

UNIDADE 2 – MERCADO DE AÇÕES

MÓDULO 1 – MERCADO DE AÇÕES

01

1 - CARACTERÍSTICAS DO MERCADO DE AÇÕES

À medida que a economia se expande mais relevante se apresenta o sistema de distribuição de valores mobiliários como fator multiplicador da riqueza nacional. O sucesso dos investimentos produtivos está cada vez mais dependente da participação dos acionistas, cujos interesses de participação nos resultados impulsionam o crescimento das empresas.

As empresas têm diversas alternativas de financiamento, obtidas principalmente de empréstimos (capital de terceiros), geração e reinvestimentos de lucros e aporte de capital de acionistas. É por meio da participação dos proprietários que as empresas adquirem melhores condições financeiras de viabilização de seus projetos de investimentos, tanto pela natureza permanente da captação, como pelo baixo comprometimento do caixa.

A **função básica do mercado de capitais** é a de promover a riqueza nacional por meio da participação da poupança de cada agente econômico. Nesse mercado, os principais ativos negociados são as ações, representativos do capital das empresas.

Esse mercado costuma operar com dois lotes de negociação de ações: lote padrão e lote fracionário.

As **ações** constituem-se em títulos representativos da menor fração do capital social de uma empresa (sociedade anônima, sociedade por ações ou companhia). O acionista não é um credor da companhia, mas um co-proprietário com direito a participação em seus resultados.

As ações podem ser emitidas sob a forma:

- **física de cautelas ou certificados**, que comprovam a existência e a posse de certa quantidade especificada de ações, ou
- **do tipo escritural**, que dispensa sua emissão física, mantendo o controle das ações em contas de depósitos em nome de seus titulares, em uma instituição depositária.

Lote padrão estabelece uma quantidade mínima de títulos para negociação no mercado. O investidor, que desejar um volume maior de ações negocia, em verdade, certa quantidade de lotes de ações.

Lote fracionário ou mercado fracionário, por outro lado, transaciona volumes inferiores ao padrão, ou frações de lote.

02

Uma ação não tem prazo de resgate, sendo convertida em dinheiro a qualquer momento mediante negociação no mercado. O investidor pode, sempre que desejar, alterar sua participação acionária, desfazendo-se de títulos possuídos ou mesmo vendendo as ações de uma empresa e adquirindo de outras.



As sociedades anônimas emitentes de ações podem ser de dois tipos:

- abertas,
- fechadas.

Uma companhia é **aberta** quando tem suas ações distribuídas entre um número mínimo de acionistas, podendo ser negociadas em Bolsas de Valores. Essas sociedades devem ser registradas na Comissão de Valores Mobiliários como de capital aberto e fornecem ao mercado, de forma periódica, uma série de informações de caráter econômico, social e financeiro. As companhias de capital **fechado**, por seu lado, são tipicamente empresas familiares, com circulação de suas ações restrita a um grupo identificado de investidores.

As ações são classificadas basicamente em dois tipos: **ordinárias** e **preferenciais**.

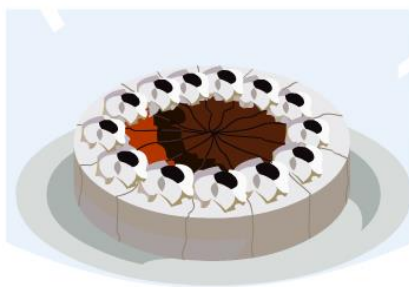
As ações **ordinárias** são as que comandam a assembleia de acionistas de uma empresa, conferindo ao seu titular o direito de voto. Os acionistas ordinários podem eleger e destituir os membros da diretoria e do Conselho Fiscal da companhia; decidir sobre o destino dos lucros; reformar o estatuto social; autorizar emissões de debêntures e aumentos de capital social; votar contas patrimoniais etc.

Comissão de Valores Mobiliários - CMV também é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, instituída pela Lei Nº. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. É responsável por regulamentar, desenvolver, controlar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários do país. Para este fim, exerce as funções de: assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão; proteger os titulares de valores mobiliários; evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação no mercado; assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e sobre as companhias que os tenham emitido; assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores

mobiliários; promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas. Maiores informações poderão ser encontradas no endereço: www.cvm.gov.br

03

Cada **ação ordinária** equivale a um voto. O poder de decisão concentra-se no investidor (ou grupo de investidores) que detenha a maior quantidade de ações. Sociedades que tenham suas ações ordinárias concentradas nas mãos de um número reduzido de investidores têm seu controle bastante identificado, dificultando as livres negociações de mercado e os movimentos dos preços.



Uma maior pulverização das ações, de outro modo, permite que os investidores (ou grupos) com menor participação acionária assumam o controle da empresa, incentivando uma maior participação no capital votante. À medida que o mercado de capitais se desenvolve, aumenta a quantidade de acionistas com a maior distribuição das ações entre investidores, exigindo-se menor concentração no capital votante para se exercer o controle acionário de uma empresa.

Em economias mais desenvolvidas, com uma maior presença do mercado de capitais na formação do crescimento nacional, o controle das grandes sociedades pode ser feito com reduzida participação acionária (pode atingir menos de 5% em alguns casos), tomando seus preços de mercado bastante competitivos diante da maior disputa pelo controle da companhia. Em mercados menores, em que o controle acionário costuma ser exercido com participação superior a 5%, os preços de mercado das ações não refletem o valor efetivo da empresa, por não incorporarem o prêmio pelo seu controle acionário. A perda do controle acionário nesse mercado é bastante difícil, e as negociações ficam restritas a um reduzido número de ações.

04

As ações **preferenciais** não atribuem a seu titular o direito de voto, porém conferem certas *preferências*, como:

- prioridade no recebimento de dividendos,
- prioridade no reembolso do capital
-

Para o **acionista preferencial**, o lucro é mais importante que o controle da companhia, priorizando a distribuição dos resultados.

Se uma companhia passar três anos consecutivos sem distribuir dividendos preferenciais, essas ações adquirem o direito de voto, situação essa capaz de alterar o controle acionário. De outro modo, as ações preferenciais podem ter direito de voto se estipuladas no estatuto da companhia.

As ações preferenciais são mais atraentes em pequenos mercados, em que não existe uma maior diluição do capital votante (ordinário), caindo o interesse por esses valores conforme o mercado cresce, tomando mais disputado o controle de uma empresa.

Em qualquer decisão de investimento em ações, deve ser analisado o estatuto da companhia no que se refere, principalmente, à forma de distribuição de dividendos ao capital preferencial e ordinário, tipos de ações preferenciais e direitos previstos.

Existe ainda um outro tipo de ação, denominada de gozo ou fruição. Essas ações equivalem ao montante que caberiam aos acionistas de uma companhia na hipótese de sua dissolução. Essas ações não são colocadas em negociação em Bolsas de Valores, revelando interesse somente aos sócios fundadores da sociedade.



Uma sociedade pode também emitir ações com objetivos específicos com relação aos direitos dos acionistas. Por exemplo.

Prioridade no recebimento de dividendos, geralmente um percentual mais elevado que o valor das ações ordinárias.

Prioridade no reembolso do capital na hipótese de dissolução da empresa.

Por exemplo: O estatuto da companhia pode prever dividendos diferenciados a determinados acionistas, pode limitar o investimento estrangeiro etc. Para identificar estes objetivos são emitidas ações com diferentes classes: PNA, (preferências nominativas classe A), PNB (preferências nominativas classe B), e assim por diante. A sociedade pode criar quantas classes desejar.

2 - FORMA DE CIRCULAÇÃO DAS AÇÕES

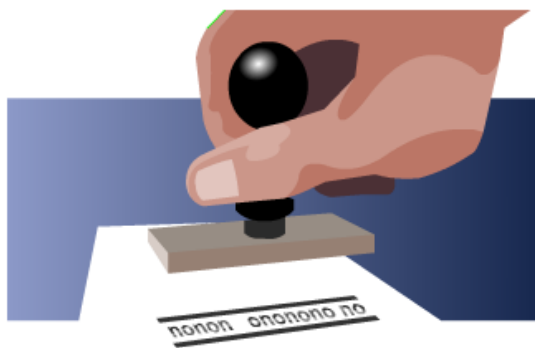
Quanto à forma de circulação, as ações podem ser:

- Nominativas,
- Nominativas endossáveis e
- Escriturais

As ações **nominativas** são representadas por cautelas (certificados) e trazem o nome do investidor registrado em livro de registro das ações nominativas. Sua transferência dá-se mediante a entrega da cautela e averbação do nome do novo titular neste livro, conferindo-lhe todos os direitos de acionista.

As ações **nominativas endossáveis** registram somente o nome do primeiro acionista, sendo as transferências de titularidades processadas mediante endosso na própria cautela.

As ações são emitidas por meio de cautelas, as quais devem ser registradas no referido livro de registro de ações nominativas para que se caracterize, formalmente, a propriedade do título. No entanto, existem ações nominativas sem suas respectivas cautelas, sendo por isso, denominadas de **escriturais**. Essas ações têm seu controle executado por uma instituição fiel depositária das ações da companhia, a qual mantém uma conta de depósito em nome de seus proprietários. Todas as movimentações com essas ações ocorrem mediante extratos bancários emitidos pelas instituições depositárias, não ocorrendo o manuseio físico desses papéis.



3 - VALOR DAS AÇÕES

Podem ser definidos, de acordo com os objetivos da análise, os seguintes valores monetários para as ações: nominal, patrimonial, intrínseco, de liquidação, de subscrição e de mercado.

Quando as ações ainda não possuírem valor nominal, o preço de emissão é definido pelos sócios fundadores da sociedade e, no aumento de capital, pela assembleia geral de acionistas (ou Conselho de Administração). Nessa alternativa de emissão, a companhia pode estabelecer qualquer valor para suas ações, não havendo obrigatoriedade de se respeitar um valor mínimo, como no caso descrito das ações com valor nominal. A parcela do preço de emissão da ação sem valor nominal que ultrapassar o montante definido ao capital social, será considerada como reserva de capital.

Uma companhia pode adquirir suas próprias ações no mercado, retirando-as de circulação. Essa operação é conhecida por resgate de ações. Enquanto mantidas em contas patrimoniais da empresa, essas ações não podem exercer seus direitos de voto e recebimento de dividendos. O resgate das ações pode ser efetuado com redução ou não do capital social, a critério da sociedade.

Deve ser registrado que a realização financeira total do valor patrimonial de uma ação somente ocorre em caso de dissolução da sociedade. A cada exercício, parte do capital próprio é distribuída aos acionistas sob a forma de dividendos, verificando-se, ao mesmo tempo, um crescimento do patrimônio líquido pela retenção de lucros e integralização de novas ações.

A realização financeira do valor patrimonial de uma ação depende, ainda, da alienação de todos os ativos da empresa pelos preços registrados nos relatórios financeiros elaborados pela Contabilidade. Essa realidade é de difícil verificação prática, reduzindo fortemente a importância do valor patrimonial para efeitos de análise e avaliação de empresas.

O indicador do **valor patrimonial** é uma informação claramente estática e histórica, medida com base em valores acumulados no passado. Com isso, deve ser desvinculada qualquer relação mais estreita entre o valor patrimonial de uma ação com seu efetivo preço de mercado.

Uma decisão de investimento em ação exige que se localizem papéis que estejam sendo negociados no mercado a um preço inferior ao seu valor intrínseco, identificando-se uma recomendação de compra. Ações com valor de mercado mais alto que o intrínseco não apresentam atratividade econômica, denotando uma decisão de venda.

Deve ser registrado, uma vez mais, que não há nenhuma relação visível entre o valor patrimonial e o preço de mercado de uma ação. Enquanto o valor patrimonial é definido estritamente por critérios contábeis, o valor de mercado é obtido pela interação das forças de oferta e procura da ação nas bolsas de valores, correlacionando-se com os resultados esperados da empresa emitente e outros fatores decisivos na formação dos preços dos ativos, como desempenho esperado da conjuntura, liquidez do mercado, forma de tributação dos rendimentos, tipo da ação etc.



- **O valor de liquidação** é determinado quando do encerramento de atividade de uma companhia, indicando quanto compete do resultado da liquidação para cada ação emitida.
- **O valor de subscrição** é o preço definido no lançamento de ações em operações de abertura de capital de uma empresa. Esse valor é determinado principalmente com base nas perspectivas da empresa emitente, do volume de emissão, preço corrente de mercado da ação, e de outras variáveis de mercado.

Valor nominal é o valor atribuído a uma ação previsto no estatuto social da companhia. Uma ação pode ser emitida com e sem valor nominal, sempre de acordo com o regulamentado no estatuto da empresa. Na hipótese de emitir ações sem valor nominal, todas as ações deverão ter o mesmo valor, não sendo permitidas, ainda, novas emissões com valores diferentes.

Valor patrimonial de uma ação representa a parcela do capital próprio (patrimônio líquido) da sociedade que compete a cada ação emitida. É determinado pelo valor do patrimônio líquido dividido pelo número de ações emitidas. Por exemplo, se o patrimônio líquido de uma empresa for de \$ 80 milhões e ela tiver 40 milhões de ações emitidas, determina-se um valor patrimonial de \$ 2,00 por ação, indicando que cada ação emitida participa com \$ 2,00 do patrimônio da sociedade.

Valor intrínseco de uma ação equivale ao valor presente de um fluxo esperado de benefícios de caixa. Esse fluxo é descontado a uma taxa de retomo mínima requerida pelos investidores, a qual incorpora o risco associado ao investimento. Com isso, o valor intrínseco embute o potencial de remuneração da ação, fundamentando-se nas possibilidades de desempenho da empresa no futuro e no comportamento esperado da economia.

Valor de mercado representa o efetivo preço de negociação da ação. Não coincide, necessariamente, com seu valor intrínseco, sendo definido a partir das percepções dos investidores e de suas estimativas com relação ao desempenho da empresa e da economia.

07

4 - RENDIMENTOS DAS AÇÕES

Ação é um título de renda variável, oferecendo resultados (ganhos ou perdas) ao investidor com base no comportamento de seus preços de mercado. Esses resultados, conforme se comentou, dependem de diversos fatores ligados ao desempenho esperado da empresa emitente, das condições de mercado e evolução geral da economia.

Essencialmente, uma ação oferece duas formas de rendimentos aos seus investidores: **dividendos** e **valorização** de seu preço de mercado. Um benefício que o título também pode proporcionar aos seus titulares é o direito de subscrição em casos de aumento de capital por integralização. Mas, recentemente, no Brasil, foi introduzida a figura dos “juros sobre o capital próprio” pagos aos acionistas com base nas reservas de lucros da empresa.

Os **dividendos** representam distribuição de lucros auferidos pela empresa aos seus acionistas, sendo normalmente pagos em dinheiro.

A decisão de uma política de dividendos envolve basicamente uma decisão sobre o lucro líquido da empresa: retê-lo, visando ao reinvestimento em sua própria atividade; distribuí-lo, sob a forma de dividendos em dinheiro aos acionistas.

O **índice de payout** mede a porcentagem do lucro líquido a ser distribuída aos acionistas de uma empresa, ou seja:

		Dividendos Distribuídos
PAYOUT	=	_____
		Lucro Líquido do Exercício

Quanto maior se apresentar esse indicador de dividendos, menor será a proporção de recursos próprios, proveniente de decisões de retenção de lucros, utilizada pela empresa em sua atividade. Baixos índices de *payout* (ou nulos) atribuem normalmente uma elevada importância à opção de reter lucros como fonte de financiamento de uma empresa.

Todos os acionistas (ordinários e preferenciais) têm o direito de receber dividendos em cada exercício, tomando-se uma prática obrigatória para as sociedades por ações.

08

A atual legislação brasileira sobre distribuição de dividendos encontra-se prevista basicamente na lei das sociedades por ações. Os lucros são distribuídos com base no previsto nos estatutos sociais, tendo como percentual mínimo obrigatório 25% sobre o lucro líquido ajustado do período. No caso do estatuto social da companhia ser omissivo com relação a esse dividendo, a legislação prevê a distribuição de 50% desse resultado ajustado a todos os acionistas, devendo ainda os acionistas preferenciais receber 10% a mais de dividendos que os ordinários.

Nas companhias fechadas, a assembleia de acionistas pode deliberar a distribuição de dividendo inferior ao obrigatório descrito acima ou a retenção de todo o lucro apurado no exercício, desde que não haja oposição de nenhum dos presentes. O acionista ausente à assembleia não pode reclamar da redução de seu dividendo.

Nas companhias abertas, o dividendo pode não ser distribuído nos exercícios sociais em que ele não seja compatível com a situação financeira da empresa. Esses lucros não distribuídos são registrados em conta especial, devendo ser pagos como dividendos assim que as condições da empresa permitam desde que não tenham sido absorvidos por prejuízos futuros.

Os acionistas preferenciais podem ter seus dividendos apurados segundo critérios específicos (por exemplo, com base em percentual sobre o capital social preferencial, ou sobre o valor nominal da ação), conforme definidos nos estatutos da companhia. Nesse caso, o valor a ser pago aos acionistas não pode ser inferior ao calculado pelo dividendo mínimo obrigatório, prevalecendo sempre o de maior valor.

A legislação das sociedades por ações prevê ainda a possibilidade de distribuição de dividendo fixo para os acionistas preferenciais. Esse dividendo funciona como um pagamento periódico de

juro, o acionista preferencial não participa dos lucros remanescentes da companhia após o recebimento desse fixo. Apesar do uso generalizado do dividendo fixo em diversas economias, seu uso no Brasil é pouco comum, sendo bastante difícil de ser verificado na prática.

Os dividendos preferenciais podem ainda ser cumulativos e não-cumulativos.

A valorização do preço de mercado de uma ação é consequência do comportamento de mercado e do desempenho da empresa em determinado período. Todo investidor especula sobre a possibilidade de ganhos futuros e valorização do papel, adquirindo ações na expectativa de crescimento de seu valor de mercado, em relação ao valor pago (ganhos de capital), e tomando decisões de venda em projeções de baixa.

O investimento em ações envolve assumir certo grau de risco com relação às oscilações de suas cotações de mercado. A compensação desse risco deve ocorrer na remuneração oferecida no papel, sendo mais elevada quanto maior for o risco.

Um aspecto fundamental para obter ganhos com ações é o *timing* (momento oportuno) de entrar e sair do mercado. Em outras palavras, o diferencial de um bom investidor está em saber antecipar-se aos movimentos do mercado financeiro: adquirir ações numa tendência de alta, antes dos demais investidores e, em consequência de sua valorização, vendê-las igualmente antes que outros o façam (antes da desvalorização). A identificação desse timing exige acompanhamento e análises de cenários econômicos, do mercado financeiro e desempenho da empresa e seus concorrentes.

Podem ser identificados dois grandes tipos de risco no investimento em ações:

risco da empresa captadora dos recursos e

risco do mercado.

O risco da empresa é aquele associado às decisões financeiras, em que são avaliados os aspectos de atratividade econômica do negócio e a capacidade financeira em resgatar os compromissos assumidos perante terceiros.

Cumulativos são aqueles que, quando não pagos em determinado exercício pela inexistência de lucro, acumulam-se para distribuição futura no exercício pela inexistência de lucro; acumulam-se para distribuição futura no momento em que for apurado resultado suficiente.

Não-cumulativos somente são pagos nos exercícios em que forem apurados lucros suficientes.

Dessa maneira, o risco da empresa pode ser identificado por:

- **risco econômico** – inerente à própria atividade da empresa e às características do mercado em que opera. Esse risco independe da forma como a empresa é financiada, restringindo-se às decisões de ativos e identificando na possibilidade de não se verificar os resultados operacionais esperados. Exemplos de risco econômico: aumento da concorrência, evolução tecnológica, elevação dos juros, qualidade etc.;
- **risco financeiro** - reflete o risco associado ao endividamento da empresa, ou seja, à capacidade da empresa em liquidar seus compromissos financeiros assumidos. Empresas com reduzido nível de endividamento apresentam baixo nível de risco financeiro; altos graus de endividamento, por outro lado, ao mesmo tempo em que podem promover maior capacidade de alavancar os resultados, denotam maior risco financeiro.

O desempenho desses dois componentes de risco afeta, evidentemente, o risco total da sociedade e o valor de mercado de suas ações. Deve haver um equilíbrio na relação risco/retorno do investimento em ações, alcançando a máxima rentabilidade associada a um nível de risco que promova o maior valor de mercado das ações.

O risco de mercado diz respeito às variações imprevistas no comportamento do mercado, determinadas, principalmente, por mudanças ocorridas na economia.



Esse tipo de risco encontra-se presente em todo o mercado e, principalmente, no mercado de ações. É identificado pela variabilidade dos retornos de um título em relação ao seu valor médio, denotando menor confiança ao investidor quanto maior for essa variância. Investimentos com retornos mais centrados em seu ponto médio são capazes de oferecer uma melhor aproximação do desempenho esperado futuro.

5 - DIREITOS DE SUBSCRIÇÃO

A **subscrição** é o direito de todos os acionistas em adquirir novas ações emitidas por uma companhia. Por meio da elevação de seu capital social, a sociedade emite e oferece para subscrição novas ações aos investidores, comprometendo-se a dar preferência de compra aos atuais acionistas por certo período e

preço preestabelecido na proporção das ações possuídas. A aquisição, no direito de preferência, é efetuada pelo preço definido de subscrição, geralmente inferior ao valor de mercado, promovendo um ganho ao subscritor pela diferença verificada nesses valores.

Se o acionista não desejar exercer seu direito de subscrição, poderá vendê-lo, transferindo o direito a terceiros, por meio da venda em pregão da Bolsa de Valores.

Os recursos dos pagamentos efetuados pelos acionistas à sociedade emitente das novas ações são direcionados para financiar projetos de investimentos e reforço de capital de giro.

Os direitos de subscrição podem ser negociados mediante a emissão de “**bônus de subscrição**”, título negociável no mercado de capitais e que dá a seu o direito de subscrever ações pelo preço de lançamento. Exemplo.

O acionista perde o direito de subscrição se não exercê-lo no prazo determinado pela assembleia de acionistas da companhia.

Como exemplo ilustrativo. Admita uma empresa que tenha emitido 10 milhões de ações, cujo preço de mercado esteja atualmente cotado em \$ 1,15 por ação. A assembleia de acionistas autorizou um aumento de capital de 25%, ou seja, uma subscrição de capital de uma ação nova para quatro antigas possuídas. O preço de subscrição das novas ações foi definido em \$ 1,07 por ação. Assim, um acionista detentor de 600.000 ações terá o direito de subscrever 150.000 novas ações (25% s/ 600.000 ações), pagando à sociedade emitente o valor de \$ 160.500 (150.000 ações x \$ 1,07). Com isso, pode apurar um ganho determinado pelo diferencial entre o valor que a ação venha atingir no mercado e o valor pago na subscrição.

11

6 - BONIFICAÇÃO

A *bonificação* é um direito do acionista em receber ações, proporcionais aos títulos possuídos, em decorrência do aumento de capital de uma empresa mediante incorporação de reservas. A bonificação não deve promover qualquer alteração no valor de mercado da ação, representando simplesmente uma transferência de contas patrimoniais, para atualização da participação do acionista no capital da empresa.

Não promove qualquer alteração na estrutura econômica e financeira da empresa, não devendo, por conseguinte, determinar variações em seu preço de mercado.



O aumento do capital social de uma companhia por incorporação de reservas patrimoniais pode ser processado de três formas:

- 1) pela emissão de novas ações e consequente distribuição gratuita a seus atuais titulares, na proporção da participação acionária mantida por titular. É denominada "bonificação em ações". Essa operação não produz alteração alguma na participação relativa dos acionistas, elevando unicamente a quantidade de ações possuídas;
- 2) mediante alteração do valor nominal da ação, não havendo necessidade de a sociedade emitir novos títulos. O reajuste do valor da ação deve refletir o valor da elevação do capital;
- 3) se as ações não apresentarem valor nominal, a quantidade de ações emitidas pela sociedade permanece inalterada, elevando-se unicamente o montante contábil do capital social.

12

7 - DESDOBRAMENTO DE AÇÕES – SPLIT

O **split**, por seu lado, é a emissão de novas ações em razão da representação do capital social em um número maior de ações. Nessa operação, cada ação antiga é desdobrada em uma ou mais ações novas, sem apresentar nenhuma interferência no capital social da companhia. O **split** altera unicamente o valor individual da ação, mantendo inalterado o capital da sociedade. As ações desdobradas são distribuídas aos atuais acionistas na proporção de cada ação possuída, não alterando também a participação acionária de cada um deles.

O objetivo principal de uma sociedade em efetuar um *split* de suas ações é dar maior liquidez aos seus papéis, aproximando seu valor de mercado à cotação média da bolsa. Por exemplo.



O *split* não deve ser confundido com bonificação em ações. Apesar de as duas práticas não alterarem o patrimônio líquido total da empresa, a bonificação é consequência de um aumento de capital social por incorporação de reservas, e o desdobramento é uma forma de reduzir o preço de mercado das ações mediante alterações em seu valor nominal e na quantidade física emitida. Conforme foi colocado acima, o objetivo do uso do *split* é melhorar os índices de liquidez de uma ação para torná-la acessível a uma quantidade maior de investidores.

Por exemplo: Suponha que uma empresa tenha suas ações negociadas em Bolsa de Valores a uma cotação média de \$ 16,00 cada uma, e que seu valor nominal atinja \$ 12,00 por ação. Diante desses valores elevados para os padrões médios vigentes no mercado, a empresa constata dificuldades em melhorar a liquidez de seus papéis no mercado, e observa ainda que a maioria de suas ações encontra-se em poder de investidores institucionais (fundos de pensão, carteiras de bancos etc.).

A solução empregada pode ser o uso do *split* por meio do desmembramento de cada ação em 12 ações de valor nominal de \$ 1,00 cada uma. Com essa medida, a quantidade de ações negociadas diariamente eleva-se muito e seu preço de mercado sofre uma redução paralela, de maneira a possibilitar um maior número de negócios com o papel.

13

8 - GRUPAMENTO DE AÇÕES

As ações são cotadas no mercado de forma unitária ou em lotes de certa quantidade (geralmente lotes de 1.000 ações). Assim, uma ação da Cia. A, por exemplo, pode estar valendo no mercado \$ 1,10/unidade, e a da Cia. B, \$140,00 por lote de 1.000 ações. No caso da Cia. B, cada ação vale menos de \$ 1,00 (em verdade \$ 0,14/ação).

Estas diferentes medidas para se expressar o valor de negociação da ação estão gerando diversas confusões entre os investidores de mercado, principalmente naqueles que estão efetuando suas primeiras incursões no mercado acionário.

A existência desses lotes de 1.000 ações é devida aos inúmeros planos econômicos com que o Brasil conviveu no passado, os quais, em sua maioria, promoveram alterações na expressão monetária nacional. Diante dos valores bastante reduzidos que as ações assumiram, muitas vezes sem expressão monetária para negociação, a Bolsa de Valores autorizou a se estabelecer a cotação das ações a partir de lotes de 1.000.

O grupamento de ações (*inplit*) constitui-se no caminho inverso que as ações cotadas em lotes percorreram nos últimos anos na Bolsa. A Cia. aberta, com autorização de sua assembleia de acionistas, aprova o grupamento de suas ações, permitindo que se transforme o lote de mil ações em um número menor de títulos. Por exemplo, as ações da Cia. B, cotadas a \$ 140,00 o lote de 1.000 ações, podem ser

transformadas em 70 ações avaliadas em \$ 2,00/ação. Nesse caso, a Cia. decidiu juntar cada 70 ações em uma única ação e operar no mercado cotado, cada uma a \$ 2,00. Caso não efetuasse esse agrupamento, sua ação estaria valendo \$ 0,14 cada, valor de pouca expressão monetária.

Inplit – Termo utilizado para designar o mero agrupamento de ações: o número de papéis em poder do acionista diminui, sem alterar sua participação no capital da empresa. Em decorrência da adoção do cruzeiro real, as cotações passaram a ser expressas em lotes de mil ações.

14

9 - AÇÕES "COM" E AÇÕES "EX"

As chamadas **ações "Ex" (vazias)** são aquelas cujos direitos a proventos (dividendos, bonificações) já foram exercidos pelos seus titulares. Essas ações são negociadas em pregão de Bolsa de Valores sem proventos a receber.

As **ações "Com" (cheias)** concedem aos seus titulares o direito aos proventos distribuídos pela empresa emitente, conforme autorização da assembleia da sociedade. Após ser concedida essa autorização, as ações passam a ser negociadas no mercado na forma "Ex" direito.

**15**

RESUMO

A função básica do mercado de capitais é a de promover a riqueza nacional – por meio da participação da poupança de cada agente econômico. Nesse mercado, os principais ativos negociados são as ações, representativos do capital das empresas.

As ações constituem-se em títulos representativos da menor fração do capital social de uma empresa (sociedade anônima, sociedade por ações ou companhia). O acionista não é um credor da companhia, mas um co-proprietário com direito a participação em seus resultados.

As sociedades anônimas emitentes de ações podem ser de dois tipos: abertas ou fechadas. Uma companhia é aberta quando tem suas ações distribuídas entre um número mínimo de acionistas, podendo ser negociadas em Bolsas de Valores. As companhias de capital fechado, por seu lado, são tipicamente empresas familiares, com circulação de suas ações restrita a um grupo identificado de investidores.

As ações são classificadas basicamente em dois tipos: ordinárias e preferenciais. As ações ordinárias são as que comandam a assembleia de acionistas de uma empresa, conferindo ao seu titular o direito de voto. Cada ação ordinária equivale a um voto. As ações preferenciais não atribuem a seu titular o direito de voto, porém conferem certas *preferências*, como: prioridade no recebimento de dividendos, geralmente um percentual mais elevado que o valor das ações ordinárias e prioridade no reembolso do capital na hipótese de dissolução da empresa.

A Forma de Circulação das Ações – As ações são nominativas, nominativas endossáveis e escriturais. As ações nominativas são representadas por cautelas (certificados) e trazem o nome do investidor registrado em livro de registro das ações nominativas. As ações nominativas endossáveis registram somente o nome do primeiro acionista, sendo as transferências de titularidades processadas mediante endosso na própria cautela. As ações escriturais têm seu controle executado por uma instituição fiel depositária das ações da companhia, a qual mantém uma conta de depósito em nome de seus proprietários.

Rendimento das Ações – Essencialmente, uma ação oferece duas formas de rendimentos aos seus investidores: dividendos e valorização de seu preço de mercado. Os dividendos representam distribuição de lucros auferidos pela empresa aos seus acionistas, sendo normalmente pagos em dinheiro.

Direitos de Subscrição – A subscrição é o direito de todos os acionistas em adquirir novas ações emitidas por uma companhia. Por meio da elevação de seu capital social, a sociedade emite e oferece para subscrição novas ações aos investidores, comprometendo-se a dar preferência de compra aos atuais acionistas por certo período e preço preestabelecido na proporção das ações possuídas.

Bonificação – É um direito do acionista em receber ações, proporcionais aos títulos possuídos, em decorrência do aumento de capital de uma empresa mediante incorporação de reservas.

16

UNIDADE 2 – MERCADO DE AÇÕES

MÓDULO 2 – MERCADO PRIMÁRIO E SECUNDÁRIO

1 - FUNCIONAMENTO DO MERCADO PRIMÁRIO DE AÇÕES

O lançamento de um novo ativo financeiro ocorre no **mercado primário**; essencialmente, todo ativo financeiro é colocado no mercado (negociado pela primeira vez) por meio do mercado primário. Negociações posteriores, em Bolsa de Valores ou em Mercado de Balcão, envolvendo compras e vendas de títulos já lançados entre investidores, são realizadas no **mercado secundário**.

O mercado acionário pode também ser identificado por meio de dois segmentos distintos de operações, pelo **mercado primário** e mercado **secundário**.

No **mercado primário** ocorre a canalização direta dos recursos monetários superavitários, disponíveis aos poupadores, para o financiamento das empresas, por meio da colocação (venda) inicial das ações emitidas. É nesse setor do mercado que as empresas buscam, mais efetivamente, os recursos próprios necessários para a consecução de seu crescimento, promovendo, a partir do lançamento de ações, a implementação de projetos de investimentos e o consequente incremento da riqueza nacional.

No **mercado secundário** são estabelecidas as renegociações entre os agentes econômicos das ações adquiridas no mercado primário. Os valores monetários das negociações realizadas nesse mercado não são transferidos para o financiamento das empresas, sendo identificados como simples transferências entre os investidores. A função essencial do mercado secundário é dar liquidez ao mercado primário, viabilizando o lançamento de ativos financeiros.

A existência de um mercado secundário mais dinâmico somente é possível mediante certas condições de liquidez para as ações emitidas, as quais são verificadas fundamentalmente por meio das transações nas Bolsas de Valores. Dessa forma, é nas Bolsas que uma ação, representativa de determinado empreendimento, tem seu desempenho avaliado pelos investidores, assumindo maior demanda e, conseqüentemente, maior liquidez, em função do sucesso econômico alcançado pela empresa emitente.

Outras importantes contribuições do mercado secundário são: seu papel informacional, pela incorporação das informações relevantes aos preços dos papéis negociados, e transferência de riscos entre os investidores por meio da constituição de carteiras.

Mercado de Balcão – Há duas modalidades distintas desse mercado: mercado de balcão não organizado: mercado de compra e venda de ativos sem a coordenação de uma Bolsa de Valores, no qual as transações são normalmente conduzidas por telefone. São negociadas ações de empresas não registradas em Bolsas de Valores e outras espécies de títulos. Participam deste mercado corretoras, distribuidoras, alguns bancos e pessoas físicas. Mercado de balcão organizado: também chamado de SOMA (Sociedade Operadora de Mercado Aberto), funciona como um "pré-vestibular" para empresas que pretendem mais tarde ter suas ações negociadas nas bolsas de valores. Apresenta como vantagens principais menores custos e menores exigências.

O financiamento de uma empresa mediante recursos próprios pode desenvolver-se pela retenção de seus resultados líquidos (autofinanciamento) e, principalmente, pelo lançamento de ações ao público.

Uma companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários (Lei nº. 10.303/01 – art. 4º).

A colocação de ações no mercado pode ocorrer tanto pela emissão de nossas ações pela empresa, como pela oferta pública de ações detidas por um investidor. Para ter ações negociadas no mercado, a sociedade deve, em primeiro lugar, ser registrada como "Companhia Aberta" junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

O lançamento público de novas ações, conhecido também por ***underwriting*** é uma operação na qual a sociedade emitente coloca seus valores mobiliários no mercado primário, mediante a intermediação de uma instituição financeira. Nesse esquema, a sociedade atrai novos sócios pela subscrição e integralização de novas ações (capital), cujos recursos financeiros são direcionados para financiar seu crescimento.

O **lançamento de ações no mercado** pode ocorrer, também, pela oferta de um lote de ações possuídas por um acionista ou grupo de acionistas.

Essa modalidade de oferta pública constitui-se em uma distribuição secundária de ações, conhecida por ***block trade***. Não resulta na entrada de novos recursos à empresa, restringindo-se os resultados financeiros da operação no âmbito dos investidores.

Essa transação secundária envolvendo um expressivo lote de ações é adotada geralmente em processos de transferência de controle acionário no mercado, em que um grupo controlador de uma sociedade coloca à venda as ações detidas em carteira, portanto, fora da negociação normal do mercado. A operação, ainda, ganhou maior notoriedade nos processos de privatização de empresas públicas executadas pelo Governo brasileiro nas décadas de 1980 e 90. O controle público foi oferecido ao mercado por meio de leilões em Bolsas de Valores, constituindo-se em excelentes alternativas de investimento.



A **abertura de capital** é justificada, principalmente, pela necessidade sentida pelas empresas de aporte de recursos permanentes visando financiar novos projetos de investimentos, e promover o crescimento e a modernização de suas atividades. A abertura de capital implica, ainda, a transformação da empresa em uma Sociedade Anônima (S.A.), tendo suas ações listadas na Bolsa de Valores e negociadas no mercado.

No processo de colocação das ações junto ao público, a empresa realiza geralmente **road show**, que equivale a uma central ("mostra") de suas principais informações disponibilizadas para avaliação dos investidores interessados na subscrição dos papéis.

Block Trade – leilão de um grande lote de ações em poder da empresa ou de um acionista através da bolsa de valores.

18

Subscrição Pública de Ações (Underwriting) - O processo de subscrição e integralização de novas ações, que se desenvolve dentro do segmento acionário do mercado de capitais, obedece a um fluxo sequencial de atividades, o qual é ilustrado a seguir:



A decisão de **aumento de capital por subscrição e integração de novas ações** pressupõe que a sociedade ofereça certas condições de atratividade econômica, as quais são avaliadas, principalmente, por seus resultados econômicos e financeiros e conveniência de abertura de capital, pelo estudo setorial, pelas características básicas de emissão e lançamento das ações, pela escolha do intermediário financeiro e auditoria independente, e pelo cenário conjuntural. Essa sequência de estudos é considerada nas várias etapas do processo de subscrição, ou seja, pela instituição financeira intermediadora e pelos diversos agentes que compõem o mercado primário e secundário de ações.

Os resultados econômico-financeiros de uma empresa são avaliados segundo as várias técnicas de análise, envolvendo a atual situação da empresa, atratividade dos planos de investimentos, a atual situação societária e capacidade em atender às várias exigências legais e às condições gerais do mercado e da economia. Apesar de normalmente basear-se em resultados históricos, o desempenho da empresa é preferencialmente considerado em termos prospectivos, em função dos resultados esperados e da viabilidade do investimento acionário.

19

As **características básicas de emissão e lançamento de ações** levam em consideração a existência de incentivos fiscais na subscrição primária de ações, as condições fixadas de pagamento (integralização) da subscrição, existência de garantias de liquidez no mercado secundário, preço de lançamento das ações, política de dividendos definida no estatuto social da sociedade etc.

A **presença de um intermediário financeiro nas operações de subscrição de ações** é uma exigência da lei das sociedades por ações, podendo ser bancos de investimento, bancos múltiplos, sociedades corretoras ou sociedades distribuidoras de valores. A experiência e qualificação técnica em operações de abertura de capital são fatores essenciais na escolha da instituição, influenciando diretamente sobre o sucesso da colocação das ações no mercado.



A sociedade que tenha decidido abrir seu capital deve, segundo exigência legal, contratar uma auditoria externa devidamente credenciada na CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Os trabalhos de auditoria são importantes para uma avaliação dos processos e procedimentos das diversas atividades da empresa, transmitindo ao mercado uma maior garantia da idoneidade das informações contábeis publicadas.

20

Intermediário Financeiro A **instituição financeira intermediadora** constitui-se, basicamente, em um elo entre a empresa tomadora de recursos e os agentes econômicos poupadores (superavitários) identificados no mercado primário.

Assim, uma sociedade que deseje financiar-se mediante operação de aumento de capital, com a consequente emissão de novas ações, procura uma instituição financeira do mercado de capitais (Sociedade Corretora, Sociedade Distribuidora, Banco de Investimento e Banco Múltiplo), coordenadora da operação, que as subscreve visando a sua colocação no mercado primário de ações, sendo posteriormente transacionadas pelos proprietários no mercado secundário.

Os **intermediários na colocação de ações** podem organizar-se mediante um *pool* de instituições financeiras que participarão de todo o processo de colocação dos valores emitidos. Nesse *pool* é definido o coordenador, que trata de todo o processo de subscrição, desde seu registro na CVM até a efetiva liquidação financeira, e as instituições líderes e consorciadas, assim definidas em função do volume (lote) de ações a ser distribuído.

As **principais formas de subscrição pública de ações** (operação de *underwriting*), procedidas por uma instituição ou várias instituições intermediadoras (consórcio ou *pool*), são:

- a) subscrição do tipo puro ou firme;
- b) subscrição do tipo residual (*stand-by*);
- c) subscrição do tipo melhor esforço (*best effort*).

Pool é firmado sem qualquer ônus à empresa emitente das ações, sendo regulado por um contrato de adesão firmado pelas instituições interessadas.

Subscrição do tipo puro ou firme – Essa modalidade de *underwriting* prevê a subscrição e integralização, por parte da instituição financeira (ou consórcio de instituições) responsável pela distribuição, do total das novas ações emitidas por uma empresa. Em verdade, a intermediadora financeira na subscrição do tipo firme assume amplamente o risco de sua colocação no mercado, responsabilizando-se pelo pagamento à sociedade emitente do valor total das ações lançadas. Para o investidor, essa modalidade de subscrição atribui certa garantia à operação, como se a instituição intermediadora tivesse dado um aval à subscrição. Uma vez que assume o ônus de todo eventual fracasso na subscrição, a instituição financeira revela acreditar no sucesso do lançamento, estendendo essa confiança a todo o mercado investidor.

Subscrição do tipo residual (*stand by*) – Nessa forma de subscrição pública, a instituição financeira não se responsabiliza, no momento do lançamento, pela integralização total das ações emitidas. Há um comprometimento, entre a instituição e a empresa emitente, de negociar as novas ações junto ao mercado durante certo tempo, findo o qual, poderá ocorrer a subscrição total, por parte da instituição, ou a devolução, à sociedade emitente, do volume não negociado, ou seja, da parcela das ações que não for absorvida pelos investidores individuais e institucionais.

Subscrição do tipo de melhor esforço – (*best effort*) – Nessa modalidade de subscrição, a instituição financeira não assume nenhum tipo de responsabilidade sobre a integralização das ações em lançamento, e o risco de sua colocação no mercado corre exclusivamente por conta da sociedade emitente. Existe, em verdade, um comprometimento, por parte da instituição financeira, em dedicar o melhor esforço no sentido de colocar o maior número possível de novas ações no mercado, dentro de certo período de tempo, promovendo ainda as melhores condições para a empresa emitente. Findo o prazo estabelecido de negociação, as ações restantes (residuais) serão devolvidas e não integralizadas pela instituição financeira, conforme determina a modalidade de subscrição anterior à empresa de origem.

2 - MERCADO SECUNDÁRIO – BOLSA DE VALORES

O **mercado secundário** registra unicamente a transferência de propriedade dos títulos e valores mobiliários, não determinando variações diretas sobre os fluxos de recursos das sociedades emitentes. Uma empresa somente obtém novos recursos por meio de subscrição de capital no mercado primário, não se beneficiando diretamente das negociações do mercado secundário. O funcionamento do mercado secundário ocorre principalmente nas Bolsas de Valores, as quais viabilizam aos investidores a oportunidade de realizarem novos negócios com títulos anteriormente emitidos.

É preocupação das **Bolsas de Valores**, ainda, a preservação dos valores éticos nas negociações realizadas em seu âmbito, e a divulgação rápida e eficiente dos resultados de todas as transações realizadas.

Outros **objetivos** são:

- promover uma segura e eficiente liquidação das várias negociações realizadas em seu ambiente;
- desenvolver um sistema de registro e liquidação das operações realizadas;
- desenvolver um sistema de negociação que proporcione as melhores condições de segurança e liquidez aos títulos e valores mobiliários negociados;
- fiscalizar o cumprimento, entre seus membros e as sociedades emissoras dos títulos, das diversas normas e disposições legais que disciplinam as operações em bolsa.

As Bolsas de Valores são supervisionadas pela CVM – Comissão de Valores Mobiliários, atuando como uma entidade auxiliar na fiscalização do mercado de ações. São membros das Bolsas de Valores as Sociedades Corretoras que tenham adquirido título patrimonial.



O local em que são realizadas as diversas transações de compra e venda de ações registradas em Bolsas de Valores é denominado de **pregão**. Todos os participantes do pregão devem ter amplo acesso às informações e fatos relevantes que possam influir sobre os preços de negociações das ações. Procura-se evitar, com essa maior igualdade à obtenção de informações, o acesso privilegiado de alguns investidores a dados que permitam uma melhor avaliação dos preços de mercado.

Nos pregões das bolsas, somente têm acesso os representantes credenciados pelas Sociedades Corretoras (conhecidos por *operadores* de Bolsa), que negociam ações segundo ordens de compra e venda expedida pelos investidores. As negociações em Bolsas de Valores realizam-se no Brasil de forma contínua, cotando-se as ações em todo o seu período de funcionamento.

Bolsas de Valores constituem-se em associações civis sem fins lucrativos, cujo objetivo básico é o de manter um local em condições adequadas para a realização, entre seus membros, de operações de compra e venda de títulos e valores mobiliários.

22

Pregão é o recinto onde se reúnem os operadores da bolsa de valores para executar fisicamente as ordens de compra e venda dada pelos compradores e vendedores de ações às suas corretoras.

A **tecnologia da informática** já permite que sejam realizados pregões totalmente automatizados, sem interferência de operadores, e são eles que predominam.

O pregão físico pode ser organizado segundo um dos dois tipos de sistema de negociação existentes: o call system e o trading post ou pregão contínuo.

O **trading post** ou pregão contínuo que já foi consagrado nas maiores bolsas do país, bem como nas grandes bolsas estrangeiras, permite efetuar grandes volumes de negócios.

Os negócios são realizados segundo três processos:

- **negociação comum;**
- **direta e**
- **por oferta.**

Negociação comum é a que se realiza entre dois representantes (em público pregão). Sua apregoação é feita de viva voz, mencionando-se o título, suas características, a quantidade e o preço unitário, além da intenção de comprar e vender. Havendo interesse por parte de um dos demais operadores, a transação é concluída mediante a declaração da palavra "fechada". Após, deve ser preenchida a boleta (contrato simplificado de compra/venda) pelo vendedor que colhe a assinatura do comprador e a entrega para registro no posto de negociação. Com o nível de tecnologia atual, todo este ritual pode ser ajustado aos meios eletrônicos.

Negociação direta é aquela na qual o mesmo operador é, simultaneamente, comprador e vendedor: comprador para um dos clientes de sua corretora e vendedor para outro. Neste caso, a apregoação é feita por um representante da bolsa, que aguardará o tempo suficiente para que outros operadores, se estiverem dispostos, apresentem propostas de melhor preço para compra ou para venda, quer da quantidade anunciada, quer de parcelas. Não se pronunciando os demais, é anunciado o fechamento do negócio. Se houver melhor oferta, para compra ou para venda, o negócio será fechado com o outro operador interveniente, a menos que seja contraposto um novo preço pelo primeiro. Se houver melhores propostas de compra e de venda, a venda será feita para quem ofereceu maior preço e a compra, de quem propôs menor preço. Isso significa que, direta ou não, qualquer operação só será fechada pelo melhor preço, tanto de compra quanto de venda.



Negociação por oferta é a realizada entre dois operadores, sendo um deles representado pelo posto de negociação que recebeu sua oferta. Isso significa que um operador pode, simplesmente, registrar num posto sua oferta de compra ou venda de uma ação qualquer e ela será fechada, mesmo sem sua presença, desde que haja algum interessado. Se for possível, as ofertas são fechadas entre si, isto é, se há uma oferta de compra que feche com uma de venda, a operação será executada pelo funcionário da bolsa que representa, no caso, o comprador e o vendedor. No caso de estar presente um dos interessados, este fechará o negócio com o funcionário da bolsa que representa a parte ausente. Se houver uma oferta registrada, nenhuma negociação com aquele papel poderá ocorrer em condições iguais de preço para o mesmo lote de ações ou parte dele (a oferta tem prioridade). É claro que também não poderão ser fechados outros negócios com o mesmo papel por um preço mais baixo, se a oferta for de compra, ou por um preço mais alto se for de venda.

O call system os operadores distribuem-se em lugares prefixados, em torno de um balcão circular conhecido como corbeille, de onde anunciam oralmente suas ofertas de compra e venda. O diretor do pregão delimita um pequeno intervalo de tempo para a negociação de cada título. Uma vez esgotado o tempo, o mesmo título só pode ser transacionado novamente no final do pregão, quando for feita nova rodada, ou no dia seguinte. Esse tipo de sistema não é adequado para as bolsas de grande porte, que operam grandes volumes e apresentam diariamente um enorme número de negócios. Nelas, a utilização desse sistema pode acarretar frequentes confusões e enganos devido à precipitação no fechamento das transações. Nas bolsas de menor porte, o call system é usado com sucesso e, além disso, o volume de operações não viabiliza a implantação do trading post.

O trading post ou pregão contínuo os negócios podem ser realizados, para qualquer título simultaneamente, durante todo o período do pregão. Para maior facilidade nas transações, os títulos são agrupados em postos de negociação. O critério adotado para a formação desses postos obedece, normalmente, a dois fatores: reunião de empresas que operam em ramos afins de atividades econômicas como, por exemplo, bancos, comércio, petróleo, alimentação e bebidas, siderurgia, metalurgia etc. e homogeneidade quanto aos volumes de transações.

Operações a Vista, a Termo e Opções - Existem três modalidades de se operar no mercado: **à vista, a termo e opções**. A Bolsa de Valores de São Paulo oferece negócios nestes três mercados.

No **mercado à vista**, a entrega dos títulos vendidos (liquidação física) ocorre no segundo dia útil após a realização do negócio em bolsa. A Corretora adquirente recebe os títulos transacionados e repassa-os ao investidor, formalizando-se a liquidação física da operação.

O pagamento e recebimento respectivos do valor da operação (liquidação financeira) são processados no terceiro dia útil posterior à negociação. Na prática, a liquidação financeira é realizada somente após a entrega física efetiva dos papéis, sendo efetuada pela Cia. Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC).

No **mercado a termo**, as operações são formalizadas por meio de um contrato preestabelecido firmado entre comprador e vendedor, o qual estipula uma quantidade determinada de ações, prazo de liquidação do negócio em determinada data futura, a um preço acordado entre as partes. Os prazos permitidos para liquidação dessas operações são mais dilatados, podendo atingir a 30, 60, 90, 120, 150 e 180 dias. Mesmo que uma operação a termo tenha um prazo limitado a esses períodos, ela pode ser liquidada em qualquer momento antes do vencimento.

Todos os papéis negociados na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) podem constituir-se em um título-objeto de um contrato a termo.



As operações no **mercado de opções** envolvem negociações de direitos de compra e venda de ações, a um prazo de liquidação e preço preestabelecidos. O investidor de opções adquire, mediante o pagamento de um prêmio, o direito de comprar ou vender determinado lote de ações a outro investidor do mercado, em condições de prazo e preço previamente estabelecidos. O “comprador da opção, ainda, pode negociar o prêmio pago no mercado, se não desejar exercer” seu direito de compra ou venda até a data de vencimento da opção.

Diversas Sociedades Corretoras e as próprias Bolsas de Valores oferecem serviços de custódia (guarda) de ações e outros títulos. A custódia oferece diversas vantagens aos investidores, como maior segurança; acompanhamento por parte do custodiante dos direitos inerentes aos papéis, tais como dividendos, subscrição etc.; controle de movimentações (compra e venda) realizadas, entre outras.

Índices de Bolsa de Valores - O índice de Bolsa de Valores é um valor que mede o desempenho médio dos preços de uma suposta carteira de ações, refletindo o comportamento do mercado em determinado intervalo de tempo. O valor absoluto do índice da carteira expressa o valor de mercado da carteira de ações negociadas na Bolsa de Valores, sendo as variações verificadas de um período para outro entendido como sua lucratividade. Para o analista, a informação relevante do índice é sua lucratividade, e não seu valor monetário absoluto.

A **carteira** deve conter ações que expressem, da forma mais próxima possível, o comportamento registrado pelo mercado, mostrando-se sensível às oscilações nos preços de negociação. Como as cotações das ações seguem geralmente a mesma tendência apresentada pelo mercado, o índice de bolsa de valores permite que se estude o comportamento de determinado título.



De uma maneira geral, a composição da carteira deve priorizar as ações que tenham grande representatividade nos negócios realizados na Bolsa de Valores, atingindo um percentual expressivo do volume transacionado no mercado a vista. A cada ação é atribuído um peso, representativo de sua importância no volume de negócios da carteira.

O índice do mercado acionário é bastante útil, ainda, por refletir o comportamento dos investimentos em ações e, em consequência, as tendências gerais da economia. Por meio de suas variações periódicas, é possível distinguir certos ciclos que caracterizam o funcionamento da economia, formando as expectativas dos investidores com relação ao seu comportamento esperado.

25

Índice Bovespa – Ibovespa - O Índice Bovespa – Ibovespa é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro, porque retrata o comportamento dos principais papéis negociados na Bovespa.

É o valor atual, em moeda corrente, de uma carteira teórica de ações, constituída em 02/01/68, a partir de uma aplicação hipotética. Supõe-se não ter sido efetuado nenhum investimento adicional, considerando-se somente a reinversão dos dividendos recebidos e o total apurado com a venda dos direitos de subscrição, além da manutenção, em carteira, das ações recebidas a título de bonificação.

Extremamente confiável e com uma metodologia de fácil acompanhamento pelo mercado, o Índice Bovespa representa fielmente não só o comportamento médio dos preços das principais ações, como também o perfil das negociações à vista observadas nos pregões na Bovespa.

A **finalidade básica** do Índice Bovespa é a de servir como indicador médio do comportamento do mercado. Para tanto, sua composição procura aproximar-se o mais possível da real configuração das negociações à vista (lote-padrão) na Bovespa.

Para que a representatividade do índice se mantenha ao longo do tempo, quadrimestralmente é feita uma reavaliação do mercado - sempre com base nos 12 meses anteriores –, onde se identificam as alterações na participação relativa de cada ação. Feito isso, monta-se uma nova carteira, atribuindo-se a cada papel um novo peso, segundo a distribuição de mercado, apurada pelo estudo de reavaliação.

Carteira teórica do Índice é integrada pelas ações que, em conjunto, representaram 80% do volume transacionado à vista nos doze meses anteriores à formação da carteira. Como critério adicional, exige-se que a ação apresente, no mínimo, 80% de presença nos pregões do período.

26

IBX - Índice Brasil - O IBX – Índice Brasil é um índice de preços que mede o retorno de uma carteira teórica composta por 100 ações selecionadas, entre as mais negociadas na Bovespa, em termos de número de negócios e volume financeiro, ponderadas no índice por seu respectivo número de ações disponíveis à negociação no mercado.

Integrarão a carteira do IBX – Índice Brasil as 100 ações que atenderem cumulativamente aos critérios abaixo:

- Estar entre as 100 melhores classificadas quanto ao seu Índice de Negociabilidade – IN –, apurado nos 12 meses anteriores à reavaliação;
- Adicionalmente, exige-se que a ação tenha sido negociada em, pelo menos, 70% dos pregões ocorridos nos 12 meses anteriores à formação da carteira do índice.

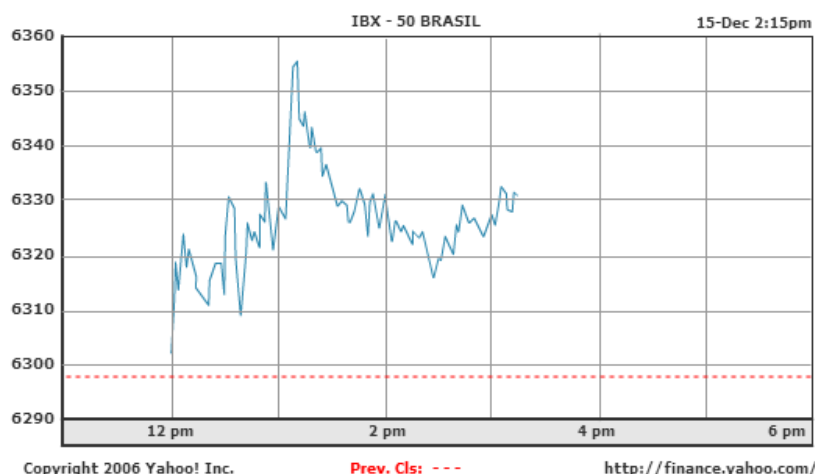
Carteira do IBX – há as ações do Ibovespa e mais algumas outras. Essas outras não são de grande liquidez. Por isso, para o “mercado, não têm muito valor”. A carteira do IBX tem vigência de quatro meses.

Índice de Negociabilidade – IN – a BOVESPA calcula o índice de negociabilidade para cada uma das ações nela negociadas nos últimos 12 meses. Esses índices são listados em ordem decrescente até que o montante das participações atinja 80%. As ações assim

selecionadas irão compor a carteira do índice, desde que atendam aos outros dois critérios. Caso não atendam, são substituídas pelas ações que vierem a seguir na listagem decrescente e que consigam atender a tais parâmetros. Uma vez alcançado o mínimo de 80% da soma dos índices de negociabilidade, tem-se a relação das ações que irão compor o Índice Bovespa para os próximos quatro meses, sendo que as ações selecionadas somente deixarão de constar dessa carteira quando não conseguirem atender a pelo menos dois critérios indicados.

27

IBX-50 - Índice Brasil 50 – Suas características e metodologia são praticamente idênticas às do IBX, mas composto apenas pelas 50 ações mais líquidas negociadas na Bovespa, em contrapartida às 100 ações do IBX. Seus critérios de inclusão e exclusão replicam os do IBX, ressalvado apenas o fato de exigir-se que cada uma das 50 ações tenha sido negociada em 80% dos pregões, e não os 70% do nos 12 meses anteriores à formação da carteira do índice.



50 BRASIL (São Paulo:IBX) Cotações atrasadas

Valor do índice:

6,331.37

Hora da transação:

dez 15

Variação:

33.57 (0.53%)

Fechamento prévio:

6,297.80

Abertura:

6,297.90

Variação do dia:

6,297.90 - 6,355.66

Em 52 semanas:

N/A

Índice FGV-100 – O índice FGV-100 exclui as ações de estatais e instituições financeiras, sendo composto apenas por 100 ações de empresas privadas, levando em consideração, para sua composição, os critérios de qualidade da empresa (peso de 60%) e de liquidez ou volume financeiro negociado em bolsa (peso de 40%). Nenhuma ação pode representar mais do que 10% do índice. É reavaliado anualmente.

IEE – Índice Setorial de Energia Elétrica – Criado em 1994, o índice é composto pelas dez maiores empresas de energia elétrica de geração ou de distribuição, com pesos iguais, com o objetivo de acompanhar o desempenho deste segmento.

ITEL – Índice Setorial de Telecomunicações – É o índice composto pelas 25 principais ações das empresas de telecomunicações.

Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – IGC – O IGC tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa. Tais empresas devem ser negociadas no Novo Mercado ou estar classificadas nos Níveis 1 ou 2 da Bovespa. Os demais critérios de inclusão, exclusão e ponderação foram estabelecidos quando de sua criação.

28

RESUMO

O lançamento de um novo ativo financeiro ocorre no mercado primário; essencialmente, todo ativo financeiro é colocado no mercado (negociado pela primeira vez) por meio do mercado primário.

No mercado primário, ocorre a canalização direta dos recursos monetários superavitários, disponíveis aos poupadores, para o financiamento das empresas, por meio da colocação (venda) inicial das ações emitidas.

No mercado secundário são estabelecidas as renegociações entre os agentes econômicos das ações adquiridas no mercado primário. Os valores monetários das negociações realizadas nesse mercado não são transferidos para o financiamento das empresas, sendo identificados como simples transferências entre os investidores.

O lançamento público de novas ações, conhecido também por *underwriting* é uma operação na qual a sociedade emitente coloca seus valores mobiliários no mercado primário, mediante a intermediação de uma instituição financeira.

A presença de um intermediário financeiro nas operações de subscrição de ações é uma exigência da lei das sociedades por ações, podendo ser bancos de investimento, bancos múltiplos, sociedades corretoras ou sociedades distribuidoras de valores.

A instituição financeira intermediadora constitui-se, basicamente, em um elo entre a empresa tomadora de recursos e os agentes econômicos poupadores (superavitários) identificados no mercado primário.

O funcionamento do mercado secundário ocorre principalmente nas Bolsas de Valores, as quais viabilizam aos investidores a oportunidade de realizarem novos negócios com títulos anteriormente emitidos.

As Bolsas de Valores constituem-se em associações civis sem fins lucrativos, cujo objetivo básico é o de manter um local em condições adequadas para a realização, entre seus membros, de operações de compra e venda de títulos e valores mobiliários.

As Bolsas de Valores são supervisionadas pela CVM – Comissão de Valores Mobiliários, atuando como uma entidade auxiliar na fiscalização do mercado de ações. São membros das Bolsas de Valores as Sociedades Corretoras que tenham adquirido título patrimonial.

O local em que são realizadas as diversas transações de compra e venda de ações registradas em Bolsas de Valores é denominado “pregão”.

Nos pregões das bolsas, somente têm acesso os representantes credenciados pelas Sociedades Corretoras (conhecidos por operadores de Bolsa), que negociam ações segundo ordens de compra e venda expedida pelos investidores.

O Pregão – É o recinto onde se reúnem os operadores da bolsa de valores para executar fisicamente as ordens de compra e venda dada pelos compradores e vendedores de ações às suas corretoras. A tecnologia da informática já permite que sejam realizados pregões totalmente automatizados, sem interferência de operadores, e são eles que predominam.

Operações à vista, a termo e opções – Existem três modalidades de se operar no mercado: à vista, a termo e opções. A Bolsa de Valores de São Paulo oferece negócios nestes três mercados.

No mercado à vista, a entrega dos títulos vendidos (liquidação física) ocorre no segundo dia útil após a realização do negócio em bolsa.

No mercado a termo, as operações são formalizadas por meio de um contrato preestabelecido firmado entre comprador e vendedor, o qual estipula uma quantidade determinada de ações, prazo de liquidação do negócio em determinada data futura, a um preço acordado entre as partes.

As operações no mercado de opções envolvem negociações de direitos de compra e venda de ações, a um prazo de liquidação e preço preestabelecidos.

Índice de Bolsa de Valores – é um valor que mede o desempenho médio dos preços de uma suposta carteira de ações, refletindo o comportamento do mercado em determinado intervalo de tempo.

O Índice Bovespa é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro, porque retrata o comportamento dos principais papéis negociados na Bovespa.

29

UNIDADE 2 – MERCADO DE AÇÕES

MÓDULO 3 – RISCO, RETORNO E PREÇOS DAS AÇÕES

1 - INTRODUÇÃO

Diversos fatores influenciam os **preços dos ativos**, e das **ações** em particular, tanto internos (relacionados ao desempenho da empresa emissora) quanto externos (relacionados ao desempenho da economia do país e das expectativas dos agentes econômicos). Para dar conta dos inumeráveis fatores, é mais do que necessária a compreensão de métodos estatísticos para a avaliação do risco dos investimentos.

O termo **risco** é bastante amplo. Um tratamento estatístico para o risco implica a análise da volatilidade (variabilidade) observada do comportamento dos preços do ativo. Na questão de precificação de ações, o **CAPM** e o **APT** são os modelos mais conhecidos e utilizados pelo mercado para avaliar as ações. Uma outra forma seria avaliar o valor da empresa por meio dos fluxos financeiros e dados, e entender os fluxos e os dados contábeis da empresa.

Podemos definir **risco de uma ação** simplesmente como a **variância** ou **desvio-padrão** dos retornos da ação.

A **decisão de investir em ações** deve ser precedida de uma análise das expectativas dos rendimentos a serem auferidos ao longo do prazo de permanência em determinada posição acionária e, também, da valorização que venha a ocorrer nesses valores mobiliários.

A principal tarefa de um investidor centra-se na avaliação do retorno esperado de seu capital aplicado, o qual deverá ser condizente com o risco assumido.



CAPM – O Modelo de Precificação de Ativos (*Capital Asset Pricing Model* – CAPM), desenvolvido

simultaneamente por SHARPE, LINTNER E MOSSINI, demonstrou haver uma relação linear entre o risco e o retorno de uma ação.

É o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), que se tornou conhecido a partir de meados da década de 1960 e que estabelece a relação de equilíbrio entre retorno esperado e um fator de risco especificamente que é o mercado. O CAPM foi construído sob suposições bastante restritivas e pouco realistas, o que acaba sendo uma das principais dificuldades para conseguir validá-lo do ponto de vista empírico. O CAPM é um modelo de equilíbrio baseado em um único fator.

APT- é um modelo de equilíbrio baseado em múltiplos fatores, é denominado de *ARBITRAGE PRICING THEORY* (APT).

O APT estabelece a relação entre o retorno esperado de um ativo com o retorno de um ativo livre de risco e uma série de outros fatores comuns que sistematicamente eleva ou reduzem esse retorno esperado.

30

Os principais indicadores diretos que influenciam os investidores na decisão de aquisição ou venda de uma ação são:

- o beta com o índice da bolsa (movimento da ação em relação ao movimento do índice);
- o preço da ação no mercado;
- o lucro por ação;
- o índice preço da ação no mercado/lucro por ação;
- o índice preço da ação no mercado/valor patrimonial da ação;
- o índice dividendo pago pela ação/preço da ação no mercado – *cash-yield* ou *dividend yield*;
- o índice dividendo pago pela ação/lucro por ação – *payout*;
- o índice preço da ação no mercado/fluxo de caixa operacional.
- Esse índice indica o número de anos necessários para a empresa gerar caixa equivalente ao valor total de suas ações. É o índice privilegiado no mercado internacional.
- o índice EV (valor da empresa em mercado acrescido de sua dívida líquida)/EBITDA (capacidade de geração de caixa da empresa).

É claro que uma cuidadosa análise dos últimos balanços e as perspectivas futuras da empresa é que darão os melhores indicadores para qualquer decisão.



Há quatro tipos básicos de investidores:

- as pessoas físicas;
- as pessoas jurídicas;
- os investidores externos; e
- os investidores institucionais.

Os investidores institucionais estão sempre presentes no mercado, pois suas aplicações são compulsórias, de acordo com as normas de composição e diversificação de suas carteiras, baixadas pelo Conselho Monetário Nacional, com o duplo objetivo de reduzir o risco de seus investimentos e de direcionar recursos para aplicações consideradas prioritárias pelo Governo.

A atuação dos investidores institucionais é fundamental para o mercado, pois por seu peso, no contexto, eles garantem o nível de estabilidade do mercado.



Além deles, existe no mercado a clássica figura do especulador que investe apenas com o objetivo de ganho imediato, garantindo o nível de liquidez do mercado. Desde que não seja um manipulador, não chega a provocar uma distorção de preços.

2 - AVALIAÇÃO DO INVESTIMENTO

Apesar do processo de decisão de investimento acionário ser muitas vezes, desenvolvido de maneira mais intuitiva, é indispensável, para efeito de um posicionamento mais racional de mercado, que a aplicação financeira seja reflexo de uma avaliação mais formal desses ativos.

Os modelos de avaliação procuram, em essência, projetar o comportamento futuro dos ativos financeiros, formulando previsões com relação às variações de seus preços no mercado. Basicamente, são adotados dois critérios de análise para investimento em ações: análise técnica e análise fundamentalista.

Análise técnica, também conhecida por análise gráfica, dedica-se a estabelecer projeções sobre o comportamento das ações a partir de padrões observados no

desempenho passado do mercado.

É desenvolvida por meio do estudo do comportamento das ações no mercado, sendo considerados, principalmente, os parâmetros de oferta e procura desses papéis e a evolução de suas cotações. A partir desse conhecimento de preços e volumes transacionados, são efetuadas projeções sobre o desempenho futuro dos preços das ações.

A hipótese implícita na análise técnica é que as variações nos preços das ações guardam uma relação entre si, descrevendo uma tendência de mercado. Dessa forma, pelas movimentações de preços passadas é possível explicar suas evoluções futuras. Não há uma preocupação formal na análise técnica com as causas que determinam certos movimentos nos preços do mercado de ações, sendo a atenção direcionada às oscilações apresentadas como forma de predizer o futuro.

O principal instrumento de avaliação deste critério de análise são os "gráficos", sendo bastante comum o uso de gráficos de acompanhamento, gráficos de barras e gráficos ponto-figura.

Os gráficos descrevem as oscilações nas cotações e as tendências nos preços das ações, permitindo que se estabeleçam as melhores oportunidades de transações.

A **análise fundamentalista** adota a hipótese da existência de um valor intrínseco para cada ação, com base nos resultados apurados pela empresa emitente. O estudo dessa análise está baseado no desempenho econômico e financeiro da empresa e processa, ainda, sofisticadas avaliações e comparações setoriais, bursáteis e conjunturais.

Os principais subsídios desse critério de análise são os demonstrativos financeiros da empresa e os diversos dados e informações referentes ao setor econômico de atividade, ao mercado acionário e à conjuntura econômica. De posse deste elenco de informações, são aplicados modelos quantitativos e financeiros com o objetivo de relacionar as decisões de compra ou venda de determinada ação com seu valor de mercado.

A técnica fundamentalista considera a análise das variáveis internas e externas à empresa, as quais exerceram influências sobre seu desempenho e, em consequência, sobre o valor intrínseco de suas ações.

33

3 - INDICADORES DE ANÁLISE DE AÇÕES

Os indicadores de análise objetivam avaliar os reflexos do desempenho da empresa sobre o valor de mercado de suas ações. São de grande utilidade para os analistas de mercado, acionistas e investidores

em geral, como parâmetros de apoio às suas decisões financeiras. A evolução das cotações de mercado das ações apresenta-se geralmente identificada nestes indicadores de análise, sendo possível inclusive estabelecerem-se algumas tendências futuras.

Lucro por Ação – LPA - O índice ilustra o benefício (lucro) auferido por ação emitida pela empresa, ou seja, do resultado líquido (após o imposto de renda) obtido em determinado período, quanto compete a cada ação emitida.

O lucro por ação (LPA) é mensurado pela seguinte expressão:

LPA =	Lucro líquido
	Número de Ações Emitidas

A quantidade de ações emitida, denominador da expressão de cálculo do LPA, pode ser determinada pelo número de ações que compõem o capital social da companhia ao final do exercício social, ou em função de sua quantidade média calculada no período.

Deve ser ressaltado que o indicador não revela o quanto cada acionista irá efetivamente receber em função do retomo produzido na aplicação de seus capitais. O índice LPA denota, em verdade, a parcela do lucro líquido pertencente a cada ação, sendo que sua distribuição aos acionistas é definida pela política de dividendos adotada pela empresa.

Indicadores de Dividendos - Procuram relacionar os dividendos distribuídos pela empresa com alguma medida que ressalte a participação relativa desses rendimentos. São bastante adotadas:

Payout =	Dividendos
	LPA

Indica os dividendos distribuídos aos acionistas como uma porcentagem do lucro por ação (LPA). Por exemplo, para um LPA de \$ 1,40, a distribuição de \$ 0,49/ação de dividendos determina um índice de payout de 35% (\$ 0,49/ \$1,40). De outra maneira, revela que a empresa reinvestiu 65% de seus lucros apurados no exercício, distribuindo o equivalente a 35% a seus acionistas.

Dividend Yield =	Dividendos
	Preço de Mercado da Ação

Indica a remuneração do acionista realizada sobre o capital investido (valor pago pela ação).

34

Índice Preço/Lucro – P/L - O índice preço/lucro constitui-se em um dos quocientes mais tradicionais do processo de análise de ações, sendo bastante utilizado pelos investidores. É calculado pela relação entre

o preço de aquisição do título (valor do investimento efetuado ou de mercado) e seu lucro unitário periódico (lucro por ação – LP A, conforme definido acima), ou seja:

$P/L = \frac{\text{Preço de Mercado da Ação}}{\text{Lucro Ação}}$

Uma característica do indicador é sua simplicidade de cálculo, tornando-o bastante utilizado na avaliação dos preços de mercado das ações. Os índices P/L da maioria das ações encontram-se ainda amplamente disponíveis no mercado, permitindo que se forme, com essas informações, um raciocínio intuitivo na comparação entre o preço pago na aquisição do título e seus lucros oferecidos.

Teoricamente o índice P/L indica o número de anos (exercícios) que um investidor tardaria em recuperar o capital investido.

Da mesma forma que o lucro por ação, o índice P/L é estático, indicando que seu resultado é válido somente para períodos futuros. Os valores considerados em sua forma de cálculo assumem, normalmente, contínuas variações no tempo, as quais deverão ser incorporadas em sua apuração, permitindo tomar o índice mais adequado às decisões envolvendo ações. De maneira idêntica, ainda, o P/L não leva em consideração o risco inerente ao investimento.

35

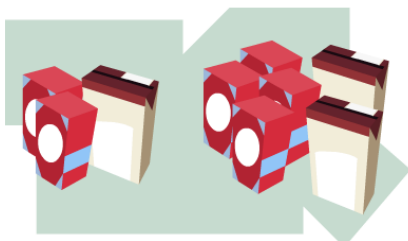
O índice Q de Tobin relaciona o valor de mercado de uma empresa com o valor de reposição de seus ativos. É um índice bastante revelador do potencial de valorização da empresa, indicando a riqueza agregada pelo mercado como reflexo de seu poder de gerar lucros.

Uma variante o Q de Tobin muito adotada pelos analistas é a medida denominada MVA (*Market Value Added*), obtida pela diferença (e não relação, como proposto por Tobin) entre o valor de mercado e o valor de investimento dos ativos geralmente mensurados a preço histórico corrigido. É a riqueza que uma empresa gerou a seus acionistas, demonstrada em valores absolutos pelo retorno que puderam auferir de seus investimentos na empresa.

A dificuldade maior do Q de Tobin é o cálculo do valor de mercado da empresa e do preço de reposição de alguns ativos, principalmente aqueles de características mais específicas para uma empresa.

O Q de Tobin considera o valor total da empresa. Se o indicador for menor que 1,0, revela que a empresa pode alcançar no mercado é inferior ao que se gastaria para construí-la, calculado a preços de reposição. Essa situação é de destruição de valor, consequência de uma gestão equivocada, incapaz de remunerar de forma atraente o capital investido.

Um Q de Tobin maior que 1,0, de outro modo, é determinado quando o valor de mercado da empresa for superior ao preço de reposição de seus ativos, verificando-se a agregação de um *goodwill* em seu preço. Neste caso, há uma criação de riqueza adicionada ao valor de mercado da empresa.



Uma empresa agrega valor aos seus acionistas quando é capaz de produzir um retorno acima do exigido pelo mercado. Assim, se a expectativa do mercado acionário é de uma remuneração anual de 14% em determinada ação, e o papel oferecer um retorno de 18% no período, por exemplo, é inegável a criação de valor pela empresa, motivada por uma gestão mais eficiente dos recursos dos proprietários. Com isso, há uma valorização de seu valor de mercado, refletida na elevação do *Q* de *Tobin*.

36

4 - VALOR DE AÇÕES

O valor de um título é definido pelo valor presente de seus fluxos de caixa esperados (futuros). Ao adquirir ações, o investidor tem a expectativa de receber dividendo e uma valorização de seu preço de mercado. Uma avaliação dessa situação é processada por meio do método do fluxo de caixa descontado, o qual é complementado, para certas hipóteses de crescimento, pelo modelo de Gordon.

Em essência, o modelo admite que o valor de um ativo seja determinado pelo valor presente de seus fluxos de caixa futuros, descontados a uma taxa que remunera o investidor no nível de risco assumido. Os fluxos de caixa são representados no modelo pelos dividendos esperados, quantificados com base em projeções dos percentuais de distribuição de lucros e em suas taxas de crescimento.

Para melhor compreender o modelo do fluxo de caixa descontado, admita que determinada ação tenha sido adquirida, no início de certo ano, por \$ 2,50, sendo vendida ao final do mesmo período por \$ 2,70, logo após ter o investidor recebido \$ 0,20/ação de dividendos.

O retorno (*K*) produzido por esse investimento em ação atinge a 16,0% no período, ou seja:

$$\begin{aligned}
 2,50 &= \frac{2,70 + 0,20}{1+k} \\
 2,50 &= \frac{2,90}{1+k} \\
 K &= 16,0\%
 \end{aligned}$$

37

Em conclusão, o preço de mercado de uma ação, independentemente do prazo do investimento, é determinado pelos dividendos futuros esperados, tornando o modelo válido mesmo para aplicações de prazos determinados. O valor do patrimônio líquido de uma empresa passa, assim, a ser representado pelo valor presente de seus dividendos futuros projetados na perpetuidade.

Observe ainda que o modelo de avaliação de ações leva em consideração o fluxo de dividendos, e não o de lucros. Essa opção se baseia na expectativa dos investidores, ao selecionarem as ações a serem adquiridas, no recebimento de dividendos e não de lucros. Ao se estudar anteriormente dividendo, constatou-se que somente uma parte dos resultados líquidos da empresa é distribuída aos acionistas, reinvestindo-se o restante na própria atividade para futura geração de rendimentos.



Empresas que não pagam eventualmente dividendos encontram-se na maioria das vezes em fase de expansão de seus negócios. Quando isso ocorre, gera no mercado uma expectativa de retomarem seu fluxo de dividendos em uma data futura, acrescido, porém dos rendimentos adicionais apurados pela retenção integral dos lucros. O uso do modelo de avaliação, nesse caso, exige que se projete não só o comportamento crescente dos dividendos futuros, como a data em que começarão a ser distribuídos.

38

5 - TAXA DE RETORNO DO INVESTIMENTO

A taxa de retorno requerida pelos acionistas ao investirem seus recursos no empreendimento é considerada como o custo do capital próprio de uma empresa. Ao levantar recursos no mercado acionário, ou mesmo ao reter parte de seus lucros, a empresa deve aplicá-los em projetos (ativos) que demonstrem viabilidade econômica, de modo que o retorno produzido possa remunerar seu acionista em nível equivalente às suas expectativas. Dessa forma, a remuneração mínima exigida pelos acionistas constitui-se, em última análise, no custo do capital próprio de uma empresa.



Em verdade, um investidor, ao admitir atratividade na aquisição de determinada ação, projeta na taxa de retomo considerada na avaliação sua expectativa de retorno e, conseqüentemente, o custo do capital próprio da empresa. Evidentemente, se a aplicação dos recursos próprios, por parte de uma empresa, não produzir uma remuneração, pelo menos idêntica à exigida pelos seus proprietários, a baixa remuneração irá indicar uma desvalorização do preço de mercado da ação e, conseqüentemente, da riqueza dos acionistas.

39

6 - PREÇO DE EMISSÃO DA AÇÃO

A fixação do preço de emissão de uma ação é importante para o sucesso da operação de subscrição pública principalmente para os atuais acionistas definirem seu direito de preferência.

A preocupação básica da sociedade emitente é de estabelecer um preço que viabilize a colocação integral das novas ações no mercado, garantindo os recursos necessários para financiar seu crescimento.

A atual lei das sociedades por ações prevê que o preço de emissão deve ser fixado tendo em vista a cotação das ações no mercado, o valor do patrimônio líquido e as perspectivas de rentabilidade da companhia. Essa preocupação inserida na legislação vigente é para que se evite a diluição injustificada dos antigos acionistas que não venham, por qualquer motivo, exercer seu direito de preferência de subscrição.

A sociedade, ao colocar ações no mercado primário por um preço substancialmente inferior daquele praticado no mercado secundário, pode prejudicar esses acionistas antigos, ocorrendo o que a lei denomina de diluição injustificada da participação acionária.

Na prática, as ações vêm sendo colocadas no mercado primário por um preço inferior do praticado no mercado secundário, tornando o direito de subscrição um bom negócio para o acionista que exercer seu direito. Qualquer acionista, evidentemente, somente manifestará interesse em exercer seu direito de subscrição se o preço de lançamento das ações estiver fixado abaixo de seu valor de mercado no momento da aquisição.



Por outro lado, os atuais acionistas também têm a responsabilidade de decidir o tipo de ação a ser lançada (preferencial e ordinária, basicamente). Essa decisão depende de alguns fatores, como:

- aspectos legais. A Lei das Sociedades por Ações vigente no Brasil permite um limite máximo de 50% do capital social total expresso em ações preferenciais.
- condições financeiras dos atuais acionistas (principalmente os controladores) para acompanharem o aumento de capital ordinário e, assim, manterem suas participações acionárias.

40

7 - ALUGUEL DE AÇÕES

O aluguel de ações foi regulamentado pela Resolução 2.268, de 10/04/95, para ser realizado por entidades habilitadas pela CVM para a prestação de serviços de custódia fungível. Em 01/01/05, apenas a CBLC se enquadrava no perfil desenhado pelo BC, pois é necessário que a entidade faça, simultaneamente, a liquidação e o registro de operações e seja responsável pela custódia dos títulos.

Esses empréstimos precisam ser intermediados pelas sociedades corretoras e distribuidoras de valores mobiliários habilitadas perante a entidade mantenedora do ser viço de empréstimo. Esses intermediários poderão realizar operações de empréstimo por conta própria e por conta de seus administradores. A intermediação nas operações de empréstimo de ações é obrigatória, exceto quando forem realizadas entre um emprestador que seja usuário direto da custódia da CBLC e a própria CBLC.

Para não haver riscos nessas operações, o BC exige o depósito e garantias no valor integral do empréstimo (100%) mais um adicional destinado a compensar a variação do preço do ativo em dois pregões consecutivos, o qual está sintonizado com a sua volatilidade, que varia de ação para ação.

Ele consiste, portanto, na transferência da custódia das ações do doador (proprietário) para o tomador (arrendatário), mediante o pagamento de uma comissão (aluguel) e o depósito de garantias (fiança bancária, títulos públicos federais, certificados de ouro, dinheiro ou ações).

O tomador do empréstimo não sabe quem é o emprestador (doador), e vice-versa. A CBLC sabe quem são as partes envolvidas e procura evitar a concentração de ações por parte do tomador.



Na transação, ocorre a transferência de fato das ações do doador para o tomador, porém a valorização e os direitos inerentes às ações (subscrição, dividendos e bonificação) continuam sendo do doador, à exceção do direito de voto que é transferido ao tomador durante o período do empréstimo. O tomador recebe as ações e poderá utilizá-las da forma que desejar, dentro de um determinado prazo pactuado, vendendo, dando em garantia ou mesmo retirando as ações da custódia da Bolsa.

A possibilidade de tomar títulos emprestados acrescenta eficiência operacional e flexibilidade ao mercado, sobretudo em operações de arbitragem. Exemplo.

Exemplo: O investidor A deseja alugar uma determinada ação e procura sua corretora;

- A sua corretora vai até a CBLC para verificar a disponibilidade da ação para aluguel;
- Havendo disponibilidade, por exemplo, junto ao investidor B, a CBLC atua como intermediária e são as corretoras das partes locadora e locatária das ações que se envolvem no processo;
- A operação é fechada e tem a garantia da Bovespa e da CBLC;
- Pelo aluguel das ações, o investidor A paga ao B uma taxa de aluguel para o rata anual de acordo com o mercado;
- Após o aluguel, o investidor A pode, por exemplo, vender as ações alugadas para, supostamente, recomprá-las por um preço menor no futuro, e ganhar a diferença; e

Ao fim do período de aluguel, o investidor A terá de devolver ao investidor B as ações alugadas.

41

RESUMO

Podemos definir o risco de uma ação simplesmente como a variância ou desvio-padrão dos retornos da ação.

A decisão de investir em ações deve ser precedida de uma análise das expectativas dos rendimentos a serem auferidos ao longo do prazo de permanência em determinada posição acionária e, também, da valorização que venha a ocorrer nesses valores mobiliários.

Há quatro tipos básicos de investidores: as pessoas físicas; as pessoas jurídicas; os investidores externos; e os investidores institucionais.

Basicamente, são adotados dois critérios de análise para investimento em ações: análise técnica e análise fundamentalista.

A análise técnica, também conhecida por análise gráfica, dedica-se a estabelecer projeções sobre o comportamento das ações a partir de padrões observados no desempenho passado do mercado.

A análise é desenvolvida por meio do estudo do comportamento das ações no mercado, sendo considerados, principalmente, os parâmetros de oferta e procura desses papéis e a evolução de suas cotações.

A análise fundamentalista adota a hipótese da existência de um valor intrínseco para cada ação, com base nos resultados apurados pela empresa emitente. O estudo dessa análise está baseado no desempenho econômico e financeiro da empresa e processa, ainda, sofisticadas avaliações e comparações setoriais, bursáteis e conjunturais.

Os indicadores de análise objetivam avaliar os reflexos do desempenho da empresa sobre o valor de mercado de suas ações. São de grande utilidade para os analistas de mercado, acionistas e investidores em geral, como parâmetros de apoio as suas decisões financeiras.

O índice LPA denota, em verdade, a parcela do lucro líquido pertencente a cada ação, sendo que sua distribuição aos acionistas é definida pela política de dividendos adotada pela empresa.

Indicadores de Dividendos – Indica a remuneração do acionista realizada sobre o capital investido (valor pago pela ação).

O índice P/L indica o número de anos (exercícios) que um investidor tardaria em recuperar o capital investido.

O índice *Q* de *Tobin* relaciona o valor de mercado de uma empresa com o valor de reposição de seus ativos. É um índice bastante revelador do potencial de valorização da empresa, indicando a riqueza agregada pelo mercado como reflexo de seu poder de gerar lucros.

O valor de um título é definido pelo valor presente de seus fluxos de caixa esperados (futuros).

A taxa de retorno requerida pelos acionistas ao investirem seus recursos no empreendimento é considerada como o custo do capital próprio de uma empresa.

A fixação do preço de emissão de uma ação é importante para o sucesso da operação de subscrição pública.

A preocupação básica da sociedade emitente é de estabelecer um preço que viabilize a colocação integral das novas ações no mercado, garantindo os recursos necessários para financiar seu crescimento.

A possibilidade de tomar títulos emprestados acrescenta eficiência operacional e flexibilidade ao mercado, sobretudo em operações de arbitragem.

1 - CONCEITO

O termo **governança corporativa** foi criado há mais ou menos dez anos nos países desenvolvidos, para designar o **sistema de relacionamento entre acionistas, auditores independentes e executivos de empresas, liderados pelo Conselho de Administração**.

O **IBGC** – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa é relativamente novo no Brasil, sendo fruto de enormes controvérsias. Dentre elas, podemos citar, primeiramente, sua terminologia. Para grandes mestres, a terminologia correta é "governo das empresas".

Brasileiro à frente

► **Paulo Villares**, presidente do conselho do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), foi indicado para ser o primeiro presidente do Instituto Latino-Americano de Governança Corporativa, que reúne representantes do Brasil, Chile, Argentina, Colômbia, México, Venezuela e Peru. "O objetivo é fazer com que todos os países da América Latina adotem as melhores práticas da governança corporativa pela troca sistemática de experiências", diz Villares. O instituto foi criado em Washington, durante a realização do curso "Treinando os Treinadores", promovido pelo IFC, braço financeiro do Banco Mundial para o setor privado. (Daniella Camargos)



Governança corporativa é entendida como a regulamentação da estrutura administrativa da sociedade anônima, mediante o estabelecimento dos direitos e deveres dos vários acionistas, da definição dos órgãos sociais e suas respectivas competências e da dinâmica e organização dos poderes. Segundo o Professor Amoldo Wald, "*significa o estabelecimento do Estado de Direito na sociedade anônima*", pois assegura a prevalência do interesse social sobre os eventuais interesses particulares dos acionistas, sejam eles controladores, sejam representantes da maioria ou minoria. Por meio da governança corporativa cria-se a "democracia societária", sistema de equilíbrio e separação de poderes, em oposição ao regime anterior de onipotência e poder absoluto e discricionário de controlador ou grupo de controle.

O IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa é o único órgão criado com a meta principal de contribuir para otimizar o conceito de Governança Corporativa nas empresas do País. Ao abraçar esta missão, o Instituto visa cooperar com o aprimoramento do padrão de governo das empresas nacionais, para seu sucesso e perpetuação.

A democracia societária assim como a política, é pluralista, ou seja, pode apresentar-se nas mais distintas formas. A democracia política, presentes as características essenciais ao instituto, apresenta variações ocasionadas pelas tradições e pelos usos e costumes de cada nação. Em função das particularidades locais temos a democracia sob a forma de monarquia constitucional ou de República, assim como existe a democracia presidencialista e a parlamentarista.

A **governança corporativa** pode aduzir diferentes aspectos em decorrência das peculiaridades locais e das finalidades da companhia. Entretanto, os traços básicos, comuns entre as várias formas, a distinguem como os da democracia política a distinguem das ditaduras.



No Brasil, em virtude da não dispersão do capital, e sim de sua concentração, a maioria das empresas brasileiras ainda possui estrutura familiar, bem como um controlador majoritário ou grupo de controle que por vezes exerce a administração das empresas em nome de seus interesses e em detrimento dos acionistas minoritários.

A governança corporativa no País, portanto, pode ser entendida como um conjunto de mecanismos que os investidores não-controladores das companhias (acionistas minoritários e credores) têm à sua disposição para limitar o poder do controlador e defender seus direitos, agregando valores para seus investimentos, evitando com isso a expropriação.

Os princípios que regem a governança corporativa são:

- a transparência (*disclosure*),
- a equidade (*equity*) e ;
- a responsabilidade da prestação de contas (*accountability*).

Busca-se uma melhor estruturação e solução dos conflitos sociais, seja entre acionistas majoritários e minoritários, diretores e membros do Conselho de Administração e assim por diante.

Destaca-se, ainda a definição de governança pelo IBGC:

Governança Corporativa é o sistema que assegura, aos sócios-proprietários, o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da Diretoria Executiva.

A relação entre propriedade e gestão se dá pelo Conselho de Administração, a Auditoria Independente e

o Conselho Fiscal, instrumentos fundamentais para o exercício do controle.

A boa Governança assegura aos sócios: **equidade, transparência, responsabilidade pelos resultados (accountability) e obediência às leis do país (compliance)**. 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.”



Para um aprofundamento do tema, estudaremos os princípios da governança corporativa, diretrizes que regerão o relacionamento entre os acionistas e os diversos órgãos sociais, instituindo a democracia societária.

45

2 - PRINCÍPIOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Transparência – (Disclosure) - A governança corporativa tem como princípio a divulgação oportuna e precisa de todos os fatos relevantes referentes à empresa, inclusive **posição financeira, desempenho, participação acionária e administração**. Um sistema de divulgação é crucial para satisfazer as exigências do mercado, relativas à fiscalização das empresas, e para os acionistas ao possibilitar o exercício efetivo de seus direitos de voto.

A experiência em países com mercado de capitais grandes e ativos mostra que a divulgação pode ser **uma ferramenta poderosa para influir no comportamento das empresas e proteger os investidores**. Isto porque, além de atrair capital e manter a confiança do mercado, possibilita aos acionistas e investidores, por meio de informações regulares, confiáveis e comparáveis, avaliarem a gestão da Diretoria Executiva e tomar decisões bem fundamentadas quanto à valorização, à participação acionária e ao voto.

A necessidade de divulgação não acarreta maiores dificuldades administrativas ou custos absurdos para as empresas. O importante é que se perceba o quanto informações imprecisas e insuficientes podem atrapalhar o funcionamento do mercado, aumentando o custo do capital social e gerando uma distribuição equivocada de recursos. Não se espera que as empresas divulguem informações que ponham em risco sua posição competitiva, a menos que a divulgação seja de um fato relevante, ou seja, de fato que possa fundamentar a decisão de investir ou não do investidor.

Devem ser divulgados os **fatos relevantes** a respeito das seguintes questões:

- Os resultados financeiros e operacionais da empresa;
- Objetivos da empresa;
- Principais participações acionárias e direito de voto;
- Conselheiros e principais executivos e sua remuneração;
- Fatores de risco previsíveis e relevantes;
- Fatos relevantes a respeito de funcionários e outras partes interessadas (stakeholders); e
- Estruturas e políticas de governança corporativa.

As informações devem ser preparadas, auditadas e divulgadas segundo os mais altos padrões contábeis, bem como deve ser realizada uma auditoria externa anual, a fim de proporcionar uma garantia externa e objetiva sobre a maneira pelas quais os demonstrativos foram preparados e apresentados.

46

Equidade – Equity é termo inglês, significando equidade; participação pecuniária que pertence ao sócio de um fundo comum.

A **confiança dos investidores** de que o capital por eles trazido será protegido da utilização indevida por parte dos diretores da empresa, conselheiros ou acionistas controladores é um fator importante no mercado de capitais. Isto porque estes agentes, participantes dos órgãos sociais, podem se envolver em atividades que promovam seus próprios interesses, em detrimento dos acionistas não-controladores e da própria sociedade.

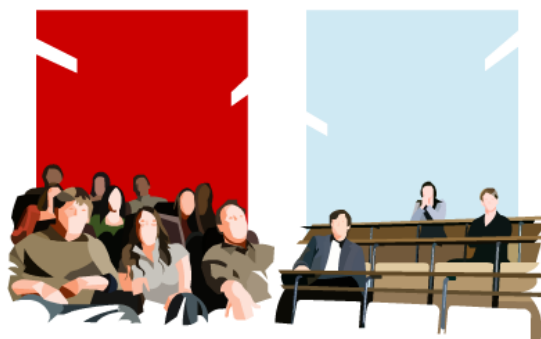
Neste sentido, para se evitar a utilização indevida dos recursos dos investidores são necessários métodos eficazes para a obtenção de reparação dos prejuízos causados, o que significa baixos custos e processo rápido. A confiança dos acionistas minoritários é maior quando o sistema jurídico provê os mecanismos para que eles entrem com ações, caso acreditem, justificadamente, que seus direitos foram desrespeitados.

É importante ter em mente que os fundos de institucionais – **fundos de investimentos, fundos de pensão e seguradoras** – têm aprimoradas políticas de supervisão para seus portfólios de investimento, enquanto os investidores de varejo se mostram incapazes para uma supervisão intensiva, já que esta possui custos elevados. Assim, **estes investidores** individuais dependem de um **sistema jurídico** que obrigue as companhias a prestarem as informações necessárias e que protejam seus interesses, pois sua maior fragilidade é latente.

É claro que o fornecimento de mecanismos para a defesa dos acionistas minoritários não pode significar uma "ditadura dos minoritários", bem como o excesso de processos no judiciário. É fundamental que os sistemas jurídicos tenham normas que defendam os diretores e conselheiros contra o número abusivo e injustificado de ações, sob a forma de testes para se averiguar a suficiência das queixas dos acionistas. Um exemplo é a chamada regra do critério empresarial, pela qual não podem os acionistas questionar

atos que estão sob o âmbito da discricionariedade do administrador, desde que os mesmos sejam regulares.

No que concerne à celeridade do processo, a promoção da arbitragem e audiências, administrativas, organizadas por comissões de valores mobiliários ou outros órgãos reguladores são fundamentais.



Dessa forma, adoção da governança corporativa pela empresa significa necessariamente assegurar tratamento equânime a todos os acionistas, inclusive minoritários e estrangeiros. Todos os acionistas deverão ter a oportunidade de obter efetiva reparação para a violação de seus direitos.

47

Prestação de Contas- (“Accountability”) - O princípio da prestação de contas é fundamental para a criação da "democracia societária", na qual se estabelece um sistema de equilíbrio e separação de poderes, em oposição ao regime anterior de onipotência do controlador ou grupo de controle. Os vários órgãos sociais (**Assembleia Geral, Diretoria, Auditoria Independente, Conselho Fiscal e Conselho de Administração**) se fiscalizam e prestam contas de suas atividades a quem os elegeu e escolheu o que gera um ambiente de cooperação e eficiência favorável a todos, tanto para os acionistas (*shareholders*) quanto para os grupos de interesse (*stakeholders*).



Dentre estes órgãos, ganha destaque na governança corporativa o papel do **Conselho de Administração**. Além de orientar a estratégia corporativa, o conselho é principalmente responsável pela fiscalização do desempenho administrativo e por conseguir um retomo adequado para os acionistas, assim como impedir conflitos de interesses. Outra importante responsabilidade do Conselho é

implementar sistemas para assegurar a observância da legislação pertinente nas áreas tributária, comercial, trabalhista, ambiental, de saúde e de segurança.

São responsabilidades do **Conselho de Administração**:

- Os conselheiros deverão atuar no melhor interesse da empresa e dos acionistas, com base em informações completas e bem fundamentadas;
- O conselho deve tratar todos os acionistas com justiça, ainda que suas decisões possam afetar de maneira diferente os diversos grupos acionários;
- O conselho deve garantir o cumprimento da legislação pertinente e levar em conta os Interesses dos acionistas.

Cabe mencionar que o **Conselho Fiscal** também é um órgão de extrema importância quando se trata de governança corporativa, pois cabe a este órgão fiscalizar os atos dos administradores, opinar sobre o relatório anual da administração, denunciar aos órgãos de administração ou à assembleia geral as fraudes ou crimes que descobrirem, bem como convocar a assembleia geral ordinária e extraordinária nos casos previstos.

48

Assim sendo, como afirma Cláudio Oksenberg, (...) um Conselho Fiscal permanente, composto por membros independentes de acionistas e administradores com adequada remuneração e suscetíveis de sanção, em caso de negligência, seria fundamental para um sistema de controle dos atos de gestão da sociedade, protegendo o acionista, especialmente o minoritário, e a companhia como um todo.

Em relação à **auditoria independente**, obrigatória nas companhias de capital aberto, mostra-se relevante o seu trabalho de apuração das demonstrações financeiras preparadas pela diretoria, informando, por meio dos levantamentos contábeis, a realidade financeira da sociedade.

Entretanto, com as recentes fraudes contábeis apresentadas por grandes empresas americanas, como Enron e World Com, a função da **auditoria independente**, que seria atestar a veracidade das informações financeiras da companhia, bem como fiscalizar eventuais abusos e fraudes praticadas pela diretoria, está sendo questionada.



Uma das possíveis causas geradoras deste escândalo foi a prestação, pela Arthur Andersen à Enron, simultaneamente, dos serviços de consultoria e auditoria. A empresa, muito bem remunerada por seus serviços de consultoria, acabou perdendo sua presumível independência, e passou a silenciar sobre os números fraudulentos apresentados, em detrimento de empregados, acionistas e credores da Enron.

A CVM, por meio da Instrução Normativa nº. 308/99, ou seja, anteriormente à eclosão das crises destas grandes companhias norte-americanas, procurou regular o exercício da atividade de auditoria independente no âmbito do mercado de valores mobiliários, mais precisamente a separação entre serviços de consultoria e auditoria. Reconhecendo a figura do auditor independente como elemento imprescindível para a credibilidade do mercado, e inestimável valor da proteção dos investidores, na medida em que a sua função é zelar pela fidedignidade e confiabilidade das demonstrações contábeis da entidade auditada.

Enron – Entenda o caso Enron (Folha de S.Paulo)

A Enron, gigante americano do setor de energia, pediu concordata em dezembro de 2001, após ter sido alvo de uma série denúncias de fraudes contábeis e fiscais. Com uma dívida de US\$ 13 bilhões, o grupo arrastou consigo a Arthur Andersen, que fazia a sua auditoria. Segundo investigadores federais, a Enron criara parcerias com empresas e bancos que permitiram manipular o balanço financeiro e esconder débitos de até US\$ 25 bilhões nos últimos dois anos.

O lucro e os contratos da Enron foram inflados artificialmente. A investigação indicou que ex-executivos, contadores, instituições financeiras e escritórios de advocacia foram responsáveis direta ou indiretamente pelo colapso da empresa.

O governo americano abriu dezenas de investigações criminais contra executivos da Enron e da Andersen. Além disso, **pessoas lesadas pela Enron também** moveram processos.

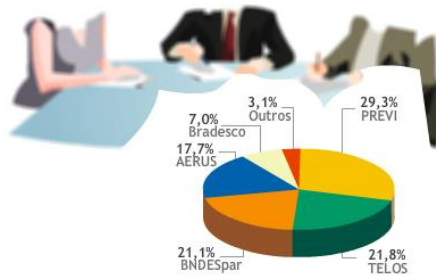
Na semana passada, foi revelada a participação da Enron em um suposto acordo com a Light, controlada pela AES, para a manipulação no leilão de privatização da Eletropaulo, em 1998. Pelo acordo, a Enron não ofereceria propostas, abrindo espaço para a Light. Em troca, a Enron venderia gás para a Eletropaulo privatizada. O governo de São Paulo recebeu preço mínimo, sem ágio, pela venda da empresa.

Fonte: Disponível no site: <http://www1.folha.uol.com.br/folha.shtml>. Acesso <20/12/2006>.

3 - O NOVO MERCADO E OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

No ano de 2000 a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) criou o Novo Mercado, uma listagem de empresas que têm seus fundamentos fortemente inspirados na governança corporativa. Não restam dúvidas também que a lei nº 10.303/2001, que reformou a Lei de S.A., veio de forma a impulsionar ainda mais o movimento visando uma maior democratização do mercado de capitais, por meio da busca pela equidade nas relações entre os acionistas.

A criação dos Níveis de Governança Corporativa e do Novo Mercado representa, em realidade, uma mudança na cultura dos mercados de capitais. O Brasil é um País onde a maioria das empresas é tradicionalmente familiar, ou seja, geralmente, o patriarca da família é o controlador e a voz de comando da empresa e os cargos de administração são compostos por familiares, amigos ou pessoas de confiança que estão comprometidas com as vontades do controlador. Observa-se nessas empresas uma forte centralização do poder de decisão, o que afasta o interesse de acionistas minoritários em participar de companhias com este perfil. Portanto, a BOVESPA ao criar o Novo Mercado teve que criar também os Níveis de Governança Corporativa, de forma que as empresas vão aos poucos se adequando às regras estipuladas para essas listagens, ou seja, o desenvolvimento da Governança Corporativa não deve ser um processo traumático para as empresas.



A **governança corporativa** facilita o acesso das empresas ao capital e agrega valor aos papéis das companhias administradas pelas suas diretrizes, já que as boas práticas de gestão empresarial zeland pela transparência de informações (*openess*) e pelo tratamento igualitário entre todos os acionistas (*equity*). O monitoramento direto da administração das companhias, gerado pela ampliação dos direitos dos acionistas minoritários, possibilita a companhia fazer que as ações emitidas aumentem suas cotações, elevando a apreciação dos investimentos como um todo.

Assim sendo, como afirma Cláudio Oksenberg, (...) um Conselho Fiscal permanente, composto por membros independentes de acionistas e administradores com adequada remuneração e suscetíveis de sanção, em caso de negligência, seria fundamental para um sistema de controle dos atos de gestão da sociedade, protegendo o acionista, especialmente o minoritário, e a companhia como um todo.

Novo Mercado

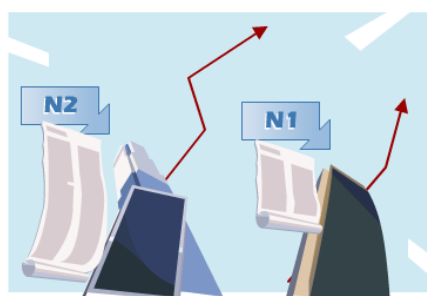
- Eternit vai para o Novo Mercado - 07/06/2006
- Ações da Embraer já estão no Novo Mercado - 06/06/2006
- BOVESPA e BM&F querem que estrangeiros "bebam água na fonte" - 24/04/2006
- BOVESPA seduz empreendimentos de TI - 18/04/2006
- Acionistas aprovam pulverização na Embraer - 03/04/2006
- Aprovada reorganização da Embraer - 01/04/2006
- O Brasil descobre a Bolsa - 29/03/2006
- Empresas mudam conselhos e se adaptam ao Novo Mercado - 23/03/2006

- Oferta da Totvs fica acima do esperado - 09/03/2006
- Ações da Totvs estréiam no Novo Mercado da BOVESPA - 09/03/2006
- New wave for the Novo Mercado - 23/02/2006
- Fundos não terão prêmio em operação da Perdigão - 20/02/2006
- Perdigão vai para o Novo Mercado da BOVESPA - 20/02/2006
- Ações da Copasa e Vivax estréiam com alta na BOVESPA - 09/02/2006

Fonte: <http://www.bovespa.com.br/Empresas/NovoMercadoNiveis/NovoMercadoMidia.htm>

50

Neste sentido, a BOVESPA criou 2 (dois) Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, com o objetivo de dar maior visibilidade e destaque aos esforços das empresas brasileiras que já estão adotando, voluntariamente e individualmente, melhorias nas práticas de governança e **transparência**. A adesão a estes Níveis tem como escopo elevar o potencial de valorização dos ativos destas companhias, sendo que seus valores mobiliários continuam a ser negociados no segmento tradicional de negociação da BOVESPA.



A BOVESPA define como **Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa** um conjunto de normas de conduta para as empresas, administradores e controladores consideradas importantes para uma boa valorização das ações e outros ativos emitidos pelas companhias.

A adesão a estas práticas, consolidadas no **Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa**, distingue a companhia como Nível 1 e Nível 2, dependendo do grau de compromisso assumido pela empresa.

Nível 1 e Nível 2

Nível 1 e Nível 2 são tratados pela BOVESPA como posições intermediárias, um período de transição para que as empresas entrem no Novo Mercado.

51

>No Novo Mercado, as regras são semelhantes às recomendações do Código de Melhores Práticas da Governança Corporativa, ou seja, as empresas são proibidas de emitir ações sem direito a voto; deve ser cumprido o free-float de 25%; devem ser seguidas normas contábeis internacionais ou americanas; as discussões entre os acionistas devem ser decididas em uma [Câmara de Arbitragem](#); deve ser garantida a representação dos minoritários no Conselho de Administração etc.



As empresas listadas no Nível 1 comprometem-se, entre outras, com as seguintes práticas de governança corporativa.

- Adesão às regras do Nível 1 por meio de assinatura de contrato entre a empresa e a BOVESPA;
- Manutenção em circulação (*free-float*) de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e revisão especial;
- Comprometimento de regras de *disclosure* em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- Divulgação de acordo de acionistas e programas de *stock options*;
- Disposição de um calendário anual de eventos corporativos.

Para serem classificadas como de **Nível 2**, as empresas, além de aceitarem cumprir todos os compromissos assinalados no Nível 1, devem aderir a um conjunto mais amplo de práticas de governança corporativa.

Os principais compromissos do **Nível 2** são:

- **Adesão às regras do Nível 2** por meio de assinaturas de contrato entre a empresa e a BOVESPA
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários;
- Mandato Unificado de um ano para todo o Conselho de Administração e o mínimo de cinco membros;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas dos US GAAP ou IAS;
- Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais;

- Direito de voto a ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia, aprovação de contratos entre a companhia e empresa do mesmo grupo e outros assuntos em que possa haver conflito de interesse entre o controlador e a companhia; e
- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento de capital ou cancelamento do registro de negociação neste nível.

Câmara de Arbitragem – Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM) é um foro criado pela BOVESPA para resolver disputas societárias e do mercado de capitais.
<http://www.camaradomercado.com.br/>

52

Atendidas as regras do **nível 2**, a empresa pode se enquadrar no novo mercado, desde que cumpra os seguintes **pré-requisitos**:

- Adesão às regras do Novo Mercado através de assinatura de contrato entre a empresa e a BOVESPA;
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para solução de conflitos societários;
- Entrada no mercado por meio de distribuição pública no valor mínimo de dez milhões de reais, seja por meio de distribuição primária ou secundária.
- Ficam dispensadas dessa distribuição pública as companhias que já mantêm registro de negociação no mercado principal da BOVESPA e possua pelo menos quinhentos acionistas;
- No mínimo 25% do capital social têm que estar disponibilizado no mercado (*free-float*);
- Colocação com dispersão: em distribuições públicas, procurar alcançar dispersão acionária por meio de uma das seguintes formas de colocação: garantia de acesso a todos os interessados em subscrever; ou *tranche* de varejo de 10% da operação (pessoas físicas); via coordenador – rede de distribuição própria; mediante parcela distribuída pelas corretoras e centralizada pela BOVESPA;

Período de proibição de venda por parte dos majoritários (*lock up*): nos primeiros seis meses o *lock up* deverá ser de 100%; por mais de seis meses, após o período inicial de seis meses o *lock up* será de 60%.



Algumas empresas enquadradas nos Níveis Diferenciados, bem como aquelas listadas no Novo Mercado, são as seguintes:

Níveis	Empresas
Nível 1	Aracruz, Bradesco, Bradepar, Brasil Telec, Brasil T Par, Cemig, Gerdau, Itaúbanko, Itausa, Perdigão S/A, Randon Part, Ripasa, Sadia S/A, Transpaulista, Unibanco, Unibanco HLD, Varig, Varig Serv-VPSC, Vang VPTA, VCP, Vigor, Weg.
Nível 2	Celesc, Marcopolo, Net.
Novo Mercado	CCR Rodovias, Sabesp.

Fonte: BOVESPA

53

4 - CÂMARA DE ARBITRAGEM DO MERCADO (CAM)

A Câmara de Arbitragem do Mercado foi criada pela Bovespa em 27-01-01, com o objetivo de solucionar controvérsias relacionadas ao mercado de capitais entre os participantes dos segmentos especiais de listagem: Novo Mercado e o Nível 2 de governança corporativa. É pensamento estender-se a abrangência de atuação da CAM a todos os demais segmentos da Bovespa.

A Câmara de Arbitragem deve proporcionar aos investidores maior agilidade na solução de seus conflitos, de forma sigilosa e a um custo menor que os procedimentos geralmente adotados no poder judiciário. Outra vantagem da CAM é a qualificação técnica diferenciada de seu quadro de árbitros para questões do mercado de capitais.

A CAM é composta por, no mínimo, 30 árbitros escolhidos pelo Conselho de Administração da Bovespa.

A adesão à CAM é processada por meio da assinatura de um Termo de Anuência, com o compromisso dos participantes de respeitar seu regulamento.

Obrigam-se a apresentar para solução na CAM todos os conflitos decorrentes de disposições contidas em:

- Lei das Sociedades por Ações;
- Estatutos sociais da companhia;
- Normas de funcionamento no mercado de capitais em geral;
- Regulamentos de listagem do Novo Mercado;
- Contratos firmados pelas sociedades listadas no Novo Mercado e no Nível 2 de governança corporativa.

A CAM oferece três tipos de procedimentos arbitral, relacionado em função da complexidade da controvérsia a ser decidida ou a critério das partes envolvidas:

- arbitragem ordinária;
- arbitragem sumária;
- arbitragem *ad hoc* (informal).

Árbitros - Os árbitros atuam como juízes, que analisam os conflitos de acordo com a lei e seus aspectos técnicos. Devem apresentar reputação ilibada e profundo conhecimento sobre o mercado de capitais.

Árbitros - Os árbitros atuam como juízes, que analisam os conflitos de acordo com a lei e seus aspectos técnicos. Devem apresentar reputação ilibada e profundo conhecimento sobre o mercado de capitais.

Termo de Anuência – As partes que decidirem utilizar a arbitragem não poderão mais recorrer ao Poder Judiciário para tratar da mesma matéria, tampouco apelar ao judiciário no intuito de alterar qualquer sentença arbitral proferida.

Arbitragem ordinária – é recomendada para questões mais complexas, e prevê um tribunal arbitral composto por três árbitros. Cada parte indica dois árbitros, um titular e outro suplente, preferencialmente membros da CAM, para formar o Tribunal Arbitral que julgará a controvérsia. O terceiro árbitro titular (e respectivo suplente), que será o presidente do Tribunal Arbitral, são escolhidos, de comum acordo, pelas partes. Não se verificando um consenso entre as partes, cabe ao presidente da CAM a escolha do terceiro árbitro, e seu respectivo suplente. Os dois primeiros árbitros escolhidos podem não ser integrantes da Câmara de Arbitragem do Mercado. No entanto, o terceiro árbitro deverá ser necessariamente membro da CAM.

Arbitragem sumária - é utilizada para um processo arbitral mais simplificado (questões menos complexas), sendo conduzido por apenas um árbitro escolhido preferencialmente entre os membros da CAM.

Arbitragem ad hoc - é um processo arbitral informal, no qual as partes propõem à CAM normas e procedimentos próprios para aprovação.

RESUMO

O termo governança corporativa foi criado há mais ou menos dez anos nos países desenvolvidos, para designar o sistema de relacionamento entre acionistas, auditores independentes e executivos de empresas, liderados pelo Conselho de Administração.

A governança corporativa é entendida como a regulamentação da estrutura administrativa da sociedade anônima, mediante o estabelecimento dos direitos e deveres dos vários acionistas, da definição dos órgãos sociais e suas respectivas competências e da dinâmica e organização dos poderes.

Por meio dos princípios que regem a governança corporativa, ou seja, a transparência (*disclosure*), a equidade (*equity*) e a responsabilidade da prestação de contas (*accountability*), busca-se uma melhor estruturação e solução dos conflitos sociais, seja entre acionistas majoritários e minoritários, diretores e membros do Conselho de Administração.

Transparência – A governança corporativa tem como princípio a divulgação oportuna e precisa de todos os fatos relevantes referentes à empresa, inclusive posição financeira, desempenho, participação acionária e administração.

As informações devem ser preparadas, auditadas e divulgadas segundo os mais altos padrões contábeis, bem como deve ser realizada uma auditoria externa anual, a fim de proporcionar uma garantia externa e objetiva sobre a maneira como os demonstrativos foram preparados e apresentados.

Equidade – Adoção da governança corporativa pela empresa significa necessariamente assegurar tratamento equânime a todos os acionistas, inclusive minoritários e estrangeiros. Todos os acionistas deverão ter a oportunidade de obter efetiva reparação para a violação de seus direitos.

Prestação de contas – O princípio da prestação de contas é fundamental para a criação da "democracia societária", na qual se estabelece um sistema de equilíbrio e separação de poderes, em oposição ao regime anterior de onipotência do controlador ou grupo de controle. Os vários órgãos sociais (Assembléia Geral, Diretoria, Auditoria Independente, Conselho Fiscal e Conselho de Administração) se fiscalizam e prestam contas de suas atividades a quem os elegeu e escolheu o que gera um ambiente de cooperação e eficiência favorável a todos, tanto para os acionistas (*shareholders*) quanto para os grupos de interesse (*stakeholders*).

No ano de 2000 a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) criou o Novo Mercado, uma listagem de empresas que têm seus fundamentos fortemente inspirados na governança corporativa.

A criação dos Níveis de Governança Corporativa e do Novo Mercado representa, em realidade, uma mudança na cultura dos mercados de capitais.

A BOVESPA criou 2 (dois) Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, com o objetivo de dar maior visibilidade e destaque aos esforços das empresas brasileiras que já estão adotando, voluntariamente e individualmente, melhorias nas práticas de governança e transparência.

Os Níveis 1 e 2 são tratados pela BOVESPA como posições intermediárias, um período de transição para que as empresas entrem no Novo Mercado.

A Câmara de Arbitragem do Mercado foi criada pela Bovespa em 27-01-01, com o objetivo de solucionar controvérsias relacionadas ao mercado de capitais entre os participantes dos segmentos especiais de listagem: Novo Mercado e o Nível 2 de governança corporativa.