

Instituto Universitário de Lisboa



**GOVERNANÇA CORPORATIVA APLICADA ÀS PEQUENAS E MICRO
EMPRESAS NA ABERTURA CAPITAL**

Eduardo de Oliveira Lopes

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de

Mestre em Gestão de Empresas

Orientadora:

Professora Doutora Ana Maria Simões

Professora Auxiliar, ISCTE-IUL

Lisboa

Setembro de 2010

Instituto Universitário de Lisboa



**GOVERNANÇA CORPORATIVA APLICADA ÀS PEQUENAS E MICRO
EMPRESAS NA ABERTURA CAPITAL**

Eduardo de Oliveira Lopes

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de

Mestre em Gestão de Empresas

Orientadora:

Professora Doutora Ana Maria Simões

Professora Auxiliar, ISCTE-IUL

Lisboa

Setembro de 2010

DEDICATÓRIA

Dedico esse trabalho, primeiramente ao nosso amado Deus pela conquista deste sonho, pois, sei que o Senhor esteve presente em todos os momentos, me fortalecendo e colocando em meu caminho verdadeiros anjos para que eu conseguisse enfrentar cada etapa, cada dificuldade que surgiu. Hoje percebo a importância dos obstáculos superados para meu crescimento, amadurecimento e constante evolução como seu filho devoto.

Dedico também a minha companheira que tanto suportou meus momentos de ausência, as diversas falhas por força das circunstâncias, pela paciência e compreensão reveladas ao longo de todos os anos de convivência e que sem ela nenhum sonho seria possível ou valeria à pena.

Aos meus amados pais Eduardo e Osmira por sua dedicação, carinho, amor e paciência que juntos um dia sonharam e hoje compartilham este importante momento comigo.

E, por último, mas não menos importante, aos meus amados filhos Leandro e Phelipe aos quais dedico minha vida e procuro ser um exemplo de vida e dedicação. Que esta vitória, que é de todos, alimente suas almas, seus corações e sirva de exemplo em suas vidas.

“O sucesso não se mede pelos patamares alcançados, mas pelos obstáculos superados para se chegar aos seus objetivos”.

Booker T. Washington

AGRADECIMENTOS

Escrever os agradecimentos é mais difícil do que a dissertação. Não tenho dúvidas. Diversas pessoas colaboraram direta ou indiretamente para realização deste sonho, com sugestões, idéias, críticas e opiniões. Outros contribuíram com amizade, paciência carinho, afeto e incentivo, provavelmente os ingredientes mais importantes para um bom trabalho.

Temendo esquecer alguém, já neste início quero do fundo de minha alma expressar o meu mais profundo agradecimento e afirmar que esta vitória conquistada, deve, com toda justiça ser repartida com todas as pessoas com quem convivi durante o longo de minha vida e que desde minha chegada a este mundo, de alguma forma contribuíram para este resultado que hoje alcanço.

Entretanto, gostaria de destacar algumas pessoas que foram especialmente importantes no desenvolver deste projeto:

- Primeiramente a Deus por tudo que tem me proporcionado em sua infinita sabedoria e bondade!
- A minha família: minha companheira pelo amor, incentivo e dedicação, aos meus pais Eduardo e Osmira pelo incentivo e orações, aos meus filhos Leandro e Phelipe pela companhia e afeto.
- Aos amigos do trabalho: Marco Antônio, Jorge Luiz, Rodrigo e Deise que acompanharam de perto todo sacrifício, mas sempre com palavras de incentivo e superação nos momentos mais difíceis.
- A Fundação Getulio Vargas por proporcionar esta valiosa oportunidade de participar deste curso de Mestrado de alto nível acadêmico.
- A minha orientadora Professora Ana Maria Simões pelo apoio dado na realização deste trabalho, pela minuciosa revisão desta dissertação e pelas valiosas críticas e contribuições que engrandeceram este trabalho fundamental em minha formação, sempre pronta a ajudar em todos os momentos com suas valiosas orientações.
- A querida Professora Carla Winter da Fundação Getulio Vargas, sempre presente em nossa caminhada, incentivando e orientando em nossa jornada.
- A Mariana do ISCTE com seu carinho, dedicação e paciência sem fim.
- Por fim, a todos os alunos da turma de Mestrado de Gestão de Empresa com os quais convivi e aprendi a admirá-los e que hoje fazem parte do rol de amigos queridos.

RESUMO

O objetivo deste estudo foi verificar a importância da governança corporativa para as pequenas empresas. Este trabalho utilizou apenas a pesquisa bibliográfica para o estudo, não havendo estudo empírico, visto o prazo para a conclusão deste trabalho ser muito curto e não haver condições para efetuar a mesma. Portanto, é feita apenas uma pesquisa bibliográfica acerca do tema, utilizando o método dedutivo, com análise de obras de estudiosos do assunto, além de dados estatísticos e sites de Internet, que também foram alvos de consulta, para o complemento da pesquisa. Com o presente estudo foi possível concluir que a governança corporativa pode proporcionar aos credores uma maior credibilidade nos resultados da empresa e os acionistas tornam-se mais propensos a investir, uma vez que o risco de manipulações por grupos específicos é reduzido. Para qualquer mercado em crescimento, as práticas de boa governança são fundamentais. Percebe-se que é necessário dar um pouco mais de tempo ao mercado de capitais brasileiro para que as mudanças implementadas estejam sedimentadas na estrutura organizacional da empresa, de modo a permitir uma análise adequada. A entrada de novas empresas aquece o mercado de capitais brasileiro, diluindo a concentração nas grandes empresas. As expectativas em relação ao Bovespa são cada vez maiores, pois irá facilitar a adesão de empresas de pequeno porte a acessar este tipo de mercado em condições um pouco mais favoráveis. Nesse sentido, as pequenas empresas precisam estar preparadas para os impactos internos e externos em consequência dessa iniciativa.

Palavras-chave: governança corporativa; mercado Bovespa; pequenas empresas; novo mercado.

ABSTRACT

The aim of this study was to discuss the importance of corporate governance for small companies. This project used only the literature research for the study, there is no empirical study, as the deadline for completion of work to be very short and there are no conditions to do the same. Therefore only a literature research about the subject was made, using the deductive method, with analysis scholars works, as well as statistical data and Internet sites, which were also subjected to consultation, to complement the research. In this study the conclusion was that the corporate governance may afford creditors greater credibility in the company results and investors become more willing to invest, since the risk of manipulation by specific groups is reduced. For any growing market, the practices of good governance are crucial. We realize that it is necessary to give a little more time to the Brazilian capital market for the changes implemented are sediment in the company organizational structure, to enable a proper analysis. The entry of new firms heats the Brazilian capital market, diluting the concentration in large firms. The expectations for Bovespa are growing, as it will facilitate the accession of small businesses to access this type of market conditions slightly more favorable. In this sense, small businesses must be prepared for internal and external impacts as a result of this initiative.

Keywords: corporate governance; Bovespa market; small businesses; new market

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	ix
1 DESENVOLVIMENTO	1
1.1 MICRO E PEQUENAS EMPRESAS	1
1.1.1 Conceituação.....	1
1.2 SISTEMA FINANCEIRO.....	9
1.2.1 Sistema financeiro atual	10
1.2.1.1. O Mercado de ações e a abertura do capital das empresas	13
1.2.1.2. O Mercado secundário de ações	14
1.2.2. Operações Diversas.....	16
1.2.3. Canais de Investimento: Investidores e Corretoras	20
1.2.4. Acesso e Disponibilidade de Informações.....	21
1.3 MERCADO DE CAPITAIS	22
1.3.1 Independência entre Diretoria Executiva e o Conselho de Administração.	26
1.3.2 Interesses de Acionistas X Interesses dos <i>Stakeholders</i>	27
1.3.3 Boa Governança nas Subsidiárias e nas <i>Joint-Ventures</i>	28
1.3.4 Transparência na Divulgação de Resultados	29
1.3.5 Criação da Área de Relações com os Investidores	29
1.3.6 O Custo de Financiamento dos Investimentos e do Equacionamento de Dívidas com a Emissão de Ações	30
1.3.7 Capital Social Dividido, exclusivamente, em Ações com Direito a Voto.....	30
1.3.7.1 Ações com direito a voto restrito.	31
1.3.7.2 Ações sem direito de voto.....	31
1.3.8 <i>Tag Along</i> para os Acionistas Minoritários, quando da Mudança de Controle Acionário.	32
1.3.9 Liquidez das Ações.....	32
1.3.10 Oferta Secundária de Ações	32
1.3.11 Criação de Valor para o Acionista.....	33
1.3.12 <i>Pay Out</i> (Parcela do Lucro Distribuído).....	33
1.3.13 Oferta Pública Primária (Inicial) de Ações.....	33
1.3.14 Capital Difuso (Concentrado) X Capital Pulverizado (Meta do Mercado de Capitais).....	34
1.3.15 Oferta Hostil de Compra de Ações.	34
1.3.16 Custo de Emissões de Ações: Comissões ao Banco de Investimentos, Assessoria Jurídica, Prospecto, Divulgação.....	35
1.4 BOLSA DE VALORES.....	35
1.4.1 Definição de Bolsa de Valores	35
1.4.2 Finalidade da Bolsa de Valores	37
1.4.3 Importância da Bolsa de Valores.....	39
1.4.4 Negociação de Títulos.....	40
1.4.4.1 Negociação a Vista	41
1.4.4.2 Negociação a Termo	42
1.4.4.3 Vantagens do Mercado de Opções	43
1.4.5 Processo de Negociação	44
1.4.5.1 Negociação Comum	44

1.4.5.2	Negociação por Oferta	45
1.4.5.3	Negociação Direta.....	45
1.4.5.4	Negociação por Leilão	45
1.4.5.5	Pregão.....	46
1.4.6	Fundo de Garantia	47
1.4.7	Corretoras e Distribuidoras.....	48
1.4.7.1	Corretoras e Distribuidoras	48
1.4.7.2	Investidores	48
1.5	AS PEQUENAS EMPRESAS E A GOVERNANÇA.....	49
1.5.1	Características	51
1.5.2	Importância da Governança Corporativa para as Empresas	53
	CONCLUSÃO	54
	REFERENCIAS	56

INTRODUÇÃO

Em resposta ao cenário criado pela globalização, o movimento de governança corporativa vem ganhando força nos últimos anos; no entanto, se originou e se desenvolveu nos Estados Unidos e na Inglaterra, para depois ultrapassar as fronteiras territoriais e ser adotado mundialmente.

Contudo, o mercado de capitais brasileiro vem se aperfeiçoando como também os padrões de governança corporativa. Dessa forma, o sistema financeiro e o mercado de capitais foram alvos inúmeras medidas e ações que os levaram a compor o sistema econômico do país. Em contrapartida, durante muito tempo, os empresários sonharam com um ciclo de crescimento da atividade econômica que estimulasse a consolidação de um mercado de capitais mais vigorosos, trazendo captação de financiamentos em forma de oferta de ações de seu capital.

O quadro financeiro do mercado não mudou devido a normas legais societárias e tributárias que não permitiam avanços. O panorama econômico do país também não foi muito propício, aperfeiçoando pouco o mercado, a estrutura de capitais e de propriedade das empresas. Diante das mudanças impostas pela globalização, as empresas começam a se posicionar para aproveitar as oportunidades, posicionando-se de modo oferecer publicamente suas ações. Para isso, é necessário que a corporação apresente um perfil de propriedade que contemple um equilíbrio de direitos, uma visão de longo prazo e que a governança seja adotada como um conjunto de medidas que contribuem para as organizações, trazendo oportunidades para as empresas e para o país.

Hoje, acredita-se que a governança corporativa é um termo conhecido entre empresas, investidores e no mercado de capitais.

Muitas empresas consideram as boas práticas de governança como estratégia de negócios. Nota-se que, atualmente, que muitas empresas priorizam a governança corporativa, pois se sabe que, com sua adesão, favoreceria a consolidação da credibilidade da empresa.

Os empresários sabem da importância de uma postura transparente e com propósitos bem definidos, pois com a adoção da governança corporativa, em que uma das premissas é o capital aberto, a relação de comando e de decisão envolve vários

protagonistas, tais como acionistas controladores, demais acionistas e gestores, como também Conselho de Administração, funcionários, clientes, entre outros. Destaca-se que a maneira como cada um desses participantes atua diante das responsabilidades da empresa é considerada Governança Corporativa.

Assim, o objetivo deste estudo é o de verificar a importância da governança corporativa para as pequenas e médias empresas. Este trabalho utiliza apenas a pesquisa bibliográfica para o estudo, não havendo estudo empírico, visto o prazo para a conclusão deste trabalho ser muito curto e não ter condições para efetuar a mesma. Portanto, é feita apenas uma pesquisa bibliográfica acerca do tema, utilizando o método dedutivo, com análise de obras de estudiosos do assunto, além de dados estatísticos e sites de Internet, que também foram alvos de consulta, para o complemento da pesquisa.

1 DESENVOLVIMENTO

1.1 MICRO E PEQUENAS EMPRESAS

1.1.1 Conceituação

Especificar qualquer padrão de tamanho para definir pequenas empresas é algo necessariamente arbitrário porque as pessoas adotam padrões diferentes para propósitos diferentes. Os legisladores, por exemplo, podem excluir as pequenas empresas de certas regulamentações e especificar dez empregados como o limite. Além disso, uma empresa pode ser descrita como “pequena” quando comparada com empresas maiores, mas “grande” quando comparada com menores. A maioria das pessoas, por exemplo, classificaria postos de gasolina, restaurantes locais e lojas de varejo de proprietários independentes como pequenas empresas. Do mesmo modo, a maioria concordaria que os principais fabricantes de automóveis são grandes empresas com base em pontos de vista individuais.

Mesmo os critérios usados para medir o tamanho dos negócios variam. Alguns critérios são aplicáveis a todas as áreas industriais, enquanto outros são relevantes apenas para certos tipos de negócios. Exemplos de critérios usados para medir tamanho é o número de empregados; o volume de vendas; o valor dos ativos; o seguro da força de trabalho; e o volume de depósitos. Embora o primeiro listado – o número de empregados – seja o parâmetro mais usado, o melhor critério em qualquer caso depende do propósito do usuário.

Para definição da pequena empresa, no Brasil, pode-se invocar a legislação pertinente, representada pelo novo Código Civil que, em seu artigo 1.142, traz o conceito de “estabelecimento” empresarial como sendo todo “complexo de bens organizado” como também o local em que o empresário e a sociedade empresária exercem suas atividades: Art. 1.142. Considera-se estabelecimento todo complexo de bens organizado, para exercício da empresa, por empresário, ou por sociedade empresária.

A idéia de empresa, portanto, surge da reunião e conjugação de alguns elementos fornecidos pelo Código: empresário; participação e atuação profissional; fins lucrativos (objetivo de lucro); estabelecimento empresarial (organizado); nome empresarial (firma ou denominação social); trabalho (próprio ou alheio, isto é, pelo empresário ou empregados); clientela.

Uma figura nova trazida pelo Código Civil é o pequeno empresário, a qual, porém, não foi conceituada. Os artigos 970 e 1.179, § 2º, estabelecem tratamento simplificado ao “pequeno empresário”, entretanto os dispositivos dependem de regulamentação.

A lei estabelece tratamento favorecido, diferenciado e simplificado ao pequeno empresário, quanto à inscrição e aos efeitos daí decorrentes (art. 970).

Também quanto à escrituração (art.1.179, § 2º), a nova lei dispensa o pequeno empresário, das seguintes exigências: a seguir um sistema de contabilidade, mecanizado ou não, com base na escrituração uniforme de seus livros, em correspondência com a documentação respectiva; a levantar anualmente o balanço patrimonial e o de resultado econômico.

Porém, vale ressaltar que a matéria ainda não foi devidamente regulamentada. Dessa forma, o empresário e a sociedade empresária são obrigados a conservar em boa guarda toda a escrituração, correspondência e mais papéis concernentes à sua atividade, enquanto não ocorrer prescrição ou decadência no tocante aos atos neles consignados.

A adoção de critérios para a definição de tamanho de empresa constitui importante fator de apoio às micro e pequenas empresas, permitindo que as firmas classificadas dentro dos limites estabelecidos possam usufruir os benefícios e incentivos previstos nas legislações que dispõem sobre o tratamento diferenciado ao segmento, e que buscam alcançar objetivos prioritários de políticas públicas, como o aumento das exportações, a geração de emprego e renda, a diminuição da informalidade dos pequenos negócios, entre outras.

Os padrões de tamanho para a maioria dos setores industriais agora são expressos em termos de faturamento anual. Assim sendo, \$ 3,5 milhões é um limite superior comum em serviços e nas áreas de varejo em que predominam pequenas

empresas. Em mineração e fabricação, entretanto, a SBA classifica empresas com menos de 500 empregados como sendo pequenas.

Tabela 1. Exemplos de padrões de tamanho nos EUA.

Tipo de Negócio	Vendas em dólares ou número de empregados
Agências de propaganda	\$ 3,5 milhões
Minas de cobre	500 empregados
Agências de emprego	\$ 3,5 milhões
Lojas de móveis	\$ 3,5 milhões
Contratantes gerais – casas com única família	\$ 17,0 milhões
Agentes de seguros, corretores e serviços	\$ 3,5 milhões
Fabricação de latas de metal	1.000 empregados
Revendedoras de trailers	\$ 6,5 milhões
Jornais e gráficas	500 empregados
Avícolas	500 empregados
Oficinas de conserto de rádio e televisor	\$ 3,5 milhões
Emissoras de rádio	\$ 3,5 milhões

Fonte: <http://www.sbaonline.sba.gov>

De acordo com o SEBRAE/SP¹ (2009), a Lei complementar 123/2006, sendo alterada posteriormente pela Lei complementar 127/2007, institui o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte, definindo-as da seguinte forma:

- Microempresa (ME): o empresário, a pessoa jurídica, ou a ela equiparada, que aufera em cada ano-calendário, receita bruta igual ou inferior a R\$240.000,00 (duzentos e quarenta mil reais).
- Empresa de Pequeno Porte (EPP): o empresário, a pessoa jurídica, ou a ela equiparada, que aufera em cada ano-calendário, receita bruta superior a R\$240.000,00 (duzentos e quarenta mil reais) e igual ou inferior a R\$2.400.000,00 (dois milhões e quatrocentos mil reais).

¹ http://www.sebraesp.com.br/conhecendo_mpe/mpe_numero/onde_mpe

Porte	Simplex Nacional	Exportações
Microempresas	Até R\$ 240 mil	Até US\$ 200 mil para comércio e serviços. Até US\$ 400 mil na indústria
Empresas de Pequeno Porte	Acima de R\$ 240 mil até R\$ 2,4 milhões	Acima de US\$ 200 mil até US\$ 1,5 milhão para comércio e serviços. Acima de US\$ 400 mil até US\$ 3,5 milhões na indústria

Figura 1 – Classificação das micro e pequenas empresas segundo faturamento bruto anual
Fonte: Sebrae/SP, 2009.

Além do critério adotado no Estatuto, o SEBRAE utiliza ainda o conceito de pessoas ocupadas nas empresas, principalmente nos estudos e levantamentos sobre a presença da micro e pequena empresa na economia brasileira, conforme os seguintes números:

- Microempresa: I) na indústria e construção: até dezenove pessoas ocupadas; II) no comércio e serviços, até nove pessoas ocupadas;
- Pequena empresa: I) na indústria e construção: de vinte a noventa e nove pessoas ocupadas; II) no comércio e serviços, de dez a quarenta e nove pessoas ocupadas.

Porte/Setor	Indústria	Comércio e Serviços
Microempresas	Até 19	Até 9 empregados
Empresas de Pequeno Porte	De 20 a 99	De 10 a 49
Médias	De 100 a 499	De 50 a 99
Grandes	500 ou mais	100 ou mais

Figura 2 – Classificação das micro e pequenas empresas segundo número de empregados
Fonte: Sebrae/SP, 2009.

Já os estados têm uma gama variada de regulamentos para os pequenos negócios, com uma grande heterogeneidade de conceitos, definidos de acordo com a

sua situação econômica e fiscal própria. Os maiores limites de enquadramento são definidos por São Paulo, Rio Grande do Sul, Paraná e Bahia, que adotaram R\$ 2.400.000,00 de receita bruta anual. Os municípios carecem de leis nesse sentido, sendo muito poucos aqueles que contemplam o segmento da Micro e Pequena Empresa com legislações própria de fomento.

Variável	Participação (%)	Fonte / Ano
Número de estabelecimentos	98%	Sebrae-SP (2006)
Empregados "com carteira"	53%	RAIS / TEM (2004)
Faturamento	28%	Sebrae-NA (2000)
Produto Interno Bruto (PIB)	20%	Sebrae-NA (1991)
Valor das exportações	2,7%	Sebrae-NA / Funcex (2006)

Figura 3 – Participação das micro e pequenas empresas no Brasil.
Fonte: Sebrae/SP, 2009.

É possível notar que as micro e pequenas empresas, segundo o Sebrae/SP, tem 98% de participação no país, empregando mais que a metade dos empregados com carteira, e tendo um faturamento consideravelmente alto pela sua arrecadação.

Segundo o IBGE² (2006), o pessoal ocupado e assalariado, sendo a natureza jurídica no Brasil, em 2006, está exposto no quadro abaixo:

Natureza jurídica	Empresas e outras organizações		Pessoal ocupado				Salários e outras remunerações (1 000 R\$)	
			Total		Assalariado			
	Total	Distribuição percentual (%)	Total	Distribuição percentual (%)	Total	Distribuição percentual (%)	Total	Distribuição percentual (%)
Total	5 726 926	100,0	41 388 183	100,0	34 167 132	100,0	536 853 442	100,0
Entidades empresariais	5 140 951	89,8	30 166 326	73,0	23 292 702	68,1	324 456 167	60,4
Administração pública	18 856	0,3	8 336 659	20,0	8 335 793	24,5	173 557 781	32,3
Entidades sem fins lucrativos	567 119	9,9	2 885 198	6,9	2 538 637	7,5	38 839 494	7,2

Quadro 1 – Empresas e outras organizações, pessoal ocupado total e assalariado e salários e outras remunerações, total e respectiva distribuição percentual, segundo natureza jurídica – Brasil – 2006.
Fonte: IBGE, 2006.

² <http://www.ibge.com.br/home/estatistica/economia/demografiaempresa/2006/demoempresa2006.pdf>

Como a Eurostat considera de 1 a 9 pessoas ocupadas para caracterizar as micro empresas, o IBGE definiu as formas de porte de pessoal ocupado da seguinte forma:

- 0 a 9 pessoas ocupadas - microempresas;
- 10 a 49 pessoas ocupadas - pequenas empresas;
- 50 a 249 pessoas ocupadas - médias empresas; e
- 250 e mais pessoas ocupadas - grandes empresas.

Verifica-se que as empresas ativas no CEMPRE, em 2006, eram em sua maioria (92,2%) microempresas. Por outro lado, observa-se que as grandes empresas representavam uma pequena parcela desse conjunto, 0,2%, porém sua importância revela-se na absorção de 32,0% das pessoas ocupadas, 41,4% das pessoas assalariadas e por terem pago 57,7% do total de salários e outras remunerações no ano.

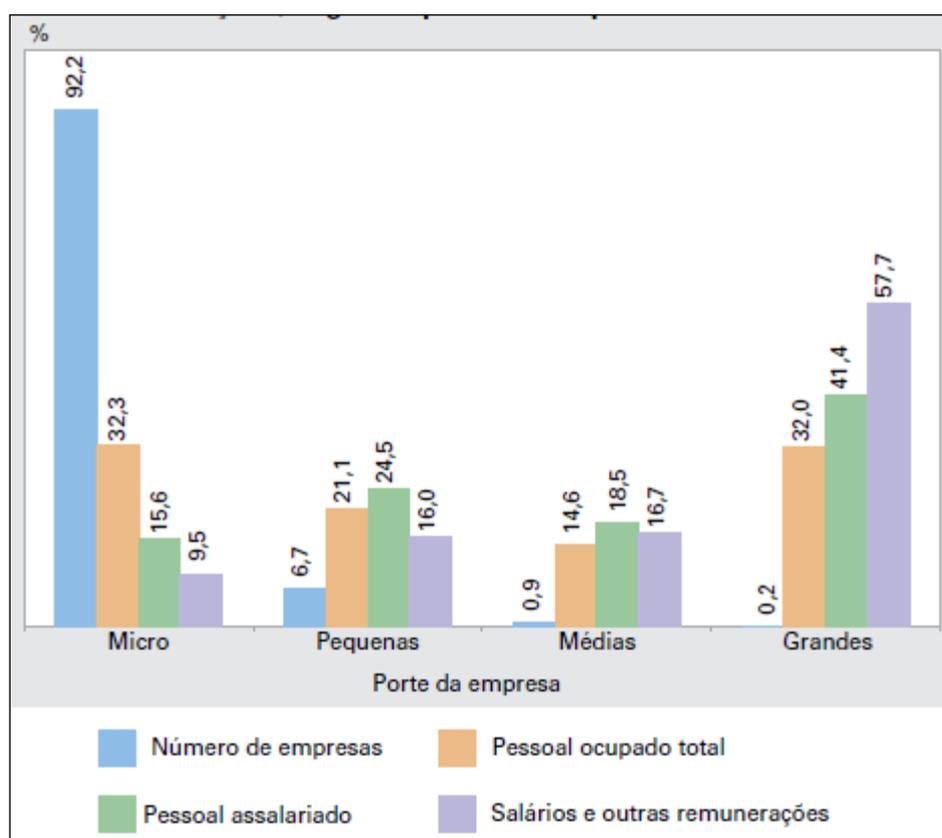


Figura 4 – Distribuição percentual do número empresas, do pessoal ocupado total, do pessoal assalariado e dos salários e outras remunerações, segundo porte da empresa - Brasil - 2006

Fonte: IBGE, 2006.

Analisando o quadro acima, nota-se que as micro empresas são em maior número que as outras, ocupando a maior parte de pessoal, mas com poucos assalariados. Além disso, os salários são considerados baixos, conforme a figura abaixo:

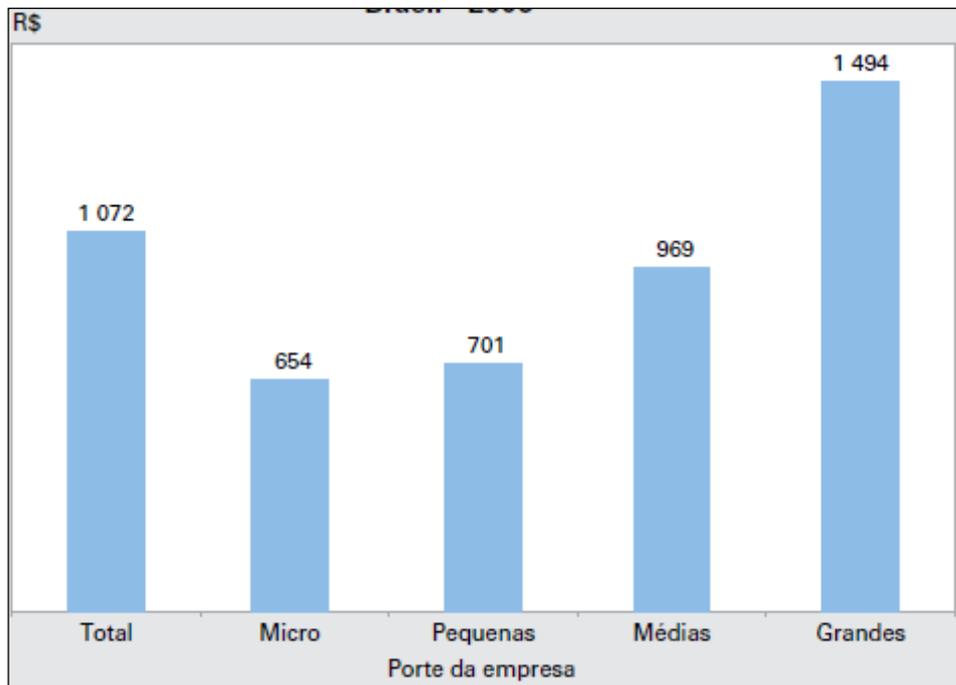


Figura 4 – Distribuição percentual do número empresas, do pessoal ocupado total, do pessoal assalariado e dos salários e outras remunerações, segundo porte da empresa - Brasil - 2006
Fonte: IBGE, 2006.

É interessante observar que as microempresas são as que têm um salário menor, seguido pelas empresas de pequeno porte. Isso pode ocorrer por ter mais empregados sem carteira assinada, e, com isso, são contratados por empreitada ou temporários.

Para que seja possível compreender a contribuição dada pelas pequenas empresas como parte do sistema econômico geral, é importante que se observe em que setores prestam sua maior contribuição e qual a proporção do resultado econômico total vem dessas empresas. Essa observação deve levar em conta que as empresas pequenas operam em todos os setores, mas diferem enormemente em sua natureza e importância de um setor para outro.

Analisando a questão segundo a ordenação sócio-econômica americana, Longenecker *et al.* (1998: 30) observam, ao pensar sobre a contribuição econômica

das pequenas empresas, que primeiro é necessário identificar os setores mais importantes e observar os tipos de pequenas empresas que funcionam nesses setores.

Seções da CNAE 1.0	Distribuição percentual			
	Número de empresas	Pessoal ocupado		Salários e outras remunerações
		Total	Assalariado	
Total	100,0	100,0	100,0	100,0
Agricultura, pecuária, silvicultura e exploração florestal	0,8	1,5	1,7	1,2
Pesca	0,1	0,0	0,0	0,0
Indústrias extrativas	0,3	0,5	0,6	1,0
Indústrias de transformação	10,3	25,0	29,2	35,3
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	0,0	0,7	0,8	2,5
Construção	2,6	5,2	5,9	5,1
Comércio; reparação de veículos automotores, objetos pessoais e domésticos	53,4	31,5	26,2	17,6
Alojamento e alimentação	7,3	5,2	4,9	2,5
Transporte, armazenagem e comunicações	4,4	6,9	7,6	9,1
Intermediação financeira, seguros, previdência complementar e serviços relacionados	1,1	2,5	2,8	7,9
Atividades imobiliárias, aluguéis e serviços prestados às empresas	12,7	13,8	13,6	12,1
Administração pública	0,0	0,1	0,1	0,2
Educação	1,5	2,1	2,2	1,8
Saúde e serviços sociais	2,3	2,4	2,2	1,9
Outros serviços coletivos, sociais e pessoais	3,2	2,4	2,1	1,8

Quadro 2 - Distribuição percentual do número de empresas, do pessoal ocupado total e assalariado e dos salários e outras remunerações, segundo seções da CNAE 1.0 - Brasil – 2006
Fonte: IBGE, 2006.

Nota-se que o comércio é o que tem o maior percentual em todos os itens.

Segundo Longenecker *et al.* (1998: 30), afirmações amplamente divergentes sobre o número de empresas nos Estados Unidos aparecem na imprensa, podendo-se ler sobre quatro milhões de unidades de negócios em um artigo e vinte milhões em outro. Muito da confusão surge de definições que variam sobre o que constitui uma empresa.

Contudo, observam que a vasta maioria dos quatro milhões de empresas americanas é pequena, sendo que 98% têm menos de cem empregados. Com base no número de unidades de empresas, portanto, as pequenas empresas constituem a forma mais comum de empreendimento na economia norte-americana.

1.2 SISTEMA FINANCEIRO

Somente em hipotéticas economias primitivas a moeda seria o único meio financeiro dominante. No mundo contemporâneo, no qual o processo de globalização acentua-se cada vez mais, todas as economias – mesmo as da maioria dos países menos desenvolvidos – apresentam complexos sistemas financeiros, nos quais a moeda é apenas um dentre os inúmeros ativos financeiros.

Nesse sentido, o sistema financeiro consiste em esquemas utilizados para criar e trocar direitos, isto é, direitos de receber moedas ou outros ativos. Dada essa definição, suponha-se uma economia sem um sistema financeiro. Nesta, algumas pessoas poderiam pensar em adiar o consumo – ou, melhor dizendo, poupar – por temerem que a renda fosse reduzida, que as necessidades aumentassem, por desejarem deixar herança aos filhos, ou apenas por objetivarem deter ativos produtivos. Da mesma forma, outras pessoas terão necessidade de levantar empréstimos, talvez porque as respectivas rendas tenham sofrido queda temporária e, mesmo assim, queiram manter o mesmo patamar de consumo de outrora, ou porque um empréstimo lhes permitisse obter recursos que poderiam aplicar para, futuramente, almejar um rendimento elevado. Assim, inexistindo um sistema financeiro, tudo o que os poupadores poderiam fazer seria acumular moeda ou ativos físicos, obtendo, conseqüentemente, uma taxa de lucro igual à zero nessa atividade.

Por outro lado, para aqueles que buscassem investir como forma lucrativa de utilizar os próprios recursos em atividades produtivas como, por exemplo, na construção de uma fábrica, a única maneira possível de obter o capital necessário a tal empreitada seria através, única e exclusivamente, da própria poupança pessoal, ou seja, caso eles mesmos poupassem os recursos exigidos para tanto. Porém, difíceis seriam tais condições. Obviamente, essa economia seria mais produtiva se os potenciais fornecedores de recursos e os potenciais tomadores de empréstimos pudessem se reunir. E em uma economia onde haja um sistema financeiro, tais trocas seriam realizadas por especialistas, ou seja, instituições financeiras especializadas – como as de poupança e investimento – que estabeleceriam o contato entre poupadores e requerentes de fundos, advindo daí, a grande importância de haver um sistema financeiro que seja capaz de operacionalizar a economia adequadamente.

Em vista disso, como o presente trabalho trata da evolução desse contexto com a figura do *home broker*, neste capítulo destacam-se pontos principais de um complexo sistema financeiro. São consideradas instituições de regulação e auxiliares, além da respeitabilidade das regras e princípios econômicos em um determinado país, ditames esses imprescindíveis à indústria de fundos, seja no Brasil ou em qualquer país do mundo.

1.2.1 Sistema financeiro atual

Segundo dados estatísticos do FMI (*apud* Sassen, 2001) o total dos fluxos financeiros para as economias emergentes aumentou consideravelmente e os bancos aceleraram sua internacionalização de maneira bem rápida na década de 1990, tendo feito, ao final do ano de 1996, empréstimos de cerca de U\$76 milhões nessas economias. Segundo Sassen (2001), uma vez que os mercados de capitais e as moedas são interdependentes, as políticas monetárias, as taxas de juros e as economias de todas as partes também o são. Entretanto, no contexto interno de um país, à medida que a economia expande-se, mais importante se torna o sistema de distribuição de valores mobiliários como fator multiplicador da riqueza nacional, riqueza essa atrelada ao desenvolvimento das empresas nacionais e conseqüentemente, dependentes das decisões dos acionistas.

Considerando que o mercado de capitais tem por função promover essa riqueza nacional, pode-se concluir que a atuação das empresas no que diz respeito às estratégias de investimento adotadas é de suma importância. E como a principal forma de tais empresas obterem recursos de modo a financiar suas atividades é através de empréstimos e do aporte de capital de seus respectivos acionistas, o mercado de ações adquire excepcional importância para o crescimento e desenvolvimento de uma nação.

As ações constituem-se em títulos representativos da menor fração do capital social de uma empresa, seja esta uma sociedade anônima, sociedade por ações ou uma companhia. Estas podem ser emitidas tanto sob a forma física de cautelas ou certificados – comprovando a existência e posse de certa quantidade especificada de ações – como de forma escritural. Nesta, a quantidade possuída encontra-se

especificada em contas de depósitos dos respectivos titulares em uma determinada instituição depositária, sendo o acionista o proprietário das ações, não um credor da empresa, mas sim um co-proprietário com direito a participação nos resultados da mesma. E como uma ação não possui prazo de resgate, sendo convertida em dinheiro a qualquer momento mediante negociação no mercado, o acionista pode, a seu bel prazer, alterar sua participação acionária, vendendo ações de uma empresa e adquirindo de outras (Hoji, 2007).

Quanto ao tipo, as ações podem ser classificadas como ordinárias ou preferenciais. As primeiras são as responsáveis pelo comando da assembléia de acionistas de uma empresa, garantindo ao seu portador o direito de voto e de assim interferir na estratégia da empresa, podendo eleger ou destituir membros da diretoria, decidir sobre a destinação dos lucros, reformar o estatuto social e outras atividades pertinentes. Como cada ação ordinária possuída equivale a um voto em assembléia, o poder decisório de uma empresa caberá ao acionista que possua o maior número dessas ações. Dessa forma, verifica-se que empresas de capital aberto – aquelas que possuem ações distribuídas entre um número mínimo de acionistas, podendo ser negociadas em bolsas de valores – que apresentem ações ordinárias concentradas nas mãos de reduzido número de investidores possuem controle um tanto quanto centralizado. Em contrapartida, a situação contrária verificar-se-ia caso as ações ordinárias fossem mais igualitariamente distribuídas entre um maior número de acionistas, conseqüentemente fazendo com que o controle acionário da empresa fosse exercido por uma concentração menor de capital votante (Oliveira, 1986).

Já as ações preferenciais, por não conferirem ao acionista direito de voto, apresentam outras prerrogativas tais como a prioridade no reembolso do capital na hipótese de dissolução da empresa e no recebimento de dividendos, geralmente num percentual maior do que o valor das ações ordinárias. Assim, para o acionista preferencial o lucro é mais importante que o controle acionário da empresa. Todavia, se uma determinada empresa de capital aberto passar três anos consecutivos sem distribuir dividendos preferenciais, as ações preferenciais adquirem direito a voto, o que pode vir a alterar o controle acionário da empresa, visando, com isso, solucionar o problema da inexistência de dividendos (Oliveira, 1986).

Quanto à forma de circulação, as ações são nominativas quando identificam o seu possuidor por registro em livro correspondente; podem também ser nominativas

endossáveis, quando do registro de apenas do primeiro acionista. No que se refere à transferência de titularidade, ocorrem por meio de endosso cautela, o que não ocorre nas ações escriturais, já que não existe há a figura da cautela (Oliveira, 1986).

No que diz respeito ao valor monetário das ações, pode ser classificado como: valor de emissão, que é o preço definido no lançamento de ações em operações de abertura de capital de uma companhia, valor esse determinado, principalmente, com base em inúmeras variáveis de mercado; valor intrínseco, que se fundamenta na possibilidade de desempenho da empresa no futuro e no comportamento esperado da economia, e que equivale ao valor presente de um fluxo esperado de caixa, descontado a uma taxa de retorno mínima requerida pelos investidores, a qual incorpora o risco associado ao investimento; valor de mercado, que representa o efetivo preço de negociação da ação e não coincide, necessariamente, com o valor intrínseco; valor patrimonial, que é o determinado pelo valor do patrimônio líquido da empresa dividido pelo número de ações emitidas pela mesma, e de pouca importância visando analisar e avaliar empresas, já que não apresenta relação forte com o valor de mercado; valor nominal, que é o valor atribuído a uma ação previsto no estatuto social da empresa; e valor de liquidação, determinado no momento do encerramento de atividade de uma empresa, indicando quanto compete do resultado da liquidação para cada ação emitida (Fortuna, 2002).

Levando-se em consideração que o ato de investir em ações demanda um estudo antecipado do mercado e que, mesmo assim, apresenta diversos riscos, deve haver certa compensação pelos riscos inerentes, compensação esta que terá de ser mais elevada quanto maior forem os riscos. E tais riscos podem ser identificados como risco de mercado e risco da empresa. O primeiro diz respeito às variações imprevistas no comportamento do mercado, de acordo com mudanças nas variáveis macroeconômicas. Já o risco da empresa seria aquele associado a decisões financeiras, dessa forma compreendendo um risco econômico, ou seja,

Inerente à própria atividade da empresa e às características do mercado em que opera. Esse risco independe da forma como a empresa é financiada, restringindo-se às decisões de ativos (...) Exemplos de risco econômico: aumento d concorrência, evolução tecnológica, elevação dos juros, qualidade etc. (Fortuna, 2002: 123).

Além disso, um risco financeiro relaciona à capacidade de a empresa em honrar compromissos financeiros previamente assumidos.

1.2.1.1. O Mercado de ações e a abertura do capital das empresas

Conforme explica Hoji (2007), a atualização do sistema financeiro no Brasil favoreceu o caráter flexível direcionado à poupança para títulos, o que contribuiu à dinâmica de empréstimos e financiamento para capitais fixo e de giro.

Assim, caso a empresa opte por obter os recursos de que necessita por intermédio de empréstimos bancários, isso acarretará crescente descapitalização, devido ao pagamento de altas taxas de juros, e, dado que a empresa será obrigada a repor o capital adquirido ao final de determinado prazo – médio ou longo – haverá sempre a possibilidade de ocorrência de crescente endividamento.

Entretanto, caso a empresa entre no mercado de ações para obter os aportes de capital necessários, tais problemas não se verificarão. No mercado de ações – e essa é a maior vantagem advinda da abertura de capital por parte de uma empresa – esta possui prazo indeterminado de devolução dos recursos obtidos, assim como não está condicionada a pagar juros pelos mesmos. Outras vantagens da abertura de capital correspondem ao menor risco financeiro diante de uma maior capitalização, a melhoria da imagem institucional, maior liquidez de patrimônio, além de profissionalização do gerenciamento empresarial. Esse último fator pode, inclusive, ser muito bem exemplificado ao comparado ao patrimônio e a gestão financeira dos clubes de futebol ingleses e espanhóis – os quais possuem capital aberto e emitem ações – com a grande maioria dos clubes brasileiros. Dessa forma, a abertura de capital de uma empresa é a alternativa mais viável para ampliação de seus negócios (Hoji, 2007).

Para abrir o capital, uma empresa tem que adaptar seus estatutos conforme o que determina a Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, que dispõe sobre a Sociedade por Ações, conhecida como a nova Lei das Sociedades Anônimas. Deve também contratar auditoria externa devidamente credenciada na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), para avaliar a história da empresa, suas demonstrações financeiras, a composição de seu capital social, os projetos de expansão,

modernização e diversificação de seus negócios, e os balanços contábeis dos três últimos exercícios (Hoji, 2007).

Nesse contexto, deve ainda ser considerada a operação de subscrição, que pode ser realizada de três formas, de acordo com teóricos do assunto (Oliveira, 1986; Fortuna, 2002):

a) subscrição firme: as instituições financeiras subscrevem integralmente a emissão de ações para tentar vendê-las posteriormente ao público. Assim a empresa emitente não arca com quaisquer riscos, já que a instituição financeira intermediária, ao responsabilizar-se totalmente pelo pagamento à empresa emitente, assume amplamente o risco de colocação das ações no mercado;

b) subscrição residual (*stand by*): nesse caso, o intermediário não é responsável totalmente pelas ações emitidas, quando da implantação. Todavia, assume o compromisso de disponibilizar as ações não integralizadas junto em prévio prazo estipulado a termo, quando então será definida a subscrição total ou não.

c) subscrição melhor esforço (*best effort*): nesse caso, a instituição financeira compromete-se a realizar o melhor esforço no sentido de colocação do maior número possível de novas ações no mercado, não assumindo nenhum tipo de responsabilidade sobre a integralização das ações junto à emitente, que é totalmente responsável pelos riscos que venham a ocorrer nessa modalidade de subscrição.

Essas operações de subscrição acima mencionadas ocorrem no mercado primário de ações, local em que se dá a canalização direta dos recursos monetários para o financiamento das empresas, por meio da colocação inicial das ações emitidas (Hoji, 2007).

1.2.1.2. O Mercado secundário de ações

Tendo como função essencial dar liquidez ao mercado primário, possibilitando o lançamento de ativos financeiros, o mercado secundário registra, unicamente, a transferência de propriedade dos títulos e valores mobiliários. Não determina variações diretas sobre os fluxos de recursos das empresas emitentes, e seu

funcionamento verifica-se, principalmente, nas Bolsas de Valores, tornando viáveis investimentos oportunos a partir de ações já emitidas (Bodie *et al*, 1998).

Supervisionadas pela CVM, as Bolsas de Valores constituem-se em associações civis sem fins lucrativos, cujo objetivo básico é o de manter um local em condições adequadas para realização de operações de compra e venda de títulos e valores mobiliários (Bodie *et al*, 1998).

No tocante às negociações efetuadas em Bolsas de Valores, estas podem ser processadas de duas formas: por viva voz, na qual as ofertas de compra e venda de ações são lançadas nos pregões de viva voz; pelas corretoras, identificando as várias características da operação, ou seja, preço, quantidade e tipo da ação a ser negociada; e pelo Sistema Eletrônico de Negociação, que permite que as sociedades corretoras executem as ordens de seus clientes por meio de terminais de computadores, interligados por todo o mundo.

Além do mercado secundário, é conhecido o mercado de balcão de títulos, onde são negociadas ações, cuja empresa não faz parte da Bolsa de Valores. A negociação, na maioria das vezes, é feita por telefone. A valoração de tais negociações e a qualificação de determinado grupo de ações encontra-se no índice de bolsa de valores.

Dentre os principais índices utilizados no mercado brasileiro de ações, destacam-se:

- Ibovespa – reconhecidamente o mais relevante indicador de desempenho médio de cotações do mercado brasileiro. Além de considerar os papéis da bolsa, acompanha o perfil de negociações dos pregões na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (Bovespa);
- IBX (Índice Brasil) - índice de preços voltado ao retorno de carteira com 100 ações escolhidas a partir da maior dinamicidade na Bovespa;
- Índice Setorial de Energia Elétrica/IEE – criado em 1994, é composto pelas dez maiores empresas de energia elétrica de geração ou de distribuição, com pesos iguais, com o objetivo de acompanhar o desempenho desse segmento de mercado.

- Índice Setorial de Telecomunicações/ITEL – é composto pelas 25 principais ações das empresas de telecomunicações.
- Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada/IGC – visa medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa.
- Índice FGV-100 – composto por 100 ações de empresas privadas, excluindo as ações de empresas estatais e instituições financeiras, no qual os critérios para sua composição são a qualidade, liquidez e volume financeiro negociado pela empresa em bolsa.

Dada a crescente dinamização do mercado de capitais, em vista do processo de internacionalização do capital, no qual movimentos em determinada bolsa de valores no mundo geram reflexos em todas as outras, vistos que tais encontram-se interligadas, torna-se interessante citar os principais índices utilizados em bolsas de valores no mundo. Dentre estes, tem-se o Dow Jones Sustainability Index, que é o primeiro índice global a medir a performance das ações de empresas que seguem os preceitos do desenvolvimento sustentável; o Dow Jones Industrial, que um dos mais tradicionais e importantes indicadores do mercado acionário americano; o Índice Standard & Poor's 500; o *New York Stock Exchange* (NYSE), que considera uma carteira composta por todas as ações inscritas na Bolsa de Valores de Nova York, vista como a mais importante em âmbito mundial; o *National Association for Security Dealers Automated Quotations System* (NASDAQ), que inclui ações novas de diferentes setores da economia, principalmente aquelas oriundas da nova economia, ou seja, de empresas de internet; e o índice *Nikkei*, que é o mais conhecido do mercado acionário japonês (Hoji, 2007).

1.2.2. Operações Diversas

Partindo-se do pressuposto que o agente econômico, ao decidir participar do mercado de ações, já tenha avaliado as implicações dos cenários econômicos

existentes, destacando quais os setores onde, potencialmente, possa obter os melhores resultados, selecionando as empresas de melhor performance, considera-se, ainda, a característica de cada tipo de ação e o perfil do agente econômico.

Assim, é possível enunciar três fatores básicos a serem analisados: rentabilidade, risco e liquidez. A rentabilidade diz respeito ao retorno esperado na aplicação em ações, comparando-se o preço de aquisição e sua expectativa de valorização num dado período de tempo. O risco, conforme orienta Hoji (2007), refere-se ao fato das expectativas de retorno não se verificarem como o anteriormente previsto. Já a liquidez está diretamente associada à capacidade de conversão das ações em dinheiro em um determinado momento desejado pelo investidor, de acordo com o mesmo autor.

Entretanto, antes de decidir a modalidade de investimento a ser executada, o agente econômico deverá traçar um plano para seu investimento e escolher o momento adequado para entrar no mercado. Tal plano deverá contemplar a quantificação do montante de recursos a ser investido, o período em que os investimentos deverão ser executados e o horizonte temporal desse investimento.

Com relação à qualificação dos recursos, somente aqueles não comprometidos com despesas correntes ou com compromissos de vencimento certo devem ser investidos no mercado de ações, dado que é muito difícil prever com exatidão o comportamento futuro dos preços das ações, e mesmo que a tendência prevista seja de alta, devem-se supor algumas oscilações em torno dessa tendência (Fortuna, 2002: 18).

Teoricamente, o momento adequado para realização da compra de ações faz-se presente quando a cotação das ações encontra-se em seu patamar mais baixo, ou seja, quando após uma queda prolongada e extensa o mercado entra em estabilidade. Porém, nem sempre é fácil identificar esse momento, e, além do mais, tendo em vista à complexidade crescente do mercado de capitais, na prática pode ocorrer que nem sempre seja esse o melhor momento de compra. Dessa forma, a experiência e profundo conhecimento do mercado é sempre uma condição essencial para alguma lucratividade nesse meio, de forma que os possíveis erros na previsão de cenários e expectativas sejam minimizados. Outrossim, o investidor não deve aplicar todos os seus recursos de uma só vez, dividindo o montante a ser investido em parcelas e aplicando cada uma dessas em datas sucessivas, defasadas de dez ou mais dias,

visando proteger-se de queda no preço de uma ação recentemente adquirida (Hoji, 2007).

A escolha do momento de venda é ainda mais complicada que a do momento de compra. Quando as ações estão em alta, a euforia conseqüente desse processo dificulta sobremaneira a decisão de venda, pois o investidor, na medida em que prossegue o movimento de alta, torna-se cada vez mais ambicioso devido ao aumento de sua riqueza patrimonial, o que dificulta sua decisão de venda. Todavia, deve-se lembrar que a riqueza só se concretiza depois que a venda é efetuada e não antes enquanto as ações ainda estão sujeitas as rápidas oscilações de preços. Além disso, torna-se mais fácil vender as ações em períodos em que todos estão exercendo a opção de compra do que em períodos em que todos estão vendendo suas ações. E nessas horas, nas quais os preços das ações atingem patamares irrealistas, diagnosticar o quanto antes esse momento é algo imprescindível (Hoji, 2007).

Recentemente, com o advento da chamada Nova Economia, centrada, basicamente, nas empresas virtuais, verificou-se também uma onda especulativa bastante acentuada na cotação em bolsa das ações destas empresas, as quais não apresentavam sequer lucro operacional real. Conhecendo essa dinâmica, cabe ao investidor atentar para as seguintes modalidades de investimento em ações: a administração própria dos investimentos por parte dos agentes econômicos; carteira individual administrada por terceiros e participação em modalidades de investimentos coletivos (Hoji, 2007).

Para administrar sua própria carteira de ações, é necessário que o investidor disponha de conhecimentos especializados de forma a compreender o cenário econômico e, por conseguinte, poder analisar da melhor forma possível o mercado e selecionar as ações que julgar mais lucrativas, de acordo com a ótica de retorno e risco inerentes às ações. Dessa forma, o investidor deve estar bem informado e ser capaz de analisar o comportamento setorial da economia, bem como as demonstrações financeiras das empresas, e efetuar as projeções futuras devidas.

A segunda alternativa que se apresenta ao agente econômico é entregar a administração de seus investimentos a especialistas na atividade. Algumas sociedades corretoras e distribuidoras de valores mobiliários e também vários bancos de investimentos exercem essa atividade com maestria. Entretanto, dado custo

operacional elevado, essas instituições fixam tetos mínimos de investimentos e cobram taxas sobre os ganhos advindos, o que acaba inviabilizando o acesso de alguns investidores com poucos recursos, que, não tendo conhecimento especializado, recorrem a modalidades coletivas de investimento como solução.

Com relação à participação do investidor em investimentos coletivos, a modalidade mais conhecida dessa alternativa de investimento é o Fundo de Ações. Tais fundos, administrados por instituições financeiras credenciadas pela CVM, constituem-se de carteiras diversificadas de títulos e valores mobiliários, nas quais prevalecem ações de companhias negociadas em bolsa de valores. Para participar desses fundos o investidor deverá adquirir quotas dos mesmos, bastante, para tanto, procurar a instituição de sua escolha e comprar quantas quotas desejar. Assim, quando um investidor adquire uma quota de determinado fundo, aplica uma importância em dinheiro e recebe uma quantidade da quota do dia anterior ao de sua aplicação. Com o valor assim arrecadado, o fundo compra ações, alterando seu patrimônio líquido de acordo com a variação dos preços dos títulos que compõem sua carteira.

Nessa modalidade de investimento, quando o investidor precisa ou deseja resgatar suas quotas, emite uma ordem de resgate ao fundo com a quantidade de quotas que desejar. O fundo, caso não disponha de verba em caixa para remunerar o investidor, vende no mercado de títulos e/ou valores mobiliários para atender ao resgate. As instituições financeiras administradoras desses fundos, de forma a demonstrarem idoneidade ao investidor, são obrigadas a enviar semestralmente a seus cotistas um relatório com informações detalhadas sobre a performance do fundo administrado (Hoji, 2007).

Nas épocas de entusiasmo nas bolsas de valores, é grande o número de pessoas que ingressam nesses fundos e assim os mesmos são obrigados a efetuar compras de ações para aplicação dos recursos captados, acelerando mais a tendência de alta das bolsas. Quando as bolsas passam por períodos de baixa, os cotistas procuram esses fundos para resgatar suas aplicações, obrigando os fundos a vender ações de suas carteiras, contribuindo, dessa forma, para uma queda maior no preço das ações. Em resumo, esses fundos atuam no mercado como elemento de aceleração de tendência, seja de alta ou de baixa.

1.2.3. Canais de Investimento: Investidores e Corretoras

Como visto raros são os investidores que cuidam diariamente de seus negócios. Agentes especializados encarregam-se de tal propriedade. Corretoras tendem a assumir essa responsabilidade com gestão qualificada para tal.

Casagrande *et al* (*apud* Costa 2001) apresenta quesitos fundamentais ao relacionamento entre participantes do mercado de capitais.

A primeira é constituída por aspectos obrigatórios, como a divulgação de ‘informações relevantes’ (que possam influir na cotação da ação em bolsa), publicação de relatório da administração e demonstrativos financeiros em jornais de grande circulação e convocações e atas de assembléias, além de outras publicações ordenadas por lei. A segunda diz respeito a medidas não obrigatórias, tais como atender acionistas ou profissionais de mercado que procurem a empresa para pedir informações gerais que não configurem o *insider*, manter reuniões periódicas com os analistas de mercado, por meio da Abamec, promover visitas de analistas e investidores às instalações e atender jornalistas (Costa, 2001: 9).

Nesse sentido, importa destacar que a relação entre investidores e corretoras, como pontada por Milanez (2007) apresenta algumas controversas. Enquanto paira certa desconfiança em alguns agentes do mercado de capitais, “*brokers* reconhecem que investidores têm excessiva confiança e os estimulam a operar maciçamente” (Milanez, 2007: 38), sobretudo quando são concedidos descontos de corretagem nos casos *day trading* ou quando acenam com “operações de alavancagem como compra de ações com depósito de apenas margem do valor total” (Milanez, 2007).

O autor acrescenta que esse mercado, realmente, revela situações conflitantes e por vezes emblemáticas. Lembra o exemplo em que as maiores e mais importantes corretoras norte-americanas pagaram US\$ 1,4 bilhão para que a promotoria findasse o processo de acusação por recomendações incorretas, que induzindo clientes a realizarem operações equivocadas.

O movimento do mercado, nesse sentido, mostra que o ceticismo pertinente às informações fornecidas pelas corretoras vem alterando o perfil de negociação. Tais medidas têm atingido, inclusive, a atuação de auditorias externas contratadas para os respectivos processos.

1.2.4. Acesso e Disponibilidade de Informações

A assessoria prestada por corretoras pressupõe a análise de oportunidades de investimentos e respectivas oscilações de ações com o monitoramento de valores. Tal medida prevê conseqüentemente, um controle, ainda que mínimo de riscos, e a possibilidade de maximização de lucros.

Nesse caso, as expectativas dos analistas do mercado de capitais têm que estar respaldadas nos aspectos diversos do sistema financeiro de capitais. Somente dessa forma será possível estabelecer um relacionamento de confiança, em que a visibilidade de investidores torna-se clara.

Mas, não bastam apenas conhecer e especializar-se em segmentos financeiros, hoje em dia, dada a acirrada concorrência em todos os contextos de negócios, importam os diferenciais oferecidos e de verdadeiro valor e relevância ao cliente (Bodie *et al*, 1998).

Tal princípio aplica-se efetivamente à conjuntura ora tratada em que pese à confiança a ser estabelecida entre investidor e sua corretora representante.

Os canais a serem considerados nesse âmbito têm que partir necessariamente de posturas proativas com perfil negocial arrojado e renovado, independente do setor a economia a que se refira. Trata-se da formação especializada, mas de visão multidisciplinar (Costa, 2001).

Nesse caso, a Tecnologia da Informação tem muito a oferecer em prol da integração de informações, como também da implantação de estruturas compatíveis a cada ambiente, sem considerar pacotes prontos de gestão de investimentos, mas, se assim tiver de ser, que ao menos sejam passíveis de customização (Bodie *et al*, 1998).

A interface e redes computacionais agregam valor na medida em que favorecem e agilização a disponibilidade de dados necessários aos processos decisórios, que, aliás, nesse meio, tende a ser praticamente imediato. Portanto, evidencia-se a necessária competência na concisão e objetividade de dados transmitidos (Bodie *et al*, 1998).

A questão torna-se ainda mais interessante quando da possibilidade interativa entre prestador do serviço (corretora) e contratante (investidor). Assim, o relacionamento estabelecido entre ambas as partes deve ser motivo de prévios debates e ajustes, até a consecução contratual de responsabilidades (Costa, 2001).

1.3 MERCADO DE CAPITALIS

O desenvolvimento do mercado de capitais está na raiz da expansão de economias saudáveis. Um mercado de capitais forte significa mais crescimento econômico. É nele que empresas encontram uma alternativa viável para financiar sua expansão.

Conforme o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2006), sob a perspectiva econômica do Brasil, pode-se afirmar que o fortalecimento do mercado de capitais tem relação direta com a retomada do ciclo de crescimento no país, com o aumento do investimento e criação de empregos diretos e indiretos. Acontecimentos esses vivenciados pela população brasileira nas últimas duas décadas.

Embora hoje existam inúmeras iniciativas de popularizar este tipo de investimento, atraindo especialmente a presença de pequenos investidores, acredita-se que a falta de esclarecimentos e informações a respeito das empresas, como também dos possíveis riscos e custos, possa ser visto como um obstáculo. O Novo Mercado favoreceu a adoção da transparência pelos controladores e administradores da companhia. Conseqüentemente, o investidor pode avaliar o risco e o custo de capital das empresas. Este segmento reúne ações de companhias que, em princípio, oferecem um nível de risco inferior ao das demais.

O Novo Mercado inova no que concerne à legislação, ao exigir que o capital social da empresa seja integralmente composto por ações ordinárias. Exigem-se ainda alguns dos mesmos compromissos assumidos pelas empresas que aderem ao Nível 2 da Bovespa³. Além dessa exigência, a companhia aberta participante do Novo Mercado tem como obrigação, segundo a Resolução nº 3.357/2006:

³ Em 2000, a BOVESPA introduziu três segmentos especiais para listagem, conhecidos como Nível 1 e 2 de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa e Novo Mercado. O objetivo foi criar um mercado secundário

- I - proibição de emissão de ações preferenciais;
- II - inexistência de partes beneficiárias emitidas;
- III - extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;
- IV - estabelecimento de um mandato unificado de até dois anos para todo o conselho de administração;
- V - introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação;
- VI - obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações ordinárias em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Bovespa Mais;
- VII - cumprimento de regras de *disclosure* em negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de seus acionistas controladores;
- VIII - divulgação de contratos com partes relacionadas;
- IX - disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos;
- X - adesão à câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários.

Constata-se que além de estarem relacionados no Regulamento de Listagem⁴, alguns desses compromissos deverão ser aprovados em Assembléias Gerais e incluídos no Estatuto Social da companhia. Enfatiza-se que um contrato é assinado entre a Bovespa e a empresa, porém há a participação de controladores e administradores da mesma.

Para participar da listagem do Novo Mercado, a empresa precisa seguir alguns requisitos, tais como:

— Quanto às regras societárias

- A empresa deve ter e emitir exclusivamente ações ordinárias, tendo todos os acionistas o direito de voto.
- Em caso de venda do controle acionário, o comprador estenderá a oferta de compra a todos os demais acionistas, assegurando-se o mesmo tratamento dado ao controlador vendedor.
- Em caso de fechamento de capital ou cancelamento do contrato do Novo Mercado, o controlador ou a Companhia, conforme o caso fará uma oferta pública de aquisição das ações em circulação, tendo por base, no mínimo, o valor econômico da Companhia, determinado por empresa especializada. A empresa especializada deve ser selecionada, em assembleia geral, a partir de uma lista tríplice indicada pelo Conselho de Administração. Não

para valores mobiliários emitidos por companhias abertas brasileiras que sigam melhores práticas de governança corporativa.

⁴ A entrada de uma empresa no Novo Mercado é feita mediante a adesão a um conjunto de regras societárias, genericamente chamadas de “boas práticas de governança corporativa”, mais rígidas do que as presentes na legislação brasileira. Estas regras são consolidadas no Regulamento de Listagem, ampliando os direitos dos acionistas, melhorando a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias e, ao determinar a resolução dos conflitos através de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada.

se computando os votos em branco, a escolha será feita por maioria de votos dos acionistas das ações em circulação presentes na assembléia que, se instalada em primeira convocação, deverá contar com a presença de, no mínimo, 20% do total das ações em circulação, ou se instalada em segunda convocação poderá contar com a presença de qualquer número.

- O Conselho de Administração da Companhia deve ser composto por, no mínimo, cinco membros, com mandato unificado de no máximo dois anos
- A Companhia não deve ter partes beneficiárias (Bovespa, 2006: 3-7)

— Quanto à divulgação de Informações

- Informações Adicionais nas Informações Trimestrais, incluindo:
 - Demonstrações financeiras consolidadas.
 - Demonstração dos fluxos de caixa da Companhia e do consolidado.
 - Abertura da posição acionária de qualquer acionista que detiver mais de 5% do capital social, de forma direta ou indireta, até o nível de pessoa física.
 - A quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da Companhia detidos pelos grupos de controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal.
 - Evolução da posição descrita acima em relação aos 12 meses anteriores.
 - Quantidade de ações em circulação e sua porcentagem em relação ao total das ações emitidas.
 - Relatório de Revisão Especial emitida por auditor independente.
 - Informação da existência e vinculação à Cláusula Compromissória de arbitragem.
- Informações Adicionais nas DFPs (Demonstrações Financeiras Padronizadas), apresentando as demonstrações financeiras referentes ao exercício encerrado e outros comentários considerados importantes, discriminadas em fluxos de operação, dos financiamentos e dos investimentos referentes ao exercício findo, bem como, no Relatório da Administração a informação da existência e vinculação à Cláusula Compromissória de arbitragem.
- Informações Adicionais nas IANs (Informações Anuais), contendo informações corporativas. Junto com o conteúdo já exigido pela legislação vigente, apresentando: quantidade e as características dos valores mobiliários, de emissão da Companhia detidos pelos grupos de controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal; Evolução da posição descrita acima em relação aos 12 meses anteriores; Informação da existência e vinculação à Cláusula Compromissória de arbitragem (Bovespa, 2006: 7-8).

— Quanto às Regras de Distribuição Pública e Dispersão:

Para melhorar a liquidez e a pulverização das ações da Companhia no mercado secundário, o regulamento exige que a empresa mantenha um percentual mínimo de 25% de ações em circulação. Ações em circulação são todas as emitidas pela Companhia, exceto aquelas detidas pelo Acionista Controlador, por pessoas a ele vinculadas, por Administradores da Companhia, aquelas em tesouraria e preferenciais de classe especial que tenham por fim garantir direitos políticos diferenciados sejam intransferíveis e de propriedade exclusiva do ente estatizante.

- Quando das distribuições públicas, a empresa deverá garantir esforços para alcançar a dispersão acionária com a adoção de procedimentos especiais de distribuição que podem ser, entre outros, a garantia de acesso a todos os investidores interessados ou distribuição a pessoas físicas ou investidores não institucionais de, no mínimo, 10% do total a ser

distribuído. O procedimento de dispersão deverá estar descrito no prospecto de distribuição pública.

- Após a assinatura de Contrato de Participação no Novo Mercado, em se tratando de Oferta Pública Inicial de Ações (primeira distribuição pública), os controladores e administradores devem abster-se de negociar com ações de que eram titulares logo depois da referida oferta por um período de seis meses. Decorrido ainda esse período inicial, devem abster-se de negociar com 60% dessa posição por mais seis meses, salvo algumas exceções.

- Os prospectos de distribuição pública da Companhia deverão observar os requisitos do regulamento quanto às informações que devem ser divulgadas.

- Entre as informações solicitadas encontram-se, por exemplo, as descrições dos fatores de risco e dos negócios, os processos produtivos e mercados, a análise e discussão de sua administração a respeito das demonstrações financeiras, a informação da existência e vinculação à Cláusula Compromissória de arbitragem etc. Um prospecto que abranja um maior número de informações fornecerá mais subsídios para o processo de precificação das ações, aumentando a precisão da análise (Bovespa, 2006: 8-10).

O Conselho de Administração da Bovespa é formado por membros, que são eleitos pelas corretoras, e são estes membros que escolhem as diretrizes da instituição.

O Conselho de Administração é um órgão administrativo de deliberação colegiada, de funcionamento obrigatório nas companhias abertas e de capital autorizado, e nas sociedades de economia mista, que tem por objetivo traçar a política econômica, social e financeira a ser seguida pela sociedade, bem como exercer permanente vigilância sobre os executivos lotados na Diretoria. Assim, funciona como o cérebro da estrutura organizacional da sociedade, elaborando e fiscalizando a execução dos planos estratégicos que protegem o valor da companhia e garantem o retorno financeiro dos investidores (Bovespa, 2009: 1).

A Lei de Sociedades Anônimas (Lei 6404/76) expressa que o Conselho de Administração é o órgão de representação de todos os acionistas.

Pelas novas regras, cabe aos acionistas minoritários titulares de ação com direito de voto que representem no mínimo 15% da totalidade de tais ações elegerem, em votação em separado, excluídos o acionista controlador, um conselheiro de administração e respectivo suplente. O mesmo direito é atribuído aos acionistas titulares de ação sem direito de voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, titulares de, no mínimo, 10% do capital social. Se as quantidades mínimas de ações antes indicadas não forem suficientes para a eleição em separado de dois conselheiros, é permitido que os acionistas titulares de ambas as espécies de ação se agrupem e elejam um conselheiro, desde que o quantitativo desse conjunto de ações represente, no mínimo, 10% do capital social (Bovespa, 2009: 1).

O artigo 142 da Lei de Sociedades Anônimas determina que o Conselho de Administração tenha competência privativa, tendo poderes para regular as atribuições dos diretores, conforme artigo 154 da referida Lei. O artigo 142 então, determina que o Conselho deve:

Fixar a orientação geral dos negócios sociais, eleger e destituir diretores da companhia e determinar-lhes as atribuições; fiscalizar a gestão dos diretores, examinando a qualquer tempo os livros e papéis da companhia e solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração e sobre quaisquer outros atos; convocar assembléia geral, quando julgar necessário;

Manifestar-se a respeito do relatório da administração e contas da diretoria; deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre emissão de ações ou de bônus de subscrição; autorizar a alienação de bens do ativo permanente, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros, caso o estatuto não disponha em contrário e a escolha e destituição de auditores independentes, se houver.

No artigo 176, está disposto que os diretores têm direito à privacidade para praticar determinados atos, não especificados.

1.3.1 Independência entre Diretoria Executiva e o Conselho de Administração.

Pode-se definir independência como:

- Não ter qualquer vínculo com a empresa;
- Não ter sido empregado da empresa ou alguma subsidiária;
- Não estar oferecendo algum serviço ou produto à empresa;
- Não ser empregado de alguma entidade que esteja oferecendo algum serviço ou produto à empresa;
- Não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum Diretor, gerente da empresa ou pessoa física controladora direta ou indireta da empresa;
- Não receber outra remuneração da empresa além dos honorários de Conselheiro ou eventuais dividendos (se for também acionista). (IBGC, 2009).

Quanto ao Conselho, este deve ser formado por maioria de conselheiros independentes, que deverão trabalhar para o bem da empresa e para o bem de todos os acionistas, buscando a máxima independência possível em relação ao acionista, grupo acionário ou parte interessada que o tenha indicado para o cargo (IBGC, 2009).

Quanto à diretoria, se existir Conselho de Administração, a Diretoria deverá gerir os negócios sociais, caso contrário, incorporará também as funções do Conselho, orientando também a política empresarial, entretanto, tais poderes não poderão causar conflitos com as funções específicas da Diretoria (Martins e Arnoldi, 2007: 1).

A razão fundamental da importância da independência entre a Diretoria Executiva e o Conselho de Administração é evitar conflitos de interesse.

1.3.2 Interesses de Acionistas X Interesses dos *Stakeholders*

A empresa deve atender tanto os interesses dos acionistas quanto de seus *stakeholders*. Entretanto, a empresa, através do seu Conselheiro, deve maximizar os ganhos do acionista de forma responsável, levando em contato o longo prazo.

“O Conselheiro também tem obrigações de longo prazo e confiança para com empregados, fornecedores e clientes, entretanto, deve assegurar o sucesso da empresa e o seu dever fiduciário para com o acionista” (Lodi, 2000: 1).

A alternativa seria considerar o papel pluralista do conselheiro da empresa para com seus diversos constituintes. Para sair do dilema, a nova comissão inglesa está trabalhando numa descrição de funções do conselho mais pluralista e recomendando que as corporações se obriguem a ter transparência em assuntos de interesse dos *stakeholders*. (LODI, 2000, p. 1).

De acordo com Charkham e Simpsom (*apud* Lodi, 2000, p. 1):

Existem responsabilidades dos acionistas e limites para a chamada democracia acionária, devendo limitar os abusos dos investidores predadores. Mesmo reconhecendo que a gestão deve levar em conta os variados interesses dos *stakeholders*, no fim do dia o gestor precisa distinguir entre 'levar em conta' e 'ser responsável diante de'.

Um dos objetivos da governança corporativa é melhorar o relacionamento entre os interesses dos investidores e dos *stakeholders*⁵

⁵ São acionistas, fornecedores, credores, governo, empregados, clientes, concorrentes, comunidade e meio ambiente.

1.3.3 Boa Governança nas Subsidiárias e nas *Joint-Ventures*.

Uma boa governança corporativa começa com a liderança da organização, que deve levar em conta princípios considerados fundamentais, como a transparência e comprometimento da empresa em relação aos seus acionistas e *stakeholders*.

Muitas empresas, geralmente multinacionais, dependem de subsidiárias para disseminar o valor da empresa pelo mundo. As grandes empresas controlam as subsidiárias por meio de posse de ações.

No estudo feito por Brellochs e Steger (2006: 1) em algumas subsidiárias de multinacionais, este chegou à conclusão sobre as maiores delas pesquisadas:

(...) as subsidiárias são legalmente independentes, com suas próprias equipes de administração e com atividades de negócio separadas. Porém, no total, elas representam a maior proporção dos ativos, da movimentação e das cadeias de valor do grupo. Conseqüentemente, a adoção dos conceitos de governança corporativa por essas subsidiárias é vital para a proteção não apenas dos acionistas (entre os quais a matriz provavelmente é o principal), mas também de suas próprias empresas matrizes. Mesmo assim, a questão da governança das subsidiárias vem recebendo pouca atenção até agora (Brellochs e Steger, 2006: 1).

Os autores acima citados perceberam que cada subsidiária difere umas das outras quanto às suas capacidades, suas necessidades e seus desafios locais, e com isso, o sistema de governança também deve diferir. Na pesquisa feita pelos autores acima citados mostra que, quanto maior se torna uma subsidiária, mais importante é a governança para seu funcionamento interno (Brellochs e Steger, 2006: 1).

Basso (2002: 43) explica que as *joint ventures* podem ser: “a) *corporate joint venture*: associação de interesses que dá nascimento a uma pessoa jurídica (sociedade-empresa); b) *non corporate joint venture*: associação de interesses que não dá nascimento a uma pessoa jurídica”.

Percebe-se que a boa governança corporativa cria mecanismos de monitoramento e incentivos para que o comportamento dos executivos esteja alinhado aos dos acionistas.

1.3.4 Transparência na Divulgação de Resultados

A governança corporativa exige transparência contábil das empresas e o respeito dos direitos dos acionistas minoritários. Deve ser feita uma adequação do modelo de governança corporativa às circunstâncias econômicas atuais, entretanto, existe uma grande coalizão em torno dela (Grun, 2003).

A transparência na divulgação dos resultados é de vital importância para o comportamento dos investidores e *stakeholders*, pois é fundamental conhecer os riscos e os resultados dos investimentos. Se a empresa fornece informações relevantes, consistentes e em tempo adequado, permite uma adequada avaliação, o que leva a menores riscos.

1.3.5 Criação da Área de Relações com os Investidores

A adesão aos *Níveis Diferenciados de Governança Corporativa* da Bovespa enfatiza os esforços das empresas na melhoria da relação com investidores e eleva o potencial de valorização de suas ações no mercado, criando uma área exclusiva de relações com investidores.

Dos exemplos dos compromissos que são assumidos, destacam-se a manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, para garantir liquidez aos papéis, e uma grande quantidade de informações para informar aos acionistas e ao mercado de capitais a cada trimestre.

Os investidores financeiros são um público ávido por novidades rentáveis. Assim, o mercado norte-americano vem comportando nos últimos anos investimentos em bolsa de valores por oferecer novos ativos à demanda dos investidores nacionais e estrangeiros, evitando com isso a evasão de moeda.

1.3.6 O Custo de Financiamento dos Investimentos e do Equacionamento de Dívidas com a Emissão de Ações

Na questão do financiamento dos investimentos, o mercado de capitais se tornou uma alternativa viável, com custo muito menores, se comparados às taxas de juros fixadas pelo Banco Central.

Uma das formas que os empresários encontraram para contornar os freios impostos pelo Banco Central e pelo nosso sistema de crédito foi à ativação da Bovespa, que está desencadeando uma revolução no mercado de capitais. Neste ano, a captação de recursos, pela emissão de ações, alcançou US\$ 36,7 bilhões até outubro. O valor de capitalização de mercado passou de R\$ 500 milhões em 2003 para R\$ 2,5 trilhões em outubro de 2007 (Nakano, 2007: 1).

O custo de emissão de ações ainda é considerado elevado, e, com isso, as empresas estão estimuladas a captar recursos na Bolsa, pois esse investimento se mostra produtivo.

Entretanto, como o preço de uma ação representa o valor presente da produção futura, se esta não se materializar por meio da acumulação de capital físico (ou aquisição de empresas fora da Bolsa), ela é uma riqueza virtual ou uma "bolha". No período de 2002 a 2006, enquanto a formação bruta de capital aumentou 61%, o Ibovespa avançou 295%. Dessa forma, para que a atual valorização das ações não entre em colapso, é fundamental que a acumulação de capital seja fortemente acelerada e que a economia brasileira acelere o seu ritmo de crescimento (Nakano, 2007: 1).

1.3.7 Capital Social Dividido, exclusivamente, em Ações com Direito a Voto

O capital social pode ser dividido em tipos de sócios, que podem ser os que detêm ações com direito a voto, com direito a voto restrito e sem direito a voto.

Os sócios que detêm o controle acionário, chamado de majoritários e/ou controladores, possuem a maioria das ações ordinárias nominativas com direito a voto, podendo, portanto, gerir a empresa. Estes sócios não são, necessariamente, aqueles que possuem a maioria do capital.

Os minoritários com ações ordinárias e preferenciais também têm direito a voto⁶.

1.3.7.1 Ações com direito a voto restrito.

No artigo 111 da Lei 6.404/76, está disposto que:

Art. 111. O estatuto poderá deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições, observado o disposto no artigo 109.

§ 1º As **ações preferenciais sem direito de voto** adquirirão o **exercício** desse direito se a companhia, pelo prazo previsto no estatuto, não superior a 3 (três) exercícios consecutivos, deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos a que fizerem jus, direito que conservarão até o pagamento, se tais dividendos não forem cumulativos, ou até que sejam pagos os cumulativos em atraso.

§ 2º Na mesma hipótese e sob a mesma condição do § 1º, as ações preferenciais **com direito de voto restrito terão suspensas as limitações ao exercício desse direito.**

§ 3º O estatuto poderá estipular que o disposto nos §§ 1º e 2º vigorará a partir do término da implantação do empreendimento inicial da companhia. (grifos nossos).

1.3.7.2 Ações sem direito de voto.

Podem ser subscritas até 2/3 do capital social em ações preferenciais, que são aquelas sem direito a voto nas sociedades anônimas. As ações preferenciais sem direito (ou com restrições) a voto não podem representar mais de 50% do total. Titulares de ações preferenciais sem direito a voto podem adquirir esse direito se a companhia deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos a que tiverem direito, decorrido o prazo do estatuto, que não poderá ser superior a três exercícios consecutivos⁷.

⁶ Material extraído da Internet. Disponível em http://www.administradores.com.br/artigos/sociedade_por_acoes_ltada/11238/> Acesso em 02 jan. 2010.

⁷ Material extraído da Internet. Disponível em http://www.administradores.com.br/artigos/sociedade_por_acoes_ltada/11238/> Acesso em 02 jan. 2010.

1.3.8 Tag Along para os Acionistas Minoritários, quando da Mudança de Controle Acionário.

O *tag along* é o direito dos acionistas de vender suas ações através de oferta pública, quando da mudança de controle acionário, e este é apontado atualmente como um fator de melhoria nos níveis de governança corporativa.

Na transferência de controle acionário, é aumentado o custo de aquisição do controle e reduzido o valor obtido pelo controlador na transferência. Com isso, o *tag along* dificulta mais a rotatividade desse controle, “reduzindo as oportunidades de mudança da administração e diretrizes das companhias, o que se constitui, na maioria dos casos, na solução mais eficaz para revitalizar empresas que não produzem os resultados desejados” (Simões, 2003: 1).

1.3.9 Liquidez das Ações

Para melhorar a liquidez e a pulverização das ações da Companhia no mercado secundário, o regulamento exige que a empresa mantenha um percentual mínimo de 25% de ações em circulação. Ações em circulação são todas as emitidas pela Companhia, exceto aquelas detidas pelo Acionista Controlador, por pessoas a ele vinculadas, por Administradores da Companhia, aquelas em tesouraria e preferenciais de classe especial que tenham por fim garantir direitos políticos diferenciados sejam intransferíveis e de propriedade exclusiva do ente estatizante (Novo Mercado Bovespa, 2008).

1.3.10 Oferta Secundária de Ações

As ofertas de ações criam bases iniciais para se formularem estratégias de inserção no mercado de capitais. Estas ofertas podem ocorrer da seguinte maneira:

- Através de abertura de capital com a realização de uma oferta secundária inicial de ações;
- Através da realização de uma oferta secundária para venda de ações existentes e concentradas em poucos acionistas;

- Através de oferta primária para financiamento de novos investimentos;
- Através de ofertas públicas, visando alcançar maior dispersão acionária possível.

1.3.11 Criação de Valor para o Acionista

A geração de valor ao acionista tem o objetivo de fornecer lucro, retorno sobre o patrimônio líquido, geração de fluxo de caixa, cobertura do custo de capital, ganho extra, valor das ações no mercado.

É um processo de gerenciamento dos negócios, tendo como meta a maximização do valor de uma empresa, com o objetivo de permitir que a geração de valor seja o foco central das ações estratégicas e operacionais da organização. (IBGC, 2008).

1.3.12 Pay Out (Parcela do Lucro Distribuído).

O *pay out* é um indicador importante da política de dividendos de uma empresa, sendo calculado através da proporção dos lucros da empresa, distribuídos na forma de proventos em dinheiro, geralmente determinado pela própria empresa.

A parcela do lucro distribuído varia conforme a evolução e as oportunidades de investimento de cada empresa

1.3.13 Oferta Pública Primária (Inicial) de Ações.

A empresa, ao fazer a oferta pública primária inicial de ações, passa a ser uma companhia aberta, tendo de demonstrar os números da empresa, comunicar passos importantes ou esclarecer dúvidas.

A partir da abertura de capitais, a empresa passará a contatar a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), os analistas *sell-side*, os analistas *buy-side* e os investidores individuais.

Quanto à decisão de abertura do capital, esta não deve estar associada somente a uma necessidade imediata de captação de recursos. Quando as metas de planejamento empresarial indicar uma futura necessidade, os acionistas podem promover colocações secundárias, ou primárias de pequeno porte, preparando assim a empresa e o mercado para uma posterior operação maior. Com a abertura de capital é desencadeada a aceleração da profissionalização da empresa, atingindo os dirigentes e todo o quadro de pessoal. (Fortuna, 1999: 12-24).

1.3.14 Capital Difuso (Concentrado) X Capital Pulverizado (Meta do Mercado de Capitais).

Algumas nações apresentam o modelo familiar como forma dominante de controle. No Brasil, a maioria tem o capital difuso com o controle concentrado.

Já nos EUA e Reino Unido, os mercados de capitais atingiram grande pulverização no controle acionário das empresas. “Já na Alemanha e no Japão, as instituições financeiras participam de forma importante no capital social das empresas industriais, sendo, portanto, ativas na administração dos negócios” (IBGC, 2007).

1.3.15 Oferta Hostil de Compra de Ações.

A oferta hostil ou aquisição hostil é a aquisição de controle acionário de empresa, através da compra de ações em bolsa, sem consulta ou acordo prévio e independente da vontade dos controladores.

Existem vários mecanismos de defesa, que foram criados para inibir tais iniciativas, como o *poison pill*, traduzido como pílula de veneno, que tem o objetivo de dificultar essa operação, deixando seu custo mais caro para o investidor (IBGC, 2007).

1.3.16 Custo de Emissões de Ações: Comissões ao Banco de Investimentos, Assessoria Jurídica, Prospecto, Divulgação.

O custo de emissão de ações é elevado,

(...) na medida em que o valor das ações tem aumentado fantásticamente e fica muito acima do custo de reposição do capital físico, as empresas têm estímulo para captar recursos na Bolsa, pois essa diferença representa um ganho e um forte estímulo para investimento produtivo (Nakano, 2007: 1).

Nakano (2007: 1) explica que o preço de uma ação representa o valor presente da produção futura “se esta não se materializar por meio da acumulação de capital físico (ou aquisição de empresas fora da Bolsa), ela é uma riqueza virtual ou uma “bolha””.

1.4 BOLSA DE VALORES

1.4.1 Definição de Bolsa de Valores

Segundo Oliveira (2006: 1) a bolsa de valores “é o centro especialmente criado e mantido para negociação de valores mobiliários, em mercado livre e aberto, organizado e fiscalizado pelas corretoras e pelas autoridades”.

Assim a bolsa de valores pode ser vista como um órgão privado. Segundo Martins (*apud* Góes, 2005: 01) a bolsa de valores é “uma associação civil formada pelas corretoras de valores que são seus membros. Tem um papel fiscalizador. É um órgão auxiliar da CVM - Comissão de Valores Mobiliários na fiscalização do mercado de ações”.

Segundo Gomes (1997: 189)

Uma bolsa de valores é um mercado onde são efetuadas transações de compra e venda de produtos agrícolas e matérias primas ou valores mobiliários. Estes últimos, representados por títulos de empresas privadas e instituições governamentais, compreendem as debêntures e as ações. Entende-se aqui por mercado, o local onde são realizadas as transações, as pessoas que as realizam e o conjunto destas transações.

Ao se analisar os conceitos acima transcritos sobre bolsa de valores o que acaba por se verificar é que as mesmas são grandes mercados, que acabam por envolver de um modo geral ações das empresas. Sendo que as mesmas podem ser divididas em duas espécies, quais sejam: a de comércio e a financeira ou de valores. Sendo que esta última é a mais comum nos dias atuais.

Segundo Gomes (1997: 189) a bolsa de valores mobiliários “caracteriza-se pela negociação de valores mobiliários, em mercado livre e aberto, organizado pelos corretores e fiscalizado pelas autoridades competentes”.

Ainda segundo Gomes (1997: 189):

Para a negociação dos valores mobiliários, as bolsas contam com local próprio, onde se concentram compradores e vendedores, que são os operadores credenciados para divulgar as ofertas. Também, a fim de que estes valores sejam negociados, são necessários os serviços de informação e liquidação que as bolsas de valores prestam aos seus investidores.

Nos dias atuais as bolsas de valores vêm se demonstrando cada vez mais necessárias para a aproximação de uma relação comercial, sendo esta entre compradores e vendedores, tendo como centro a oferta.

Importante salientar que para uma perfeita negociação de ações, é preciso verificar dois requisitos, quais sejam, informações e liquidações. Tais requisitos acabam por serem fornecidos por meio dos serviços da bolsa de valores aos seus investidores.

Para Martins (*apud* Góes, 2005: 03):

O serviço de informação consiste em colocar à disposição do público o histórico dos preços pelos quais cada ação vem sendo negociada, bem como as ofertas de compra e venda existentes no momento – informações indispensáveis para o investidor decidir por quanto vai comprar ou vender suas ações. As Bolsas cuidam, ainda, de obter e divulgar informações sobre o desempenho das companhias cujas ações são negociadas, o que é importante para acompanhar a vida dos investimentos realizados. O serviço de informação consiste em colocar à disposição do público o histórico dos preços pelos quais cada ação vem sendo negociada, bem como as ofertas de compra e venda existentes no momento – informações indispensáveis para o investidor decidir por quanto vai comprar ou vender suas ações. As Bolsas cuidam, ainda, de obter e divulgar informações sobre o desempenho das companhias cujas ações são negociadas, o que é importante para acompanhar a vida dos investimentos realizados.

Ainda Martins (*apud* Góes, 2005: 03) retratam que:

Essas cotações são divulgadas no dia pelas Bolsas e publicadas pelos jornais do dia seguinte. Dados mais completos podem ser encontrados nas revistas e boletins editados pelas próprias Bolsas. Informações atualizadas minuto a minuto, durante o período em que são realizados os negócios podem ser encontrados nos terminais de vídeo que as Bolsas do Rio de Janeiro e São Paulo alimentam em todo o País. Esses terminais podem ser até instalados nos escritórios e residências dos investidores que quiserem e, naturalmente, pagarem pelos serviços.

Em relação ao serviço de liquidação Martins (*apud* Góes, 2005: 03) exprime que:

O Serviço de Liquidação consiste em fazer os títulos chegarem às mãos do comprador e o dinheiro às mãos do vendedor. Além de executar o serviço de liquidação propriamente dito, a Bolsa tem outro papel nesse processo: garantir a legitimidade das ações que entrega aos compradores.

Importante salientar que em as bolsas de valores possuem um fundo, sendo que o mesmo tem como finalidade garantir possíveis fraudes em relação aos títulos que algum investidor venha a adquirir, sendo que neste caso a própria bolsa acaba por reembolsar o valor em ações.

1.4.2 Finalidade da Bolsa de Valores

Ribeiro (2006) retrata que as bolsas de valores possuem patrimônio abarcado por títulos patrimoniais que acabam por vir a pertencer principalmente às corretoras que são membros da mesma, sendo que estas acabam por vir a aplicar seus lucros na estrutura do mercado. A presente aplicação se desenvolve por meio de projetos que tenham como intuito o crescimento, bem como a consolidação em relação ao mercado de ações.

A bolsa de valores acaba por ter todas as suas atividades fiscalizadas e supervisionadas pela CVM – Comissão de Valores Mobiliários, sendo que o presente tem como objetivo zelar pelo perfeito funcionamento da bolsa de valores, e principalmente pelo mercado de ações (Ribeiro, 2006).

A autonomia da bolsa de valores é em relação à parte financeira, administrativa e patrimonial, sendo que a mesma sempre acaba por ser fiscalizada pela CVM (Ribeiro, 2006).

A fiscalização por parte da CVM consiste primeiramente em zelar pela clareza em relação às negociações com as ações, e retratar as informações consideradas importantes a todos os participantes, sempre que possível (Ribeiro, 2006).

Segundo Angelis Gomes (2001, p. 2 *apud* Grunow *et al*, 2005) os objetivos sociais e legais principais da bolsa de valores são:

- “Criar e organizar as dependências administrativas, os meios materiais, os recursos técnicos necessários para a eficiente realização e liquidação das operações realizadas no localiza negociações (pregão)”;
- “Aperfeiçoar o sistema e o mecanismo de registro e liquidação das operações realizadas”;
- “Instituir sistema de negociação que assegure a continuidade das cotações e a plena liquidez do mercado de títulos e valores mobiliários”;
- “Cabe ainda às bolsas proceder à liquidação física e financeira das operações: os papéis vendidos precisam ser entregues à corretora compradora em contrapartida ao recebimento do pagamento pela vendedora”;
- “Divulgar as transações de forma que todos os interessados possam saber dos termos em que as ações estão sendo negociadas e dos volumes dessas negociações”;
- “Calcular e divulga índice que indiquem a lucratividade média dos papéis transacionais e tendem a prestar serviços auxiliares aos investidores e às corretoras”;
- “Assegurar aos investidores completa garantia dos títulos e valores negociados”.

1.4.3 Importância da Bolsa de Valores

Segundo Rudge (2007) a bolsa de valores possui como finalidades:

- Manter local adequado à realização, entre corretores, de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários, no mercado livre, organizadas e fiscalizadas pelos próprios membros, pela autoridade monetária e pela CVM;
- Criar e organizar os meios materiais, recursos técnicos e as dependências de administração que sejam necessárias à pronta, segura e eficiente realização e liquidação das operações que sejam efetuadas no recinto de negociação_(pregão);
- Organizar, administrar, controlar e aperfeiçoar o sistema e o mecanismo de registro e liquidação das operações realizadas;
- Estabelecer sistema de negociação que propicie e assegure a continuidade das cotações e a liquidez do mercado de títulos e valores mobiliários;
- Fiscalizar o cumprimento, das disposições legais e regulamentares, estatutárias e regimentais, pelos membros e sociedades emissoras de títulos e valores mobiliários, que disciplinam as operações de Bolsa, sendo aplicado, se necessário, as penalidades cabíveis;
- Dar ampla e rápida divulgação às operações efetuadas em seu pregão;
- Assegurar aos investidores completa garantia pelos títulos e valores negociados;
- Exercer outras atividades conexas e correlatas que lhe sejam permitidas por lei.

1.4.4 Negociação de Títulos

São negociadas pelos investidores, a fim de evitar os altos juros cobrados pelos bancos e para atrair novos investidores. As instituições que são sócias das Bolsas de Valores são chamadas de Sociedades Corretoras e são definidas por instituições financeiras credenciadas pelo Banco Central, pela CVM e pelas Bolsas. Deste modo, habilitadas a vir negociar valores mobiliários em pregão, deste modo põem ser definidas como intermediários especializados na execução de ordens e operações por conta própria, sendo determinada por seus clientes, como também a prestação de serviços a investidores e empresas, e seleção de investimentos, intermediação de operações de câmbio, assessoria na abertura de capital, a emissão de debêntures e debêntures conversíveis em ações e a renovação do registro de capital, entre outras. (Ribeiro, 2006).

Assim caso uma pessoa, podendo ser física como jurídica, quiser adquirir uma Sociedade Corretora, deverá em primeiro lugar adquirir um Título, sendo este o Patrimonial, emitido pela Bolsa, ou mesmo por uma das Sociedades tidas como Corretoras que esteja por vendê-lo.

A presente venda acaba por ser feita em leilão público, e quem quiser realizar a compra deverá apresentar sua proposta em alta voz. O presente pregão acaba por ser público, com hora marcada, sendo o mesmo estabelecido por meio de edital, sendo o mesmo vinculado em um jornal de grande circulação (Ribeiro, 2006).

Segundo Ribeiro (2006) os principais títulos negociados nas bolsas são aqueles que representam o capital das empresas, ou seja, as ações. Além das ações, a legislação autoriza a negociação de outros títulos como:

- Debêntures (simples ou conversíveis);
- Opções de compra e venda sobre ações de companhias abertas;
- Quotas de fundos;
- Bônus de subscrição;
- Recibos de carteira de ações;

- Títulos públicos;
- Certificados de depósitos de ações (BDR).

Quando o volume de vendas é superior ao volume de compras o saldo é positivo e o valor é expresso em percentual conforme a variação diária do Fluxo de Capitais (Positivo/Negativo) (Ribeiro, 2006).

1.4.4.1 Negociação a Vista

No mercado à vista negociam-se ações em lotes padrão (e seus múltiplos) e lotes fracionários (em quantidades inferiores a esse lote). Nesse mercado, a liquidação física ou entrega de títulos vendidos ocorre no segundo dia útil após a realização do negócio em bolsa e a liquidação financeira ou pagamento e recebimento do valor da operação ocorre no terceiro dia útil posterior à negociação, e somente mediante a efetiva liquidação física (Martins, 1999)

Segundo Ribeiro (2006) a bolsa analisa periodicamente o perfil de negociação (quantidade de ações por negócio) apresentado pelas ações mais líquidas das empresas nelas registradas, e as enquadra nos diferentes padrões. Existem nas bolsas brasileiras lotes padrão:

Unitário:

- De 100 ações
- De 1.000 ações
- De 10.000 ações
- De 100.000 ações.

Uma Operação à Vista é a compra ou venda, em pregão, de determinada quantidade de ações para liquidação imediata. A liquidação física, ou seja, a entrega

dos títulos vendidos acontece em D+2, e a liquidação financeira (pagamento e recebimento do valor da operação), em D+3 (Ribeiro, 2006).

Com isto é permitido no mercado visto como à vista operações onde a compra e venda são de uma mesma ação, sendo que realizado em um mesmo pregão, e realizado por uma mesma corretora e um mesmo investidor.

A presente operação acaba por se caracterizar como uma operação conhecida como *day-trade*, sendo que sua liquidação financeira acaba por se compensar em D+3.

1.4.4.2 Negociação a Termo

É o mercado onde as liquidações das ações se processam a prazos determinados, conforme o termo do contrato em geral de 30, 60 ou 180 dias. Para aplicações no mercado a termo é necessário, além do registro na Bolsa, um limite mínimo para a transação e um limite mínimo de posse de valores, tem tanto pelo vendedor como pelo comprador, utilizados com uma margem de garantia da operação. O contrato a termo pode, ainda, ser liquidado antes de seu vencimento (Banco Alfa, *s.d*).

Ao se analisar o mercado a termo, o que acaba por se verificar é que o investidor acaba por se comprometer em relação à compra ou mesmo venda de certo número de ações, sendo assim chamado de ação-objeto. Importante salientar que o preço acaba sendo fixado em um prazo visto como predeterminado.

A maior parte destas operações no geral são realizados no prazo entre 30, 60, 90, 120 ou mesmo 180 dias.

Segundo Ribeiro (2006) para garantir o cumprimento do compromisso assumido, o investidor deposita na bolsa uma margem de garantia em ações ou em dinheiro, composta de dois elementos:

- Garantia Inicial – corresponde, no mínimo, a 20% do valor do contrato e, no máximo, a 100% e depende da ação-objeto, em função da volatilidade observada no comportamento de seu preço e de sua liquidez nos últimos seis meses. Assim, a classe de garantia de uma ação pode variar.

- Garantia Adicional – está relacionada à diferença entre o valor contratado no mercado a termo e o preço da ação no mercado à vista, bem como com a modalidade de liquidação e a situação do investidor.

Em relação ao chamado “vendedor coberto”, que é o que já possui ações, as garantias passam a ser as próprias ações. Em relação às garantias do chamado vendedor e comprador descoberto, são os que não possuem ações, as garantias acabam por serem depositados em dinheiro ou mesmo título e carta de fiança (Ribeiro, 2006).

Caso o preço da ação venha a subir, principalmente durante a vigência do contrato, no caso do chamado mercado a vista, o comprador deverá retirar a garantia tida como adicional, e no caso do vendedor, este deverá vir a adicionar.

Caso o preço venha a cair situação inversa acaba por ocorrer. Importante salientar que em caso de operações a termo serão formalizados os contratos tidos como específicos, sendo que os mesmos tenham sido emitidos e registrados em uma bolsa de valores, sendo que tal fato ocorra em nome das corretoras tidas como participantes.

1.4.4.3 Vantagens do Mercado de Opções

A opção de compra de ações é um contrato que confere ao comprador o direito de adquirir, durante a sua vigência, um lote de ações de determinada empresa a um preço pré-fixado, ainda que as ações estejam sendo negociadas a preço superior (Bovespa, 1999).

Ao se retratar o mercado de opções este acaba por demonstrar que nele são negociado os direitos de compra ou mesmo venda de um determinado lote de ações, sendo que o preço e prazos relacionados ao exercício acabam por serem pré-estabelecidos de forma contratual (Ribeiro, 2006).

Em relação a tais direitos o titular, tido como proprietário em relação a uma opção de compra e venda acaba por pagar um prêmio⁸, e vem a adquirir então o

⁸ Preço pago pela opção

direito a comprar determinada quantidade de ações, sendo que estas são certas e com preço determinado. Importante salientar que a presente negociação se dá até a data de vencimento das ações ou então até vir a revender a opção no mercado de valores.

Importante salientar que em relação ao titular de uma opção de venda acaba por pagar um prêmio e, deste modo, vem a exercer sua opção de venda apenas na data de vencimento, ou mesmo pode vir a revender sua opção no mercado durante o período visto com validade de opção (Bovespa, 1999).

Diante da presente opção o investidor acaba por vir a comprometer-se e com a operação em um determinado momento. Tal fato acaba por acarretar riscos se a operação não se realizar, ou mesmo risco dos preços não focarem os objetivos do investidor. Deste modo não existe nenhuma garantia em relação a possíveis rentabilidades.

Deve-se sempre considerar que em relação ao comprador existe sempre a opção de perda do capital que fora investido. Importante então salientar que em muitos casos o vendedor deve ter condições financeiras de vir a cobrir todos os prejuízos que venha a sofrer, bem como possibilidade de dispor de determinadas garantias para poder vir a atender a requisição de margens.

1.4.5 Processo de Negociação

1.4.5.1 Negociação Comum

É aquela que se realiza entre dois operadores de Sociedades Corretoras no Pregão, SENN ou CATS. A apregoação é feita em viva voz, no caso do Pregão, mencionando-se o título, suas características, quantidade e preço, necessitando da intenção de comprar e vender. Este procedimento é adotado no SENN e no CATS, porém, o registro dessa negociação é eletrônica, sendo válida somente no mercado à vista (Pereira, *s.d*).

1.4.5.2 Negociação por Oferta

É realizada através da digitação no terminal de vídeo, da proposta firme de um determinado lote de ações, onde consta a intenção de comprar ou vender uma ação, devendo ser especificada a quantidade, o preço e o mercado adotado (Pereira, *s.d*).

1.4.5.3 Negociação Direta

É a operação em que o mesmo operador é, simultaneamente, comprador e vendedor, pois este terá uma ordem para comprar e outra para vender a mesma quantidade de ações, da mesma empresa, pelo preço de mercado. Ao assinar a Boleta como comprador e vendedor, o referido operador deverá registrar esta operação no posto de negociação. O funcionário da Bolsa responsável pelo referido posto, deverá verificar as assinaturas do comprador e do vendedor, para conferir se são as mesmas, caracterizando, assim, uma operação direta. Dessa forma, antes de ser registrada, a referida operação deverá ser anunciada em um microfone. Este procedimento objetiva informar os outros operadores que a operação está sendo realizada por uma única Corretora, podendo assim, quem desejar, interferir na operação, comprando mais caro ou vendendo mais barato (Pereira, *s.d*).

Caso a operação direta seja realizada eletronicamente, o computador não permite que a operação seja fechada antes de 3 (três) minutos. Dessa forma outros corretores podem interferir eletronicamente na operação através do sistema SENN e CATS. O operador que propôs a operação direta poderá licitar o melhor preço sempre para o LOTE completo, enquanto os operadores que irão interferir na operação direta poderão licitar no LOTE completo ou em partes do LOTE. Se no final da apregoação da negociação direta houver melhor comprador e/ou melhor vendedor a negociação será desfeita e dividida em duas ou mais boletas (Pereira, *s.d*, p.1).

1.4.5.4 Negociação por Leilão

Segundo Pereira (*s.d*, p. 1) as apregoações por Leilão, poderão ser realizadas sob duas formas:

a) Leilão Comum - se refere a uma Operação fechada entre operador, comprador e vendedor no Pregão, a viva voz, no SENN ou no CATS, e poderá ir a Leilão Comum no Pregão ou a "TELELEILÃO", no SENN ou CATS, caso estiver enquadrada nos seguintes critérios:

1º A operação realizada é de uma ação que não é negociada a mais de 5(cinco) Pregões consecutivos;

2º A operação realizada é de uma ação cujo preço apresenta alterações significativas, tomando-se como parâmetro uma variação de 10% acima ou abaixo do último negócio realizado;

3º A operação realizada é de uma ação cuja quantidade negociada é superior à média negociada nos últimos trinta pregões.

b) Leilão Especial - Denomina-se Leilão Especial toda aquela operação realizada com destaque das demais e onde é facultada a interferência apenas de computadores.

Este tipo de Leilão ocorre, por exemplo, quando se faz uma venda por ordem judicial ou uma venda por alienação de controle acionário ou qualquer negociação atípica que não esteja previsto no regulamento de operações.

Para este tipo de Leilão existem normas específicas fixadas pela Bolsa, e geralmente são realizadas no pregão a viva Voz.

1.4.5.5 Pregão

Pregão é o recinto onde se reúnem os operadores para executar as ordens, tanto de compra como de venda, que são dadas pelos investidores, às suas corretoras. O pregão funciona diariamente. (Martins, 1999).

1.4.6 Fundo de Garantia

As sociedades contribuem para um fundo de garantia, mantido pelas Bolsas, com o propósito de assegurar a seus clientes eventual reposição de títulos e valores negociados em pregão. Esse fundo é normatizado conforme determina o capítulo V da Resolução 2.690 do Banco Central do Brasil dispõe sobre Fundo de Garantia, no seu art. 40:

As bolsas de valores devem manter fundo de garantia, com finalidade exclusiva de assegurar aos clientes de sociedade membro, até o limite do fundo, ressarcimento de prejuízos decorrentes da atuação de administradores, empregados ou prepostos de sociedade membro ou permissionária da bolsa de valores que tiver recebido a ordem do investidor, em relação à intermediação de negociações realizadas em bolsas e aos serviços de custódia.

Isso ocorre, especialmente, nas seguintes hipóteses (Ribeiro, 2006):

- Inexecução ou infiel execução de ordens;
- Entrega ao comitente de títulos ou valores mobiliários ilegítimos ou de circulação proibida;
- Encerramento de atividades;
- Inautenticidade de endosso ou título ou em valor mobiliário ou ilegitimidade de procuração ou documento necessários a transferência dos mesmos

No caso do Brasil a Bovespa mantém um Fundo de Garantia com a finalidade exclusiva de assegurar aos clientes de corretoras membros, até o limite do Fundo, o ressarcimento de prejuízos, em caso de perda ocasionada por atuação inadequada de administradores, empregados ou prepostos de corretora membro, "que tenha recebido ordem do investidor ou que represente a contraparte da operação, em relação à intermediação de negociações realizadas na BOVESPA e ao serviço de custódia" (Ribeiro, 2006, p. 48)

1.4.7 Corretoras e Distribuidoras

1.4.7.1 Corretoras e Distribuidoras

São instituições financeiras credenciadas pelo Banco Central, habilitadas a negociar as ações nas Bolsas.

Através das corretoras as pessoas físicas ou jurídicas podem participar do mercado acionário. Isto significa que as corretoras são as intermediárias para as negociações dos investidores no mercado acionário (Ribeiro, 2006).

1.4.7.2 Investidores

Um investidor adquire ações com o objetivo de conseguir um ganho, um lucro. Esse retorno virá dos direitos e proventos distribuídos pela companhia aos acionistas - dividendos, bonificações e direitos de subscrição - e da possível valorização de preço das ações. Isto depende do desempenho da empresa e de suas perspectivas futuras. (Porto Seguro, 2006).

Um investidor vende ações para obter liquidez, isto é, para convertê-las em dinheiro. Uma ação normalmente é vendida quando o investidor avalia suas perspectivas, a médio e longo prazo, são relativamente menos favoráveis em comparação a outras ações ou mesmo outras alternativas de investimento (Borges, *s.d*)

Existem duas maneiras de participar do mercado de ações (RIBEIRO, 2006):

- Individualmente - Somente através de uma sociedade corretora é possível atuar no mercado acionário;
- Coletivamente – Através de clubes de investimentos ou de fundos mútuos de ações. Combinações com outros mercados.

A realização simultânea de uma operação no mercado à vista e outra em um mercado derivativo - Termo e Opções - possibilita montar uma série de estratégias de negócios, com maiores ou menores riscos.

1.5 AS PEQUENAS EMPRESAS E A GOVERNANÇA

A Governança Corporativa envolve os relacionamentos entre acionistas de uma empresa, como também conselho de administração, diretoria executiva, auditoria independente e conselho fiscal objetivando aprimorar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital. Ela organiza as relações entre as empresas e o mercado financeiro. A governança corporativa favorece a transparência contábil das empresas, como também o respeito dos direitos dos acionistas minoritários (Bovespa, 2010).

Na economia capitalista, o crescimento das empresas depende em grande parte de investimentos, cujo volume está relacionado aos propósitos da organização. A disponibilidade de capital se consagrou na atual conjuntura como sinônima de cumprimento dos pagamentos acordados. A instituição financeira impõe uma série de medidas para concretizar a viabilidade de empréstimos, como por exemplo, o desenvolvimento do país onde está inserida a empresa.

Outra saída encontrada por muitas empresas é a abertura de seu capital a acionistas, que está sujeita à confiança dos investidores para os resultados financeiro-econômicos do empreendimento. Tal aspecto está relacionado a fatores amplos e subjetivos referentes ao contexto institucional, à proteção ao investidor, ao respeito à legislação vigente, à garantia de cumprimento dos contratos por parte da empresa. Assim, a governança corporativa surge nesse contexto como uma alternativa para aquelas empresas que precisam de investimentos a longo prazo. A temática acerca da governança corporativa começou a ganhar destaque nos meados dos anos 80 quando aumentou significativamente a participação de investidores no mercado financeiro da bolsa de valores. Esse aumento trouxe à tona a preocupação com a garantia do interesse de todos os acionistas (Leal e Saito, 2003).

Assim, durante muito tempo o governo brasileiro exerceu este papel, contudo com as crescentes demandas sociais e a escassez de recursos financeiros, o Estado passou por reformulações para atender estas expectativas, retirando de si a função de único provedor de capitais (Leal e Saito, 2003).

Na década de 90, a diminuição de financiamentos foi agravada, e as empresas necessitavam de grandes investimentos para se adaptar as regras da concorrência global. A alternativa mais viável era desenvolver o mercado de capitais local para atender a essa demanda por capital. Por conta desse momento histórico-econômico brasileiro, os mercados financeiros passaram a representar uma parcela muito maior do PIB do Brasil (Ferreira, 2005).

Empresas de todos os portes buscaram novas formas de administração, visando à ampliação de sua participação no mercado. Uma dessas alternativas consiste na possibilidade de abrir o capital da empresa para acionistas sob a forma de cotas e ações, pois o financiamento nem sempre foi uma forma fácil de conseguir investimento. Essa situação se caracterizou como uma enorme barreira ao desenvolvimento econômico do país. A venda de grande parte das maiores empresas nacionais à iniciativa privada consolidou o processo de privatização. Vale lembrar que um dos objetivos do Programa Nacional de Desestatização foi o desenvolvimento do mercado de capitais nacional. No período entre 1997 e 1998, os mercados se movimentaram justamente por receber pagamentos decorrentes da venda de empresas. Contudo, esta situação foi temporária devido às especulações referentes à privatização. Logo, o aumento de liquidez não seguia uma tendência estável (Aguiar, 2005).

Aguiar (2005) comenta ainda que, ao se analisar o processo de privatização brasileiro, é possível verificar que a privatização não resultou na democratização da propriedade acionária, já que o governo optou por leiloar blocos de ações detentoras do controle, o que fez com que recebesse preços superiores pela venda do controle. Portanto, observa-se que o processo de privatização ocasionou uma mudança no padrão da propriedade acionária, colocando nesse quadro a estrutura de propriedade das 100 maiores companhias brasileiras, que tiveram um aumento do controle compartilhado, pois um acionista pode deter 20 a 50% do capital votante.

Pode afirmar que as práticas de boa governança estabelecidas pela Bovespa visam aumentar o grau de segurança aos acionistas. Já para a corporação, estas iniciativas refletiriam nos retornos acima da média do mercado (Aguiar, 2005).

Com o estabelecimento de níveis de governança, a Bovespa pretende determinar critérios que fortaleçam a valorização e a menor volatilidade das ações. Vale destacar que ao comparar a evolução dos principais índices não setoriais da Bovespa com a *performance* do Índice de Governança Corporativa (IGC) nota-se que o IGC traz retornos acima da média para os investidores. Quando o mercado percebe que existe menor risco de crédito associado às empresas que compõem a listagem, ela se mostra disposto a comprar ações desta empresa devido à governança, o que parece estar relacionado ao modo que a superioridade da relação preço/lucro líquido das empresas listadas nos dois níveis de governança e no Novo Mercado (Ferreira, Silva e Silva, 2010).

Isto ocorre, pois, ao adotar a governança corporativa, a empresa acaba reduzindo o custo de capital e aumenta a divulgação e esclarecimentos sobre sua situação econômica.

1.5.1 Características

Para o IBGC (2010), a governança corporativa se refere ao sistema adotado pela corporação para dirigir e controlar seus negócios corporativos por meio de uma estrutura dirigida à distribuição de direitos e responsabilidades entre diferentes participantes das companhias. Nesse caso, há a formação de conselhos de administração (*boards*), administradores, acionistas e outros *stakeholders*. Assim, todas as regras e procedimentos para a tomada de decisões devem ser delimitados. Tudo isso possibilita realizar os objetivos da companhia.

Atenta-se para o fato de que tais práticas abrangem assuntos relativos ao poder de controle e direção de uma empresa, assim como os diversos interesses relativos às sociedades comerciais e as diferentes formas de seu exercício. Nessa perspectiva, a governança corporativa permite aos proprietários (acionistas ou cotistas) adotar a gestão estratégica como uma ferramenta efetiva para a monitoração da administração. Nesse cenário, o Conselho de Administração, a Auditoria Independente e o Conselho

Fiscal são figuras essenciais, pois asseguram o controle da propriedade sobre a gestão (Aguiar, 2005).

Destaca-se também que, para implementar as práticas de governança corporativa, a empresa necessita adotar três princípios: a transparência, a prestação de contas e equidade. Tudo isso para que a empresa possa se firmar no mercado, ganhar novos investimentos e aumentar seu valor.

Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2003, p. 1), a expressão designa que assuntos relativos ao poder de “controle e direção de uma empresa, bem como as diferentes formas e esferas de seu exercício e os diversos interesses que, de alguma forma, estão ligados à vida das sociedades comerciais”.

De acordo com Lodi (2000: 19), Governança Corporativa pode ser definida como

[...] o papel que os Conselhos de Administração passaram a exercer para melhorar o ganho do acionista e arbitrar os conflitos existentes entre os acionistas, administradores, auditores externos, minoritários, conselhos fiscais (no Brasil) e os *stakeholders*: empregados, credores e clientes.

No Brasil, o modelo de governança adotado pelas companhias abertas resume-se, conforme o IBGC, em duas características: a estrutura de propriedade e o conselho de administração.

O conselho de administração é marcado por: pouca clareza na divisão dos papéis do conselho/ diretoria executiva, principalmente “nas empresas familiares; estruturas informais de conselho (ausência de comitês); maioria de conselheiros externos, porém não independentes; escassez de conselheiros profissionais e capacitados; remuneração como fator pouco relevante” (Monforte, 2007: 1).

Desse modo, de acordo com Rodi (2007), este tipo de modelo de GV no Brasil formou um ciclo vicioso em consequência da falta de incentivo para adoção de boas práticas de governança corporativa; distanciamento das empresas com relação ao mercado de capitais; instabilidade econômica; práticas prejudiciais das empresas com relação aos sócios minoritários; poucas vantagens para abertura de capital e captação de recursos via emissão de ações; subavaliação de ações das companhias com relação ao seu valor intrínseco.

Assim, Monforte (2007: 1) destaca os elementos constitutivos de um modelo de governança brasileiro. Para ele, podem ser apresentados os seguintes tópicos:

1. O mercado de capitais não se desenvolveu em sua plenitude e o que está por construir é de densidade tão importante com relação ao que já o foi;
2. O capital das empresas não se diluiu e o perfil de propriedade se caracteriza pela existência de núcleos de controle (grande diferença do modelo norte-americano);
3. As instituições financeiras, em função da pequena disposição de parte de boas empresas em alavancar seus balanços, não têm aqui participações expressivas no capital de empreendimentos não-financeiros (importante diferença com a realidade européia e asiática);
4. Finalmente, as empresas brasileiras bem sucedidas, em sua grande maioria, estão atravessando um período importante de sucessão na propriedade e na gestão, e os novos atores, já incorporam o conhecimento e a observação sobre as várias tensões que são criadas, e as enormes vantagens da busca do equilíbrio de interesse nas decisões.

Para mudar o modelo brasileiro, para o autor, é necessário a incorporação das iniciativas a seguir, segundo Martins e Arnold (2010):

1. As vantagens da existência de núcleos de controle, principalmente da capacidade desse grupo de manter a alma, a cultura que construiu o sucesso do empreendimento e, como parte disso, sua competência no que diz respeito à visão estratégica;
2. Fato de que a atração de novos sócios se dará crescentemente através da oferta de ações com direito a voto;
3. A modernidade dos gestores que vêm na governança um sistema para alavancar competências de seus membros e aumentar a probabilidade de sucesso do empreendimento;
4. A elevação da consciência com relação à responsabilidade perante os vários "*stakeholders*", e que tem como objetivo central a sustentabilidade do negócio.

1.5.2 Importância da Governança Corporativa para as Empresas

Vários pesquisadores de todo o mundo estudaram a relação entre os efeitos e causas da adoção da GC e o valor das empresas em bolsas. Eles constataram que esta relação é bastante positiva e leva a empresa à redução do seu custo de capital e à valorização de suas ações.

Silveira (2005) comenta o trabalho realizado por estes estudiosos, destacando primeiramente o de Leora Klapper e Inessa Love, que em 2004 analisaram 374 empresas em 14 países emergentes. Para isso, utilizaram o Índice CLSA (*Credit Lyonnais Securities Ásia*). Concluíram que existe alta correlação entre a qualidade da governança corporativa, o desempenho operacional e o valor de mercado da empresa.

Além disso, observaram ainda que as melhores práticas fazem grande diferença para aquelas empresas que se encontram em um ambiente com fraca proteção de investidores. Diante desses fatos, as empresas com maiores índices de governança e maior transparência são bem avaliadas. (Silveira, 2005: 82)

Bernard Black *et al* (*apud* Silveira, 2005), num estudo em que analisaram em 2004, o índice de Governança (KCGI) de 525 empresas sul-coreanas, destacaram que a governança é um fator importante na predição do valor de mercado da Coreia do Sul. Além disso, nesse país, a composição do conselho de administração é considerada o mais importante mecanismo de governança.

CONCLUSÃO

No decorrer do presente trabalho, foi possível demonstrar os avanços que ocorreram e vem ocorrendo no Novo Mercado, particularmente em virtude das práticas de Governança Corporativa adotadas pelas empresas.

Com relação ao mercado brasileiro, constatou-se que foram realizadas diversas alterações que objetivaram a dar maior transparência e confiabilidade às empresas. Ficou evidente que maior transparência traz confiabilidade às empresas, o que gera retorno em valor para os acionistas.

Todas essas iniciativas serviram para impulsionar o mercado de capitais brasileiro, em especial o mercado de ações.

É notável que há uma maior transparência por parte das empresas que buscam investimentos externos. Tal preocupação é algo constante para as empresas que participam do Novo Mercado da Bovespa. Nesse sentido, as empresas que se destacam pela qualidade podem desempenhar práticas de governança corporativa efetivas, gerando valor aos acionistas.

A resposta do investidor a essa maior transparência e garantia dada nessas ofertas públicas é mostrada pela procura aos papéis dessas empresas. Nota-se que a questão relativa ao acesso à informação é outro diferencial, já que as empresas podem disponibilizar em *sites* informações para os atuais investidores e futuros, o que proporciona transparência e confiabilidade.

Diante dos significativos avanços que ocorreram em nível mundial e nacional, as empresas precisam estar sempre atentas às novas oportunidades, e as práticas de Governança Corporativa surgem nesse cenário, marcado pela competitividade, como um diferencial para as empresas que estão preparadas para receber investimentos e lidar com acionistas.

A oportunidade para atrair o segmento de pequenas empresas para o Novo Mercado está sendo criada; no entanto, não se pode esquecer que estes deverão dispor de todas as informações necessárias para subsidiar sua tomada de decisão. Portanto, as instituições e entidades, responsáveis pela regulamentação do setor, devem capacitar os empresários sobre a importância de prestar informações qualificadas aos investidores institucionais e individuais. Faz parte destas medidas considerar os acionistas minoritários para a tomada de decisões.

Por fim, deve-se incentivar novos empreendimentos oriundos da sociedade e propiciar condições ao surgimento de um ambiente favorável ao progresso do Novo Mercado, buscando resultados positivos através da interação entre empresas e investidores.

Os analistas de mercado têm papel fundamental nesse contexto, pois deles dependem as recomendações para a compra e venda de ações, como também atribuições de risco de créditos.

A entrada de novas empresas aquece o mercado de capitais brasileiro, diluindo a concentração nas grandes empresas. As expectativas em relação ao Bovespa são cada vez maiores, pois irá facilitar a adesão de empresas de pequeno porte a acessar este tipo de mercado em condições um pouco mais favoráveis. Nesse sentido, as pequenas empresas precisam estar preparadas para os impactos internos e externos em consequência dessa iniciativa.

REFERENCIAS

Alves, D. *Bolsa de Valores: Sua origem, seu mercado e suas aplicações*. Artigo. Disponível:

http://www.univap.br/biblioteca/hp_dez_2002/Revisada%20dez%202002/004.pdf

Acesso em: 03 mar. 2010.

Banco Alfa. *Bolsa de Valores*. Disponível em:

<http://www.alfanet.com.br/default.aspx?pagid=JTDLTPOK&menuid=559>. Acesso

em: 03 mar. 2010.

Basso, M. (2002) *Joint ventures: Manual prático das associações empresariais*. São Paulo: Livraria do Advogado.

Bodie, Z., Kane, A. and Marcus, A. J. (1998) *Essentials of investments*. Boston: Irwin/McGraw-Hill.

Bovespa. (1999) *Mercado de Capitais*. Informativo. São Paulo.

Bovespa. *Espaço Jurídico*. Disponível em

<http://www.bovespa.com.br/Investidor/Juridico/060516NotA.asp>> Acesso em 06

mar. 2010.

Bovespa - Bolsa de Valores de São Paulo. (2006) *Folder Novo Mercado*. Disponível em http://www.novojornal.com.br/arquivo/Folder_NovoMercado.pdf> Acesso em 08 fev. 2010.

Brellochs, J. e Steger, U. (2006) Conduzindo suas subsidiárias na direção na boa governança. *Valor Econômico*. Disponível em

[http://www.cenbracom.com.br/bd/clipping/clipping.nsf/\(\\$Search.xhtml\)/906C53962225281783257195002F4BE3?OpenDocument&highlight=0,>](http://www.cenbracom.com.br/bd/clipping/clipping.nsf/($Search.xhtml)/906C53962225281783257195002F4BE3?OpenDocument&highlight=0,>) Acesso em 02 fev. 2010.

Costa, A. J. L. (2001) *Relações com investidores: novas fronteiras para a comunicação organizacional*. Campo Grande (MS): *Anais XXIV Congresso Brasileiro da Comunicação*.

Ferreira, J. A. S. (2005) *Finanças corporativas: conceitos e aplicações*. S. Paulo: Pearson Prentice Hall.

AGUIAR. (2005) *Governança Corporativa e Geração de Valor*. – Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

Ferreira, P. A., Silva, S. S. e Silva, A. T. B. *Governança Corporativa e o Novo Mercado: estratégia de capitalização para o setor sucroalcooleiro*. Disponível em > Acesso em 16 abr. 2010.

Fortuna, E. (1999) *Mercado financeiro: produtos e serviços*. 11. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark.

Fortuna, E. (2002) *Mercado financeiro: produtos e serviços*. Rio de Janeiro: Qualitymark.

Góes, T. (2005) *Economia: Bolsa de Valores*. Trabalho na área de administração. Faculdade Estácio de Sá de Campo Grande. Campo Grande. Minas Gerais.

Gomes, F. R. (1997) Bolsa de Valores. Artigo. *Perspect. Cienc. Inf.* Belo Horizonte, v. 2, nº 2, p. 189-2002, jun/dez.

Gomes, L. C. A. (2001) Bolsa de Valores. 16 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia) – Curso de Ciências Econômicas, Universidade do Vale do Paraíba, São José dos Campos, 2001. In: Grunow, A., Sabadin, A. L., Fassina, P. H.. e Euren, I. M. (2005) Movimentação da Bolsa de Valores de São Paulo *versus* crescimento econômico brasileiro. *I Seminário de Ciências Contábeis*. Blumenau/SC, 03 a 05 de outubro. Disponível em <http://www.furb.br/especiais/download/280747-839630/Sem%20Cont%2017.doc>> Acesso em 03 nov. 2009.

Grun, R. (2003) Atores e ações na construção da governança corporativa brasileira. *Revista Brasileira de Ciências Sociais*. Vol.18, nº 52, São Paulo.

Hoji, M. (2007) *Os Riscos e os Prazeres do Mercado de Ações*. São Paulo: ProfitBooks.

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. Disponível em http://www.ibgc.org.br/imagens/StConteudoArquivos/Codigo_IBGC_3_versao.pdf> Acesso em 21 dez. 2009.

IBGC. Disponível em <http://www.lcvco.com.br/docs/Codigo.doc>> Acesso em 09 nov. 2009.

Leal, R. P. C. e Saito, R. (2003) Finanças corporativas no Brasil. *RAE electron*. vol.2 no.2 São Paulo July/Dec.

Lodi, J. B. (2000) O Despertar da Governança Corporativa. *Gazeta Mercantil*, 27/abril. Disponível em <http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDp=128&IDArea=201>> Acesso em 02 jan. 2010

Longenecker, J. G., Moore, C. W and Petty, J. W. (1998) *Administração de Pequenas Empresas*. São Paulo: Makron Books.

Martins, E. M. O. e Arnold, P. R. C. Administração e diretoria das sociedades anônimas (lei 6.404/76). Disponível em

<http://sisnet.aduaneiras.com.br/lex/doutrinas/arquivos/diretoria.pdf>> Acesso em 02 jan. 2010

Martins, P. G. (1999) *Bolsa de Valores: mercado de ação*. Trabalho realizado na disciplina de economia e finanças. Universidade Cruzeiro do Sul. São Paulo.

Milanez, D. Y. (2007) *Finanças Comportamentais no Brasil*. São Paulo: Dissertação apresentada à Escolada de Economia da USP.

Monforte, J. G. *Governança Corporativa*. Disponível em <http://www.unindus.org.br/News544content26493.shtml>> Acesso em 15 abr. 2010.

Nakano, Y. (2007) O mercado de capitais é uma alternativa de financiamento a custos muito menores do que os juros fixados pelo BC. Opinião - Revolução no mercado de capitais. *Folha de S. Paulo* - 02/12.

Oliveira, V. M. Bolsa de Valores. Disponível em: http://www.fmb.edu.br/ler_artigo.php?artigo=69. Acesso em 03 dez.2008.

Oliveira, M. D. B. (1986) *Introdução ao mercado de ações*. Belo Horizonte: Comissão Nacional de Bolsas de Valores – CNBV.

Pereira, J. T. *Mercados Financeiros e de Derivativos*. Artigo. Disponível em: http://apimecmg.com.br/artigos/129_Monografia%20-%20Mercados%20Financeiros%20e%20de%20Derivativos.pdf. Acesso em: 02 dez. 2009.

Porto Seguro. Investidores Pessoa Física Disponível em http://www.portoseguro.com.br/site/relacoescominvestidores/informacoesaosacionistas/investidores_pessoa_fisica.cfm. Acesso em: 02 dez. 2009.

Ribeiro, O. J. C. (2006) *Mercado de Capitais*. Trabalho apresentado na área de contabilidade. Centro universitário da Bahia – FIB. Bahia.

Rodi, P. (2007) *Tendências futuras da governança corporativa..* Disponível em <http://www.biinternational.com.br/aluno/paulorodi/2009/08/08/tendencias-futuras-da-governanca-corporativa/>> Acesso em 12 abr. 2010.

Rudge. L. F. Bolsa de Valores. http://www.credicom.com.br/noticias/index_noticias_detalhes.aspx?noticia=11&editorial=6. Acesso em 03 dez. 2009.

Sassen, S. (2001) *The Global City: New York, London, Tokyo*. Princeton, NJ – Princeton University Press.

Silveira, A. M. S. Boas práticas e valor: a terceira geração dos estudos acadêmicos. Disponível em http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&sec=13&i=59> Acesso em 15 abr. 2010.

Simões, P. C. G. (2003) Entendendo o que é Tag Along em Ações. MAI 29. Disponível em <http://www.bastter.com/BR/MERCADO/Aprendizado/TagAlong/Default.aspx>> Acesso em 03 jan. 2010.