da maioria do capital social;

\* Restabelece a oferta pública nas operações de alienação de controle de companhia aberta, que dependem de aprovação da CVM.

O substitutivo KAPAZ procura resolver as deficiências legislativas que são inibidoras do desenvolvimento do mercado acionário, na medida em que:

- (a) reduz o limite de ações sem direito a voto que podem ser emitidas;
- (b) torna efetiva a vantagem patrimonial assegurada em troca da supressão do direito de voto;
- (c) regula de forma mais adequada o direito de recesso nas operações de reestruturação;
- (d) restabelece a oferta compulsória decorrente da alienação do controle de companhia aberta.

Além disso, a proposição ora formulada avança na tentativa de aperfeiçoar as práticas de mercado, reforçando aspectos de governança corporativa.

Nessa linha, podemos ressaltar:

- (a) a fixação, como preço mínimo de oferta para cancelamento do registro de companhia aberta, do valor econômico da companhia;
- (b) a apresentação de oferta compulsória de aquisição das ações em circulação no mercado, quando o nível da liquidez ficar abaixo de limite móvel, a ser fixado pela CVM;

(c) o reforço de direitos dos acionistas minoritários, inclusive os titulares de ações preferenciais, que ficam com a possibilidade de eleger 1 membro do Conselho de Administração e a maioria do Conselho Fiscal;

(d) a atribuição de maiores poderes à CVM para interferir em situações de conflito de interesses e a possibilidade de eventuais disputas entre os acionistas, serem decididas de modo mais rápido, através de arbitragem.

FONTE: BOVESPA

Disponível em : <[http://www.bovespa.com.br/pdf/mercado\\_capitais\\_desafios.pdf](http://www.bovespa.com.br/pdf/mercado_capitais_desafios.pdf)>

Acesso em 26 de maio de 2006.

## ANEXO 3

## QUADRO DISCRICIONADAS ETAPAS DA ABERTURA DE CAPITAL E OS TIPOS DE CUSTOS

Etapas	Tipos de Custos			
	Legais e Institucionais	Publicação, publicidade e marketing	Prestação de serviços Financeiros	Internos da empresa
Análise preliminar				Formação de grupo de estudos sobre a abertura. Consultoria externa de mercado de capitais.
Montagem da operação	Contratação de auditoria externa	Edital de convocação e ata de assembléia(s). Demonstrações financeiras.	Comissão de coordenação	
Processo com CVM	Taxa de registro de emissão. Registro de escritura de debêntures. Agente fiduciário.	Prospecto		
Registro em bolsa	Anuidade à bolsa			
Pool e marketing de distribuição		Material informativo. Visitas à empresa. Apresentação aos investidores.		
Distribuição e liquidação financeira	Serviços de ações escriturarias	Anúncio de início e encerramento da distribuição	Comissão de garantia (se necessário) e distribuição	
Manutenção da condição de companhia aberta	Taxa de fiscalização da CVM	Informe aos acionistas		Criação do departamento de acionistas. Estrutura da diretoria de relações com o mercado.

Fonte: Inter-Link Consultoria de Mercados de Capitais S/C Ltda. *Apud* Pinheiro (2002).

## ANEXO 4

## DESVANTAGENS DA ABERTURA DE CAPITAL SEGUNDO EMPRESAS

Desvantagens	Empresa que listaram em primeiro lugar (%)	Empresas que incluíram entre as 6 mais importantes (%)
Custo de Manutenção	62,8	88,4
Preço das ações inferior ao valor companhia	11,6	60,5
Custos de underwriting	7,0	49,0
Elevado underpricing na colocação de ações	7,0	46,6
Planejamento tributário	7,0	28,0
Informações estratégicas a concorrentes	4,7	48,9
Concorrentes são empresas fechadas	4,7	32,7
Altos custo de títulos de dívida	2,3	32,5
Dividendos 10% maior para preferencialistas	2,3	18,6

Fonte: Rocca e Carvalho (1999)

Nota: Extraído de BARROS (2000, p.39). Disponível em

<[http://www.bovespa.com.br/pdf/mercado\\_capitais\\_desafios.pdf](http://www.bovespa.com.br/pdf/mercado_capitais_desafios.pdf)> Acesso em 26 de maio de 2006.