

UNIVERSIDADE LUTERANA DO BRASIL - ULBRA
ADMINISTRAÇÃO



LUCIANA NASCIMENTO BANDEIRA

**“BOVESPA MAIS”: UMA ANÁLISE SOBRE AS ATUAIS REGRAS DE LISTAGEM
E O BAIXO NÚMERO DE EMPRESAS LISTADAS**

Porto Alegre

2013

LUCIANA NASCIMENTO BANDEIRA

“Bovespa Mais”: uma análise sobre as atuais regras de listagem e o baixo número de empresas listadas

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Universidade Luterana do Brasil como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Ms. Lauro Aloysio Marmitt.

Porto Alegre

2013

LUCIANA NASCIMENTO BANDEIRA

“Bovespa Mais”: uma análise sobre as atuais regras de listagem e o baixo número de empresas listadas

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Universidade Luterana do Brasil como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Ms. Lauro Aloysio Marmitt.

Aprovado em

BANCA EXAMINADORA

Professora Doutora Alexandra Jochims Krueel – Centro Universitário La Salle

Professor Doutor Flávio Régis Brambilla – Universidade Luterana do Brasil

Professor Mestre Lauro Aloysio Marmitt – Universidade Luterana do Brasil

*Dedico este trabalho a minha avó materna,
minha Tigué, pela dedicação e exemplo em
minha vida.*

Não podemos descobrir novos oceanos se não
tivermos a coragem de perder de vista a costa.

Andre Gide

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por estar comigo em todos os momentos e por me trazer sabedoria para realização deste trabalho.

Aos meus pais, Mauro e Vera pela educação e princípios recebidos e por sempre estarem ao meu lado. Em especial a minha mãe por incentivo em todos os momentos.

Ao meu irmão Leandro pela ajuda, ainda no primeiro grau, ensinando-me a estudar sozinha.

Ao meu esposo Evandro, pelo incentivo, me fazendo superar sempre meus desafios. Pelo amor, companheirismo e caronas para que eu pudesse realizar este trabalho.

Agradeço ao meu orientador do TCC I, Prof^o. MS. Eduardo Basso Júnior pelos ensinamentos que recebi no início deste estudo e pela paciência.

Agradeço ao meu orientador do TCC II, Prof^o. MS. Lauro Aloysio Marmitt pelo apoio durante esta jornada.

Agradeço também a professora e amiga Vera Brasil pelas ideias, auxílio e apoio em parte deste trabalho.

As minhas colegas e amigas Fernanda Costella, Raquel Rambor, Cátia Gabriela, Sabrina e ao meu amigo Bruno Borges pelos estudos e trabalhos em grupo que realizamos com sucesso durante esta jornada.

Um carinho especial aos meus chefes: Tatiana Machado, Flavio Riet e Rodrigo Maia pelo exemplo de determinação, ética e busca de conhecimento, tornando-se exemplos em minha carreira profissional.

Muito Obrigada a todos!

RESUMO

Motivada pelas diversas reportagens em revistas especializadas da área de Relações com Investidores e Mercado de Capitais sobre o mercado de acesso Bovespa MAIS e a falta de trabalhos científicos a respeito do tema, este trabalho de conclusão teve como proposta, através de um estudo de caso, levantar se as atuais regras de listagem limitam a participação de um número maior de empresas ao segmento de acesso da bolsa de valores. Para isto, foi realizada uma pesquisa qualitativa com a aplicação de uma entrevista semi-estruturada junto a três públicos: duas empresas participantes do segmento Bovespa MAIS, uma empresa que iniciou o processo de listagem e desistiu e cinco profissionais do Mercado de Capitais com conhecimentos técnicos sobre o tema. Foram analisadas as respostas destas entrevistas através de uma análise de conteúdo na busca por estes fatores, a fim de contribuir para a melhora deste segmento. Através da análise dos dados, pode-se concluir que os custos para abertura de capital e de manutenção de uma companhia aberta são fatores que atualmente limitam a participação de um número maior de empresas a este mercado, porém, constatou-se que a imagem institucional da companhia perante as instituições bancárias, clientes e fornecedores melhora com a listagem na bolsa de valores.

Palavras-Chave: Bovespa MAIS. Mercado de Capitais. Segmento de acesso.
Fatores limitantes. Custos. Imagem Institucional.

ABSTRACT

Motivated by several articles published in journals specialized in Investor Relations and Capital Markets on the Bovespa MAIS market access, as well as by the lack of scientific studies on the subject, this work proposes a complete case study to verify whether the current listing rules limit the participation of a larger number of companies in the stock exchange access segment. In order to achieve this aim, through qualitative research, a semi-structured interview was applied to three different kinds of audiences: two companies participating in the Bovespa MAIS segment, a company that started the listing process, and eventually abandoned it, and six professional experts in Capital Markets. Responses were analyzed through content analysis on a search for these factors, in addition to contribute to the improvement of this segment. Data analysis indicates that the costs for capital opening and maintenance of a company are the factors that currently limit the participation of a larger number of companies in this market. However, the analysis also indicated that the corporate image of the company is improved in the view of banking institutions, customers and suppliers with the listing on the stock exchange.

Keywords: BOVESPA MAIS, Capital Markets, access segment, limiting factors. Costs. Institutional Image.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Estrutura Societária da Empresa Nutriplant.....	19
Figura 2 - Estrutura Societária da Desenvix Energias Renováveis S.A.....	22
Figura 3 - Histórico de IPO's.....	25
Figura 4 – Volume Captado em IPO's (R\$ bilhões).....	25
Figura 5 – Exposição na mídia.....	27
Figura 6 - Perfil participantes Encontros Divulgação Bovespa Mais.....	27
Figura 7 - Fontes de recursos mais apropriadas durante o ciclo de vida da empresa.....	31
Figura 8 – Resumo das etapas do processo de abertura de capital.....	38
Figura 9 – Área de Relações com Investidores.....	41
Figura 10 - Compromissos adicionais nos níveis da Bovespa.....	50
Figura 11 – Bovespa MAIS.....	51
Figura 12 – IPOs Mercado Primário x AIM.....	55
Figura 13 – E-mails encaminhados População Alvo.....	63

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Vantagens e Desvantagens na Abertura de Capital	35
Quadro 2 - Vantagens e Desvantagens na Abertura de Capital.....	36
Quadro 3 - Níveis diferenciados de Governança Corporativa.....	44
Quadro 4 - Obrigações Nível 1 - ITRs.....	46
Quadro 5 - Obrigações Nível 2 – Regras Societárias.....	47
Quadro 6 - Regras Novo Mercado.....	49
Quadro 7 - Semelhanças x diferenças Bovespa MAIS.....	53
Quadro 8 - Entrevistados Empresas participantes e não participantes do Bovespa Mais.....	61
Quadro 9 - Entrevistados Profissionais da área de Mercado de Capitais.....	61
Quadro 10 - Categorias.....	64
Quadro 11 - Categorias Iniciais.....	65
Quadro 12 - Categorias Intermediárias.....	71
Quadro 13 - Processo de derivação da Categoria Intermediária “Governança Corporativa”.....	72
Quadro 14 - Processo de derivação da Categoria Intermediária “Custos”.....	73
Quadro 15 - Processo de derivação da Categoria Intermediária “Relação Mercado de Capitais com a imagem Institucional e Captação de Recursos”.....	74
Quadro 16 - Categorias Finais.....	75
Quadro 17 - Processo de derivação da categoria Final “Custos de Companhia Aberta e com a manutenção de Governança Corporativa”.....	76
Quadro 18 - Processo de derivação da categoria Final “Melhora da imagem institucional a partir da abertura de capital”.....	82

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Pessoas Físicas no Mercado de Capitais – 2006 a 2013.....	17
Tabela 2 - Custos para Abertura de Capital.....	40
Tabela 3 - BOVESPA MAIS x AIM Market x TSX Venture.....	55
Tabela 4 - Mercados de acesso no mundo.....	56

SUMARIO

1	INTRODUÇÃO	14
2	DEFINIÇÃO DA OPORTUNIDADE	16
2.1	CARACTERIZAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL.....	16
2.1.1	Bovespa Mais	17
2.1.2	Nutriplant: a primeira participante do Bovespa Mais	18
2.1.3	Desenvix	20
2.1.4	Senior Solution	22
2.1.5	Nortec Química	23
2.2	SITUAÇÃO PROBLEMÁTICA.....	24
2.3	OBJETIVOS.....	28
2.3.1	Objetivo Geral	28
2.3.2	Objetivo Específico	28
2.4	JUSTIFICATIVA.....	28
3	REVISÃO DE LITERATURA	30
	FORMAS DE CAPTAÇÃO PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS:	
3.1	FUNDOS DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL.....	30
3.2	O QUE É A CVM – ÓRGÃOS REGULADORES.....	32
3.3	BOLSA DE VALORES.....	32
3.4	ABERTURA DE CAPITAL – IPO.....	33
3.4.1	Exigências para abertura de capital	37
3.4.2	Custos envolvidos	38
3.4.3	Área de RI	40
3.5	GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	41
3.5.1	Nível 1 de Governança Corporativa	45
3.5.2	Nível 2 de Governança Corporativa	46
3.5.3	Novo Mercado	48
3.5.4	Bovespa Mais	51
3.6	MERCADOS DE ACESSO NO MUNDO.....	54
4	METODOLOGIA	58
4.1	NATUREZA DA PESQUISA.....	58
4.2	ABORDAGEM.....	59

4.3	DELINEAMENTO DA PESQUISA.....	59
4.4	DEFINIÇÃO DA POPULAÇÃO-ALVO DO ESTUDO.....	60
4.5	PLANO DE COLETA DE DADOS.....	61
4.6	TÉCNICAS DE ANÁLISE DOS DADOS.....	63
5	RESULTADO DA PESQUISA	64
5.1	APRESENTAÇÃO DOS DADOS.....	64
5.2	ANÁLISE DOS DADOS.....	65
5.2.1	Categorias Iniciais	65
5.2.1.1	A importância da transparência para os investidores.....	66
5.2.1.2	A exigência de Governança Corporativa deve existir em níveis menores.....	67
5.2.1.3	O impacto dos custos para ser uma Companhia Aberta.....	68
5.2.1.4	A evolução do mercado de capitais com novos entrantes no Bovespa Mais.....	69
5.2.1.5	O acesso ao mercado de capitais como forma de captar recursos para crescimento da companhia.....	69
5.2.1.6	O acesso ao mercado de capitais como forma de melhorar a imagem da companhia.....	70
5.2.1.7	A flexibilização das regras e incentivos para o acesso e adequação gradual.....	70
5.2.2	Categorias Intermediárias	70
5.2.2.1	Categoria intermediária A: Governança Corporativa.....	72
5.2.2.2	Categoria intermediária B: Custos.....	73
5.2.2.3	Categoria intermediária C: Relação Mercado de Capitais com a imagem institucional e captação de recursos.....	74
5.2.3	Categorias Finais	75
5.2.3.1	Categoria Final I: Custos de Companhia Aberta e com a Aplicação de Governança Corporativa.....	76
5.2.3.2	Categoria Final II: Melhora da imagem institucional a partir da abertura de Capital.....	82
6	CONCLUSÃO	84
	REFERÊNCIAS.....	86
	OBRAS CONSULTADAS.....	90

APÊNDICE A..... 91
APÊNDICE B..... 94
APÊNDICE C..... 98

1 INTRODUÇÃO

Na última década, observou-se o crescimento do mercado de capitais no Brasil, embora o ano de 2012 não tenha se revelado dos melhores para ofertas iniciais de ações – *IPOs* (do inglês *Initial public offering*). Entre 2004 e 2011 as notícias de um número cada vez maior de empresas acessando com sucesso o mercado de capitais a fim de financiar seus projetos de expansão e o recebimento de título de grau de investimento (*Investment Grade*) dado pela agência de avaliação de *rating* Standard & Poors ao Brasil no ano de 2008, o que colocou o país no grupo de nações consideradas de pouca possibilidade de inadimplência, despertou o interesse das médias empresas também acessarem esta forma de captação de valores.

Esta entrada no mercado de capitais por parte de pequenas e médias empresas é possível através de um segmento de acesso lançado pela BM&FBovespa no ano de 2005, o Bovespa MAIS. Este mercado de acesso, devido ao potencial de retorno mais elevado das empresas participantes que estão em processo de crescimento, será o ideal para o novo investidor brasileiro, que precisa de retornos cada vez mais altos em renda variável, com o objetivo de compensar a gradual redução de juros na renda fixa. Espera-se que o mercado de acesso apresente um desenvolvimento acelerado nos próximos anos, porém, até hoje não desenvolveu-se conforme o esperado.

Na primeira etapa deste trabalho foi caracterizado o mercado de capitais, ambiente no qual se desenvolve este trabalho e o Bovespa MAIS, segmento específico a ser estudado. Em seguida é apresentada a situação problemática que motivou a realização desta pesquisa e os objetivos a serem atingidos.

Na terceira etapa os conceitos teóricos são apresentados, com o estudo sobre as formas de captação de empresas (*Private Equity e Venture Capital*), Bolsa de Valores, órgãos reguladores da Bolsa, abertura de capital (*IPO*), exigências e custos para abertura de capital, governança corporativa, os níveis diferenciados da BM&FBovespa e os mercados de acesso no mundo.

Na quarta etapa foi apresentada a metodologia utilizada neste trabalho, um estudo de caso, através de uma análise qualitativa dos dados coletados em uma entrevista junto a três públicos alvos: duas empresas participantes do Bovespa Mais,

cinco profissionais do mercado de capitais e uma empresa que optou pelo cancelamento de sua oferta inicial.

Na quinta etapa foram analisados os resultados obtidos nas entrevistas, confrontados com a literatura e por fim, na sexta e última etapa foram apresentadas as considerações finais.

2 DEFINIÇÃO DA OPORTUNIDADE

2.1 CARACTERIZAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL

O Mercado de capitais no Brasil vem crescendo consideravelmente nos últimos anos, principalmente a partir de 2002 quando ocorreu um movimento liderado pela Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA, com a participação da Associação Brasileira de Analistas do Mercado de Capitais (ABAMEC), futura Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC) e mais 23 entidades do setor privado. Neste ano, foi lançado o Plano Diretor do Mercado de Capitais, que identificou os principais obstáculos para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional e estabeleceram diretrizes a serem seguidas para superar tais obstáculos. Posteriormente, este projeto foi apresentado ao Congresso Nacional, ganhando a simpatia do Parlamento e a adesão da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Banco Central do Brasil e Governo Central (Rocca, 2002).

A partir deste ponto, e com a melhora e estabilidade do cenário econômico doméstico, o mercado de capitais brasileiro encontrou terreno fértil. Observou-se então uma mudança de patamar, que vai desde o aumento nos volumes negociados em bolsa de valores, crescimento de emissões das ações¹ e títulos de dívida (debêntures²) para financiamento das empresas, até a valorização das ações em bolsa. Uma das propostas do Plano Diretor referia-se à educação no mercado de capitais (Rocca, 2002). Esta proposta foi incorporada pela BOVESPA e diversas instituições associadas a ela, entre elas as corretoras de valores mobiliários, que através de cursos, palestras e publicações em *site* vem educando e ganhando novos investidores, principalmente individuais (pessoas físicas).

¹ Ações: são títulos que representam frações do capital de uma empresa. (Mellagi; Ishikawa, 2010, p. 237).

² Debêntures: corresponde a um empréstimo que o comprador do título faz a empresa emissora. Os compradores de debêntures são credores que esperam receber juros periódicos e reembolso específico do principal (valor nominal da debênture) na data de seu vencimento. (Fortuna, 2004, p. 254).

Tabela 1: Pessoas Físicas no Mercado de Capitais – 2010 a 2013

Mês	Investidores Pessoa Física
dezembro-2006	219.634
dezembro-2007	456.557
dezembro-2008	536.483
dezembro-2009	552.364
dezembro-2010	610.915
dezembro-2011	583.202
dezembro-2012	587.165
abril-2013	587.178

Fonte: *site* BM&F Bovespa.

Pinheiro (2009, p. 174) define o mercado de capitais como “um conjunto de instituições e de instrumentos que negociam com títulos e valores mobiliários, objetivando a canalização dos recursos dos agentes compradores para os agentes vendedores”.

Segundo a Comissão de Valores Mobiliários - CVM (2013), as companhias de capital aberto de diferentes portes necessitam de recursos financeiros para realizar investimentos. Entre estes investimentos é possível citar a construção de novas plantas industriais, inovação tecnológica, expansão de capacidade, aquisição de outras empresas ou mesmo o alongamento do prazo de suas dívidas. Os investidores, por outro lado, possuem recursos financeiros excedentes. Tais recursos necessitam ser aplicados de maneira rentável com o objetivo de obterem retorno financeiro no curto, médio ou longo prazo, e com diferentes níveis de risco, contribuindo para o aumento de capital do investidor. Para compatibilizar os interesses entre companhias e investidores, estes recorrem aos intermediários financeiros que cumprem a função de reunir investidores e companhias, propiciando a alocação eficiente dos recursos financeiros na economia.

2.1.1 Bovespa Mais

Segundo dados obtidos no *site* da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros - BM&FBovespa³, o Bovespa Mais é o segmento de listagem do mercado de balcão organizado administrado pela BM&FBovespa, idealizado para tornar o mercado

³ <http://www.bmfbovespa.com.br>, acesso 23/04/2011

acionário brasileiro acessível a um número maior de empresas, em especial, àquelas particularmente atrativas aos investidores que buscam investimentos de médio e longo prazos e cuja preocupação com o retorno potencial sobrepõe-se à necessidade de liquidez imediata.

As empresas candidatas ao Bovespa Mais são aquelas que desejam ingressar no mercado de capitais de forma gradativa, ou seja, que acreditam na ampliação gradual da base acionária como o caminho mais adequado à sua realidade, destacando-se as de pequeno e médio portes, que buscam crescer utilizando o mercado acionário como importante fonte de recursos.

Neste segmento, os investidores encontrarão companhias com firme propósito e compromisso de se desenvolver no mercado, o que é refletido na adoção de elevados padrões de governança corporativa; na busca da liquidez de suas ações; e na postura proativa para a conquista de investidores.

2.1.2 Nutriplant: a primeira participante do Bovespa Mais

Segundo informações obtidas no site da empresa⁴, a Nutriplant Tecnologia e Nutrição foi fundada no ano de 1979, na cidade de Paulínia, São Paulo. É pioneira e reconhecida pelo mercado na produção de micronutrientes para solo no Brasil e referência em tecnologia e qualidade de fertilizantes para solo, foliares⁵, tratamento de sementes e fertirrigação⁶. Micronutrientes são elementos necessários à manutenção de algum organismo. Nas plantas, aproximadamente 95% da composição química, expressa em matéria seca, é constituída de carbono, oxigênio e hidrogênio, enquanto os 5% restantes advêm dos micronutrientes minerais separados em duas categorias: os macronutrientes como o nitrogênio, fósforo, potássio, cálcio, magnésio e enxofre e os micronutrientes como o zinco, boro, cobre, ferro, manganês, molibdênio e cobalto. Eles são importantes para o aumento da produtividade dos grãos, com redução dos custos, tornando-se comum e intenso seu uso nos últimos anos no setor agrícola do Brasil.

⁴ <http://www.nutriplant.com.br>, acesso 27/04/2011

⁵ Foliares - reforço nutricional que pode ser cedido através da chamada adubação foliar. A técnica de adubação foliar consiste em fornecer os fertilizantes através das folhas por borrição ou irrigação fertilizadora. Existem diversos adubos foliares no mercado, nas versões orgânica (à base de enzimas retiradas de esterco animal), química (com macronutrientes presentes em fertilizantes industriais) e organomineral (a combinação do "melhor dos dois mundos"). Fonte: www.jardinagempaisagismo.com, acesso 25/04/2011.

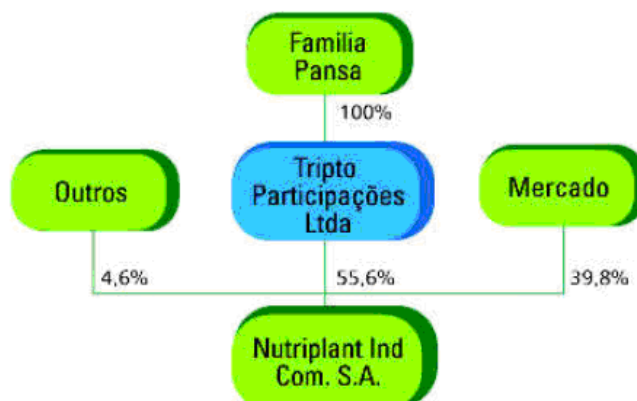
⁶ Fertirrigação - é a aplicação de fertilizantes através da água de irrigação. Fonte: http://www.cnpq.embrapa.br/noticias/not_31a.htm, acesso 25/04/2011.

Conta com profissionais de alto nível técnico e uma equipe de vendas focada em nutrição de plantas buscando oferecer ao agricultor produtos que elevam a produtividade e rentabilidade das culturas agrícolas. Trabalha para atender as crescentes necessidades de seus clientes. Entre os clientes da empresa estão grandes misturadores e produtores de fertilizantes, como a Bunge Fertilizantes e a Fertilizantes Heringer.

Em conversa através de e-mail⁷, o funcionário da empresa informou que a Nutriplant também faz venda direta a produtores rurais a empresas agrícolas e comerciais e a cooperativas de diferentes áreas agrícolas do país por meio de uma rede de vendas exclusiva. A maior parte dos consumidores atuais da empresa está no Estado de São Paulo.

Em 11 de fevereiro de 2008 a empresa abriu seu capital através do segmento de acesso Bovespa Mais, com razão social Nutriplant Indústria e Comércio S.A. onde suas 2.070.100 ações ordinárias foram negociadas ao preço de R\$ 10,00 por ação totalizando uma captação de R\$ 20,7 milhões. As ações da empresa foram ofertadas a investidores qualificados, ou seja, devido ao tamanho da oferta a mesma torna-se desinteressante do ponto de vista econômico e operacional a realização de uma oferta de varejo (pessoas físicas). A companhia não tem participação em outras sociedades e é controlada pela empresa Tripto Participações Ltda que detém 55,6% das ações. O restante do Capital é demonstrado através da figura 1.

Figura 1: Estrutura Societária da Empresa



Fonte: Nutriplant, 2013.

⁷ Funcionário da Nutriplant, Camilo João Cheqyer, email: joao.cheqyer@nutriplant.com.br

O atual valor de mercado da companhia é de R\$ 30,9 milhões e suas ações estão cotadas atualmente em R\$ 2,49 (Sistema Bloomberg, 30/04/2013). Em 2011 o prejuízo da companhia foi de R\$ 10 milhões. Em 2012 o lucro líquido foi de 7 milhões e no primeiro trimestre de 2013 apresentou prejuízo de R\$ 1,3 milhão.

2.1.3 Desenvix

Segundo informações obtidas no site da empresa⁸, a Desenvix é dedicada ao desenvolvimento, implantação e operação de projetos de geração de energia elétrica a partir de fontes renováveis, notadamente por meio de usinas hidrelétricas, pequenas centrais hidrelétricas, parques eólicos e usinas termoelétricas movidas à biomassa e, em menor escala, transmissão de energia elétrica. Foi constituída em 19 de maio de 1995 pelas sociedades Rossi Empreendimentos Ltda. e pela Engevix, inicialmente sob a forma de sociedade limitada e sob a denominação social Desenvix Empreendimentos Ltda., passando posteriormente por um processo de transformação para uma sociedade por ações, operando sob a denominação social "Desenvix S.A.", em 20 de novembro de 1995. Em 05 de maio de 1998 a Jackson por meio de aumento de capital, passou a ser a acionista e controladora. A Jackson é uma sociedade limitada não operacional constituída em 26 de dezembro de 1997. Seu objeto social prevê, dentre outros, a participação em outras sociedades, na qualidade de sócia, acionista, quotista ou membro de consórcio.

A Desenvix foi inicialmente criada com o objetivo de investir e desenvolver novos negócios em infraestrutura e, posteriormente, concentrar apenas na área de geração e transmissão de energia elétrica. Aproveita do conjunto de conhecimentos adquiridos por seus fundadores e principais executivos, por meio das atividades desenvolvidas dentro da afiliada Engevix, já à época com uma importante atuação na indústria de projetos de engenharia para infraestrutura no Brasil.

Em julho de 2006, a Desenvix se associou ao Grupo Energia para a constituição da ENEX, empresa prestadora de serviços de operação e manutenção de sistemas elétricos. A partir de setembro de 2011 a Desenvix passou a deter 100% do capital da ENEX. Atualmente a ENEX possui 34 contratos de operação e manutenção, totalizando 1.145 mega watts.

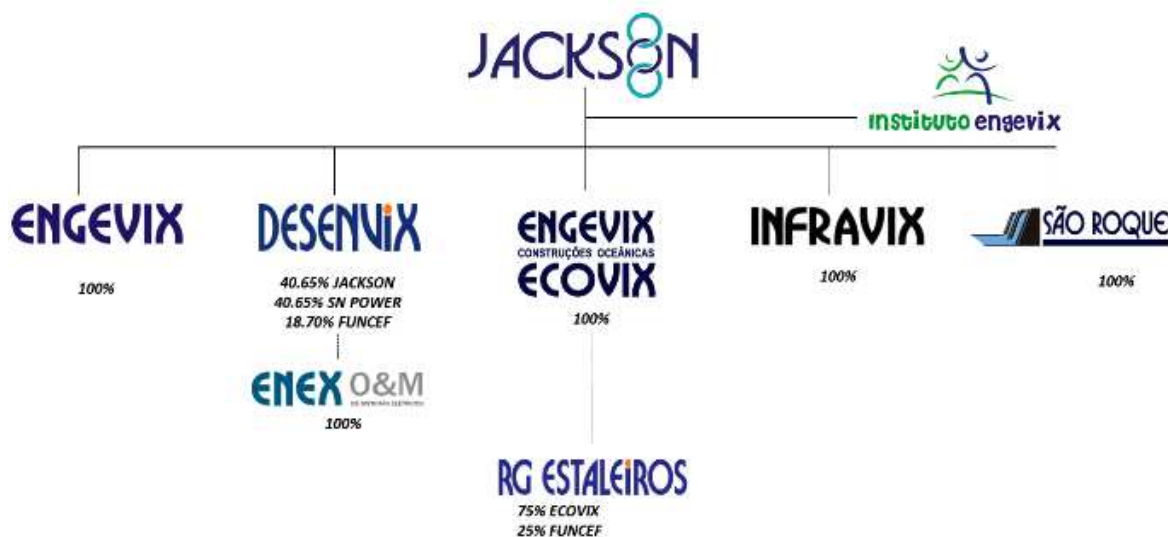
⁸ www.desenvix.com.br, acesso em 16/04/2013

Com o objetivo de custear uma nova fase de expansão da empresa, em setembro de 2009 ela se associou à Fundação dos Economiários Federais - FUNCEF, terceiro maior fundo de pensão brasileiro conforme ranking publicado pela Associação Brasileira das entidades Fechadas de Previdência Complementar - ABRAPP, atualmente com aproximadamente R\$ 45 bilhões em ativos, para constituir a Cevix, empresa que além de incorporar os ativos em operação que pertenciam à Desenvix, teve como objetivo específico implantar e operar ativos de geração em energia renovável. Em 2010 a Desenvix realizou uma reestruturação visando à consolidação do veículo para o processo de emissão pública de ações, incorporando os ativos da Cevix na Companhia. No contexto da reestruturação passou por uma nova alteração em sua denominação social, passando a atuar sob a razão social "Desenvix Energias Renováveis S.A.".

No dia 3 de outubro de 2011, em evento ocorrido na sede da BM&FBOVESPA, com a presença dos acionistas da Desenvix e convidados, a Desenvix realizou o lançamento de suas ações no mercado. As ações da companhia estão registradas com o código DVIX3M no segmento de listagem Bovespa Mais. A empresa promoveu apenas a listagem de suas ações sob o código DVIX3M, sem promover uma oferta pública de ações (IPO). Esse tipo de operação é uma flexibilização disponível para as empresas que ingressam neste segmento e um importante instrumento para que ela se adapte as regras para ser uma companhia aberta.

A partir do dia 08 de março de 2012, a SN Power Energia do Brasil Ltda passou a ser acionista da Companhia. O ingresso da SN Power no capital social da Desenvix se deu por meio da aquisição de ações junto aos controladores, Jackson e FUNCEF, e da subscrição de novas ações. Abaixo segue figura 2 com a demonstração da estrutura societária da empresa:

Figura 2: Estrutura Societária da Desenvix Energias Renováveis S.A.



Fonte: Desenvix Energias Renováveis S.A., 2013.

Com a participação do acionista SN Power, a Desenvix projeta atingir 1.000mw de capacidade instalada em fontes renováveis.

Em 2011 o lucro líquido da companhia foi de R\$ 2,4 milhões. Em 2012 o prejuízo foi de 31,6 milhões e no primeiro trimestre de 2012 apresentou lucro líquido de R\$ 6,7 milhões.

2.1.4 Senior Solution

Em dados obtidos no site da empresa⁹ a Senior Solution atua há mais de 16 anos no mercado brasileiro de tecnologia da informação e é a principal provedora independente de software e serviços para a vertical financeira no Brasil em termos de receita bruta. A Companhia desenvolveu o primeiro aplicativo brasileiro para bancos com o conceito de *full banking system*.

De acordo com o estudo "A receita da rentabilidade para expandir os negócios - Um estudo sobre as PMEs (pequenas e médias empresas) que mais crescem no Brasil", publicado em 2011 pela Deloitte - uma das principais firmas de auditoria e consultoria do mundo - e pela EXAME PME, a Companhia foi reconhecida como uma das empresas brasileiras que mais cresceram entre 2008 e 2010.

⁹ www.seniorsolution.com.br, acesso 16/04/2013

A Senior Solution oferta uma base diversificada de produtos e serviços que atendem as principais necessidades de tecnologia da informação das instituições financeiras presentes no Brasil, e atua por meio de quatro unidades de negócios: *software*, *serviços*, *outsourcing* e consultoria. A Companhia conta com uma base sólida de clientes com os quais mantém relacionamentos de longo prazo. Em 2011, possuía mais de 130 clientes entre bancos, seguradoras, gestores de recursos, Sociedades Corretoras de Valores Mobiliários - CTVMs, Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários - DTVMs e clientes de outros tipos. Seus produtos são utilizados por 10 dos 10 maiores bancos privados brasileiros (em termos de ativo total) e pelas principais corretoras e distribuidoras de valores mobiliários com atuação no País.

No começo de 2012 a Senior Solution realizou sua listagem no Bovespa Mais, sem emissão de ações, aderindo à ideia de entrada na bolsa de valores por meio de um processo dividido em duas etapas: primeiro, uma listagem no Bovespa Mais, sem emissão de ações, como uma forma de ganhar familiaridade com o mercado e seus mecanismos e depois, uma abertura de capital. No dia 08 de março de 2013 ocorreu a oferta pública de ações da Senior Solution no Bovespa Mais, compreendendo a distribuição pública primária de 3.448.275 ações ordinárias emitidas pela companhia e 1.379.310 ações ordinárias de emissão da companhia e de titularidade de acionistas vendedores, ao preço de R\$ 11,50 por ação, onde captou R\$ 55.517.227,50.

O atual valor de mercado da companhia é de R\$ 131,1 milhões e suas ações estão cotadas atualmente em R\$ 11,25 (Sistema Bloomberg, 30/04/2013). Em 2011 o lucro líquido da companhia foi de R\$ 2,3 milhões. Em 2012 o lucro líquido foi de 6 milhões e no primeiro trimestre de 2013 foi de R\$ 601 mil.

2.1.5 Nortec Química

A Nortec Química ingressou dia 28 de maio de 2013 no Bovespa Mais. A companhia promoveu a listagem de suas ações sob o código NRTQ3M, em cerimônia realizada no Espaço Raymundo Magliano Filho. Segundo dados obtidos no site da companhia esse é o segundo passo de um processo que começou em 2002, quando o BNDESPar passou a apoiar a Nortec, tendo adquirido 20% de seu capital social. O BNDESPar foi importante para desenvolver uma estrutura de gestão e governança corporativa mais robusta na Nortec. Graças a essa parceria a

companhia conseguiu crescer 100% nos últimos cinco anos, atingindo o patamar de R\$ 100 milhões de faturamento em 2012.

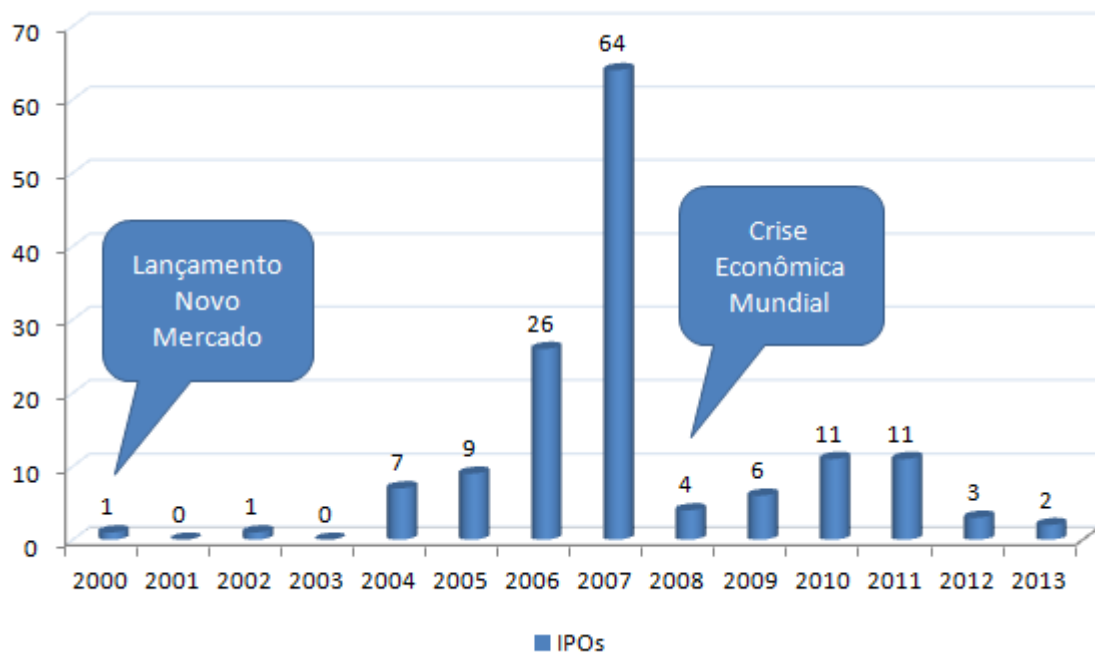
A Nortec é uma farmoquímica brasileira que produz mais de 50 tipos de insumos ativos utilizados na fabricação de medicamentos, com mais de 250 clientes e 30 anos de atuação. A companhia é a principal produtora de Antiretrovirais, contra a AIDS, na América Latina, e a única fornecedora do benznidazol, substância utilizada no combate à doença de Chagas, no mundo. Além disso, fornece Anestésicos Locais, Cardiovasculares, Broncodilatadores, Anti-hipertireoidianos, Antiparkinsonianos, Tranquilizantes, Antiepiléticos, Antivirais, Antiestamínicos, Anticolinesterásicos (Mal de Alzheimer) e Drogas para Doenças Negligenciadas.

Com o ingresso gradual no mercado de capitais através do Bovespa Mais, a Nortec espera fortalecer ainda mais sua imagem perante clientes, instituições financeiras e futuros investidores, facilitando assim o acesso a recursos que serão utilizados no seu próximo ciclo de investimentos. Atualmente, a companhia está ampliando suas três unidades e construindo uma planta nova de Oncológicos e Drogas de Alta Potência localizadas em Duque de Caxias (RJ), um projeto superior a R\$ 60 milhões.

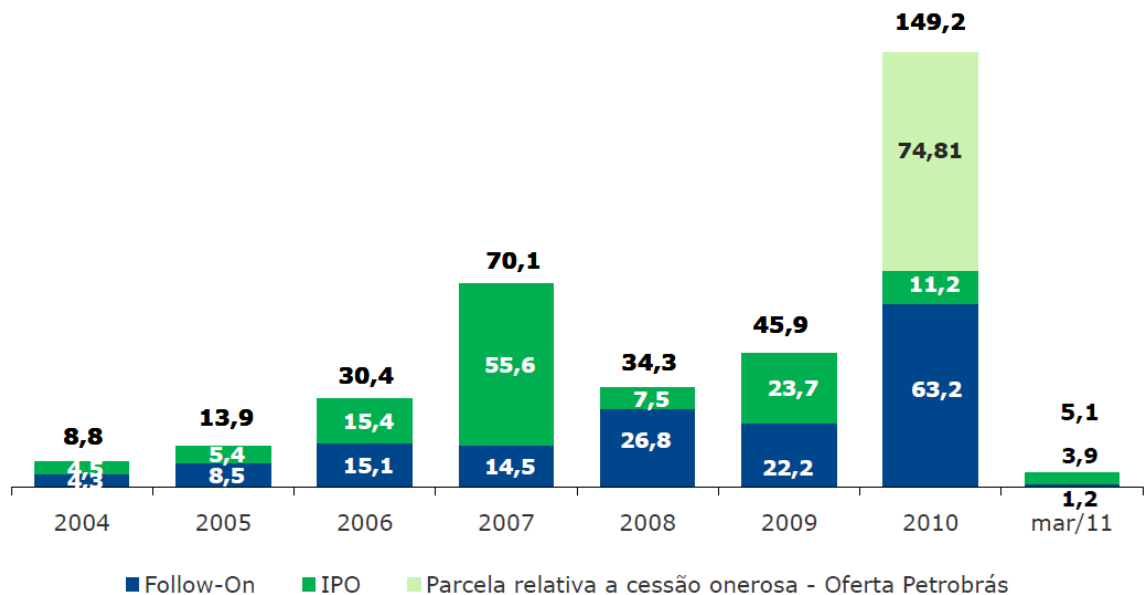
Em 2011 o lucro líquido da companhia foi de R\$ 9,5 milhões e em 2012 o lucro líquido foi de 8,2 milhões.

2.2 SITUAÇÃO PROBLEMÁTICA

O mercado de capitais é hoje uma importante fonte de financiamento a empresas de grande porte no Brasil. Nosso mercado é o terceiro maior mercado em captação de recursos do mundo, décimo terceiro maior mercado de IPOs e primeiro mercado de opção do mundo. Somente no ano de 2007 sessenta e quatro companhias optaram pela abertura de capital, e mais trinta e sete de 2008 a 2013, porém, ainda é um mercado quase que inutilizado para captação de empresas de pequeno e médio porte (apresentação BM&F Bovespa, abril/2011). As figuras abaixo demonstram a evolução de número de IPOs de 1995 a 2013 e o volume em bilhões de reais captados de 2004 a 2011.

Figura 3: Histórico de *IPO's*

Fonte: BM&FBovespa, 2013.

Figura 4: Volume captado em *IPO's* (R\$ bilhões)

Fonte: BM&FBovespa, 2011.

A fim de mudar este cenário, surge no ano de 2005 o Bovespa Mais, para proporcionar a estas empresas acessarem este mercado de forma gradual, através de um mercado de balcão organizado, proporcionando apoio, visibilidade e criando

um ambiente adequado à estratégia gradual de acesso e patamar de liquidez correspondente (BMFBOVESPA, [200-?]).

Atualmente este mercado conta com a participação de quatro empresas: a Nutriplant Tecnologia e Nutrição do ramo de insumos de fertilizantes, listada em fevereiro de 2008, a Desenvix empresa do ramo de desenvolvimento, implantação e operação de projetos de geração de energia elétrica a partir de fontes renováveis, listada em outubro de 2011, a Senior Solution, empresa do ramo de tecnologia da informação listada em 2012 e a Nortec Química listada em maio de 2013. Em contrapartida, empresas como a Companhia de Águas do Brasil (CAB Ambiental), empresa de saneamento controlada pela Galvão Engenharia, cancelou o processo de oferta pública inicial de ações (IPO) que estava em andamento, após as ofertas recebidas ficarem abaixo do valor mínimo previsto (<http://economia.terra.com.br/noticias>, acesso 01/05/2011).

Vê-se ainda, conforme as figuras número 5 e 6, abaixo, um esforço da BM&F Bovespa a fim de divulgar melhor este segmento, através de Fórum de Desenvolvimento Bovespa Mais, reuniões e parcerias com intermediários para promover o Bovespa Mais e estimular atuação no segmento, parceria com entidades e instituições diversas com o objetivo de “levar conhecimento” sobre o mercado de capital brasileiro e listagem em bolsa, elaboração de convênio com entidades de fomento para promoção e desenvolvimento do Bovespa Mais e Novo Mercado, parceria com Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital - ABVCAP e realização do 1º Workshop com Gestores de *Private Equity*¹⁰/*Venture Capital*¹¹, reuniões com consultorias, gestores e outros interessados no segmento e visita a empresas não listadas em bolsa, além da capacitação de executivos e funcionários de empresas fechadas através do Instituto Educacional BM&FBOVESPA. A seguir, apresenta-se, a figura 5, que bem demonstra a exposição das empresas, no Bovespa Mais, na mídia.

¹⁰ Private Equity - é um tipo de atividade financeira realizada por instituições que investem essencialmente em empresas que ainda não são listadas em bolsa de valores, com o objetivo de alavancar seu desenvolvimento. Fonte: site Bradesco Asset (www.bradescoasset.com.br), acesso 02/04/2013.

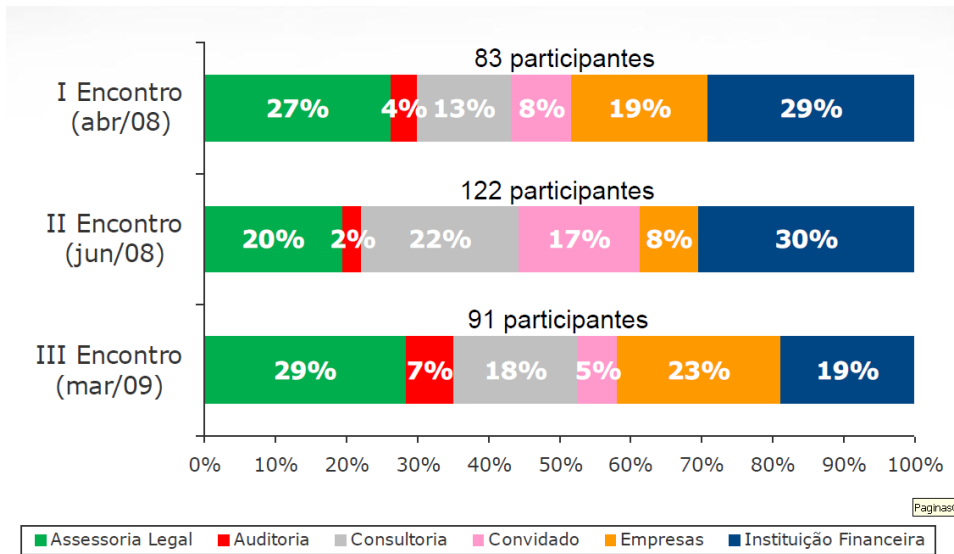
¹¹ Venture Capital - Considera-se venture capital o investimento em *startups* em estágio inicial, com potencial de geração de receitas e lucros ainda incerto, e possivelmente dependente de um produto, tecnologia ou mercado que não tenha sido inteiramente testado como proposição de negócios. O risco de um investimento de *venture capital* tende a ser maior do que o risco de um investimento de *private equity*. Por sua vez, investimentos de *private equity* tendem a envolver empresas mais maduras. Fonte: site <http://www.ventureone.com.br/venture-capital>, acesso 02/04/2013.

Figura 5: Exposição na mídia



Fonte: BM&FBovespa, 2011.

Figura 6: Perfil participantes Encontros Divulgação Bovespa Mais



Fonte: BM&FBovespa, 2011.

Diversos são os artigos encontrados em revistas especializadas na área de Mercado de Capitais¹² abordando os motivos para o não funcionamento deste segmento da Bovespa e muitos citam como barreira ao desenvolvimento deste mercado as atuais regras do segmento.

¹² Revista Capital Aberto edições nº 20, nº 52, ° 76, ° 88
Revista Exame, 17/11/2010

Este trabalho se propõe a realizar um estudo para verificar se as atuais regras de listagem limitam a participação de um número maior de empresas no segmento de acesso Bovespa Mais.

2.3 OBJETIVOS

Esta seção apresenta os objetivos deste trabalho, dividindo-se em objetivo geral e objetivos específicos.

2.3.1 Objetivo Geral

Verificar se as atuais regras de listagem do segmento Bovespa Mais são fatores limitantes para adesão de um número maior de empresas a este segmento de acesso da Bolsa de Valores.

2.3.2 Objetivo Específico

1. Identificar as regras de acesso ao segmento de acesso Bovespa Mais;
2. Verificar as respostas das empresas e profissionais da área de mercado de capitais a respeito do problema deste trabalho.

2.4 JUSTIFICATIVA

Este trabalho focado no segmento de acesso brasileiro conhecido como Bovespa Mais, faz-se oportuno tendo em vista a conclusão do curso de administração de empresas e o interesse da autora em aprofundar seus conhecimentos sobre o mercado de capitais brasileiro, mais especificamente sobre o tema exposto.

Devido à iniciativa da Bovespa em reativar o mercado de acesso no Brasil, conhecido como Bovespa Mais, diversas reportagens sobre este segmento e o levantamento dos motivos da falta de procura ao mesmo foram publicadas. Além disso, em consulta aos principais sites de Universidades do País¹³ não foram

¹³ Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS, acesso através do site www.ufrgs.br, em 20/04/2011
Universidade de São Paulo – USP, acesso através do site www.usp.br, em 20/04/2011

encontrados trabalhos que abordassem, especificamente, os motivos do não funcionamento do mercado de acesso. Desta forma, verifica-se a importância e relevância deste trabalho, a fim de preencher a lacuna na produção científica nacional referente ao tema, servindo de base a futuras pesquisas e a própria Bovespa para melhorias no Bovespa Mais.

3 REVISÃO DE LITERATURA

Atendendo aos objetivos do trabalho, segue a fundamentação teórica do tema.

3.1 FORMAS DE CAPTAÇÃO PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS: FUNDOS DE *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE CAPITAL*

Segundo a Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP), o capital empreendedor é uma alternativa de fonte de recursos financeiros aos empreendimentos que precisam de investimentos. Os fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* – PE/VC (nomes mundialmente utilizados que fazem referência à atividade profissional de intermediação financeira para capital de risco) trabalham na captação de recursos dos investidores e no acompanhamento do investimento. Esses fundos fazem fundamentadas análises de mercado e seleção das empresas que representam boas oportunidades de investimento.

Os fundos de *Private Equity* geralmente investem em empresas que já têm sua operação consolidada com um posicionamento no mercado e geração de caixa já estabelecidos, embora isto não represente um menor envolvimento gerencial por parte dos fundos de investimento em capital de risco. Já o termo *Venture Capital* é normalmente empregado como sinônimo a investimentos em empresas nos seus primeiros estágios (CARVALHO, et al. 2006).

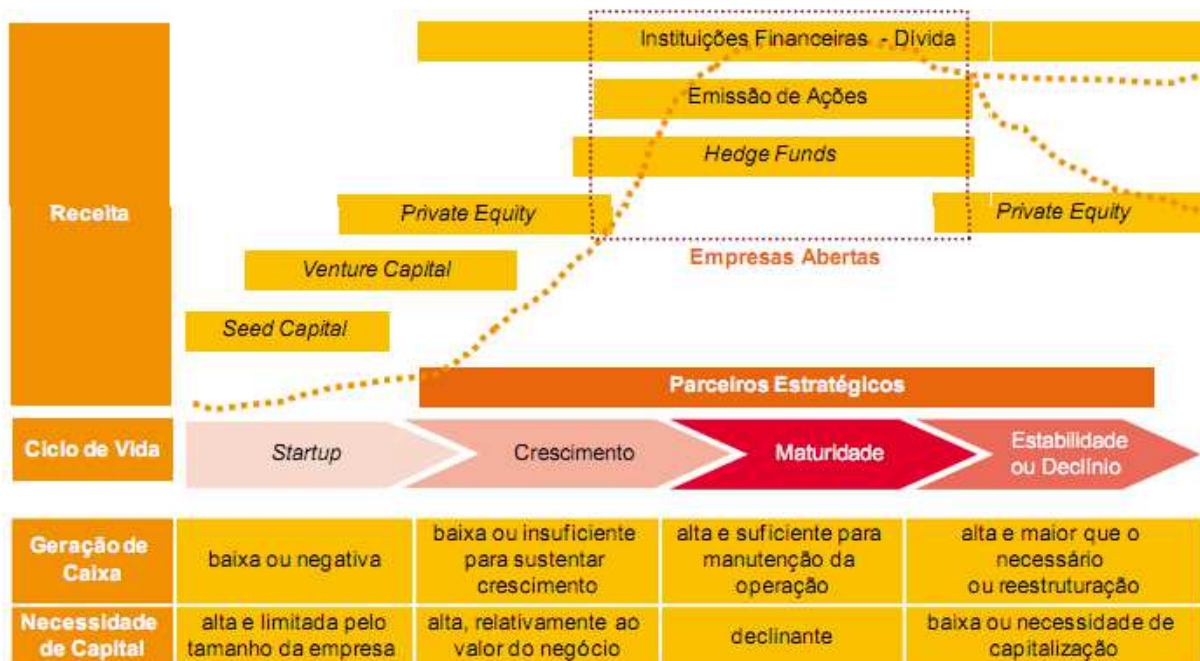
Segundo Fortuna (2004, p. 403), “os fundos de *Private Equity* compram participações minoritárias em empresas privadas sem cotação em bolsas de valores ou em mercados de balcão organizados”. O autor complementa informando que “tais fundos investem em empresas selecionadas pelo seu potencial de crescimento e qualidade de gestão”.

Segundo dados obtidos no site da ABVCAP, o *Private Equity* trata-se de um tipo de investimento que envolve a participação em empresas com alto potencial de crescimento e rentabilidade, através da aquisição de ações ou de outros valores mobiliários (debênture conversíveis, bônus de subscrição, entre outros), com o objetivo de obter ganhos expressivos de capital a médio e longo prazo.

Ainda segundo a ABVCAP através do VC/PE, pequenas e médias empresas que pretendem transformar-se em grandes companhias, passam a dispor de oportunidades adequadas para financiar o seu crescimento, com apoio para a criação de estruturas adequadas de governança corporativa, foco no crescimento e lucratividade, bem como na sustentabilidade futura do negócio.

A indústria de capital de risco é segmentada em nichos de atuação. Para cada estágio evolutivo das empresas ocorre uma necessidade de financiamento específica, existindo um segmento da indústria de capital de risco especializado nesta necessidade. O objetivo da figura 7 é resumir os diferentes estágios de maturidade de uma empresa, apresentar suas necessidades financeiras e quais segmentos da indústria de capital de risco normalmente investe em empresas em cada um dos estágios. A maturidade pode estar representada por diversos aspectos, como idade da empresa, volume de faturamento, número ou qualidade dos clientes, número ou potencial dos produtos ou outros elementos.

Figura 7: Fontes de recurso mais apropriadas durante o ciclo de vida da empresa



Fonte: BM&FBovespa, 2011.

3.2 O QUE É A CVM – ÓRGÃOS REGULADORES

Segundo a própria Comissão de Valores Mobiliários – CVM, ela é uma entidade autárquica, em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, criada pela Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976, com a finalidade de disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários, entendendo-se como tal aquele em que são negociados títulos emitidos pelas empresas para captar, junto ao público, recursos destinados ao financiamento de suas atividades.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é a entidade reguladora do mercado de capitais, que estabelece as normas e resoluções que regulamentam o setor. O objetivo destes órgãos é estabelecer transparência na relação entre o investidor e o gestor, constituindo normas de conduta e regras como o período do investimento, pagamento de taxas de administração, entre outras.

3.3 BOLSA DE VALORES

Uma bolsa de valores é um mercado onde são efetuadas transações de compra e venda de produtos agrícolas, 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.

Para alguns autores as Bolsas de Valores tiveram seu início na Roma Antiga. Já para outros tiveram início na Grécia Antiga, nas mais remotas civilizações, onde comerciantes se reuniam nas maiores praças para tratar de negócios. Há ainda aqueles que as localizam nos bazares palestinos. O certo é que elas surgiram nas mais antigas civilizações com atribuições bem diferentes das bolsas de hoje (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE, 2005, p. 76).

A origem da palavra "Bolsa" - em seu sentido comercial e financeiro está, para muitos, na cidade de Bruges na Bélgica. Esse termo vem de *Van der Burse*, nome do proprietário do local onde se reuniam os comerciantes da época para realização de negócios (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE, 2005, p. 76).

Existem dois tipos distintos de bolsas: a de mercadorias ou comércio e a de valores ou financeiras. A bolsa de valores caracteriza-se pela negociação de valores

mobiliários, em mercado livre e aberto, organizado pelos corretores e fiscalizado pelas autoridades competentes.

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.

Atualmente existem 29 Bolsas de valores no mundo. Com o anúncio das sociedades operadoras das bolsas de Frankfurt e de Nova York ocorrerá a fusão destas bolsas e com isso surgirá à maior plataforma de negociações de ações e derivativos do mundo, com um volume anual de negócios superior a 20 trilhões de dólares e operações em diversos países.

No Brasil, a união da Bolsa de Mercadorias & Futuros – BM&F com a Bolsa de Valores de São Paulo em 25/03/2008 criou a maior Bolsa de Mercadorias e Derivativos da América Latina e a 3ª maior bolsa listada no mundo, com valor de mercado de US\$15,37 bilhões (BM&FBOVESPA, 2011). Esta fusão proporcionou melhor nível de informação e organização, aumentou a liquidez e dinamizou os negócios no mercado de renda variável.

3.4 ABERTURA DE CAPITAL – IPO

Oferta pública inicial, usualmente referida como *IPO* (do inglês *Initial public offering*) é o evento que marca a primeira venda de ações de uma empresa no mercado de ações. Seu principal propósito para empresas novas ou pequenas é levantar capital pela sociedade para utilizar como investimento para expansão da empresa, porém também ocorre em empresas ou corporações maiores por motivos de alavancagem.

O maior IPO registrado pela Bovespa foi do banco Santander Brasil. De acordo com informações divulgadas pela CVM, a operação movimentou 14,1 bilhões de reais para ser investido no Brasil, para um total de 600 milhões de ações. Antes, conforme site da Visanet¹⁴, a maior operação de estréia no mercado acionário brasileiro tinha sido o da empresa, de 8,4 bilhões de reais, no final de junho/2008.

¹⁴ http://www.mzweb.com.br/visanet/web/arquivos/VisaNet_Anuncio_Encerramento_20090706_pt.pdf

Quando as empresas abrem capital, elas transferem aos investidores parte do seu controle acionário. Em troca, as companhias abertas recebem dinheiro para seus investimentos e se financiam, podendo, então, expandir seus negócios.

Vemos que após a estabilidade econômica no Brasil depois da implementação do plano Real e a redução gradativa das taxas de juros domésticas aliadas ao esforço de instituições ligadas ao mercado de capitais (BOVESPA, CVM, investidores, corretoras) no sentido de desenvolvê-lo, vêm fazendo com que aumente significativamente o número de empresas com ações negociadas em bolsa de valores, seja pela manutenção das empresas já listadas e pelo constante número de *IPOs* de empresas que desejam utilizar-se desta fonte de recursos para financiar-se.

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

Nesta mesma linha de pensamento, Pinheiro (2009), afirma:

Quando a empresa defronta-se permanentemente com questões relativas ao financiamento de seus investimentos ou à reestruturação de seus passivos financeiros, a captação de recursos pelo lançamento de valores mobiliários é uma alternativa aos financiamentos bancários (PINHEIRO, 2009, p. 214).

Na matéria de Gradilone e Napolitano, na revista Exame “O Brasil descobre a bolsa” (março/2006), existe uma tabela explicando resumidamente as vantagens e desvantagens de se abrir o capital de uma empresa, conforme segue abaixo no quadro 1:

Quadro 1: Vantagens e Desvantagens na Abertura de Capital

Vantagens	Desvantagens
<p>Funciona como uma opção de financiamento da companhia, mais barata que empréstimos.</p> <p>Torna público os resultados da empresa, o que leva seus executivos a ficar constantemente atentos a seu desempenho</p> <p>A troca de informações com o mercado ajuda os executivos a refletir sobre as decisões estratégicas tomadas na companhia.</p>	<p>Os custos para manter uma empresa aberta podem ultrapassar um milhão de dólares por ano.</p> <p>Os concorrentes têm acesso a muito mais informações sobre a companhia, o que pode acirrar a competição.</p> <p>A pressão dos investidores por resultados trimestrais pode atrapalhar os planos em longo prazo.</p>

Fonte: GRADILONE; NAPOLITANO (2006).

Para Pinheiro (2009, p. 179), a abertura de capital é uma fonte alternativa de recursos das empresas que apresenta grandes vantagens sobre os recursos ofertados pelas instituições financeiras, pois estes últimos são geralmente de prazos limitados e padronizados.

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

Este autor levanta, ainda, mais três hipóteses de motivos para as empresas abrirem seu capital. São elas:

- Viabilizar uma fonte alternativa de financiamento para seus projetos de aumento de capacidade de produção ou para reforço do capital de giro.
- Exigência para captação externa, uma vez que investidores estrangeiros exigem uma qualidade de informação gerencial que só será conseguida caso esta se enquadre nos moldes de uma companhia aberta, ou seja, tenha transparência e sua administração.
- Reorganização Societária que permite que a companhia crie para si diferentes níveis de atividade, e que consiga viabilizar parcerias para cada grupo de atividade, sem que o novo sócio tenha que participar de todos os negócios da empresa inicial. Em geral são constituídas de holdings e novas empresas com nível de especialização maior de seus ativos e atividades (LAMEIRA, 2000, p. 45).

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

Contudo, Pinheiro (2009, p.181), entende que “o mercado de capitais, mais especificamente o mercado primário de ações, constitui uma possibilidade importante para realização de investimento com riscos diluídos e representam uma das maiores fontes de desenvolvimento econômico”. O autor levanta ainda as principais vantagens e desvantagens na abertura de capital:

Quadro 2: Vantagens e Desvantagens na Abertura de Capital

Vantagens	Desvantagens
<p>não acarretam encargo fixo para empresa;</p> <p>não têm prazo de resgate;</p> <p>abastecem uma garantia contra perdas para os credores da empresa. Isso significa que a venda de ações ordinárias aumenta o crédito de valorizações da firma;</p> <p>proporcionam ao investidor melhor barreira contra a inflação, porque representam a propriedade da empresa, que geralmente tem sua valorização, ao longo do tempo, atrelada à inflação.</p>	<p>venda de novas ações ordinárias estende o direito de voto ou controle aos novos compradores de ações;</p> <p>dão aos novos proprietários os direitos de participação nos lucros;</p> <p>tipicamente, devem ser vendidas sob a expectativa de alto retorno básico;</p> <p>os dividendos das ações ordinárias não são dedutíveis como despesa para o cálculo do imposto de renda, não possuindo, assim, benefícios tributários, como é o caso das debêntures que são dedutíveis.</p>

Fonte: PINHEIRO, 2009, p. 180.

Além dos pontos citados acima, a BM&FBovespa indica em seu Manual (2008) como vantagem na abertura de capital a imagem institucional, novo relacionamento com funcionários, profissionalização e liquidez patrimonial. Como desvantagem, destaca a obrigatoriedade de auditoria externa, distribuição de resultados aos novos acionistas, conselho de administração e conselho fiscal, custos legais e administrativos e a necessidade de transparência aos investidores.

Pinheiro (2009) escreve ainda que além das vantagens para a empresa há também vantagens para a economia, com o aumento da produção das empresas que geram empregos e renda, aumento na arrecadação de impostos, e informa que a abertura de capital desencadeia a aceleração da profissionalização da empresa, atingindo os dirigentes e todo o quadro de pessoal.

Percebe-se então que o mercado é um dos melhores meios de capitalização e de autofinanciamento das empresas.

3.4.1 Exigências para abertura de capital

Para Lameira (2000), inúmeras devem ser as providências para que as empresas abram seu capital.

Talvez, a primeira medida seja a aceitação por parte dos atuais acionistas de que precisarão prestar esclarecimentos de sua gestão para os demais acionistas. Portanto, apesar de não parecer importante, a transparência que a administração da empresa passará a ter é, sem dúvida alguma, o principal entrave que as empresas de cultura estritamente fechadas enfrentarão (LAMEIRA, 2000, p. 47).

O processo de abertura de capital de uma empresa requer o pedido de registro como companhia aberta junto a Comissão CVM, para que seus títulos possam ser negociados em Bolsa ou mercado de Balcão. Segundo o site da CVM (2011), a sistemática de registro exige elementos mínimos de informações onde os investidores possam tomar decisões adequadas. Inicialmente, a companhia deve buscar a contratação de auditoria externa independente e a contratação de intermediário financeiro.

Deverá ainda adaptar seus Estatutos, contratar o Coordenador e Distribuidor da Oferta, providenciar a Assembléia Geral Extraordinária deliberando a operação, nomear um Diretor de Relações com Investidores (DRI), criar uma área de atendimento aos acionistas e analistas de mercado e efetuar o anúncio de início de Distribuição Pública (que deverá ser encaminhado a CVM, principais Jornais da cidade da sede empresa e de circulação nacional e *web site* de RI).

Fortuna (2004) descreve as etapas conforme abaixo:

- a) Nomeação do Diretor de Relações com o Mercado, também conhecido como Diretor de Relações com Investidores (DRI). Ele é eleito pelo Conselho de Administração ou por Assembléia Geral. Ele terá a responsabilidade de prestar informações à CVM e aos investidores.
- b) Contratação de Auditores, credenciados pela CVM, que serão responsáveis por auditar anualmente as demonstrações financeiras, e apresentar seu parecer de saúde financeira da empresa. Esta contratação dá a empresa uma maior segurança e confiabilidade, além de cumprimento da exigência (FORTUNA, 2004, p. 483).

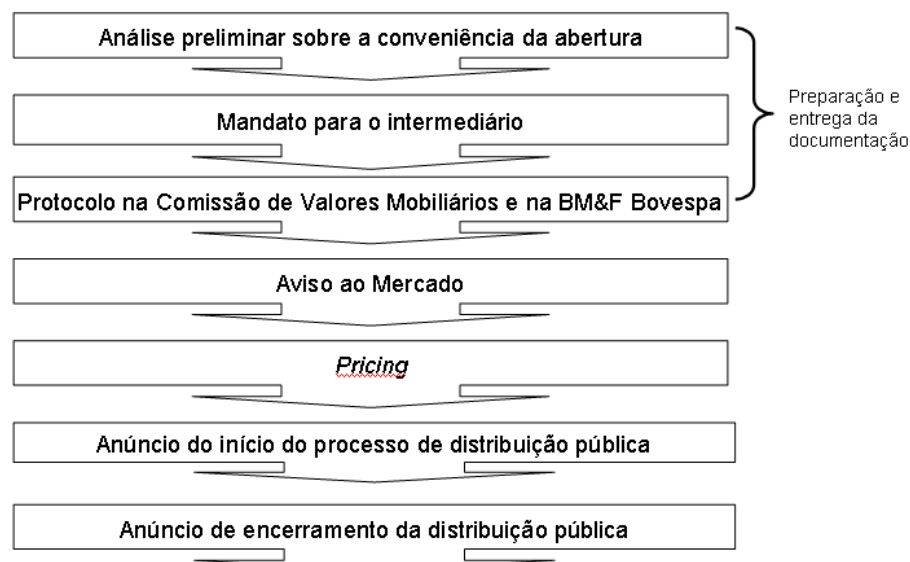
Ainda, segundo Fortuna (2004, p. 483), os documentos abaixo deverão ser apresentados a CVM:

- Ata de reunião do Conselho de Administração ou da Assembléia Geral extraordinária onde foi nomeado o Diretor de Relações com Investidores;

- Requerimento assinado pelo Diretor de Relações com Investidores informando características da distribuição de valores mobiliários ou a dispersão acionária atual;
- Declaração da Bolsa de Valores onde serão negociados os títulos, informando que aprovará o registro da empresa para negociação, caso a mesma seja aprovada pela CVM;
- Cópia do novo estatuto da empresa;
- Cópia das Demonstrações Financeiras e notas explicativas dos três últimos exercícios sociais;
- Relatório da Administração referente ao último exercício Social;
- Parecer do auditor independente;
- Atas de todas as Assembléias Gerais realizadas nos 12 meses anteriores;

Na figura abaixo, Pinheiro (2009) descreve as etapas da abertura de capital:

Figura 8 - Resumo das etapas do processo de abertura de capital



Fonte: PINHEIRO, 2009, p. 223.

Segundo a BM&FBovespa há exigência de que empresas que pretendem acessar o Mercado de Capitais através de um IPO efetuem uma análise detalhada dos aspectos de governança corporativa. Mais adiante este tema será abordado neste trabalho.

3.4.2 Custos envolvidos

Segundo Lameira, “somente se justifica abrir o capital de uma empresa se a cultura reinante passar a ser a de uma companhia efetivamente aberta”. (LAMEIRA, 2000, p. 48)

Lameira (2000) ainda classifica os custos, de natureza diversa, em quatro grupos: custos legais e institucionais, custos de publicação, publicidade e marketing, custos de intermediação financeira e custos internos da empresa.

Pinheiro levanta os seguintes custos:

Estruturar Departamento de Acionistas ou contratar instituição financeira para relacionamento com investidores acionistas ou debenturistas; Transparência/disclosure junto aos investidores; Profissionalização; Custos legais e administrativos; Manter fluxo de informação à CVM, bolsa de valores e mercado; Trimestralmente, apresentar contas de resultado; Semestralmente, contas patrimoniais e de resultado, comentando o desempenho da empresa; Necessidade de debater a estratégia empresarial e divulgação de qualquer fato relevante a cerca da vida da companhia; Eleição de um dos diretores com a função de diretor de relações com mercado; Contratação de auditoria independente; Distribuição de resultados aos novos acionistas; Criação de conselhos de administração e fiscal; Publicações legais; Anuidade à bolsa de valores (PINHEIRO, 2009, p.220).

Na matéria de Arechavaleta, na revista Amanhã “Por que Custa Tanto abrir o Capital” (novembro/2007) foram apresentados os custos abaixo, apresentados na tabela 2:

Tabela 2 - Custos para Abertura de Capital

Pré-preparação do IPO	
Consultoria para questões de governança corporativa	R\$ 100 mil a R\$ 400 mil
Processo do IPO	
Auditoria e emissão de cartas de conforto	R\$ 300 mil
Advogados (em geral, quatro escritórios - um nacional e outro internacional para a empresa e para o banco)	R\$ 200 mil a R\$ 500 mil
Prospecto	R\$ 30 mil
Registro na CVM	R\$ 83 mil
Publicações - convocações de assembleias e publicações de balanços anteriores	R\$ 140 mil
Road Shows - despesas com passagens aéreas, hospedagens alimentação e material de divulgação)	R\$ 300 mil
Comissões dos bancos - valor geralmente cobrado após a operação	3% a 5% do total captado
Pós-IPO	
Auditoria anual	R\$ 100 mil a R\$ 400 mil
Taxa de fiscalização da CVM	
Anuidade da Bovespa	
Publicações	R\$ 136 mil por ano (para empresas de médio e grande porte este valor pode dobrar)
Salário de Diretor de Relações com Investidores	

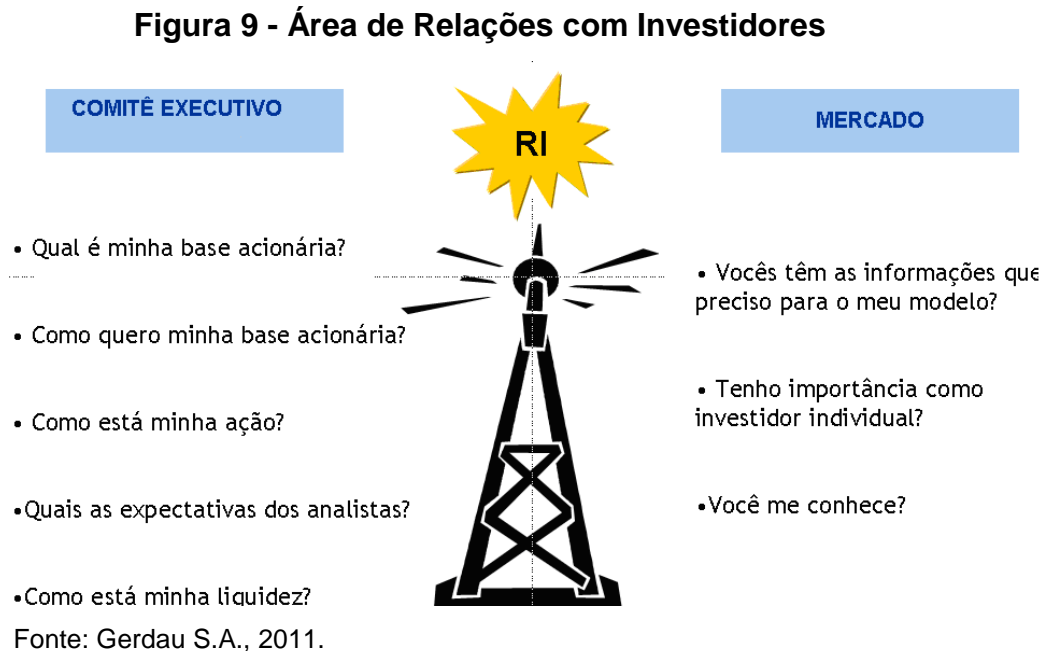
Fonte: adaptado pela autora da ARECHAVALETA, 2007.

3.4.3 Área de RI

Em consulta aos principais sites de empresas de capital aberto com ações listadas¹⁵, foi exposto que a função básica da área de RI consiste no desenvolvimento e implementação de estratégias, com o objetivo de valorizar as ações da empresa no mercado, por meio da melhoria de sua imagem institucional, fornecendo informações sobre seu desempenho, atividades e projetos, de modo a torná-las transparentes aos acionistas e potenciais investidores. Desta forma, em linha com as melhores práticas de Governança Corporativa, a área de Relações com Investidores objetiva transmitir aos acionistas, investidores e ao mercado, informações sobre a Empresa com qualidade, consistência e transparência, em observância a legislação e às regras exigidas pelos órgãos reguladores. Além disso, é a área de Relações com Investidores que filtra as mensagens encaminhadas pelas

¹⁵ Gerdau S.A., Petrobrás S.A., Braskem S.A., Vale S.A.

reações do mercado. Ela funciona como uma antena que transmite e capta informações do mercado, conforme figura abaixo:



Segundo publicação do Instituto Brasileiro de Relações com Investidores – IBRI (2008)¹⁶, as relações com investidores podem ser definidas como parte da administração estratégica de uma empresa, pois envolvem atividades em que a comunicação contribua positivamente para uma justa avaliação da empresa.

Ainda segundo o IBRI, existem alguns conhecimentos necessários ao RI para o mesmo atingir suas metas, são eles: conhecimentos ligados às finanças, marketing financeiro e não-financeiro, contabilidade, comunicação, direito societário e legislação ligada ao mercado de capitais.

3.5 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Souza (2005, p. 8) relata que “na economia anglo-saxônica surgiu um movimento posteriormente denominado *corporate governance*, que alcançou o Brasil em meados dos anos 90, como subproduto da globalização, e foi aqui rotulado segundo sua tradução literal”.

¹⁶ Princípios Éticos e Código de Conduta Profissional Relações com Investidores, publicação IBRI

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), na primeira metade dos anos 90, em um movimento iniciado principalmente nos Estados Unidos, acionistas despertaram para a necessidade de novas regras que os protegessem dos abusos da diretoria executiva das empresas, da inércia de conselhos de administração inoperantes e das omissões das auditorias externas. Conceitualmente, a Governança Corporativa surgiu para superar o "conflito de agência", decorrente da separação entre a propriedade e a gestão empresarial. Nesta situação, o proprietário (acionista) delega a um agente especializado (executivo) o poder de decisão sobre sua propriedade. No entanto, os interesses do gestor nem sempre estarão alinhados com os do proprietário, resultando em um conflito de agência ou conflito agente-principal.

A preocupação da Governança Corporativa é criar um conjunto eficiente de mecanismos, tanto de incentivos quanto de monitoramento, a fim de assegurar que o comportamento dos executivos esteja sempre alinhado com o interesse dos acionistas. Conforme Lodi:

(...) No passado recente, nas empresas privadas e familiares, os acionistas eram gestores, confundindo em sua pessoa propriedade e gestão. Com a profissionalização, a privatização, a globalização e o afastamento das famílias, a Governança Corporativa colocou o Conselho entre a Propriedade e a Gestão (LODI, 2004, p.24).

Nos últimos anos vem crescendo a importância da utilização de boas práticas de Governança Corporativa como parte de uma gestão responsável e com o objetivo de alinhar os interesses das partes envolvidas (*stakeholders*¹⁷) pela administração de uma empresa. O IBGC prega que os princípios básicos ou pilares da Governança Corporativa são as questões relativas à equidade, transparência, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa. Tratam de questões relativas à propriedade, conselho de administração, gestão, conselho fiscal, auditoria independente, conduta e conflitos de interesse. Para Oliveira os pilares podem ser descritos da seguinte maneira:

Garantir a equidade de direitos e deveres entre todos os proprietários e/ou sócios do negócio, independentemente se eles são ou não os administradores. Garantir a transparência nas decisões, comunicando-as claramente para que todos os envolvidos saibam como o negócio está

¹⁷ Stakeholders são as partes interessadas com que a empresa se relaciona: governo, empregados, credores, clientes, fornecedores, acionistas e administradores. Fonte: IBGC

sendo conduzido. Prestar contas das decisões para a concordância de todos, e por fim, adotar uma responsabilidade corporativa que indique que os gestores estão preocupados ou comprometidos em garantir a longevidade do negócio e não apenas com o lucro imediato (OLIVEIRA, 2009, p. 48).

Carvalho¹⁸, (2003 apud OLIVEIRA, 2009, p. 50), destaca que a literatura mais antiga sobre governança corporativa baseia-se no princípio de que as empresas pertencem aos acionistas e que, portanto, a sua administração deve ser em benefício deles.

Oliveira (2009, p. 48) relata ainda que “as boas práticas de governança corporativa asseguram que todos os acionistas terão o mesmo tratamento, sejam controladores ou minoritários, domésticos ou estrangeiros”. E complementa: “Todos os investidores devem ter acesso ao mesmo tipo de informação não importa o tipo ou quantidade de ações adquiridas, e toda mudança nos direitos deve ser submetida a voto”.

Para Williamson¹⁹ (1996, apud ANDRADE; ROSSETI, 2007, p. 138) “A governança corporativa trata de justiça, da transparência e da responsabilidade das empresas no trato de questões que envolvem os interesses do negócio e da sociedade como um todo”.

Carvalho (2003 apud OLIVEIRA, 2009, p. 46) defende que o desenvolvimento do mercado de capitais passa pela instituição de boas práticas de Governança Corporativa. A adoção de modelos eficazes de Governança Corporativa aumenta a liquidez, o volume negociado, à valorização e reduz a volatilidade das ações das empresas, auxiliando na redução da exposição e fatores macroeconômicos.

Em dezembro de 2000 a Bolsa lançou segmentos especiais de listagem das empresas, desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias. Assim, foram criados os níveis diferenciados de governança corporativa, para os quais as empresas listadas na Bolsa pudessem, voluntariamente, aderir. Os segmentos especiais de listagem do mercado de ações (Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Bovespa Mais) foram criados no momento em que

¹⁸ CARVALHO, Antônio Gledson de. Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, jul/set. 2002.

¹⁹ WILLIAMSON, O.E. Corporate finance and corporate governance. In: WILLIAMSON, O. E. The mechanisms of governance. New York: Oxford University Press, 1996.

a Bolsa percebeu que, para desenvolver o mercado de capitais brasileiro, atraindo novos investidores e novas empresas, era preciso ter segmentos de listagem com regras rígidas de governança corporativa.

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

Abaixo segue tabela onde são demonstradas as principais características de cada segmento especial de listagem:

Quadro 3: Níveis diferenciados de Governança Corporativa

	BOVESPA Mais	Novo mercado	Nível 2	Nível 1	Tradicional
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (<i>free float</i>)	25% de <i>free float</i> até o sétimo ano de listagem ou condições mínimas de liquidez	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	Não há regra
Características das Ações Emitidas	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de Administração	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON	100% para ações ON 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Fonte: BM&F Bovespa, 2011.

3.5.1 Nível 1

Pinheiro (2009, p. 282) apresenta como características do Nível 1, “a melhoria de informações ao mercado e a adoção de mecanismos para aumento da dispersão das ações em ofertas”.

A BM&FBovespa informa em folheto dedicado ao Nível 1, disponível em seu site, que não registra automaticamente as empresas no Nível 1, mesmo que, voluntariamente as companhias atendam a todos os requisitos de listagem desse segmento. Informa ainda que para isso é necessária a assinatura do Contrato de Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1, celebrado entre, de um lado, a BM&FBovespa e, do outro, a companhia, os administradores e o acionista controlador. Segundo ela o contrato é imprescindível, pois, enquanto estiver em vigor, torna obrigatório o cumprimento dos requisitos do Nível 1, tendo a BM&FBovespa o dever de fiscalizar e, se for o caso, punir os infratores (BM&FBovespa, 2009,p. 4).

Ainda segundo a BM&F, a empresa que adotar tal nível diferenciado de governança corporativa deverá:

- Realizar ao menos uma reunião pública anual, com analistas e outros interessados, para apresentar sua situação econômico financeira, projetos e perspectivas. O objetivo desses encontros é promover maior aproximação com os investidores.
- A empresa deve também divulgar, até o final de janeiro de cada ano, um calendário anual no qual constem os eventos corporativos programados, tais como: assembléias, divulgação de resultados financeiros trimestrais e anuais, reunião pública com analistas, reuniões do Conselho de Administração, dentre outros. O objetivo desse calendário é facilitar o acompanhamento das atividades da empresa por parte dos investidores e outros interessados. (BM&FBovespa, 2009, p. 7)

E complementa:

- A companhia deve divulgar os termos dos contratos firmados com partes relacionadas, cujos valores, em um único contrato ou em contratos sucessivos, atinjam os fixados no regulamento de Nível 1. O objetivo é fornecer elementos para que os acionistas investidores avaliem esses contratos em comparação às condições normais de mercado.
- O acionista controlador deve divulgar, mensalmente, quaisquer negociações relativas a valores mobiliários de emissão da companhia e de seus derivativos que venham a ser efetuadas. O objetivo dessas divulgações é garantir transparência aos negócios de pessoas que possam ter acesso a informações privilegiadas.(BM&FBovespa, 2009, p. 7)

A BM&FBovespa ainda solicita aos participantes do Nível 1 informações adicionais nas Informações Trimestrais – ITRs. Nesse documento, além das informações econômicas e financeiras já obrigatórias por lei, a companhia deve incluir o seguinte:

Quadro 4: Obrigações Nível 1 - ITRs

Informações Adicionais ITRs
<ul style="list-style-type: none"> - Demonstrações Financeiras Consolidadas - Demonstrações dos fluxos de caixa da companhia e do consolidado. - Abertura da posição acionária, por espécie e classe, de qualquer acionista que detiver mais de 5% das ações de cada espécie e classe 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, por espécie e classe, e sua porcentagem em relação ao total de ações emitidas. - Relatório de revisão especial emitido por auditor independente.

Fonte: adaptado pela autora do *site* da BM&FBovespa.

Além das informações adicionais acima nos ITRs, segundo a BM&FBovespa, as companhias deverão apresentar as Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) e incluir no documento as demonstrações dos fluxos de caixa da companhia e do consolidado, discriminadas em fluxos de operação, dos financiamentos e dos investimentos referentes ao exercício encerrado.

3.5.2 Nível 2

Além das obrigações do Nível 1, empresas que desejem participar deste nível diferenciado de governança corporativa deverão adotar regras societárias. Conforme a BM&FBovespa (2009, p. 5), “dentre os requisitos para a listagem no Nível 2, os mais relevantes são os compromissos societários que garantem maior equilíbrio de direitos entre todos os acionistas”.

No quadro 5 são apresentadas as exigências com relação a Regras Societárias:

Quadro 5: Obrigações Nível 2 - Regras Societárias

Regras Societárias
<p>Caso a companhia tenha ações preferenciais, deve conferir direito de voto restrito a essas ações nas seguintes situações:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia. - Aprovação de contratos entre a companhia e o seu controlador ou outras sociedades nas quais o controlador tenha interesse, desde que sejam matérias de assembleia. - Avaliação de bens que concorram para aumento de capital. - Escolha de empresa especializada para determinação do valor econômico da companhia, nos casos exigidos pelo Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2. - Em caso de venda de controle acionário, o comprador estenderá a oferta de compra a todos os demais acionistas detentores das ações ordinárias, assegurando-se o mesmo tratamento dado ao controlador vendedor. Para as ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, deverá ser oferecido, no mínimo, 80% do valor pago às ações ordinárias. - Em caso de fechamento de capital ou cancelamento do contrato de nível 2, o controlador ou a companhia, conforme o caso, deve fazer 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 se computando os votos em branco, a escolha dar-se-á por maioria de votos dos acionistas das ações em circulação presentes na assembleia que, se instalada em primeira convocação, deverá contar com a presença de, no mínimo, 20% do total de 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.

Fonte: adaptado pela autora do site da BM&FBovespa.

A BM&FBovespa instrui que assim como no Nível 1, as empresas que optarem pela adesão ao Nível 2 deverão incluir em suas DFPs as demonstrações dos fluxos de caixa da companhia e do consolidado, discriminadas em fluxos de operação, dos financiamentos e dos investimentos referentes ao exercício encerrado, bem como, no Relatório da Administração, a informação da existência e vinculação à Cláusula Compromissória de arbitragem. Com relação à definição do motivo pelo qual a câmara de arbitragem foi instituída a BM&FBovespa (2009) diz, “com o objetivo de agilizar a solução de eventuais conflitos societários. Proporciona

aos seus participantes um grupo de árbitros especializados em matérias societárias, com economia de tempo e, conseqüentemente, de recursos”.

Ainda segundo a BM&FBovespa, as empresas participantes deste nível diferenciado de Governança deverão “divulgação de informações financeiras em padrão internacional. Com a intenção de aumentar sua visibilidade e focando especialmente os investidores estrangeiros”. Para isto deverão ao fim do exercício social, elaborar demonstrações financeiras ou demonstrações consolidadas, conforme previsto nos padrões internacionais de contabilidade, aceitando-se o IFRS ou US Gaap. Para o cumprimento desse requisito, em função da sua complexidade, há um prazo de carência de aproximadamente dois anos. Deverão também elaborar as demonstrações financeiras trimestrais de acordo com os padrões internacionais ou divulgar as ITRs, no padrão do Nível 2, traduzidas para a língua inglesa.

Como requisito adicional para o Formulário de Referência (documento exigido pela CVM), segundo a BM&FBovespa:

A Companhia deverá informar e manter atualizada a posição acionária por espécie e classe de todo aquele que detiver 5% (cinco por cento) ou mais das ações de cada espécie e classe do capital social da Companhia, de forma direta ou indireta, até o nível de pessoa física, desde que a Companhia tenha ciência de tal informação. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2011, pg.12)

3.5.3 Novo Mercado

O Novo Mercado, segmento com o mais elevado padrão de Governança Corporativa, foi implementado pela BM&FBovespa com o objetivo de aumentar a confiança e a disposição dos investidores de adquirirem ações de empresas que respeitem os direitos dos acionistas. Segundo a BM&FBovespa, trata-se de “um segmento especial no qual são negociadas apenas ações de companhias comprometidas com práticas de Governança Corporativa que aumente a transparência da empresa e proporcione maior alinhamento de todos os acionistas”.

As companhias listadas no Novo Mercado só podem emitir ações com direito de voto, as chamadas ações ordinárias (ON).

Por se tratar de uma mudança relevante nas estruturas de capital das companhias, é mais comum que as empresas que decidem abrir o seu capital, já tomem esta decisão de integrar o segmento especial de listagem do Novo Mercado durante este processo (BM&FBovespa, 2011).

Abaixo, no quadro 6 as principais regras do Novo Mercado:

Quadro 6: Regras Novo Mercado

Regras Novo Mercado
<ul style="list-style-type: none"> - O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto. - No caso de venda do controle todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (<i>tag along</i> de 100%). - Em caso de deslistagem ou cancelamento do contrato do Novo Mercado com a BM&FBovespa, a empresa deverá fazer oferta pública para recomprar as ações de todos os acionistas no mínimo pelo valor econômico. - O Conselho de Administração deve ser composto por no mínimo cinco membros, sendo 20% dos conselheiros independentes e o mandato máximo de dois anos. - A companhia também se compromete a manter no mínimo 25% das ações em circulação (<i>free float</i>). - Divulgação de dados financeiros mais completos, incluindo relatórios trimestrais com demonstração do fluxo de caixa e relatórios consolidados revisados por um auditor independente. - A empresa deverá disponibilizar relatórios financeiros anuais em um padrão internacional aceito. - Necessidade de divulgar mensalmente as negociações com valores mobiliários da companhia pelos diretores, executivos e acionistas controladores.

Fonte: adaptado pela autora do site da BM&FBovespa.

Nicolodi (2007), em artigo publicado no site da Revista Jus Vigilantibus, informa que a criação do Novo Mercado foi oportuna devido à inovação por exigir das empresas participantes do mercado uma mudança cultural quanto à divulgação de informações mais amplas e objetivas. Segundo ela, este fator acaba por despertar um maior interesse de investidores nacionais e internacionais, resultando na valorização e maior liquidez das ações.

Ainda segundo Nicolodi (2007), “a performance de rentabilidade, associada ao aumento de volume negociado que se pôde notar no setor desde então, é consequência dessa nova política adotada pelas empresas dispostas a seguirem a Cartilha da CVM”.

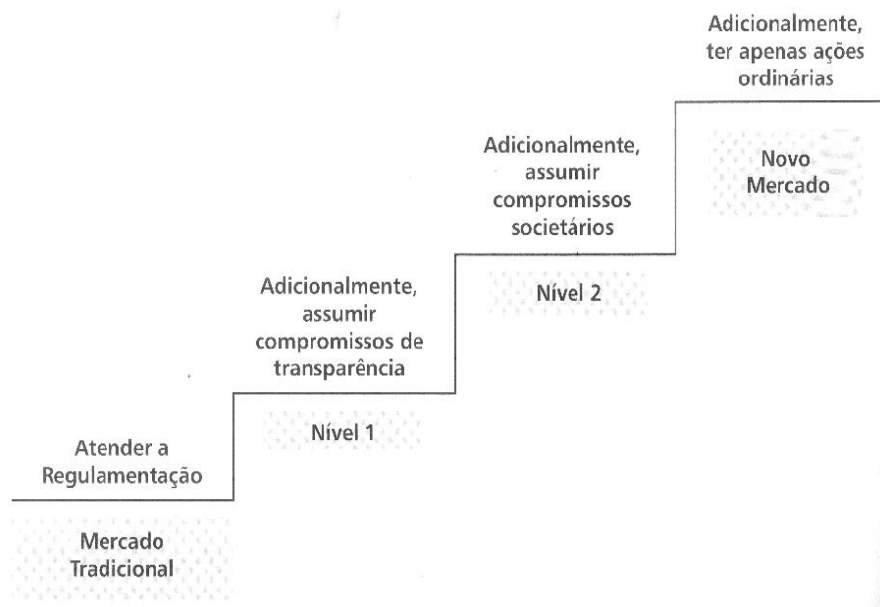
Pinheiro (2009, p. 283) ressalta os principais benefícios do Novo Mercado sob a ótica de investidores, empresas, mercado acionário e Brasil. Para os investidores elenca a maior transparência nos processos e mais respeito aos seus direitos societários, com a redução de risco no investimento. Para as empresas, a melhora na imagem institucional, valorização das ações e menor custo de capital. Para o mercado acionário o aumento de liquidez e aumento no número de emissões

e finalmente, para o Brasil, empresas mais fortes e competitivas e o fortalecimento do mercado de capitais.

Tanto a BM&FBovespa quanto Nicolodi (2007) ressaltam que a transparência e qualidade das informações prestadas pelas empresas que negociam suas ações na Bolsa de Valores, associado a um alto grau de segurança aos direitos dos acionistas, inclusive minoritários, denota um mercado financeiro atrativo aos investimentos, e este é o motivo do sucesso das captações ocorridas nos últimos IPOs.

Nicolodi (2007) complementa “pela ótica das empresas, aquelas que se enquadrarem às regras do Novo Mercado deverão obter do mercado uma melhor precificação de suas ações, conseguindo, com isso, menores custos de captação”. Percebe-se então, que os investidores estão dispostos a pagar mais pelas ações das empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa e apresentam maior grau de transparência.

Figura 10 - Compromissos adicionais nos níveis da Bovespa.



Fonte: Pinheiro, 2009, p. 282.

3.5.4 Bovespa Mais

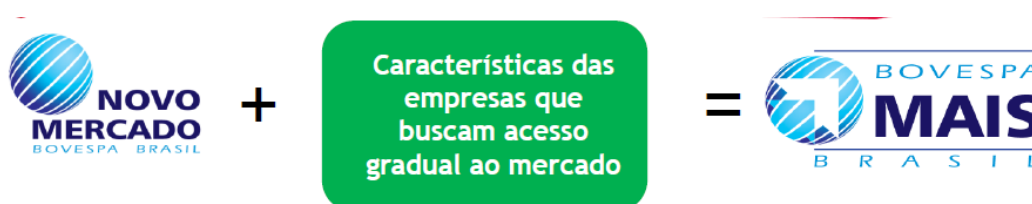
Em 16 de maio de 2005 foi lançado o segmento especial de listagem, idealizado pela BM&FBovespa denominado Bovespa Mais. Segundo a BM&FBovespa o objetivo deste segmento é tornar o mercado de ações brasileiro acessível a um número maior de empresas, especialmente àquelas que desejam entrar no mercado aos poucos, como empresas de pequeno e médio porte, que enxergam o mercado como uma importante fonte de recursos e que buscam adotar estratégias diferentes de ingresso no mercado de ações: captação de volumes menores, aumento de exposição junto ao mercado para criar valor e realização de distribuições mais concentradas, por exemplo.

O Bovespa Mais tem a intenção de funcionar como um pré mercado, acolhendo empresas com estratégia gradual de acesso ao mercado de capitais.

Ainda segundo a BM&FBovespa, “as empresas listadas no Bovespa Mais tendem a atrair investidores que visualizem nelas um potencial de desenvolvimento mais acentuado, quando comparadas com empresas listadas no mercado principal”.

As regras de listagem do Bovespa Mais são semelhantes às do Novo Mercado e, da mesma forma, as empresas nele listadas assumem compromissos de elevados padrões de governança corporativa e transparência com o mercado.

Figura 11 - Bovespa MAIS



Fonte: BM&FBovespa, 2011.

A bolsa brasileira presta todo o apoio as companhias que desejem acessar o Bovespa Mais, uma vez que possui interesse que este mercado realmente tenha um número maior de companhias listadas. Para isso presta apoio na realização de apresentações para analistas e investidores e divulgação junto a corretoras, clubes de investimento e outras entidades.

A capacitação das candidatas ao Bovespa Mais complementa o programa. O ponto de partida é o curso prático de abertura de capital, realizado via internet. Na

sequencia, vêm os treinamentos de governança corporativa (ministrados pelo IBCG – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) e de relações com investidores (a cargo do IBRI – Instituto Brasileiro de Relações com Investidores). Segundo Wang Jiang Horng, gerente de desenvolvimento de empresas da Bovespa, em entrevista a Revista Capital Aberto²⁰, “as iniciativas visam melhorar as condições dessas empresas para a futura venda de ações e nelas fortalecer a cultura de companhia de capital aberto”.

Além das informações mencionadas acima, segue abaixo lista de serviços oferecidos pela BM&FBovespa para empresas que acessarem o Bovespa MAIS:

- Apoiar caminho a percorrer na busca de liquidez;
- Descontos nas anuidades pagas à Bovespa, que variam de acordo com o tamanho da empresa, sendo que no primeiro ano ocorre a isenção total e a mesma termina gradualmente no quinto ano de listagem;
- Patrocínio de relatórios periódicos realizados por consultorias independentes;
- Produção de relatórios e publicações que vão ser enviados a investidores qualificados com informações do Bovespa MAIS e empresa participante;
- Treinamentos para a equipe que trabalhará na área de Relações com investidores da empresa listada.

A BM&FBovespa não especifica setores de atuação ou volumes de faturamento para ingresso no Bovespa Mais. Toda empresa que tenha boas perspectivas de crescimento, esteja disposta a adotar práticas de governança corporativa similares às das companhias listadas no Novo Mercado e assuma o compromisso de manter pelo menos 25% do capital livre para negociação a partir do sétimo ano de operação é considerada uma potencial candidata.

Para viabilizar o processo de construção da cultura de companhia aberta, e respeitar o caráter gradual de acesso, a Bolsa dispensa as participantes do Bovespa MAIS de algumas regras do Novo Mercado, como as obrigatoriedades de manter um conselho de administração com número mínimo de cinco conselheiros, apresentar demonstrações anuais em padrão internacional ou demonstrações trimestrais com revisão limitada de auditoria.

²⁰ Revista Capital Aberto. Vãos mais altos Edição: Ano 3 | No. 26 | Outubro/2005 | pág. 10 a 14

Quadro 7: Semelhanças x diferenças Bovespa MAIS

Semelhanças Novo Mercado x Bovespa Mais	Diferenças Novo Mercado x Bovespa Mais
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Emitir apenas ações ordinárias após o ingresso; ▪ <i>Tag along</i> de 100% para as ações ordinárias; ▪ Oferta Pública, no mínimo, pelo valor econômico (deslistagem e fechamento de capital); ▪ Adoção de arbitragem para solução de conflitos; ▪ <i>Lock-up</i> para acionistas controladores e administradores nos 6 meses iniciais. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Caso existam ações preferenciais emitidas, essas serão admitidas à negociação e deverão ser conversíveis em ordinárias; ▪ Conselho de Administração de acordo com legislação, composto por, no mínimo, três membros; ▪ <i>Free float</i> mínimo de 25%, até o 7º ano de listagem;; ▪ Dispensa de esforço de dispersão em caso de distribuição pública.

Fonte: adaptado pela autora do site da BM&FBovespa.

Segundo Ricardo Magalhães, gestor de renda variável da Mellon Global Investment, em entrevista a Revista Capital Aberto, alguns pontos preocupam em relação ao Bovespa MAIS. Segundo ele “mais do que a dificuldade de atração de investidores estrangeiros (em consequência do pequeno volume ofertado), questões relacionadas aos custos de migração para uma estrutura de companhia aberta e sua manutenção também preocupam”. A entrevista aponta o exemplo de um segmento de acesso especial alemão, o Neuer Markt.

Lançado como um dos segmentos diferenciados da bolsa de Frankfurt em 1997, o Neuer Markt dirigia-se especificamente a “*start ups*” e empresas de tecnologia. Seu encerramento, em junho de 2005, ocorreu por ter sido o Neuer Markt, com o tempo, considerado redundante, e não ter encontrado um espaço que justificasse a sua diferenciação. Ou seja, as particularidades do segmento especial deixaram de fazer sentido, visto que as companhias enxergavam a possibilidade de migração para segmentos de listagem mais prestigiados (Revista Capital Aberto, 2005).

Abaixo lista de exigências para abertura de capital através do Bovespa Mais e suas particularidades:

- *Free Float* (ações em circulação) de 25% até o sétimo ano de listagem ou condições mínimas de liquidez: segundo dados obtidos no site da CVM, entende-se por *Free Float* (ações em circulação) todas as ações emitidas pela companhia

objeto, excetuadas as ações detidas pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia objeto, e aquelas em tesouraria. No caso do Bovespa Mais a empresa deverá garantir que 25% das ações emitidas não estejam subscritas pelo Controlador da empresa e não estejam em tesouraria.

- Emissão de apenas ações Ordinárias: emissão de ações ordinárias, ou seja, com direito a voto nas assembleias da Companhia.

- Três membros no Conselho de Administração: segundo a CVM (2013) “o conselho de administração, elo entre os sócios e a gestão, é o órgão responsável por estabelecer as diretrizes da organização e tem o dever de zelar por sua longevidade. Por este motivo, suas atribuições referem-se a assuntos estratégicos e de monitoramento”.

- *Tag a long* de 100% para as ações Ordinárias: em caso de venda da companhia deverá ser garantido à extensão da oferta feita ao controlador para os detentores de ações ordinárias.

- Adoção de Câmara de Arbitragem do Mercado: A Câmara de Arbitragem do Mercado, instituída pela então BOVESPA em julho de 2001, visa a oferecer um foro especializado para a solução de questões relativas ao direito empresarial, sobretudo as que versam sobre o mercado de capitais e o direito societário.

3.6 MERCADOS DE ACESSO NO MUNDO

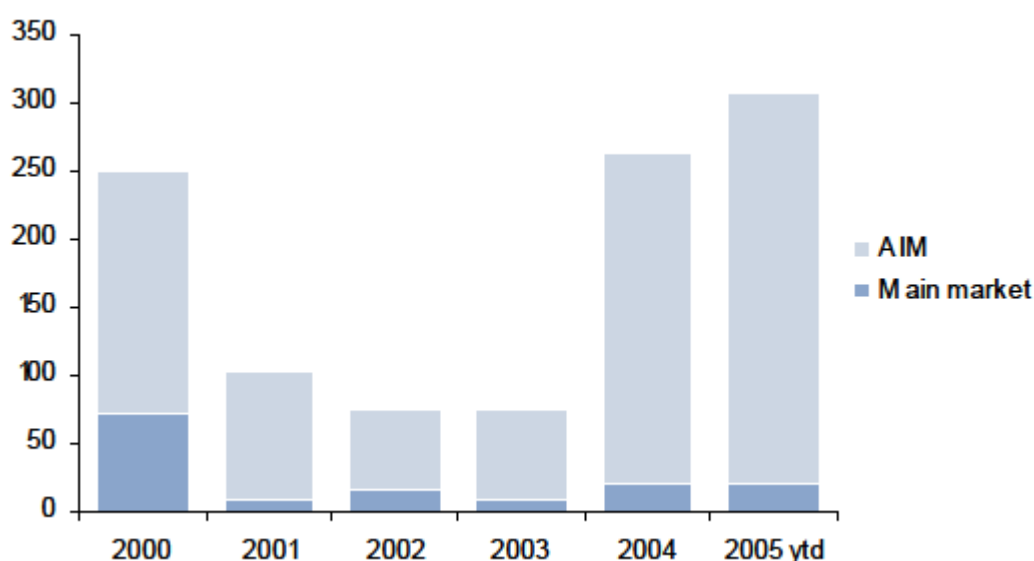
Segundo Cypel (2006, p. 24), “de forma a facilitar o acesso ao mercado de capitais a empresas menores, visando o lançamento de ofertas públicas iniciais, foram criados diversos mercados secundários na Europa nos anos 90”. Ele indica os mercados secundários no Reino Unido, o Unlisted Securities Market (USM), que foi substituído no final de 1996 pelo Alternative Investment Market (AIM), na França o Nouveau Marche, na Holanda o NMAX e na Alemanha, o já citado neste trabalho Neuer Markt.

Dos mercados citados acima, apenas o AIM teve sucesso. Segundo Bushrod (2006, apud CYPEL, 2006, p. 24), o número de empresas que entraram na listagem da IAM em 2005 foi acima de quinhentas, 45% a mais que em 2004. Possui conforme dados de julho de 2012 1.114 empresas listadas. Este mercado chama a atenção pela maturidade e tamanho das suas empresas: 38% das empresas listadas

têm capitalização de mercado entre US\$16 MM e US\$80 MM e 24%, acima de US\$ 80 MM.

Na figura 12 é possível comparar o número de IPOs no AIM e no mercado primário de Londres do ano 2000 a 2005.




Figura 12 - IPOs Mercado Primário x AIM



Fonte: KPMG, 2006.

Existem ainda outros exemplos como o TSX Venture, criado em 1997 pela Toronto Stock Exchange. Conta com 2.277 empresas listadas (dados BM&FBovespa até maio/2012).

Tabela 3 - BOVESPA MAIS x AIM Market x TSX Venture

Bolsa/segmento			
Quantidade de empresas pesquisadas	1	12	12
Volume médio captado	-	£27.000.000,00	£12.000.000,00
	R\$ 20,7 milhões	R\$ 53 milhões	R\$ 20 milhões
Custo IPO/Total capitado	7,1%	7,7%	14%

Fonte: BM&FBovespa, 2011.

Recentemente a BM&FBovespa criou um grupo de trabalho a fim de diagnosticar as medidas mais apropriadas para os estímulos à abertura de capital e

visitou sete países no mundo (Austrália, Canadá, China, Coreia do Sul, Espanha, Polônia e Reino Unido), com a intenção de contribuir para o mercado brasileiro. O grupo de trabalho foi formado por representantes da Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, da BM&FBovespa, da Comissão de Valores Mobiliários e da Agência Brasileira de Inovação. Este grupo gerou o estudo “Utilização do Mercado de Capitais para o Financiamento de Pequenas e Médias Empresas por meio de Ações”, identificando modelos diferentes de mercado, variando muito em função do tamanho e características das empresas, dos arranjos regulatórios e autorregulatórios, do perfil de investidores e intermediários. Abaixo tabela 4 contendo os países visitados, mercado alternativo respectivo e mercado principal:

Tabela 4 – Mercados de acesso no mundo

País	Mercado Alternativo	Mercado Principal
Inglaterra	Alternative Investment Market (AIM) Criado em 1995 1.114 empresas listadas (jun/12)	London Stock Exchange (LSE) Criado em 1698 1.372 empresas listadas (mar/12)
Canadá	Toronto Stock Exchange Venture (TSXV) Criado em 1997 2.277 empresas listadas (mai/12)	Toronto Stock Exchange (TSX) Criado em 1861 1.577 empresas listadas (mai/12)
Espanha	Mercado Alternativo Bursátil (MAB) Criado em 2008 21 empresas listadas (mai/12)	Bolsas Y Mercados Españoles (BME) Criado em 1831 130 empresas listadas (dez/11)
Polônia	New Connect (NC) Criado em 2007 397 empresas listadas (jun/12)	Warsaw Stock Exchange (WSE) Criado em 1991 434 empresas listadas (jun/12)
Coreia do Sul	KOSDAQ Criado em 1987 785 empresas listadas (jun/12)	KOSPI Criado em 1956 1.031 empresas listadas (jun/12)
China ²	Chinext Criado em 2009 332 empresas listadas (jun/12)	SME Board Criado em 2004 683 empresas listadas (jun/12)
Austrália	Australian Securities Exchange (ASX) Criado em 2006 como resultado da fusão da Australian Stock Exchange ³ e a Sydney Futures Exchange 2.211 empresas listadas (jun/12)	

Fonte: BM&FBovespa, 2013.

O grupo de trabalho verificou que em alguns dos países visitados foram criados mecanismos a fim de contribuir para o mercado de acesso: (i) criação de incentivos tributários específicos para investidores que aportam recursos nessas empresas; (ii) fomento à criação de veículos de investimento específicos para esse mercado; (iii) formulação de normas específicas para facilitar o acesso dessas

empresas ao mercado de capitais, incluindo normas de *disclosure*; (iv) concessão de auxílio financeiro às empresas para cobrir os custos associados ao processo de pré-listagem. Desta forma, o mercado tornou-se mais atrativo aos investidores e pequenas e médias empresas.

Além disso, esta pesquisa revelou que algumas obrigações de *disclosure* e de governança possuem um desconto em relação ao mercado principal. É o caso dos mercados alternativos mais focados em empresas muito pequenas ou *startups* (forte concentração em IPOs abaixo de US\$5 MM), como a TSXV (ticket médio de US\$2 MM) e NC (ticket médio de US\$1 MM). A TSXV (Canadá) dispensa o Formulário Anual de Informações (semelhante ao “Form 20F”²¹), dispensa a auditoria em Demonstrações Financeiras trimestrais, concede um prazo maior para entrega das Demonstrações Financeiras anuais e trimestrais, exige apenas um formulário simplificado de Governança e restringe a informação ao mercado a transações muito relevantes. O NC (Polônia) dispensa as Demonstrações Financeiras semestrais e o Relatório semestral. As Demonstrações Financeiras trimestrais são substituídas por um relatório com itens selecionados, o prazo para a entrega de informações periódicas é maior, e para as informações de governança a lista de “*Comply or Explain*” é mais simplificada. E o TSXV (Canadá) e NC (Polônia) permitem a emissão de ações preferenciais (com direitos diferenciados), mas os emissores em geral restringem-se em emitir ações ordinárias.

Desta forma, verificou-se que existem regras flexíveis para tais mercados comparados aos mercados principais.

²¹ Form 20-F é um formulário anual submetido a US Securities and Exchange Commission (SEC) por certas empresas estrangeiras para prestar informações consideradas relevantes ao mercado norte-americano.

4 METODOLOGIA

Neste capítulo serão abordados os temas referentes à metodologia aplicada para que este trabalho alcance os objetivos geral e específico, assim respondendo ao questionamento problemático proposto.

Conforme Michel (2009, p. 35), pode-se definir metodologia científica como: “[...] um caminho que se traça para atingir um objetivo qualquer [...]”. Diz ainda ser a “[...] maneira de conduzir uma pesquisa; uma preocupação instrumental; trata das formas de se fazer ciência; cuida dos procedimentos, das ferramentas, dos caminhos [...]”.

Vergara (2011, p. 3) afirma que método é um caminho, uma forma, uma lógica de pensamento.

Para Michel (2009), a pesquisa científica é:

[...] um procedimento intelectual, racional, fruto de curiosidade e indagação. Trata-se de uma atitude de busca de respostas, de novas verdades, novas explicações sobre fatos, objetos, sobre a realidade, enfim. A necessidade dessa busca surge a partir de uma questão não respondida, de um problema que nos induz a procurar resposta, de uma curiosidade de conhecer a fundo algo que nos fascina ou motiva. [...]. (MICHEL, 2009, p. 36).

4.1 NATUREZA DA PESQUISA

A definição do estudo apresentado proporciona como sentido à pesquisa diagnóstico, que segundo Roesch (1999), busca explorar o ambiente, levantar e definir problemas.

Carvalho Neto e Pilger (2007, p. 34) afirmam que a pesquisa-diagnóstico destina-se a: “(...) levantar e definir os problemas da organização”. Desta forma, a natureza de pesquisa foi escolhida em virtude do tipo de estudo realizado que é verificar se as atuais regras de listagem do segmento de acesso Bovespa Mais são um fator limitante para adesão de um número maior de empresas ao segmento, explorando este ambiente, levantando as regras e identificando se as mesmas são consideradas um fator limitante.

4.2 ABORDAGEM

Para este estudo foi utilizada a pesquisa qualitativa, permitindo descrever, analisar e compreender o tema proposto neste trabalho. Conforme Michael (2009, p. 37), “convence na forma de experimentação empírica, a partir de análises feitas de forma detalhada, abrangente, consistente e coerente, assim como na argumentação lógica das idéias”.

Segundo Hair Jr, Wolfinbarger, Ortinau e Bush (2010, p. 108) “a pesquisa qualitativa em geral descobre achados e reações que não eram antecipados, e um dos objetivos comuns é fazer descobertas preliminares sobre os problemas de pesquisa”.

4.3 DELINEAMENTO DA PESQUISA

O delineamento da pesquisa foi realizado através de um estudo de caso que segundo Good e Hatt (1968, p. 422, apud GODOI; MELLO; SILVA, 2010, p. 118) trata-se de “[...] uma abordagem que considera qualquer unidade social como um todo [...]”.

Godoi, Mello e Silva, (2010, p. 119), analisando o que disseram os autores citados acima concluíram que “a especificidade do estudo de caso não estava centrada nas formas de pesquisa empregadas, embora isto seja importante para caracterizá-lo, mas no tipo de questão que ele responde, cujo foco de interesse está no individual”.

Para Stake (1988, p. 256, apud GODOI; MELLO; SILVA, 2010, p. 119), a principal diferença entre o estudo de caso e outras possibilidades de pesquisa é o foco de atenção do pesquisador que busca “a compreensão de um particular caso, em sua idiosincrasia, em sua complexidade”. Também Merriam (1988, apud GODOI; MELLO; SILVA, 2010, p. 118) se refere ao estudo de caso qualitativo como uma descrição de um fenômeno bem delimitado, o que denota o interesse do pesquisador mais voltado à compreensão dos processos sociais que ocorrem num determinado contexto.

Desta forma, considerando que o Bovespa Mais trata de um segmento específico de acesso à Bolsa de Valores optou-se por este delineamento,

buscando-se analisar qualitativamente informações para que os resultados sejam precisos e confiáveis.

A coleta de dados conta na sua primeira etapa com a fundamentação teórica, onde foram feitos resumos de fontes bibliográficas que tratam do ambiente onde está inserido o Bovespa Mais e, em uma segunda etapa, foram realizadas entrevistas com empresas e profissionais da área de mercado de capitais.

4.4 DEFINIÇÃO DA POPULAÇÃO-ALVO DO ESTUDO

Conforme Vergara (2011, p. 46) população amostral ou amostra é uma parte do universo (população) escolhida segundo algum critério de representatividade.

Para a realização da pesquisa foi utilizada a amostra por tipicidade, que segundo Vergara (2011), é constituída pela seleção de elementos que o pesquisador considere representativos da população-alvo, o que requer profundo conhecimento desta população. Para Yin (2010), entrevistados bem-informados podem proporcionar *insights* importantes sobre assuntos ou eventos, contribuindo para a pesquisa. A escolha do público-alvo levou em consideração o conhecimento especializado sobre o tema, experiência profissional, a participação no segmento de acesso Bovespa Mais e empresas que em algum momento mostraram interesse em acessar a bolsa de valores através do Bovespa Mais, mas, por algum motivo, desistiram deste acesso. A identificação deste público deu-se através da análise de diversas reportagens publicadas em revistas da área de mercado de capitais sobre o Bovespa Mais, jornais de grande circulação nacional e fóruns de discussão na internet entre o ano de 2011 e 2013.

Desta forma, este estudo teve como público alvo de trabalho as três empresas que até o início do ano de 2013 utilizaram o Bovespa Mais como forma de acesso ao Mercado de Capitais (Nutriplant Indústria e Comércio S.A., Senior Solution S.A. e Desenvix Energias Renováveis S.A.), quatro empresas que optaram pelo acesso, porém, desistiram da listagem e nove profissionais do mercado de capitais que possuem profundo conhecimento sobre o tema, escolhidos pela autora pelo tempo como profissional do mercado de capitais ou por reportagens publicadas sobre o tema.

Entre as empresas participantes a autora não obteve resposta de uma empresa. Entre as empresas não participantes dos quatro e-mails encaminhados a

autora obteve retorno de apenas um. Abaixo seguem informações dos colaboradores das empresas que responderam à pesquisa:

Quadro 8: Entrevistados Empresas participantes e não participantes do Bovespa Mais

Empresa	Tempo Empresa	Cargo
Entrevistado 1	6 anos	Diretora de Controladoria
Entrevistado 2	9 meses	Analista de Relações com Investidores
Entrevistado 3	8 anos	-

Fonte: elaborado pela autora.

Com relação aos profissionais de Mercado de Capitais a autora encaminhou e-mail e entrou em contato via telefone com nove profissionais e obteve retorno da pesquisa de cinco. Abaixo informações sobre os profissionais de mercado de capitais que responderam à pesquisa:

Quadro 9: Entrevistados Profissionais da área de Mercado de Capitais

Entrevistado	Tempo que Atua no Mercado de Capitais	Região
Entrevistado 4	3 anos	São Paulo
Entrevistado 5	29 anos	Porto Alegre
Entrevistado 6	13 anos	Porto Alegre
Entrevistado 7	30 anos	Porto Alegre
Entrevistado 8	10 anos	Londres

Fonte: elaborado pela autora.

4.5 PLANO DE COLETA DE DADOS

Na pesquisa bibliográfica, buscou-se estudos sobre fundos de *Private Equity* e *Venture Capital*, Órgãos reguladores, Bolsa de valores, Abertura de Capital, Governança Corporativa e Mercados de Acesso no Mundo. Foram pesquisados livros, periódicos e *websites* especializados.

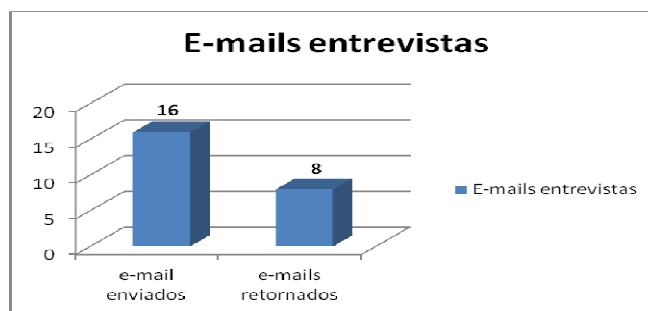
No campo, foi aplicada uma entrevista, através de um roteiro semi-estruturado, junto as três empresas participantes do Bovespa Mais, quatro

empresas que desistiram da oferta e nove profissionais da área de mercado de capitais.

Para Yin (2010) a entrevista é uma das fontes mais importantes de informação para o estudo de caso. Segundo Vergara (2011), a entrevista é um procedimento em que você faz perguntas a alguém que lhe responde, que pode ser feita por mídia interativa em geral. Segundo Flick (2009), a entrevista *online* pode ser organizada de forma assíncrona, ou seja, o pesquisador encaminha suas perguntas via e-mail e os participantes as respondem após algum tempo também por e-mail.

Este foi o modelo adotado para realização desta pesquisa, uma vez que o acesso aos entrevistados ocorreu em um período onde a maioria das empresas e profissionais estavam trabalhando na apresentação dos resultados trimestrais de suas companhias e em alguns casos sua localização era fora do estado do Rio Grande do Sul. As perguntas foram encaminhadas via e-mail para os participantes após uma ligação telefônica para apresentação do trabalho, onde foi apresentado o objetivo do trabalho e a confidencialidade das respostas. Ainda segundo Flick (2009), deve-se preparar uma instrução aos participantes da pesquisa para que os mesmos tenham ciência do que se espera deles ao participarem do estudo. Desta forma, foi incorporada ao roteiro de entrevista utilizado esta instrução. Os roteiros das entrevistas constam no apêndice A, B e C, salientando que foi elaborado um roteiro de perguntas para cada grupo de entrevistados (Profissionais de Mercado de Capitais, empresas participantes do Bovespa Mais e empresas não participantes do Bovespa Mais).

Entre as três empresas participantes do segmento Bovespa Mais duas responderam à entrevista. A empresa Desenvix Energias Renováveis S.A. colocou-se a disposição, porém, não respondeu ao e-mail e telefonemas. Entre as quatro empresas identificadas como não participantes do segmento apenas uma respondeu a entrevista. Dos nove profissionais de mercado de capitais contatados, cinco responderam a entrevista. Abaixo gráfico contendo a quantidade de e-mails encaminhados e dos e-mails que retornaram:

Figura 13: E-mails encaminhados População Alvo

Fonte: elaborado pela autora.

4.6 TÉCNICAS DE ANÁLISE DOS DADOS

As técnicas de análise de dados, segundo Michel (2009) são instrumentos utilizados para coletar dados e informações, propondo-se à análise e à explicação de aspectos teóricos observados.

Para se analisar os dados coletados nessa pesquisa foi utilizada a análise de conteúdo. Segundo Bardin (2002, apud, GODOI; MELLO; SILVA, 2010, p. 353) a análise de conteúdo aparece como um conjunto de técnicas de análise das comunicações, que utiliza procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo das mensagens. Michel (2009) diz que a análise de conteúdo “é uma técnica de levantamento de dados que utiliza textos, falas, informações já coletadas, de forma extensiva”. Ainda segundo a autora, esta técnica se propõe a aprofundar a análise do conteúdo das informações prestadas pelo entrevistado, procurando analisar em maior profundidade a pertinência das respostas, coerência e lógica.

Para Bauer (2000, apud FLICK, 2009, p. 291) “a análise de conteúdo é um dos procedimentos clássicos para analisar o material textual, não importando qual a origem desse material – que pode variar desde produtos da mídia até dados de entrevista”. Flick (2009, p. 291) explica que uma de suas características essenciais é a utilização de categorias.

5 RESULTADO DA PESQUISA

Neste capítulo apresenta-se a análise dos dados coletados através de entrevistas com cinco profissionais de mercado de capitais, duas empresas participantes do segmento de acesso Bovespa Mais e uma empresa que cogitou o acesso através deste segmento, mas desistiu.

5.1 APRESENTAÇÃO DOS DADOS

Segundo Bardin (2002) as categorias da análise de conteúdo são rubricas ou classes que reúnem um grupo de elementos selecionados por características comuns e sob um título genérico. Desta forma, após a coleta de todas as entrevistas deu-se o processo de estabelecimento de categorias, seguindo as seguintes qualidades sugeridas pela autora: exclusão mútua, homogeneidade, pertinência, objetividade e fidelidade, e a produtividade. Todas as respostas foram transcritas em planilha em formato Excel, e através disso foram retiradas idéias chaves de acordo com o assunto identificado, gerando as Categorias abaixo:

Quadro 10: Categorias

CATEGORIA INICIAL	CATEGORIA INTERMEDIÁRIA	CATEGORIA FINAL
1. A importância da transparência para os investidores.	A. Governança Corporativa	I - Custos de Companhia aberta e com a aplicação de Governança Corporativa
2. A exigência de Governança Corporativa deve existir.		
3. A Flexibilização das regras para o acesso e adequação gradual.	B. Custos	
4. O impacto dos custos para ser uma Cia. Aberta		
5. A evolução do mercado de capitais com novos entrantes no Bovespa Mais.	C. Relação Mercado de Capitais com a imagem institucional e captação de recursos	II – Melhora de Imagem Institucional a partir da abertura de capital
6. O acesso ao mercado de capitais como forma de captar recursos para crescimento da companhia.		
7. O acesso ao mercado de capitais como forma melhora de imagem da companhia.		

Fonte: elaborado pela autora.

5.2 ANÁLISE DOS DADOS

5.2.1 Categorias Iniciais

As sete categorias iniciais, bem como suas idéias principais são apresentadas sequencialmente, segundo a ordem estabelecida no plano de análise de conteúdo, traçado a partir do quadro anteriormente apresentado.

Quadro 11: Categorias Iniciais

CATEGORIA INICIAL	PALAVRAS-CHAVE	RESUMO
1. A importância da transparência para os investidores.	TODAS AS INFORMAÇÕES DISPONÍVEIS, EVITAR ENORMES FRAUDES, CREDIBILIDADE, CONHECIMENTO ONDE ESTÁ INVESTINDO	A transparência é citada como fator primordial para que o investidor sinta-se motivado para investir seu dinheiro na companhia.
2. A exigência de Governança Corporativa deve existir em níveis menores.	REGRAS, NÍVEL DE EXIGÊNCIA	A Governança Corporativa é um fator importante e as empresas que desejem acessar a bolsa de valores devem ter este fator amadurecido, porém, sua redução poderia contribuir para o acesso de mais empresas.
3. A Flexibilização das regras e incentivos para o acesso e adequação gradual.	MENOS BUROCRACIA, FLEXIBILIZAÇÃO	Empresas que desejem acessar a bolsa deveriam ter maiores incentivos do governo para que gradualmente pudessem se adequar as exigências.
4. O impacto dos custos para ser uma Cia. Aberta	CUSTOS DE DIVULGAÇÃO E OBRIGAÇÕES LEGAIS AMENIZADOS	Os custos de uma companhia aberta são altos e muitas vezes poderiam ser revisados no segmento de acesso, a fim de favorecer empresas que possuem menor caixa.
5. A evolução do mercado de capitais com novos entrantes no Bovespa Mais.	INVESTIDOR, POUPADOR, POUPANÇA, ATIVOS	Com um número maior de empresas na bolsa de valores o investidor teria mais opções de empresas, setores para investir seu dinheiro.
6. O acesso ao mercado de capitais como forma de captar recursos para crescimento da companhia.	CRESCIMENTO, CAPITAL, FINANCIAMENTO	O mercado de capitais é uma boa opção para captação de recursos.
7. O acesso ao mercado de capitais como forma melhora de imagem da companhia.	UPGRADE IMAGEM	Empresas que possuem seu capital aberto possuem uma maior exposição junto às mídias, investidores e público em geral.

Fonte: elaborado pela autora.

5.2.1.1 A importância da transparência para os investidores

Na categoria inicial “A importância da transparência para os investidores” a maioria dos entrevistados revelou que é muito importante para o investidor ter acesso a informações da companhia para que possam decidir por investir ou não na empresa e ter um mercado igualitário com espaço para todo tipo de investidor.

É imprescindível que as empresas que desejam acessar a bolsa de valores forneçam uma gama de informações, no mínimo, suficientes para que potenciais investidores possam embasar suas análises e tomar suas decisões de investimento. **(E1)**

Concordo pois a transparência é uma das questões principais para dar credibilidade ao investidor. Há que se olhar este ponto de forma sistêmica, independente do porte da empresa. **(E4)**

As empresas que desejam ser de capital aberto tem que ter um nível maior de transparência para que o investidor tenha acesso às informações sobre as empresas onde eles estão investindo. **(E5)**

Para que alguém se torne um “sócio” da empresa, é necessário que ele disponha de todas as informações disponíveis. Através dos anos, o que se viu, principalmente nos Estados Unidos, forma enormes fraudes (ex: Enron) que prejudicaram milhares de pequenos investidores. **(E6)**

Observou-se ainda que três dos entrevistados sugerem que tal transparência deve existir, porém, não em níveis comparados ao Novo Mercado, devido principalmente aos custos que são gerados para cumprimento de certas exigências e por se tratar de um segmento de acesso onde gradualmente estas regras serão incorporadas.

Entretanto, acredito que uma série de exigências sejam desnecessárias. A título de exemplo, a necessidade de publicar o Edital de Convocação de uma AGO por três vezes distintas, tanto em um jornal de grande circulação como no Diário Oficial, me parece um exagero, além de gerar custos altíssimos. **(E2)**

Entendo que o nível de exigência não deve ser o mais próximo possível das exigências atuais para o segmento Novo Mercado. Desta forma não faria sentido ter um segmento diferenciado. **(E8)**

Para empresas entrantes, através do Bovespa Mais, as regras deveriam ser mais flexíveis, dando oportunidade das empresas irem aprendendo de forma gradual como apresentar os seus dados, como se relacionar com os investidores. A estrutura da empresa não precisaria ser tão complexa inicialmente. **(E5)**

5.2.1.2 A exigência de Governança Corporativa deve existir em níveis menores.

Na categoria inicial “A exigência de Governança Corporativa deve existir em níveis menores” a maioria dos entrevistados revelou a importância da existência de regras de Governança Corporativa, mas manifestaram que tais regras poderiam ser mais flexíveis a empresas que acessarem o mercado via Bovespa Mais principalmente devido a custos ligados a Governança.

Talvez fosse um fator capaz de favorecer este movimento de listagem. Entretanto, acredito se tratar de alguns pontos em específico (alguns puramente ligados a burocracia, afim de facilitar a fiscalização por parte do governo, por exemplo, registros em diversos órgão burocráticos como a Jucesp ou a própria CVM, com uma série de exigências paralelas, mas irrelevantes, por vezes), e não do conjunto de governança como um todo, até porque, como mencionado anteriormente, esse conjunto de exigências traz uma série de tendências que as empresas procuram atender, independentemente da exigência legal, devido ao clamor e avaliação de investidores. **(E2)**

Sim, esta medida seria um incentivo para empresas acessarem este segmento. **(E1)**

Poderia contribuir uma vez que os custos diminuiriam de certa forma, mas isoladamente este fator não seria suficiente. **(E8)**

Sim pois são níveis menos restritivos e que demandam menor preparação das empresas. **(E4)**

SIM. Apesar de entender que a governança corporativa é fator primordial para a valorização e aumento de interesse dos investidores, a sua adoção porém pode gerar um custo maior e inviabilizar a participação de pequenas empresas. **(E3)**

Dois dos entrevistados acreditam que os níveis de Governança Corporativa exigidos atualmente pelo Bovespa Mais são adequados, uma vez que empresas que desejem acessar a bolsa devem estar preparadas para divulgar todas as informações necessárias para o investidor e órgãos reguladores.

A BMF Bovespa não deve ficar buscando qualquer empresa para ser listada e sim as que aceitem altos níveis de governança corporativa. Acredito que redução da exigência de “free float “ pode ser positiva, porém qualquer redução do nível de transparência e obrigação de divulgação de informações é tremendamente negativo. **(E6)**

Quem estiver bem intencionado em entrar no mercado de capitais, essa é uma condição que não podemos abrir mão, ou seja, da empresa ter somente ações ordinárias no seu capital social. A flexibilização na minha

opinião seria na estrutura organizacional, nos relatórios que a empresa tem que apresentar. **(E5)**

5.2.1.3 O impacto dos custos para ser uma Companhia Aberta.

Os entrevistados, em sua maioria, ao serem questionados sobre as maiores dificuldades para o acesso a bolsa de valores através do segmento Bovespa Mais, mencionaram os custos para abertura de capital.

Este tópico, “custos de uma Cia. Aberta”, certamente é um dos que traz maior preocupação para os gestores, em especial, e aí sim se torna uma meta bastante complicada, no caso das PMEs. Já que custos relativos à transparência/publicidade, e.g., representam parte substancial do orçamento de pequenas empresas. **(E2)**

O custo das publicações exigidas para uma companhia aberta, auditorias externas, além da taxa de fiscalização da CVM e anuidade da BM&FBovespa são muito altos. **(E1)**

As regras de novo mercado e exigências da CVM geram um aumento das despesas recorrentes. Para muitas empresas de pequeno porte, não é possível absorver esse aumento, pois ela não tem um volume de lucro operacional suficiente para gerar escala ao aumento da despesa. Se houvesse algum incentivo fiscal às empresas que aderisse ao Bovespa Mais, isso geraria uma oportunidade de compensar o aumento de despesa. **(E3)**

O que impacta mais as empresas na tomada de decisão de entrar no Bovespa Mais são os custos e o que ela receberia em contrapartida, ou seja mais investidores para os seus futuros investimentos. Se ela não visualizar que com a entrada no Bovespa Mais ela não seria capaz de captar investidores, as empresas não se sentem motivadas a aderirem ao Bovespa Mais. **(E5)**

Um dos entrevistados cita que apesar dos custos existem medidas importantes que não deveriam ser flexibilizadas pelo Bovespa Mais a fim de evitar fraudes.

Justifico abaixo o que NÃO deve ser feito:

- Dispensar auditoria nas demonstrações financeiras é “convidar a raposa para entrar no galinheiro”; ou um convite à fraude;
- Da mesma forma, regras mais flexíveis de Governança Corporativa é um convite à fraude;
- Não deveriam existir no Brasil ações PN que são de 2ª classe;
- Dar incentivos fiscais significa usar dinheiro público que poderia estar sendo usado para a educação; **(E6)**

5.2.1.4 A evolução do mercado de capitais com novos entrantes no Bovespa Mais

Todos os entrevistados visualizam como positiva a entrada de mais empresas na bolsa de valores através do Bovespa Mais. Alguns citam uma maior opção de empresas para se investir, outros a garantia de mais empresas listadas no futuro, o desenvolvimento do país.

Evoluir o mercado de capitais no Brasil com mais opções de ativos para investidores pessoa física, institucionais etc. além de ser uma fonte competitiva na captação de recursos e melhorando o grau de transparência. **(E4)**

O impacto pode ser o mais variado possível. Como exemplos posso citar: potencial aumento na formalidade das empresas, transparência, geração e empregos, aumento de arrecadação para o governo, entre outros. **(E8)**

O crescimento da ideia que o poupador deve ter uma carteira de ações **(E6)**

A garantia de mais empresas listadas na Bovespa no futuro. Hoje o número de empresas listadas é muito pequeno em relação ao tamanho da nossa economia. **(E5)**

5.2.1.5 O acesso ao mercado de capitais como forma de captar recursos para crescimento da companhia.

Para as empresas entrevistadas o financiamento de sua estratégia de crescimento foi o principal motivo para acessar a bolsa de valores.

Captar recursos para utilizá-lo no crescimento da empresa, aplicando-os na ampliação da capacidade produtiva, como reforço de capital giro, e em investimentos voltados a ganhos de produtividade e qualidade das operações. **(E1)**

O principal objetivo da empresa foi viabilizar o acesso ao mercado capitais para financiar a estratégia de crescimento. Além de tratar-se de um capital menos arriscado, porque não precisa ser amortizado e e não prejudica a estrutura de endividamento, que tem limites. **(E2)**

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

5.2.1.6 O acesso ao mercado de capitais como forma de melhorar a imagem da companhia.

Um dos pontos levantados por um dos entrevistados foi à melhora da imagem devido à listagem em bolsa de valores. Isso ocorre em virtude da grande exposição na mídia devido a listagem e devido aos esforços da BM&FBovespa de divulgação das empresas que optaram por acessar a bolsa de valores através do Bovespa Mais. Através de publicações em jornais, matérias em revistas especializadas, espaço no site da BM&FBovespa com informações sobre a companhia e cobertura de analistas estas empresas passam a figurar nas notícias da área de mercado de capitais.

Por fim, o “upgrade” na imagem institucional que a abertura de capital propicia é extremamente relevante. **(E2)**

5.2.1.7 A flexibilização das regras e incentivos para o acesso e adequação gradual

Os entrevistados apresentaram como uma das formas de possível sucesso deste segmento de acesso a flexibilização de regras e criação de incentivos fiscais que estimulassem as companhias a acessarem a bolsa de valores.

Considerando a fase atual do país e o interesse de investidores nos mercados emergente, o governo e os órgãos reguladores devem ser o ponto inicial, apoiados pelas demais partes interessadas, para estabelecer e criar novas regras que incentivem o processo de listagem neste segmento. **(E8)**

Divulgar e gerar incentivos para toda a cadeia envolvida nos IPO's (ex. escritórios de advocacia, Bancos de investimentos, corretoras, etc.) **(E4)**

A resistência em considerar meios eletrônicos, como sendo uma opção a mídias impressas, me parece uma ideia muito retrograda, quando poderíamos utilizar esta evolução a nosso favor. **(E2)**

5.2.2 Categorias Intermediárias

As informações apresentadas nas sete categorias iniciais foram agrupadas em novas categorias, de caráter mais abrangente, dando origem ao que se denomina de Categorias Intermediárias. A seguir são apresentadas as três

categorias intermediárias, individualmente, precedidas do respectivo quadro demonstrativo do seu processo de derivação.

Quadro 12: Categorias Intermediárias

CATEGORIA INICIAL	IDEIA-CHAVE	CATEGORIA INTERMEDIÁRIA
1. A importância da transparência para os investidores.	A transparência é citada como fator primordial para que o investidor sintá-se motivado para investir seu dinheiro na companhia.	A. Governança Corporativa
2. A exigência de Governança Corporativa deve existir.	A Governança Corporativa é um fator importante e as empresas que desejem acessar a bolsa de valores devem ter este fator amadurecido.	
3. A Flexibilização das regras para o acesso e adequação gradual.	Empresas que desejem acessar a bolsa deveriam ter maiores incentivos do governo para que gradualmente pudessem se adequar as exigências.	B. Custos
4. O impacto dos custos para ser uma Cia. Aberta	Os custos de uma companhia aberta são altos e muitas vezes poderiam ser revisados no segmento de acesso, a fim de favorecer empresas que possuem menor caixa.	
5. A evolução do mercado de capitais com novos entrantes no Bovespa Mais.	Com um número maior de empresas na bolsa de valores o investidor teria mais opções de empresas, setores para investir seu dinheiro.	C. Relação Mercado de Capitais com a imagem institucional e captação de recursos
6. O acesso ao mercado de capitais como forma de captar recursos para crescimento da companhia.	O mercado de capitais é uma boa opção para captação de recursos.	
7. O acesso ao mercado de capitais como forma de melhorar a imagem da companhia.	Empresas que possuem seu capital aberto possuem uma maior exposição junto às mídias, investidores e público em geral.	

Fonte: elaborado pela autora.

5.2.2.1 Categoria intermediária A: Governança Corporativa

Quadro 13: Processo de derivação da categoria intermediária “Governança Corporativa”

TÍTULO	IDEIA-CHAVE	CATEGORIA INTERMEDIÁRIA
1. A importância da transparência para os investidores.	A transparência é citada como fator primordial para que o investidor sintá-se motivado para investir seu dinheiro na companhia.	A. Governança Corporativa
2. A exigência de Governança Corporativa deve existir.	A Governança Corporativa é um fator importante e as empresas que desejem acessar a bolsa de valores devem ter este fator amadurecido.	

Fonte: Quadro elaborado pela autora

A categoria intermediária “Governança Corporativa” resultou do reagrupamento das seguintes categorias iniciais: 1 – A importância da Transparência para os investidores, 2 – A exigência de Governança Corporativa deve existir. Este reagrupamento ocorreu devido ao tema transparência estar diretamente ligado ao tema Governança, pois segundo o IBGC a transparência é um dos princípios básicos ou pilares da Governança Corporativa.

Os entrevistados, de maneira geral, colocam como muito importante à existência de transparência e governança.

O nível de transparência deve ser alto, a fim de que o investidor tenha conhecimento onde está investindo. **(E7)**

Para que alguém se torne um “sócio” da empresa, é necessário que ele disponha de todas as informações disponíveis. Através dos anos, o que se viu, principalmente nos Estados Unidos, foram enormes fraudes (ex: Enron) que prejudicaram milhares de pequenos investidores. **(E6)**

Concordo pois a transparência é uma das questões principais para dar credibilidade ao investidor. Há que se olhar este ponto de forma sistêmica, independente do porte da empresa. **(E4)**

Entendo que o ideal era manter os níveis de governança e dar incentivos para que empresas menores possam seguir estes princípios. **(E4)**

A BMF Bovespa não deve ficar buscando qualquer empresa para ser listada e sim as que aceitem altos níveis de governança corporativa. **(E6)**

5.2.2.2 Categoria intermediária B: Custos

Quadro 14: Processo de derivação da categoria intermediária “Custos”

TÍTULO	IDEIA-CHAVE	CATEGORIA INTERMEDIÁRIA
3. A Flexibilização das regras para o acesso e adequação gradual.	Empresas que desejem acessar a bolsa deveriam ter maiores incentivos do governo para que gradualmente pudessem se adequar as exigências.	B. Custos
4. O impacto dos custos para ser uma Cia. Aberta	Os custos de uma companhia aberta são altos e muitas vezes poderiam ser revisados no segmento de acesso, a fim de favorecer empresas que possuem menor caixa.	

Fonte: Quadro elaborado pela autora

A categoria intermediária “Custos” resultou do reagrupamento das seguintes categorias iniciais: 3 – A flexibilização das regras para o acesso e adequação gradual, 4 – O impacto dos custos para ser uma Cia. Aberta. Este reagrupamento ocorreu devido à autora entender que a flexibilização de algumas regras impactaria diretamente os custos da empresa. Da mesma forma, os entrevistados trouxeram sugestões que poderiam ser incorporadas e diminuiriam os custos.

Entretanto, acredito que uma série de exigências sejam desnecessárias. A título de exemplo, a necessidade de publicar o Edital de Convocação de uma AGO por três vezes distintas, tanto em um jornal de grande circulação como no Diário Oficial, me parece um exagero, além de gerar custos altíssimos. **(E2)**

Logo, no meu ponto de vista, a CVM, em especial, deveria rever alguns custos, como taxa de registro de oferta, entre outras, dado que o valor do nosso IPO foi substancialmente menor que a média arrecadada pelas empresas dos outros segmentos. **(E2)**

Os custos de abertura (IPO) e manutenção são muito altos. **(E1)**

Divulgar e gerar incentivos para toda a cadeia envolvida nos IPO's (ex. escritórios de advocacia, Bancos de investimentos, corretoras, etc.) **(E4)**

5.2.2.3 Categoria intermediária C: Relação Mercado de Capitais com a imagem institucional e captação de recursos

Quadro 15: Processo de derivação da categoria intermediária “Relação Mercado de Capitais com a imagem institucional e captação de recursos”

TÍTULO	IDEIA-CHAVE	CATEGORIA INTERMEDIÁRIA
5. A evolução do mercado de capitais com novos entrantes no Bovespa Mais.	Com um número maior de empresas na bolsa de valores o investidor teria mais opções de empresas, setores para investir seu dinheiro.	C. Relação Mercado de Capitais com a imagem institucional e captação de recursos
6. O acesso ao mercado de capitais como forma de captar recursos para crescimento da companhia.	O mercado de capitais é uma boa opção para captação de recursos.	
7. O acesso ao mercado de capitais como forma de melhorar de imagem da companhia.	Empresas que possuem seu capital aberto possuem uma maior exposição junto as mídias, investidores e público em geral.	

Fonte: Quadro elaborado pela autora

A categoria intermediária “Relação Mercado de Capitais com a imagem institucional e captação de recursos” resultou do reagrupamento das seguintes categorias iniciais: 5 – A evolução do mercado de capitais com novos entrantes no Bovespa Mais, 6 – O acesso ao mercado de capitais como forma de captar recursos para o crescimento da companhia, 7 – O acesso ao mercado de capitais como forma de melhorar a imagem da companhia. Este reagrupamento ocorreu devido à observação de que a grande maioria dos entrevistados demonstra que o conhecimento da companhia aumenta após a abertura de capital, principalmente devido às exigências legais de demonstração de resultados, transparência e devido a exposição que esta companhia passa a ter junto a mídia. Desta forma, mais investidores passam a conhecer a companhia e interessam-se por investir seu dinheiro nela. A BM&FBovespa indica em seu manual de Abertura de Capital (2008) como vantagem na abertura de capital a imagem institucional da companhia.

5.2.3 Categorias Finais

As categorias finais foram obtidas com a derivação das categorias intermediárias, pelo mesmo processo utilizado anteriormente.

A seguir, apresenta-se o quadro representando o processo de derivação das categorias intermediárias em finais e, posteriormente, a análise dessas categorias.

Quadro 16: Categorias Finais

CATEGORIA INTERMEDIÁRIA	IDEIAS-CHAVE	CATEGORIAS FINAIS	
A - Governança Corporativa	A transparência é citada como fator primordial para que o investidor sinta-se motivado para investir seu dinheiro na companhia.	I - Custos de Companhia aberta e com a aplicação de Governança Corporativa	
	A Governança Corporativa é um fator importante e as empresas que desejem acessar a bolsa de valores devem ter este fator amadurecido.		
B - Custos	Empresas que desejem acessar a bolsa deveriam ter maiores incentivos do governo para que gradualmente pudessem se adequar as exigências.		
	Os custos de uma companhia aberta são altos e muitas vezes poderiam ser revisados no segmento de acesso, a fim de favorecer empresas que possuem menor caixa.		
C - Relação Mercado de Capitais com a imagem institucional e captação de recursos	Com um número maior de empresas na bolsa de valores o investidor teria mais opções de empresas, setores para investir seu dinheiro.		II – Melhora de Imagem Institucional a partir da abertura de capital.
	O mercado de capitais é uma boa opção para captação de recursos.		
	Empresas que possuem seu capital aberto possuem uma maior exposição junto às mídias, investidores e público em geral.		

Fonte: Quadro elaborado pela autora

5.2.3.1 Categoria Final I: Custos de Companhia Aberta e com a Aplicação de Governança Corporativa

Quadro 17: Processo de derivação da categoria Final “Custos de Companhia Aberta e com a manutenção de Governança Corporativa”

CATEGORIA INTERMEDIÁRIA	IDEIAS-CHAVE	CATEGORIAS FINAIS
A - Governança Corporativa	A transparência é citada como fator primordial para que o investidor sintase motivado para investir seu dinheiro na companhia.	I - Custos de Companhia aberta e com a aplicação de Governança Corporativa
	A Governança Corporativa é um fator importante e as empresas que desejem acessar a bolsa de valores devem ter este fator amadurecido.	
B - Custos	Empresas que desejem acessar a bolsa deveriam ter maiores incentivos do governo para que gradualmente pudessem se adequar as exigências.	
	Os custos de uma companhia aberta são altos e muitas vezes poderiam ser revisados no segmento de acesso, a fim de favorecer empresas que possuem menor caixa.	

Fonte: Quadro elaborado pela autora

O que impacta mais as empresas na tomada de decisão de entrar no Bovespa Mais são os custos e o que ela receberia em contrapartida, ou seja mais investidores para os seus futuros investimentos. Se ela não visualizar que com a entrada no Bovespa Mais ela não seria capaz de captar investidores, as empresas não se sentem motivadas a aderirem ao Bovespa Mais. **(E5)**

Os custos de divulgação e obrigações legais que podem ser amenizados. **(E7)**

As regras de novo mercado e exigências da CVM geram um aumento das despesas recorrentes. Para muitas empresas de pequeno porte, não é possível absorver esse aumento, pois ela não tem um volume de lucro operacional suficiente para gerar escala ao aumento da despesa.

Se houvesse algum incentivo fiscal às empresas que aderisse ao Bovespa Mais, isso geraria uma oportunidade de compensar o aumento de despesa. **(E2)**

Se houvesse algum incentivo fiscal às empresas que aderisse ao Bovespa Mais, isso geraria uma oportunidade de compensar o aumento de despesa.

(E2)

A categoria final “Custos de Companhia Aberta e com a Aplicação de Governança Corporativa” engloba as categorias intermediárias A – Governança Corporativa e B – Custos.

De um modo geral, os entrevistados consideram os custos de uma Companhia aberta muito altos para empresas de pequeno e médio porte acessarem o mercado de capitais. Os custos de manter uma estrutura de Governança Corporativa também foram mencionados, porém, as empresas e profissionais de mercado entendem a importância da Governança Corporativa para a empresa e investidores, em linha com Oliveira (2009) que afirma que a adoção de práticas de governança trazem benefícios para empresa como perenidade, transparência, credibilidade e respeito administrativo, beneficiando qualquer estrutura empresaria.

Pinheiro (2009) cita alguns custos que são gerados após a abertura de capital e que conforme foi visto nesta pesquisa influenciam a decisão de abrir ou não o capital da empresa. São eles, custos para estruturar o Departamento de Acionistas, contratação de Instituição Financeira para relacionamento com Investidores, Transparência junto aos investidores, Profissionalização, custos legais e administrativos.

Em linha com Pinheiro (2009), Carlos Eduardo Guillaume, CEO da Gestora Confrapar, em entrevista a Revista Capital Aberto, nº 113, sugere o fim da exigência da publicação de balanços nos jornais e Diário Oficial. Segundo a BM&FBovespa, entre as bolsas no mundo visitadas por ela (citadas no referencial teórico), somente empresas listadas na bolsa da China são obrigadas a publicar o balanço em um jornal de grande circulação e, ainda assim, o custo do anúncio é baixo, diferente dos custos brasileiros.

Em matéria de Lucia Rebouças, publicada na Revista Capital Aberto (nº 167 de outubro/2012), são apresentados motivos de empresas que estão fechando seu capital e entre eles são citados que os custos da estrutura de governança e diretoria de Relações com Investidores demandam recursos extras das empresas. Ricardo Magalhães, gestor de renda variável da Mellon Global Investment, em entrevista a Revista Capital Aberto também afirma que questões relacionadas aos custos de

migração para uma estrutura de companhia aberta e sua manutenção preocupam empresas que desejam abrir seu capital através do Bovespa Mais. A opinião de ambos profissionais vem ao encontro dos resultados obtidos através das entrevistas aplicadas para este estudo. Como exemplo destes custos pode-se citar a Senior Solution, listada em 2012 no Bovespa Mais, e que emitiu suas ações em 2013. A empresa estima gastos de R\$ 230 mil a mais por ano (gastos com estrutura de governança, área de Relações com Investidores, publicações em jornais, entre outras) e informa que desembolsou R\$ 2,5 milhões, ou 4,6% dos R\$ 55 milhões captados.

Verificou-se através de pergunta medindo a importância de alguns itens para não adesão ao seguimento Bovespa Mais que, os Custos são o principal fator limitante para adesão de mais empresas ao segmento. Foi identificado ainda, através de pergunta sobre itens que mais influenciariam para adesão ao Bovespa Mais que, incentivos fiscais contribuiriam para que um número maior de empresas utilizassem este segmento para acesso ao mercado de capitais.

Incentivos fiscais se for por um período longo teria um maior impacto financeiro para as empresas e, portanto, seria o mais importante(E8).

Na pergunta que media o grau de dificuldade no atendimento das exigências do segmento Bovespa Mais, o termo Custos de uma Cia. Aberta apresentou a maior frequência no item “Muito Difícil Atendimento”. O *Free Float* também foi considerado um item de difícil atendimento, com 100% dos entrevistados tendo esta opinião. O *Tag a Long* de 25% até o sétimo ano de listagem aparece como um item de fácil atendimento, assim como a emissão de apenas ações ON e a Remuneração dos Administradores. A adoção a Câmara de Arbitragem aparece como um item indiferente para atendimento.

Em palestra sobre o Bovespa Mais realizada pela BM&FBovespa em maio de 2013 em Porto Alegre, a Senhora Edna Holanda informou que as empresas que aderem ao segmento possuem desconto na anuidade paga à Bolsa de Valores no primeiro ano de listagem e que a Bolsa está apresentando e discutindo junto ao Governo possíveis soluções em termos de custo para as empresas. Também, em estudo feito pela BM&FBovespa através de visitas a diversas bolsas de valores do mundo, foram identificados alguns incentivos fiscais existentes nestes países que

favorecem as empresas que abrem seu capital através do mercado de acesso. Desta forma, nota-se a preocupação da BM&FBovespa buscando em outros países medidas que possa implementar e apresentar ao Governo como forma de incentivar um número maior de empresas a acessarem a bolsa.

Também cabe salientar que a CVM comunicou em novembro/2012 a dispensa de alguns requisitos da Instrução 400/03 (que regula as distribuições públicas) para empresas interessadas em fazer oferta de ações com volumes até R\$ 150 milhões. As principais vantagens são a substituição de prospecto da oferta por documento mais simples chamado edital de leilão, e a dispensa do aviso de início da distribuição, o que gera uma redução de custos as companhias.

Já a iniciativa privada (grupo composto por instituições financeiras, escritórios de advocacia, auditorias, entidades e associações do mercado) elaborou uma proposta para atrair pequenas e médias empresas ao mercado de ações, chamado PAC-PME, que sugere ao Governo Federal conceder aos emissores que vierem a ofertar até R\$ 250 milhões no Bovespa Mais, um crédito tributário de R\$ 4 milhões anuais, por até cinco anos, para subsidiar os custos para abertura de capital e de manutenção da companhia no mercado. Também discutem incentivos fiscais aos investidores que adquirirem ações destas empresas.

Estas regras e condições especiais voltadas às pequenas e médias empresas que desejam abrir o capital são percebidas como uma necessidade em todo o mundo. Dentre as bolsas visitadas pelo grupo de trabalho da BM&FBovespa apenas a da Polônia e a da Austrália não concedem incentivos fiscais aos investidores que adquirem ações das pequenas e médias empresas. Já o MAB-EE, mercado de acesso da Espanha, é o único que proporciona algum incentivo aos emissores.

5.2.3.2 Categoria Final II: Melhora da imagem institucional a partir da abertura de Capital

Quadro 18: Processo de derivação da categoria Final “Melhora da imagem institucional a partir da abertura de capital”

CATEGORIA INICIAL	CATEGORIA INTERMEDIÁRIA	CATEGORIA FINAL
5. A evolução do mercado de capitais com novos entrantes no Bovespa Mais.	Relação Mercado de Capitais com a imagem institucional e captação de recursos	II – Melhora de Imagem Institucional a partir da abertura de capital
6. O acesso ao mercado de capitais como forma de captar recursos para crescimento da companhia.		
7. O acesso ao mercado de capitais como forma melhora de imagem da companhia.		

Fonte: Quadro elaborado pela autora

A categoria final “Melhora da imagem institucional a partir da abertura de Capital” engloba a categoria intermediária B – Relação Mercado de Capitais com a imagem institucional e captação de recursos.

O “upgrade” na imagem institucional que a abertura de capital propicia é extremamente relevante. **(E2)**

De um modo geral os entrevistados visualizam uma melhora na imagem da companhia após a abertura de capital, uma vez que estão mais expostas ao mercado, divulgando seus balanços, fatos relevantes, assembleias de acionistas e reuniões com investidores, exigências deste segmento. Elas passam a ter uma exposição em jornais de grande circulação, site de Relações com Investidores, eventos e revistas especializadas. Participam ainda, muitas vezes, de índices da bolsa de valores que são comentados diariamente em noticiários (Ibovespa) e de pesquisas de melhores empresas para se investir, melhor *web site* de RI, melhor Diretor de RI, etc.

Cavalcante, Misumi e Rudge (2005), citam também a consolidação da imagem institucional da empresa junto aos segmentos financeiros. Dizem ainda que desencadeia-se um processo de profissionalização na empresa que eleva sua

eficiência administrativa, criando uma imagem séria, competente e de empresa bem administrada, que presta bons serviços.

O termo correto deve ser o “aumento” dos padrões de profissionalização já existentes e a criação de outros, por força da regulamentação pertinente à abertura de capital. Tais instâncias de profissionalização abrangem a criação de Conselho de Administração, do Conselho Fiscal, além da criação do cargo de Diretor de Relações com Investidores, responsável por fornecer informações completas ao mercado, investidores e à CVM e da área de Relações com Investidores.

Nicolodi (2007) complementa “pela ótica das empresas, aquelas que se enquadrarem às regras do Novo Mercado deverão obter do mercado uma melhor precificação de suas ações, conseguindo, com isso, menores custos de captação”. Percebe-se então, que existe também uma melhora de imagem junto ao público investidor do mercado de capitais, muito em virtude das novas práticas adotadas por estas Companhias que passam a apresentar grande transparência.

Pinheiro (2009) cita também o desenvolvimento de imagem institucional junto ao mercado financeiro, clientes e fornecedores. Traz ainda a visualização patrimonial da empresa, com a cotação pública dos títulos de sua emissão.

Segundo a BM&FBovespa, com o processo de abertura de capital, há a melhoria da imagem institucional da companhia – projeção, reconhecimento e acompanhamento da mídia. Ela inclusive financia a Produção de Relatórios e Publicações que serão enviados a investidores qualificados com informações do Bovespa MAIS e da empresa participante, divulgando a Companhia a uma série de potenciais investidores.

A Comissão de Valores Mobiliários complementa:

Uma grande vantagem da companhia de capital aberto em relação às demais é que ela tem muito mais projeção e reconhecimento de todos os públicos com os quais o Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro se relaciona. Isso acontece porque ela passa a ganhar visibilidade, ser regularmente mencionada na mídia e acompanhada pela comunidade financeira. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2013, p. 201).

Pode-se citar ainda a maior exposição aos fornecedores e clientes, uma vez que as companhias passarão a contar com maior exposição de suas marcas, e um maior comprometimento dos funcionários da empresa, uma vez que os mesmos terão a oportunidade de também se tornarem acionistas.

6 CONCLUSÃO

Este trabalho de conclusão de curso teve como objetivo identificar se as atuais regras para listagem limitam a participação de um número maior de empresas ao segmento de acesso da bolsa de valores Bovespa Mais, uma vez que tal segmento, criado no ano de 2005, conta com a adesão de apenas quatro empresas.

Conforme apresentado nos capítulos anteriores, a acadêmica buscou referências teóricas sobre o assunto para auxiliá-la na resolução da problemática do trabalho, fundamentada em diversos autores, em revistas especializadas na área de mercado de capitais, instruções e publicações da Comissão de Valores Mobiliários e da bolsa de valores, uma vez que trata-se de um tema novo e sem extenso referencial teórico. Este referencial serviu de embasamento ao trabalho, a fim de contribuir para construção do roteiro de entrevistas, e para a análise dos dados.

Desta forma, baseada neste referencial e principalmente na metodologia escolhida, um estudo de caso, aplicou-se um roteiro de entrevista com três públicos considerados importantes para obtenção de diferentes visões sobre a problemática: empresas participantes do segmento Bovespa Mais, empresas que em algum momento cogitaram a listagem através deste segmento e desistiram e profissionais do mercado de capitais com profundo conhecimento técnico sobre o tema.

A partir da análise das entrevistas, que possuía perguntas qualitativas, através de uma análise de conteúdo e de ocorrência, observou-se que os custos para abertura de capital e pós-abertura, para manutenção de um relacionamento com acionistas (área de Relações com Investidores, publicações em jornais de balanço, fatos relevantes, comunicados, site, etc) e governança corporativa (Conselho de Administração, Conselho Fiscal, Auditoria das demonstrações Financeiras) são atualmente o fator que influencia a não listagem em bolsa de valores por pequenas e médias empresas brasileiras. Este resultado, reflete, também, o que se pode observar nas obras dos autores Gradilone e Napolitano (2006), Lameira (2000), Fortuna (2004) e da BM&FBovespa.

Observou-se também que a adequação das regras atuais e busca de incentivos fiscais contribuiriam, possivelmente, para despertar um maior interesse destas pequenas e médias empresas.

Os entrevistados observaram ainda, uma grande melhora da imagem institucional da companhia após a abertura de capital, em linha com os autores

Pinheiro (2009), a própria Comissão de Valores Mobiliários (2013) e Nicolodi (2007), identificando uma melhora no relacionamento com clientes, fornecedores, mídia e um processo de profissionalização na empresa que eleva sua eficiência administrativa, criando uma imagem séria, competente e de empresa bem administrada.

Deste modo, conclui-se que após as entrevistas e análises, foi possível alcançar o objetivo do trabalho, respondendo a questão principal desta monografia que está descrita na situação problemática.

Por fim espera-se que este trabalho contribua de alguma forma para que o Bovespa Mais evolua nos próximos anos, para que um número maior de empresas tenham no mercado de capitais uma fonte de financiamento de seus projetos de expansão e para que se tenha no Brasil um número maior de opções de investimento em ações para investidores.

REFERÊNCIAS

_____. **Bovespa prevê lançamento do MAIS para o segundo semestre.** Revista Capital Aberto, São Paulo, ano 2, nº 20, p. 6, Abril 2005.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL - Disponível em: < <http://www.abvcap.com.br/> > Acesso em 01 maio 2013.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências.** 3. Ed. Atual. Ampl. São Paulo: Atlas, 2007.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro.** 4. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

BARDIN, L. **Análise de conteúdo.** Lisboa: Edições 70, 2002.

BAUER, M. **Qualitative researching with text, image, and sound.** London: Sage, 2008.

BM&F E PRICEWATERHOUSECOOPERS. **Como abrir o capital de Sua Empresa no Brasil.** [200-?]. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/educacional/download/BMFBOVESPA>>. Acesso em: 5 maio 2011.

BM&FBOVESPA. **Regulamento de Listagem do Nível 1.** Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_nivel-1.asp> Acesso em: 05 abril 2013

BM&FBOVESPA. **Regulamento de Listagem do Nível 2.** Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_nivel-2.asp> Acesso em: 05 abril 2013

BM&FBOVESPA. **Regulamento de Listagem do Novo Mercado.** Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_novo-mercado.asp> Acesso em: 10 abril 2013

BM&FBOVESPA. **Regulamento do Bovespa Mais.** Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_bovespa-mais.asp> Acesso em: 10 abril 2013

BM&FBOVESPA. **Procedimentos de Listagem.** Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_bovespa-mais.asp> Acesso em: 10 abril 2013

BM&FBOVESPA. **Saiba Mais sobre o Convênio.** Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_bovespa-mais.asp> Acesso em: 10 abril 2013

BM&FBOVESPA. **Utilização do Mercado de Capitais para o Financiamento de Pequenas e Médias Empresas por meio de Ações.** Disponível em:

<<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/Utilizacao-do-Mercado-de-Capitais-para-Financiamento-2012-10-31.asp>>

BUSHROD, Lisa. **Changes ahead for AIM. European Venture Capital & Private Equity Journal**, London, p.1. 1 fev.2006.

CARVALHO, Antonio Gledson. **Efeitos da migração para níveis de Governança da Bovespa.** 2003 - Disponível em: <http://www.ibmec.org.br/pub/projetos/p00060100.pdf>>. Acesso em: 15 jun. 2011.

CARVALHO, Antonio G.; RIBEIRO, Leonardo L.; FURTADO, Cláudio V. **A indústria de private equity e venture capital: primeiro censo brasileiro.** São Paulo: Saraiva, 2006.

CARVALHO NETO, Cirino B.; PILGER, Theobaldo Willy. **Projeto organizacional (TCC I) e prática organizacional (TCC II)**, Caderno Universitário 425. Canoas: ULBRA, 2007.

CAVALCANTI, Francisco; MISUMI, Yoshio Jorge; RUDGE, Luiz Fernando. **Mercado de Capitais: O que é, como funciona.** 3. Ed. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **O Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro.** Rio de Janeiro: CVM, 2013.

CYPEL, Fabiano. **Financiamento de empresa de base tecnológica: Altus S.A. e Bovespa Mais.** 2006. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Administração) - Ciências Administrativas, Universidade Federal Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2006.

DELOITTE. **Gestão de recursos de capital de risco.** [200-?]. Disponível em: <www.deloitte.com>. Acesso em: 19 jun. 2011.

DESENVIX - Disponível em: <http://www.desenvix.com.br/Relacao_Investidores/SitePages/default.aspx> Acesso em 01 maio 2013.

FLICK, U. **Introdução à pesquisa qualitativa.** 3. Ed. Porto Alegre: Artmed, 2009.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços.** 16 ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2004.

GERDAU S.A. - Disponível em: <<http://ri.gerdau.com/>> Acesso em 01 maio 2013.

GODOI, Christiane Kleinubing; MELLO, Rodrigo Bandeira de; SILVA, Anielson Barbosa da. **Pesquisa Qualitativa em estudos organizacionais.** São Paulo: Saraiva, 2010.

GONSALVES, Elisa Pereira. **Conversas sobre a iniciação científica.** São Paulo: Alínea, 2003.

GOOD, William J.; HATT, Paul K. **Métodos em Pesquisa Social**. São Paulo: Nacional, 1968.

GRADILONE, Cláudio; NAPOLITANO, Giuliana. **O Brasil descobre a Bolsa**. Revista Exame, edição 864, mar 2006.

HAIR JR, Joseph F.; WOLFINBARGER, Mary; ORTINAU, David J.; BUSH, Robert P. **Fundamentos de pesquisa de marketing**. Porto Alegre: Bookman, 2010.

IBGC, **Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa**, 2004.

Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>, Acesso em: 5 maio 2011.

IBRI, **Princípios Éticos e Código de Conduta Profissional Relações com Investidores**. [S.l.]: IBRI, 2008. Disponível em: <http://www.ibri.com.br/download/publicacoes/Codigo_de_Etica.pdf>. Acesso em: 19 jun. 2011.

KPMG, **2005: UK IPO activity returns to 2000/01 levels**. London, KPMG, 2006. Disponível em: http://www.kpmg.co.uk/pubs/ipo_q42005.pdf Acesso em 11/07/2011.

LAMEIRA, Valdir de Jesus. **Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Forense, 2000.

LODI, J. B. **Governança Corporativa – O Governo da Empresa e o Conselho de Administração**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

MELLAGI FILHO, Armando; ISHIKAWA, Sergio. **Mercado financeiro e de Capitais**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MERRIAM, **Case study in education: A qualitative approach**. San Francisco: Jossey-Bass, 1988.

MICHEL, Maria Helena. **Metodologia e Pesquisa Científica em ciências sociais**. São Paulo: Atlas, 2009.

NORTEC QUÍMICA S.A. - Disponível em: <<http://www.nortecquimica.com.br/>> Acesso em 01 junho 2013.

NICOLODI, Ana Marina. **O Novo Mercado Bovespa. 2007** Disponível em: <<http://jusvi.com/artigos/29030>> Acesso em: 01 junho 2011.

NUTRIPLANT TECNOLOGIA E NUTRIÇÃO - Disponível em: <<http://www.nutriplant.com.br/>> Acesso em 01 julho 2011.

OLIVEIRA, José Junior. **O Novo Mercado da BM&FBovespa e o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, 2009**. Trabalho de Pós Graduação em Economia, UFRGS, faculdade de ciências econômicas, Programa de Pós Graduação em Economia, 2009.

PETROBRÁS S.A. - Disponível em:
<<http://www.investidorpetrobras.com.br/pt/home.htm>> Acesso em 01 maio. 2013.

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

RIBEIRO, L. E. **Medida dos requisitos para a sobrevivência de micro e pequenas empresas**. 2006. Dissertação (Mestrado em Economia) - Universidade de Taubaté, Departamento de Economia, Contabilidade e Administração, Taubaté, 2006.

ROCCA, Carlos Antonio. **O Novo Plano Diretor do Mercado de Capitais: Enfrentando com Maturidade os Desafios da Crise**. São Paulo: Campus, 2002.

ROESCH, Sylvia Maria Azevedo. **Projetos de Estágio e de Pesquisa em Administração**. São Paulo: Atlas, 1999.

RUDGE, Luiz Fernando; CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio. **Mercado de Capitais: O que é, Como Funciona**. 7 ed. São Paulo: Campus, 2009.

SENIOR SOLUTION S.A. - Disponível em:
<http://ri.seniorsolution.com.br/seniorsolution/web/default_pti.asp?idioma=0&conta=45&v=0> Acesso em 01 abril 2013.

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

TANOUE, Luciana. **Bovespa Mais ganha ajuda para decolar**. Revista Capital Aberto, São Paulo, ano 7, nº 76, p. 50, Dez 2009.

TANOUE, Luciana. **O que falta para o Bovespa Mais**. Revista Capital Aberto, São Paulo, ano 8, nº 88, Dez 2010.

TRIVIÑOS, Augusto Nivaldo Silva. **Introdução à pesquisa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação**. São Paulo: Atlas, 1987.

VALE S.A. - Disponível em:
<<http://www.vale.com/PT/investors/Paginas/default.aspx/>> Acesso em 01 maio 2013.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 2011.

YIN, Robert K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. Porto Alegre: Bookmann, 2010.

YOKOI, Yuki. **Será que agora vai?** Revista Capital Aberto, São Paulo, ano 5, nº 52, p. 20 a 24, Dez 2007.

WILLIAMSON, O.E. **The mechanisms of governance**. New York: Oxford University Press, 1996.

OBRAS CONSULTADAS

ABCR/THOMSON VENTURE ECONOMICS. **Dados estatísticos sobre capital de risco**. Disponível em: <www.venturecapital.gov.br>. Acesso em: 19 jun. 2011.

BARROS, Aidil Jesus da Silveira; LEHFELD, Neide Aparecida de Souza; LEHFELD, Lucas de Souza. **Fundamentos de metodologia**: um guia para a iniciação científica. 2. ed. São Paulo: Makron Books do Brasil, 2000.

L.; FURTADO, Cláudio V. **A indústria de private equity e venture capital**: primeiro censo brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2006.

MAHONEY, William. **Manual do RI**, Princípios e Melhores Práticas de Relações com Investidores. Rio de Janeiro: IMF, 2007.

MÜLLER, Mariana Morosini. **Worklovers: realidade ou mito? A Experiência de médicos em um Hospital Universitário de Porto Alegre**. Trabalho de Pós Graduação. Escola Administração da UFRGS, 2007.

NETO, Mario Casale. **Um estudo sobre a indústria de capital de risco com foco em pequenas e médias empresas brasileiras. 2007**. Trabalho de Conclusão de Curso. USP, 2007.

APÊNDICE A – Entrevista Profissionais Mercado de Capitais



UNIVERSIDADE LUTERANA DO BRASIL
Centro de Ciências Humanas e Sociais Aplicadas
CURSO DE ADMINISTRAÇÃO

Prezados Senhores,

Solicito a sua colaboração para o desenvolvimento desta entrevista, pois a mesma faz parte de um estudo para o desenvolvimento do Trabalho de Conclusão de Curso, cujo tema é: “Bovespa Mais”: as atuais regras de listagem limitam a participação de um número maior de empresas no segmento de acesso da bolsa de valores?

Salienta-se que as respostas serão mantidas em sigilo, de forma que sua opinião não será identificada.

Dados Pessoais

1. Nome:
2. Empresa:
3. Tempo de empresa:
4. Tempo como profissional no mercado de capitais:

1. Em sua opinião, as principais barreiras à participação de um maior número de empresas, neste segmento, são: (aceita mais de uma alternativa)

- Exigência de altos níveis de Governança Corporativa.
- Falta de divulgação do segmento junto às empresas que desejam acessar o mercado de capitais.
- Falta de divulgação do segmento junto aos investidores qualificados para investirem neste segmento.
- Falta de divulgação do segmento junto aos investidores individuais para investirem neste segmento.
- altos custos para abertura de capital (bancos coordenadores, auditorias, etc).
- altos custos anuais como Cia. Aberta

Justifique:

2. Você concorda que empresas que desejem acessar a bolsa de valores devem ter um nível maior de transparência, mais próximo ao nível mais exigente existente atualmente (Novo Mercado)? Por quê?

3. Você acredita que a redução dos níveis de governança exigidos atualmente para entrada neste segmento seria um fator que influenciaria empresas a acessarem este mercado? Justifique:

4. Você acredita que a mudança das exigências atuais de governança corporativa para níveis mais próximos ao Nível 1 e 2 de acesso ao mercado de capitais tende a propiciar um aumento de empresas neste segmento?

5. Dentre os itens abaixo qual seria o mais importante para adesão de um número maior de empresas ao segmento Bovespa Mais:

- incentivos fiscais
- dispensa de auditoria nas demonstrações financeiras
- permissão de emissão de ações PN
- regras mais flexíveis de Governança Corporativa
- diminuição dos custos de listagem
- maior exposição para potenciais investidores

Por quê?

6. Em sua opinião, qual o impacto que poderia ocorrer com a entrada de novos participantes no BOVESPA MAIS?

7. Qual a sua sugestão para que o Bovespa Mais tenha sucesso no Brasil?

Muito obrigada por sua valiosa colaboração.

APÊNDICE B – Entrevista Empresas Participantes Bovespa Mais



UNIVERSIDADE LUTERANA DO BRASIL
Centro de Ciências Humanas e Sociais Aplicadas
CURSO DE ADMINISTRAÇÃO

Prezados Senhores,

Solicito a sua colaboração para o desenvolvimento desta entrevista, pois a mesma faz parte de um estudo para o desenvolvimento do Trabalho de Conclusão de Curso, cujo tema é: “Bovespa Mais”: as atuais regras de listagem limitam a participação de um número maior de empresas no segmento de acesso da bolsa de valores?

Salienta-se que as respostas serão mantidas em sigilo, de forma que sua opinião não será identificada.

Dados Pessoais

1. Nome:
2. Empresa:
3. Tempo de empresa:
4. Tempo como profissional no mercado de capitais:

1. **Você acredita que a adoção às exigências do segmento de acesso Bovespa Mais está diretamente ligada ou influencia a precificação das ações das empresas participantes dele? Por quê?**

2. **Dentre as exigências citadas abaixo para ingresso no Bovespa Mais classifique em:**

1	2	3	4	5
Muito difícil atendimento	Difícil atendimento	Indiferente	Fácil atendimento	Muito fácil atendimento

- tag a long*
- custos de uma Cia. Aberta
- 3 membros no Conselho de Administração
- câmara de arbitragem
- divulgação remuneração administradores
- somente ações ON
- freefloat* 25% até 7º ano de listagem

3. **Em relação à pergunta anterior, explique os motivos para as respostas em que marcou a opção “Muito difícil Atendimento”.**

4. **A empresa divulga mais informações do que as exigidas em seu segmento de listagem?**

- sim
- não

5. **A empresa cogitou a entrada em algum outro nível diferenciado de Governança Corporativa?**

Se sim, qual e por quê?

6. **Você concorda que empresas que desejem acessar a bolsa de valores devem ter um nível maior de transparência, mais próximo ao nível mais exigente existente atualmente (Novo Mercado)?**

Justifique:

7. **Você acredita que a redução dos níveis de governança exigidos atualmente para entrada neste segmento seria um fator que influenciaria empresas a acessarem este mercado? Justifique:**

8. **Você acredita que a mudança das exigências atuais de governança corporativa para níveis mais próximos ao Nível 1 e 2 de acesso ao mercado de capitais tende a propiciar um aumento de empresas neste segmento?**

9. Dentre os itens abaixo qual seria o mais importante para adesão de um número maior de empresas ao segmento Bovespa Mais:

- () incentivos fiscais
- () dispensa de auditoria nas demonstrações financeiras
- () permissão de emissão de ações PN
- () regras mais flexíveis de Governança Corporativa
- () diminuição dos custos de listagem
- () maior exposição para potenciais investidores

Justifique:

10. Qual foi o principal objetivo da empresa com a abertura de capital?

Muito obrigada por sua valiosa colaboração.

APÊNDICE C – Entrevista Empresas não Participantes Bovespa Mais



UNIVERSIDADE LUTERANA DO BRASIL
Centro de Ciências Humanas e Sociais Aplicadas
CURSO DE ADMINISTRAÇÃO

Prezados Senhores,

Solicito a sua colaboração para o desenvolvimento desta entrevista, pois a mesma faz parte de um estudo para o desenvolvimento do Trabalho de Conclusão de Curso, cujo tema é: “Bovespa Mais”: as atuais regras de listagem limitam a participação de um número maior de empresas no segmento de acesso da bolsa de valores?

Salienta-se que as respostas serão mantidas em sigilo, de forma que sua opinião não será identificada.

Dados Pessoais

1. Nome:
2. Empresa:
3. Tempo de empresa:
4. Tempo como profissional no mercado de capitais:

1. Você acredita que a adoção às exigências do segmento de acesso Bovespa Mais está diretamente ligada ou influencia a precificação das ações das empresas participantes dele? Por quê?

2. Dentre as exigências citadas abaixo para ingresso no Bovespa Mais classifique em:

1	2	3	4	5
Muito difícil atendimento	Difícil atendimento	Indiferente	Fácil atendimento	Muito fácil atendimento

() tag
a long

- () custos de uma Cia. Aberta
- () 3 membros no Conselho de Administração
- () câmara de arbitragem
- () divulgação remuneração administradores
- () somente ações ON
- () *freefloat* 25% até 7º ano de listagem

3. Em relação à pergunta anterior, explique os motivos para as respostas em que marcou a opção “Muito difícil Atendimento”.

4. A empresa divulga mais informações do que as exigidas em seu segmento de listagem?

- () sim
- () não

5. A empresa cogitou a entrada em algum outro nível diferenciado de Governança Corporativa? Se sim, qual e por quê?

6. Você concorda que empresas que desejem acessar a bolsa de valores devem ter um nível maior de transparência, mais próximo ao nível mais exigente existente atualmente (Novo Mercado)?

Justifique:

7. Você acredita que a redução dos níveis de governança exigidos atualmente para entrada neste segmento seria um fator que influenciaria empresas a acessarem este mercado? Justifique:

8. Você acredita que a mudança das exigências atuais de governança corporativa para níveis mais próximos ao Nível 1 e 2 de acesso ao mercado de capitais tende a propiciar um aumento de empresas neste segmento?

9. Dentre os itens abaixo qual seria o mais importante para adesão de um número maior de empresas ao segmento Bovespa Mais:

- () incentivos fiscais
- () dispensa de auditoria nas demonstrações financeiras
- () permissão de emissão de ações PN
- () regras mais flexíveis de Governança Corporativa
- () diminuição dos custos de listagem
- () maior exposição para potenciais investidores

Justifique:

Muito obrigada por sua valiosa colaboração.